

Perspectives

Perspectives Économiques et Financières

Juin 2020

Comme trois fois par an, Covéa Finance présente ses Perspectives Economiques et Financières, un exercice qui vise à partager avec ses actionnaires, ses clients et ses partenaires, sa vision du monde.

Nous y présentons en particulier notre interprétation des enchaînements économiques, financiers et géopolitiques et leurs impacts sur la stratégie d'investissement que nous mettons en œuvre dans les portefeuilles d'actifs que nous confient nos clients. Depuis deux ans, la forme donnée à notre analyse et ses conclusions ont été renouvelées. Nos travaux de réflexion présentés en début d'année étaient centrés sur les aspects structurels et conjoncturels des principales économies que nous suivons avec un éclairage sur les marchés financiers dans ce contexte. Les travaux présentés dans nos Perspectives Economiques et Financières de juin sont davantage orientés sur les marchés financiers avec une analyse plus détaillée que dans notre présentation de début d'année. Nos travaux de fin d'année seront, quant à eux, consacrés à une thématique, sur un sujet de nature à influencer durablement la lecture des grands équilibres économiques et financiers.

Mais, en ce mois de juin d'une année très particulière, marquée par la crise sanitaire du COVID-19, nos Perspectives présentent un caractère spécial, dans son organisation, sa conception et son orientation. A noter que la quasi-totalité des réflexions présentées a été menée par des collaborateurs en télétravail.

Récession, dépression – démondialisation, quel sera le futur post-épidémie du Monde ?

Si une crise économique et financière nous semblait inéluctable avant la crise sanitaire avec en traduction une récession plus ou moins profonde selon le pays, la crise sanitaire change la donne. Nous tablons désormais sur une dépression économique sévère qui devrait amplifier les tendances observées ces dernières années suite à la crise financière de 2008, avec notamment un renforcement de l'opposition à la mondialisation fondée sur le multilatéralisme.

Les années qui vont suivre la chute de la 4e banque d'investissement mondiale, Lehman Brothers, vont voir émerger un courant anti-mondialisation de plus en plus fort.

La crise sanitaire n'a fait que révéler au plus grand nombre les limites de la mondialisation telle qu'elle a pu s'organiser après la chute du mur de Berlin et l'effondrement de l'URSS.

Les pays occidentaux et leurs citoyens ont pris conscience dans un contexte dramatique et dramatisé de leur très forte dépendance à la Chine.

Pourtant, cette mondialisation avait déjà montré ses limites et révélé les effets dévastateurs que pouvaient avoir les effets domino dans un monde profondément interconnecté et interdépendant. Les signes avant-coureurs n'avaient pas manqué. Mentionnons bien sûr en premier lieu l'ampleur de la crise qui a frappé l'économie mondiale en 2008 et les années suivantes mais aussi l'épidémie du SRAS ou plus récemment celle du H1N1. On pourrait citer également la catastrophe de Fukushima qui a frappé le Japon en mars 2011 et qui avait mis en lumière l'extrême éclatement des chaînes d'approvisionnement.

Chaque crise économique et ses répliques ont entraîné à chaque fois la mise en place de solutions hors normes, exceptionnelles. Néanmoins, avec l'épidémie actuelle, force est de constater que les mesures hors normes sont en train de devenir la nouvelle norme. Or ces mesures n'ont pas démontré de réelle efficacité en matière de retour à l'équilibre, de retour

à la situation prévalant avant la crise. Ce que nous appelions les « béquilles » au lendemain de la crise financière sont devenues les étais nécessaires à toute vieille maison en train de sombrer dans la vétusté.

Depuis plus de 30 ans, chaque crise est suivie d'une nouvelle crise. De plus, les crises paraissent plus rapprochées depuis notre entrée dans le 21^{ème} siècle. Tout se passe comme si les économies ne parvenaient plus à revenir à l'équilibre, un constat qui conduit à poser la question du bien-fondé des remèdes utilisés.

Les remèdes des banques centrales en question

Nous avons déjà souligné par le passé les effets des mesures hors normes prises par les banques centrales sur le comportement des agents économiques : surendettement des Etats, surendettement des ménages, surendettement des entreprises, ces dernières ayant fortement fragilisé leur structure capitalistique en préférant la dette aux fonds propres ou encore, de façon plus grave, en utilisant la dette pour racheter leurs propres actions.

La baisse des taux d'intérêt pousse les investisseurs à prendre de plus en plus de risques en investissant dans de la dette d'entreprises, des entreprises qui sont elles-mêmes de plus en plus fragiles financièrement et donc très exposées quand la situation économique se détériore. Enfin, l'action des banques centrales a favorisé le développement de bulles spéculatives qui ne demandent qu'à éclater. Les bulles contribuent, par ailleurs, aux inégalités dans la répartition des richesses et des revenus, inégalités qui se sont fortement accrues ces vingt dernières années.

Mais le plus grave est très certainement l'affaiblissement généralisé des taux de croissance des économies sur fond d'inflation nulle associée à des poches de déflation des revenus, d'abord du travail puis, avec les taux négatifs sur les emprunts d'Etat, la déflation des revenus de l'épargne.

Une des sources de l'affaiblissement généralisé des taux de croissance s'explique par les stratégies des entreprises qui, sous la contrainte de la crise, sont amenées à se restructurer. La baisse des coûts conduit à la destruction d'emplois et avec, la destruction de compétences.

Le développement de nouveaux marchés que représentent les pays émergents pousse également les entreprises à repenser l'organisation de leurs implantations. Sur l'argument de se rapprocher de leurs clients de demain (les pays émergents, par leur démographie, constituent des marchés potentiels considérables), les entreprises sont tentées d'utiliser la crise pour détruire des capacités de production dans les « vieux » pays et les relocaliser ailleurs.

Enfin, le caractère très particulier du choc sanitaire que subissent nos économies a contraint les entreprises à s'adapter alors même que l'ensemble des agents économiques, entreprises, ménages, institutions financières, retraités et actifs, écoliers, a subi une décision politique unilatérale. La vie de nombre d'entre eux est en danger. Certaines entreprises sont déjà mortes. Une décision politique lourde de conséquences sur les décisions futures des entreprises survivantes. Nous risquons d'avoir une accentuation des comportements « apatrides » et « asociaux » des entreprises en réponse aux messages récurrents de prudence face au virus et du possible « re-confinement ». La tentation d'accélérer le processus d'automatisation et de robotisation est extrêmement forte.

La dépression nous paraît aujourd'hui un scénario très probable au regard des éléments chiffrés dont nous disposons sur les zones géographiques qui font l'objet de nos investissements. Cette probabilité se renforce à la lumière des enchaînements néfastes qui se sont enclenchés.

Ainsi, imaginer le pire des scénarios est selon nous la meilleure façon d'identifier les zones, les secteurs et les entreprises les plus à même de résister à des pressions dépressives d'une rare violence.

C'est aussi une base de réflexion saine pour identifier les indicateurs, les thèmes qui peuvent laisser espérer une sortie de crise par une reprise, certes lente, des économies et des marchés mondiaux.

L'identification de trois clés nous a permis de décrypter les événements tant financiers et économiques que politiques ces dernières années. Ces trois clés de lecture nous ont aidés à anticiper l'évolution de l'environnement des entreprises et des marchés financiers sur lesquels se négocient leurs titres. Il nous semble que nous devons analyser la situation actuelle et anticiper son évolution à la lumière de ces mêmes clés, toujours pertinentes.

Ces trois clés sont le système financier et en particulier « le et les » systèmes bancaires, le dollar et le pétrole. Ce dernier a été un facteur majeur de la reprise de l'économie américaine après la crise financière de 2008 mais il a aussi été à l'origine d'un bouleversement de l'échiquier géopolitique. Les conditions de l'offre et de la demande vont durablement peser sur le prix du pétrole. Contrairement à 2009, l'industrie américaine, et indirectement le reste du Monde, ne pourront pas compter sur l'industrie pétrolière américaine pour faire redémarrer la machine économique.

Si les banques américaines comme européennes, mieux capitalisées et avec moins de levier dans les bilans, abordent le choc sanitaire, plus robustes qu'en 2008, le volume de provisions pour pertes qu'elles vont devoir constater dans leurs comptes, en particulier en Europe, risque de réduire à néant tous les efforts des régulateurs pour renforcer la solvabilité des établissements financiers. La sortie de crise va rapidement buter sur le financement futur des économies.

Seule la devise dollar pourrait jouer favorablement pour relancer l'économie mondiale grâce à son émetteur, la Réserve fédérale américaine. D'abord, en évitant les réactions en chaîne que provoquent les faillites, et ensuite, en allouant les liquidités indispensables aux banques pour accompagner les investissements et la Recherche et Développement des entreprises. L'investissement reste la pièce maîtresse d'une reprise économique saine et durable.

Le coronavirus est-il en passe d'accélérer le mouvement de « démondialisation », souvent attribué à une volonté de Donald Trump, de manière abusive. La contestation de la mondialisation n'est, en effet, pas récente.

La concurrence saine et loyale, favorisant l'optimisation des ressources pour le bien de tous est une utopie qui a conduit depuis plus de 40 ans à la mondialisation des échanges de marchandises, de services, de capitaux et d'hommes sur fond de concurrence déloyale, de normes environnementales à géométrie variable (normes sociales, protection des travailleurs, fiscalité des entreprises et des revenus des ménages), de corruption, de contrefaçon (le coût de la contrefaçon pour le PIB européen se chiffre en milliards) et de tricherie (scandale Volkswagen) autant des Etats que des entreprises, mais aussi des citoyens (Panama leaks, paradis fiscaux et leurs listes noires et grises).

Retour des souverainetés nationales ?

Depuis la faillite de Lehman Brothers, la mondialisation a du plomb dans l'aile.

Son rejet ne peut que s'amplifier avec cette crise sanitaire qui a mis l'économie mondiale à l'arrêt. Le caractère de la crise (elle touche à la santé) vient soutenir la croyance que produire localement est plus vertueux que l'échange. Elle sonne aussi comme une « alerte » écologique dans bien des esprits.

En France comme ailleurs, l'épidémie du coronavirus a fait ressurgir des termes que l'on attribuait aux courants dits « populistes » comme souveraineté, autosuffisance, sécurité.

Si la sécurité alimentaire et la sécurité sanitaire semblent remises au goût du jour, la sécurité énergétique paraît sous-estimée en Europe.

Or si la souveraineté passe réellement par la relocalisation de la production de ce qui est consommé sur le sol national, il faudra en assumer les risques :

- D'abord économiques : perte de pouvoir d'achat pour le consommateur, retour de la pollution industrielle pour les citoyens et retour plus probablement à un Etat très interventionniste et son corollaire, l'économie administrée,

mouvement qui s'est déjà bien installé ces dernières années comme on peut le voir à travers le poids de l'administratif, des contrôleurs de toutes natures dans les appareils d'Etat mais aussi dans les entreprises.

- Géopolitiques ensuite : si l'échange inégal à l'origine du rejet de plus en plus fort de la mondialisation a fini par exacerber les tensions entre les pays, la fin de l'échange et le retour au protectionnisme n'ont pas montré par le passé qu'ils étaient la meilleure solution pour la paix des peuples et son corollaire, le progrès économique et social des sociétés participant à l'échange.

Ensuite, pour produire « chez soi », il faut imaginer que les entreprises, aujourd'hui planétaires, multiculturelles dans leurs employés comme dans leurs bailleurs de fonds ou actionnaires, acceptent de ne plus rechercher une optimisation de l'allocation des ressources dont elles disposent. Il faut aussi leur garantir la sécurité de l'approvisionnement énergétique et ce, à un coût acceptable, des infrastructures de qualité et une main d'œuvre offrant les compétences dont elles ont besoin. Le prix à payer n'est pas qu'économique et touche à la liberté d'entreprendre et la libre installation, deux « concepts » majeurs à la base de l'Union européenne. Enfin, la relocalisation de la production bute aussi sur la question de l'épargne et du degré de dépendance aux capitaux étrangers.

La liberté d'agir à la base de l'invention et de l'innovation est aujourd'hui déjà bien entravée dans les économies occidentales. Normes, régulations, codes n'ont cessé de s'enrichir au fil des décennies. Autant d'éléments qui ont conduit administration publique et entreprises privées à multiplier les équipes de contrôle. L'excès de bureaucratie est un mal largement connu et analysé.

Complexité des règles, complexité des structures et des organisations sont des sources majeures de désresponsabilisation individuelle des acteurs, ce qui signifie une sclérose à terme des sociétés.

L'épidémie qui nous frappe en 2020 a été un choc violent sur des économies fragilisées. Il a été plus encore un révélateur des limites de l'organisation de nos sociétés et de leur degré de sclérose et de désresponsabilisation.

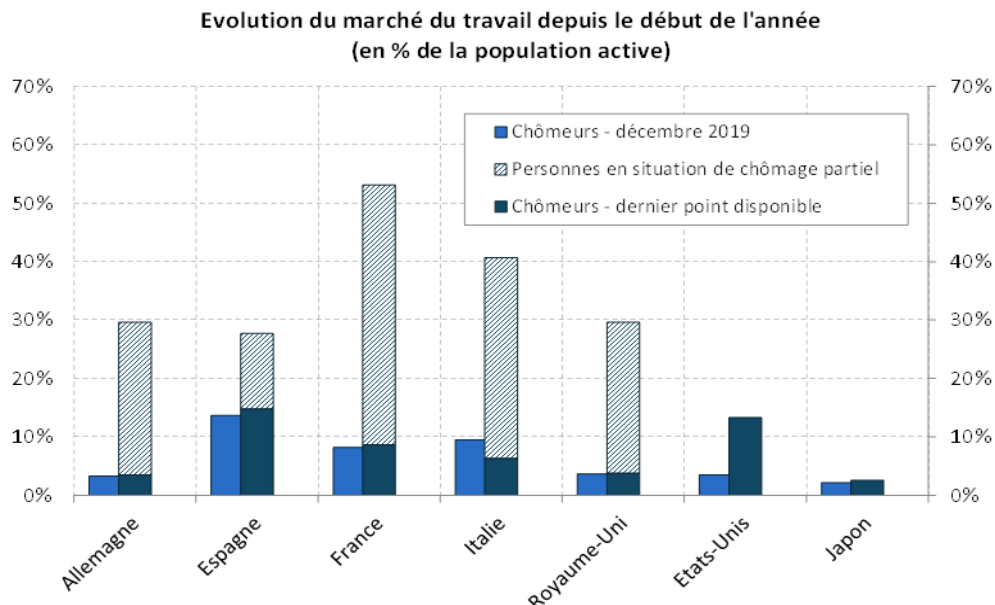
Economie administrée contre libéralisme économique pose enfin la question du retour des blocs économiques et des solidarités qui vont avec. Une chance pour l'Europe de retrouver l'élan des membres fondateurs en revenant à un projet plus politique et plus fidèle à l'esprit de progrès, en lieu et place de la concurrence à tout crin dans le seul objectif de garantir les prix les plus bas au consommateur européen ?

Enfin, le dilemme entre économie administrée et libéralisme économique pose aussi la question des sources de croissance et donc du progrès économique et social.

Pour traiter ce scénario privilégié de dépression, ce PEF de juin s'articule à travers l'appréciation de la pertinence des réponses des gouvernements et des banques centrales, l'étude des courroies de transmission essentielles à cette sortie de crise que sont le système bancaire, le pétrole et le dollar. Il s'attache enfin à identifier à la fois les survivants, porteurs d'avenir en termes de lieux géographiques, de zones monétaires, de secteurs et d'entreprises et les secteurs stratégiques. Dans des économies, où des secteurs stratégiques deviendront davantage « administrés », nous reposons la question de la préférence pour le statut d'actionnaire ou celui de créancier.

En s'inscrivant dans un cadre de dépression, nous analysons donc la pertinence des mesures apportées par les pouvoirs politiques et monétaires. Il faut noter que la diffusion de la pandémie a été très rapide, n'épargnant aucun pays. Le décalage entre les pics épidémiques des différents continents et les situations contrastées entre pays résultent de différences majeures dans les méthodes de calcul des malades ainsi que des politiques sanitaires très diverses (disponibilité et utilisation des tests de façon massive, port de masque de façon précoce). Mais quelles qu'elles soient, les mesures de confinement et de distanciation « sociale » ou physique ont brutalement réduit les déplacements et créé un choc d'activité sans précédent. L'ampleur et la rapidité des répercussions sur le marché du travail sont inédites. Et dans certains pays, les impacts sur le marché du travail ne sont pas encore pleinement visibles. Si aux Etats-Unis, les destructions d'emplois ont atteint des niveaux

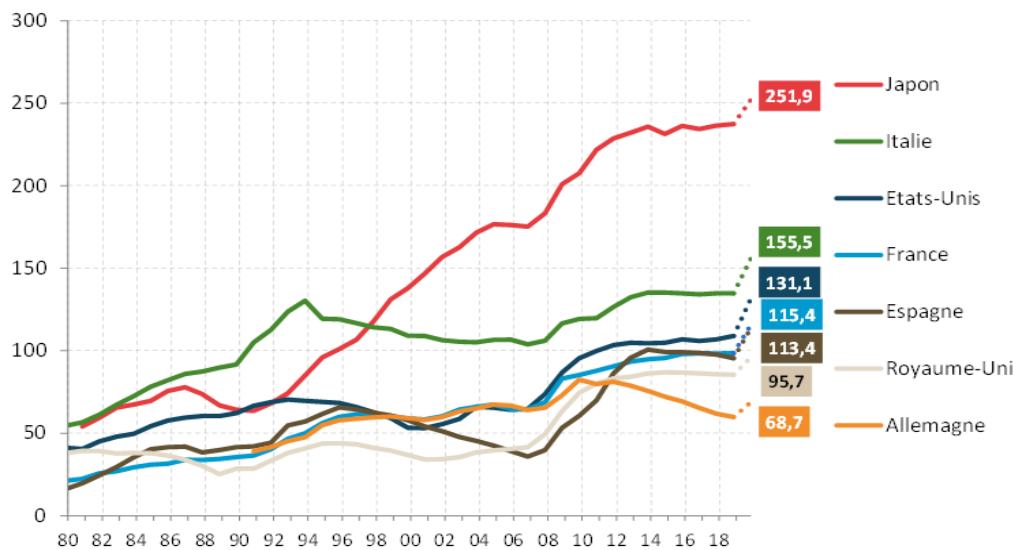
historiques (près de 19 millions d’emplois détruits entre décembre 2019 et mai 2020), en Europe, la hausse du taux de chômage est, pour l’instant, limitée en raison de la mise en place de dispositifs de sauvegarde de l’emploi qui ont permis de limiter la hausse du taux de chômage ou d’effets techniques comme la forte baisse des personnes recherchant activement un emploi qui induit, notamment en Italie, une diminution en trompe-l’œil du taux de chômage.



Source : Ministère du travail, Arbeitsagentur, HMRC, INPS, Seguridad Social, Eurostat
 Les chiffres font référence aux demandes d'activités partielles dans certains pays (France, Allemagne et Italie)

Pourtant, les réponses des autorités budgétaires et monétaires sont bien au-delà de celles de la crise financière de 2008, déjà hors normes. Les montants des plans de soutien budgétaire annoncés par les Etats pour faire face aux conséquences du confinement sont massifs. La composition de ces plans illustre une préférence de l’Europe pour des systèmes de garanties des créances, tandis que les Etats-Unis et le Japon ont eu recours plus massivement aux injections directes ou indirectes. Cela crée de facto une distorsion de croissance et une concurrence industrielle. En dehors de la Chine, les banques centrales ont accompagné les mesures prises par les Etats en injectant massivement de la liquidité et en réactivant leurs programmes d’achats d’actifs. Ainsi sur 2020, les achats de la BCE se sont ajustés pour couvrir à nouveau les émissions nettes des Etats qui ont considérablement augmenté. Et la comparaison avec 2008 montre à quel point l’ampleur des mesures est importante. La France, l’Espagne et la Chine se distinguent par des mesures budgétaires en deçà de celles de 2008-2010. Les Etats-Unis privilégient les aides aux ménages et les prêts aux entreprises. Leur banque centrale a très vite privilégié l’achat d’actifs financiers, la protection du marché monétaire et a facilité l’accès aux prêts des petites et moyennes entreprises. Ils ont donc utilisé tous les leviers. En Europe, le soutien de la politique monétaire est d’une moindre intensité. L’Allemagne se distingue par l’ampleur de son plan en privilégiant des aides directes aux entreprises et des prises de participation, cherchant à protéger et à relancer son industrie. Le reste de l’Europe, et en particulier la France, a mis en place des mécanismes directs de protection de l’emploi et des garanties de prêt aux entreprises, ce qui ne garantit pas une sortie de crise rapide. Mais au final, tous les pays enregistrent une explosion de leur dette publique qui atteint des plus hauts historiques. Cette hausse de la dette risque d’augmenter les charges d’intérêt et de fragiliser des Etats dont la soutenabilité des finances publiques posait déjà problème auparavant. A titre d’exemple, selon le FMI, l’Italie pourrait ainsi voir son stock de dettes passer de 135% en 2019 à 155,5% en 2020 tandis que la France atteindrait le niveau de 116,4%. Au cours des années à venir, la gestion de cette dette nécessitera donc un ajustement conséquent des finances publiques.

Dettes Publiques
(en % du PIB, projection à partir de 2020)

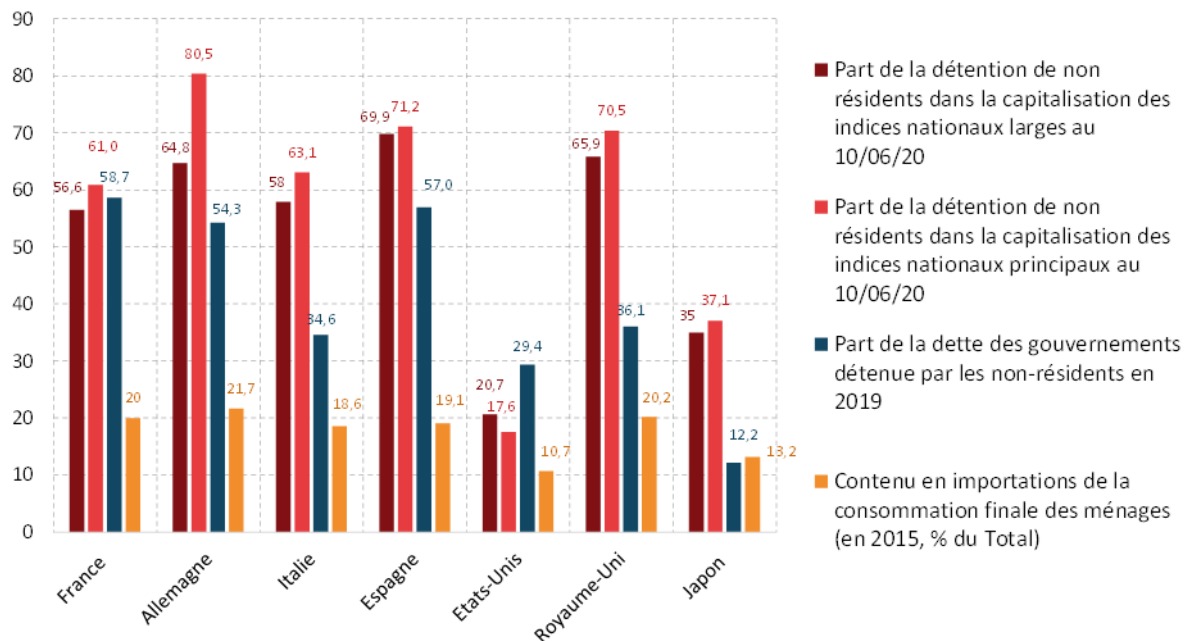


Sources : FMI, Covéa Finance, Thomson Reuters, AMECO

Dernier point : 2019

Dans cet « après » se pose aussi la question du domaine d'intervention de la puissance publique. Car sortir d'un scénario de dépression nécessitera un repositionnement de l'Etat qui laissera des cicatrices dans le fonctionnement de la sphère économique. Cette extension de l'action de l'Etat pourrait prendre de multiples formes à travers des nationalisations, de la planification, des investissements publics, un encadrement du système bancaire ou de décisions fiscales ciblées. Elle vise évidemment à reconstruire une souveraineté mais pourrait bien se heurter à la réalité de la dépendance de chaque économie à l'extérieur. Là encore, les pays sont inégaux pour asseoir ce volontarisme politique dans l'action.

Indicateurs de degré de dépendance vis à vis de l'étranger



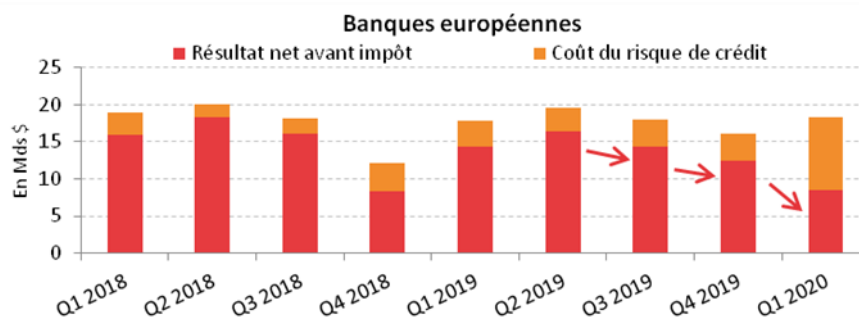
Sources : FMI (Fiscal monitor), INSEE Première N°1756, Bloomberg, Covéa Finance

Au regard des 4 indicateurs que nous avons retenu pour illustrer le degré de dépendance des économies à l'international, nous notons que les Etats-Unis et le Japon apparaissent comme les moins dépendants. En Europe, et plus particulièrement en zone euro, l'intégration des pays renforce notamment leur dépendance envers leurs partenaires partageant la même devise ou un

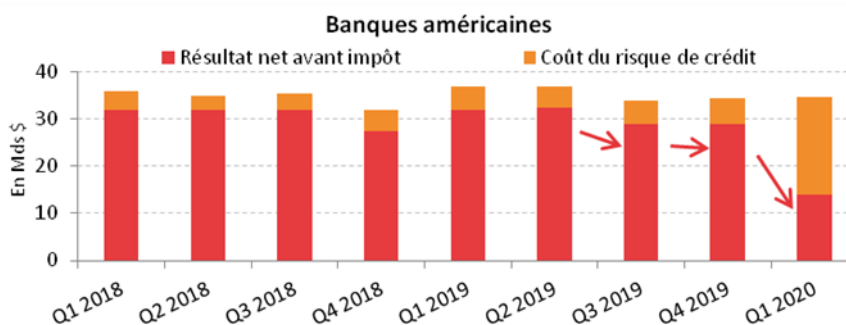
marché commun. Une dépendance qui s’ajoute à celle du financement des entreprises et des Etats de la zone euro par des capitaux extérieurs à l’Europe. Enfin, au regard du contenu en importations de la consommation, la propension des services, faiblement intensif en importations, dans la consommation est un facteur explicatif des niveaux relativement faibles de cet indicateur, en particulier pour les Etats-Unis.

Les courroies de transmission

Quelle est donc la capacité des courroies de transmission à rendre possible une reprise ? La première clé – les systèmes bancaires – apparaît très affaiblie par les effets de la pandémie. On relève 2 chocs principaux : la baisse de la profitabilité sous l’effet de la hausse du coût du risque de crédit (par les dotations aux provisions) et la baisse du ratio de fonds propres durs. Sur le premier plan de la rentabilité, les 7 grandes banques globales d’investissement européennes ont subi une baisse de 39% de leur résultat avant impôt au premier trimestre 2020 à 9,1Md\$, par rapport au premier trimestre 2019. La baisse est largement due à la hausse du coût du risque de crédit (+270%).



Les 5 grandes banques globales d’investissement américaines ont enregistré un résultat net avant impôt de 14,3Md\$, soit une baisse de 55% par rapport au T1 2019 impacté par un coût du risque de crédit en hausse de 20,7Md\$ (+315%).

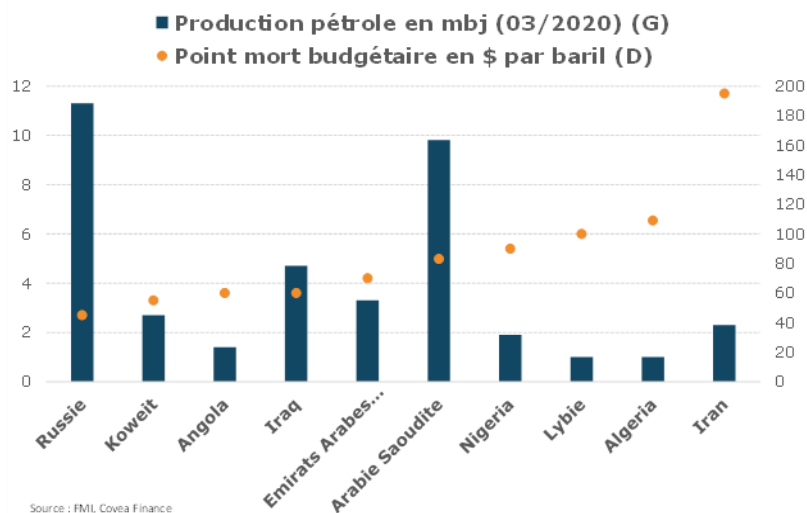


Le deuxième effet de baisse du ratio de fonds propres durs (ratio CET1) est imputable à la hausse des actifs pondérés par le risque provoquée par la dégradation de la qualité des actifs, le tirage de lignes de crédit et par la dégradation de la valorisation des portefeuilles de titres.

D’une façon plus prospective, les résultats des tests de résistance sont pleins d’enseignements. En 2018, les résultats des tests de résistance réalisés en Europe font apparaître une baisse de près de 4% en moyenne des ratios de fonds propres durs, dans le scénario adverse. Le ratio moyen, passant pour les 48 banques soumises au test, de 14,0% à 10,05%. Or, le choc du COVID-19 est de nature beaucoup plus sévère que les hypothèses du scénario adverse retenues par l’Autorité bancaire européenne (ABE), chargée de la surveillance financière au sein de l’Union européenne ! On note que les hypothèses des stress test américains sont sensiblement plus sévères et sûrement plus proche de la crise à venir et concourent à un résultat sensiblement égal à celui des Européens en termes de dégradation des bilans bancaires. En définitive, l’impact dépressif promet d’être majeur. Cela justifie des mesures décisives en faveur des banques afin de leur permettre d’assurer leur rôle de financement des

agents économiques. Cela revêt aussi une importance tant elles présentaient avant l'épidémie, notamment en Europe, des poches de vulnérabilité en qualité des actifs, en coûts opérationnels ou en rentabilité mais aussi parce qu'elles assurent 75% du financement des entreprises en Europe. Aussi, les mesures prises par les banques centrales, les Etats et les régulateurs vont se révéler décisives pour atténuer le choc de la crise. Cela passera certainement par une substitution des Etats pour supporter majoritairement l'essentiel du risque des prêts nécessaires aux économies, des mesures exceptionnelles des autorités monétaires pour garantir la liquidité des marchés monétaires et l'assouplissement temporaire des organes de tutelle des règles communautaires.

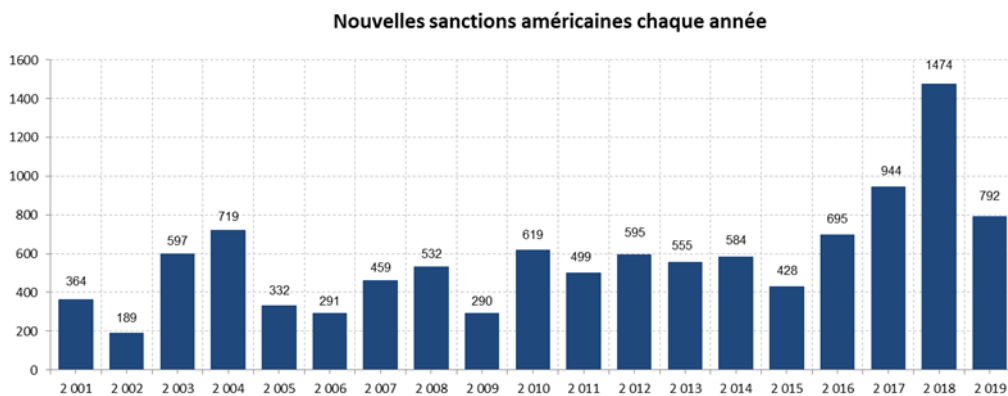
La deuxième courroie de transmission est le pétrole. Force est de constater qu'il ne jouera pas à court terme un rôle positif dans une sortie par le haut, contrairement à 2009 où il avait été un facteur essentiel de reprise économique. Là encore, la chute de la demande a opéré sur un marché déjà fragilisé par une structure de l'offre affaiblie par les dissensions entre les acteurs majeurs de la filière et par une financiarisation à l'œuvre depuis des années. L'impact à court terme de cette crise sanitaire a été fort surtout sur le transport routier, le transport aérien, et dans une moindre mesure sur le transport maritime et le raffinage et l'on peut anticiper des effets de moyen terme persistants sur le transport aérien (tourisme et voyage d'affaires, fret), sur le transport automobile (affirmation du télétravail), et sur le transport maritime (chaînes de production plus locales). Seul le transport par camion pourrait bénéficier de la relocalisation des économies.



Ainsi, une dépression qui se combinerait aux effets structurels de la crise sanitaire pourrait faire baisser la demande de 10mbj par rapport à 2019. Car si les niveaux de stock « on-shore » sont élevés, les stocks « flottants » de bruts et de produits finis sont sur des niveaux historiques. Cela a provoqué une régionalisation des prix du marché et touché surtout les principaux contributeurs à la hausse de la production de la dernière décennie (USA, Canada, Russie). Si la réponse de l'offre a été rapide et historique, elle repose sur un accord complexe sur fond d'intérêts géostratégiques instables. De plus, les capacités d'adaptation des entreprises pétrolières sont moins élevées qu'auparavant. Leur accès au financement de marché est moins facile et plus cher et leur potentiel de baisse de coûts limité. La baisse des investissements devrait se poursuivre et contribuer à un nouvel équilibre de prix. Dans notre scénario privilégié de dépression et d'un prix déprécié à 20\$, les effets de richesse et de cercle vertueux entre pays producteurs et pays développés consommateurs ne s'enclencheront pas, rendant inopérante cette deuxième courroie de transmission.

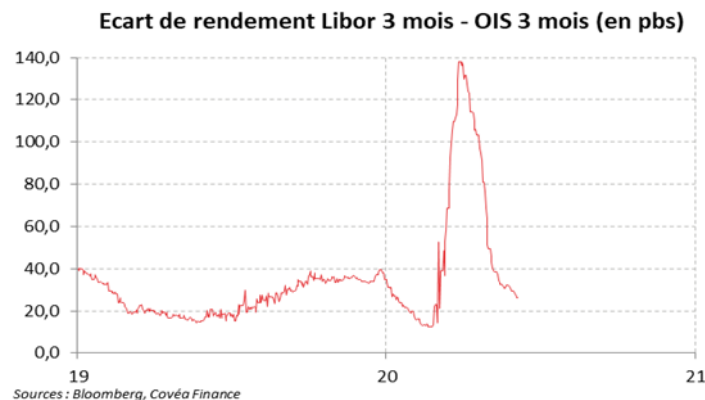
Le dollar américain demeure largement dominant, aussi bien dans les réserves de change que dans les émissions de titres de dettes ou de prêts en devises. Lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié des poches d'instabilité dans le financement en dollar à travers le rôle crucial des banques non américaines dans l'octroi de prêts en dollars dans le monde, le recours aux dérivés de change, et la hausse de l'endettement en dollar des pays émergents. La raréfaction du dollar et un premier incident sur le marché monétaire américain en septembre 2019 avaient été soulignés, avec comme conséquence une intervention de la FED en urgence pour assurer la liquidité, intervention restée permanente depuis, traduisant un grippage du marché interbancaire qui perdure. Car, le dollar reste la monnaie de référence et sa liquidité doit

être assurée pour garantir le bon fonctionnement des marchés et des échanges mondiaux. Mais le dollar est aussi une monnaie politique et les Etats-Unis l'utilisent comme outil de sanction.



Sources : Bureau du contrôle des actifs étrangers (OFAC)

Si les différentiels de taux et de croissance sont pertinents pour expliquer sur le moyen terme les parités avec le dollar, la devise américaine a bénéficié par ailleurs du contexte géopolitique tendu et de la crise sanitaire. Dans cet environnement anxieux, la demande en dollar a été considérable au moment où les actifs risqués émergents ont été vendus massivement. Cette hausse soudaine de la demande entraîne des tensions sur les financements en dollars et le coût d'emprunt en dollars s'envole comme l'indiquent les tensions interbancaires.



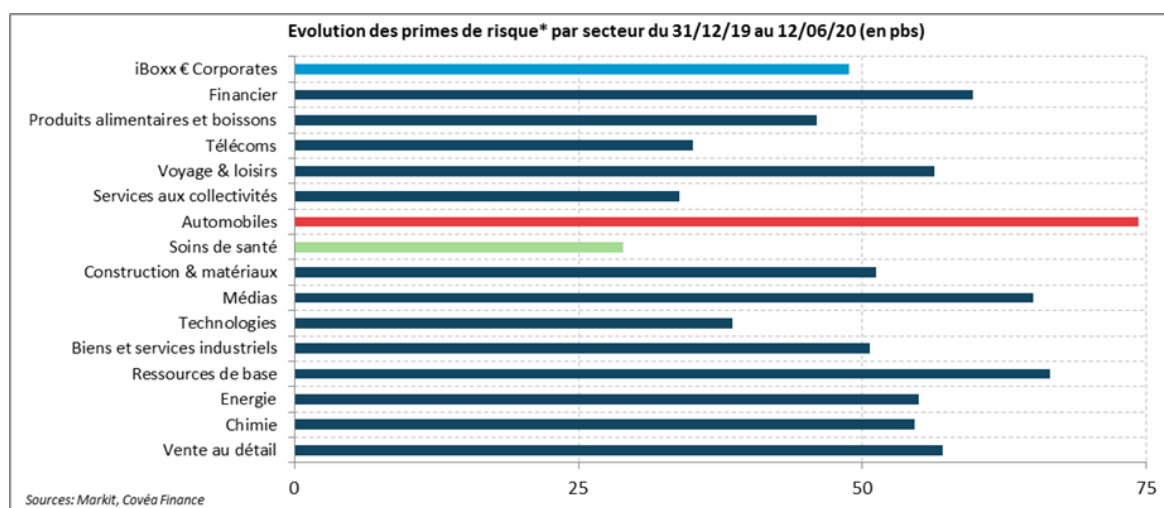
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Plus que jamais, le dollar renchérit son statut de valeur refuge mais la Réserve fédérale américaine a dû déployer un arsenal de financement pour faciliter l'accès à la liquidité des marchés.

L'examen des 3 courroies de transmission dans le cadre de ce scénario de dépression ne dresse pas un tableau très positif, et ne donne pas beaucoup de raisons d'espérer pouvoir sortir rapidement par le haut, en tout cas pour les 2 premières que sont le système bancaire et le pétrole. On a vu que le système bancaire européen est extrêmement fragilisé et tout le système international est très dépendant du système bancaire américain. Le prix du pétrole fragilise les effets richesse nécessaires à un enclenchement vertueux. On se souviendra qu'aux Etats-Unis, il a été le moteur d'une croissance encouragée par le multiplicateur d'investissement de l'industrie pétrolière sur le sol américain – mécanisme qui ne joue plus aujourd'hui. De plus, il a été à l'origine d'un bouleversement géostratégique important et de la remise en cause d'alliances qui agite encore les relations internationales de nos jours. Seul le dollar semble pouvoir jouer un rôle de transmetteur positif puisque contrairement à 2008 la Fed a fait en sorte que notre système multilatéral puisse fonctionner et que personne ne manque de dollars.

Notre analyse des secteurs

Dans ce cadre, quel a été l'impact de la crise sur les portefeuilles crédit ? Depuis le début de l'année, les performances les plus négatives ont porté sur les sous-composantes les plus exposées à la crise du COVID-19 tels que les secteurs de l'automobile et les ressources de base. Les secteurs des soins de santé, des services aux collectivités et des télécoms ont affiché les performances les moins mauvaises sur la période.



En dépit d'un écartement des primes, le marché primaire est resté dynamique. Au 29 mai, 65Md€ ont été émis sur le mois portant le montant depuis le début de l'année à 260 Md€ (un marché primaire fermé deux semaines en mars). La répartition des émissions par qualité de crédit met en relief un marché fragmenté dont sont quasiment absents les émetteurs de la catégorie haut rendement (pas d'émissions en mars et 1% des volumes d'émissions en avril). L'annonce récente de la BCE d'accepter les dettes des entreprises tombées en catégorie haut rendement depuis le 7 avril (les « Fallen Angels ») en collatéral de ses opérations de refinancement des banques pourrait relancer un peu ce segment.

Et quel impact sur les investissements des entreprises ? Nous avons observé des points communs entre les deux zones géographiques dans certains secteurs à savoir un impact modéré de la crise sanitaire sur la trajectoire des investissements dans le secteur de la technologie ayant bénéficié des mesures de confinement (télétravail, visioconférence, média), le secteur de la consommation de base, les biens de première nécessité vers lesquels les ménages se sont tournés. En revanche, les secteurs les plus exposés aux reculs des investissements sont les secteurs de l'industrie, de l'énergie et des matériaux (-7 à 7.5% en Europe, -12% à -18% aux Etats-Unis), le secteur de la consommation cyclique (-10% à 18% en Europe, -15% aux Etats-Unis – retraité d'Amazon) , et le secteur de la santé dans les deux zones (de l'ordre de -10%) malgré le caractère défensif du secteur.

Les investissements apparaissent bien comme une variable d'ajustement au même titre que d'autres postes. Ainsi, la communication des sociétés interrogées a souvent été prudente et a mis en lumière l'ajustement à la baisse des postes suivants (par ordre de priorité): le contrôle des coûts opérationnels afin de compenser la baisse du chiffre d'affaires et la hausse du besoin en fonds de roulement (stockage, rallongement des délais clients) dans le but de limiter l'impact sur les marges et de préserver la trésorerie. Ce contrôle des coûts opérationnels passe notamment par des licenciements, du chômage partiel, l'arrêt du recours à l'intérim, accompagné dans certains cas par une baisse ponctuelle des salaires de l'équipe dirigeante, ou le renoncement à leur bonus (ABB, Fiat-Chrysler, Nexans, HSBC, Carrefour), l'annulation simple ou report dans le temps des dépenses d'investissements, une stratégie de croissance externe revisitée à l'aune du contexte actuel, avec plusieurs axes : la renégociation des prix d'achat (ex. LVMH / Tiffany), le renoncement (Thalès, Arcelor-Mittal), ou encore l'opportunité de sécuriser des filières d'approvisionnement (Safran envisage de racheter des fournisseurs/équipementiers), un report, une baisse ou une annulation des dividendes ou des plans de rachats d'actions.

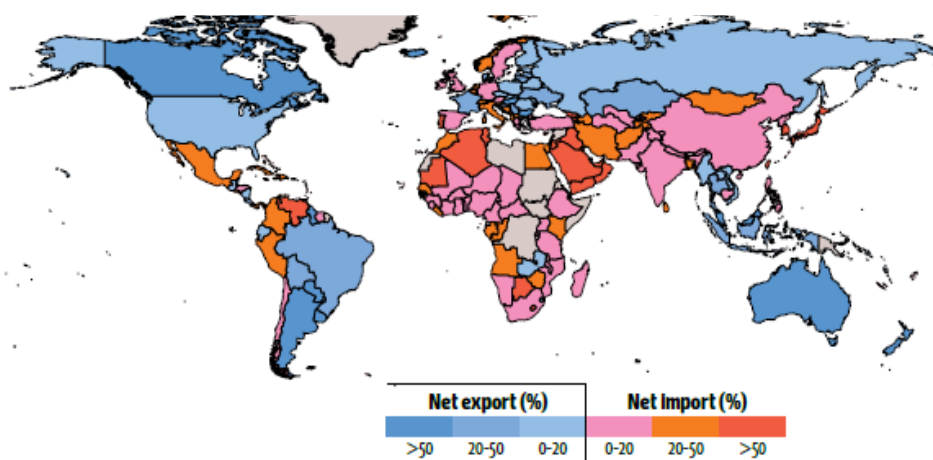
Les facteurs qui pourraient jouer sur la trajectoire des investissements à l'avenir sont multiples. On peut citer la visibilité et la solidité des carnets de commandes des sociétés, eux-mêmes liés à l'état de santé et les perspectives de leurs clients, selon

qu'ils se situent dans des secteurs aidés ou non, ou qu'ils font les frais d'arbitrage de consommation ; le niveau des profits et de capacité d'endettement supplémentaire des sociétés ; les plans de soutien et de relance aux entreprises afin d'accompagner la transformation des secteurs face à la crise. Alors que les entreprises repensent, voire renoncent, à leur stratégie d'investissement, les Etats pourraient via un retour de la politique keynésienne assurer le financement par des investissements publics. Ces observations confirment notre cadre de réflexion privilégié, la dépression : la hausse du chômage provoquera un effondrement des revenus et le multiplicateur d'investissement jouera négativement sur la croissance.

Dans ce contexte, il nous apparaît que la crise remet les enjeux stratégiques au cœur des projets des gouvernements et des sociétés. On recense ainsi plusieurs besoins majeurs. Un besoin accru de maîtriser les filières impliquées dans la consommation, notamment alimentaire ; une nécessité de redéfinir les priorités du secteur de la santé, pour garantir indépendance et sécurité du système de santé ; un besoin de maîtrise des processus technologiques d'avenir, révélateurs d'importantes divergences et de tensions majeures ; une problématique de priorisation des dépenses d'infrastructures, entre infrastructures physiques et communications avec la nécessité d'y intégrer les enjeux environnementaux. Ces thèmes stratégiques impacteront essentiellement les 4 secteurs de la santé, des technologies, de la consommation et des infrastructures.

En matière de consommation, la dépendance majeure des économies au commerce mondial de biens essentiels et un sous-investissement chronique des acteurs du secteur exposent les Etats et les sociétés aux enjeux de demain. Les Etats, au risque de dépendances externes (enjeux de souveraineté économique et alimentaire), les sociétés, au manque de préparation aux changements des préférences des consommateurs (traçabilité de la production et multiplicité des circuits de distribution) et aux exigences nouvelles des Etats.

Mesure de la dépendance externe des Etats en matière de produits alimentaires (importations ou exportations). *

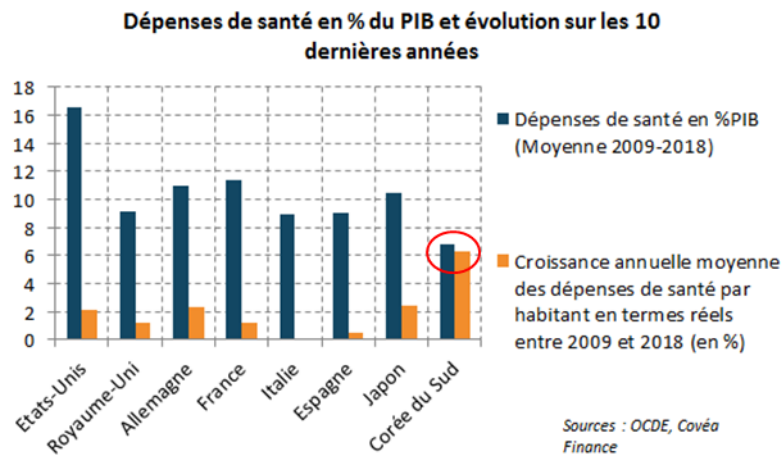


Source : Nations Unies. 2016 sur la base de données de 2011. * Incluant tout produit alimentaire, en partant de la matière première primaire jusque deux niveaux de transformation.

Pour les acteurs du secteur de la consommation, les priorités doivent bien être repensées à l'aune de la nécessaire sécurisation de la production, des approvisionnements et de la distribution (relocalisation, gestion des stocks, intégration de nouvelles normes). Un besoin qui touche à la fois les modèles de production et de distribution pour intégrer les évolutions techniques et sociales de préférence des consommateurs et d'exigence des Etats, dans un contexte d'une plus grande polarisation de la consommation, reflet des écarts grandissants de revenus.

Le secteur de la consommation va donc devoir répondre aux multiples contraintes des gouvernements dans le cadre de la sécurisation des approvisionnements et de la production, mais également aux obligations d'ajuster leurs modèles aux évolutions des modes de consommation. Ces contraintes sont autant d'investissements nécessaires, qui ne manqueront pas d'irriguer les carnets de commandes et les ventes d'autres sociétés, et ainsi de faire émerger des thèmes porteurs d'avenir au sein d'une cote plus large.

Dans le secteur de la santé, on note que si les dépenses de santé ont souvent été pléthoriques elles n’ont pas toujours permis de gérer efficacement cette crise. Une gestion de la crise plus efficace a été relevée lorsque le rythme des dépenses avait été maintenu au cours de la dernière décennie et surtout lorsqu’elles avaient été orientées vers la modernisation du système (connaissance du patient, diagnostic, capacité d’accueil sans oublier la modernisation de l’hôpital).

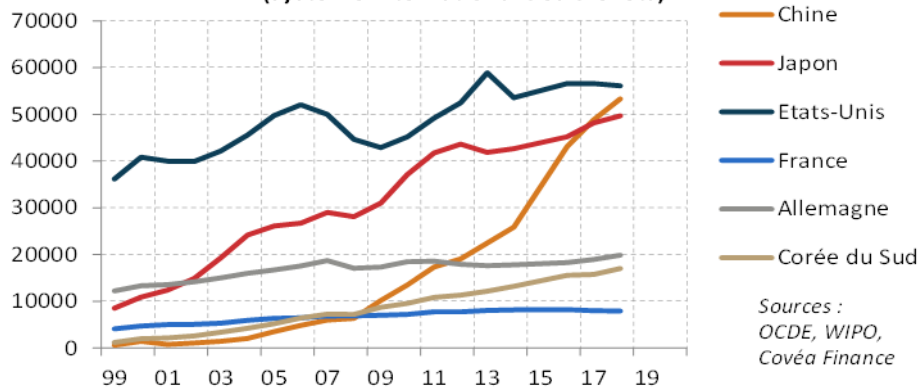


Une réflexion qui devrait amener les pouvoirs publics à repenser leurs systèmes de santé pour les rendre plus robustes, plus réactifs et permettre de mieux servir l’intérêt général. Cela devrait passer par une réduction de la dépendance externe, et une sécurisation des approvisionnements et des stocks ; une capacité d’action et de réaction en cas de crise, supposant une meilleure connaissance et un meilleur suivi des patients (renforcement du diagnostic, partage de données, personnalisation de la médecine) ; une réorientation de la recherche et de certains aspects de son financement pour ne pas négliger les recherches moins rentables, mais potentiellement cruciales pour l’intérêt collectif. Enfin, il existe un risque de créer de nouvelles dépendances pour les Etats (aux géants de la technologie pour les données), de restreindre les libertés individuelles pour les patients (exploitation des données personnelles aux bénéfices de l’intérêt collectif) et de limiter la rentabilité des entreprises (renforcement des normes, relocalisation des productions, fixation des prix, limitation du champ de la propriété intellectuelle). Pour les sociétés du secteur de la santé, il s’agira donc d’offrir des produits et solutions permettant de répondre aux besoins de sécuriser, de personnaliser et de numériser la médecine. Derrière ces enjeux, c’est tout un écosystème de sociétés exposées aux sciences de la vie, à l’instrumentation médicale, voire de plus en plus de sociétés hybrides entre la technologie et la santé qui seront recherchées. Ces sociétés devront permettre d’améliorer la qualité des soins, de susciter la recherche et finalement de redonner les moyens aux hôpitaux, gage d’une capacité du système à répondre aux enjeux sanitaires sur lesquels reposent les enjeux économiques.

L’indépendance technologique. Au-delà de la résistance de ce secteur au pire de la crise (moindre baisse des chiffres d’affaires, investissements et dépenses de R&D maintenus) avec des acteurs aux structures financières saines (marges élevées, peu de dettes), le besoin d’une sécurité technologique est apparu au grand jour.

Le caractère stratégique du secteur de la technologie s’appuie sur 3 piliers : la maîtrise de la puissance de calcul, via les semi-conducteurs, pour accélérer les développements technologiques et industriels, la maîtrise des infrastructures réseaux et Cloud, garante d’une continuité d’activité, et la capacité de développement des logiciels, pour assurer l’optimisation des processus, l’efficacité dans l’utilisation et l’interprétation des données, tout en garantissant la sécurité des agents. Ce caractère stratégique attise d’ailleurs les tensions géopolitiques entre les principaux blocs : Chine et Etats-Unis pour des enjeux de souveraineté qui vont toucher les sociétés, Etats-Unis et Europe pour des enjeux de domination et de fiscalité des multinationales. Ce caractère stratégique s’illustre à travers la vive croissance des dépôts de brevets par les principaux blocs technologiques rivaux.

Demande de dépôts de brevet en vertu du Traité de coopération en matière de brevets (PCT) par pays (système international des brevets)



Sources : OCDE, WIPO, Covéa Finance

Au sein de la technologie, l'importance des enjeux qui reposent sur ce secteur révèle autant d'opportunités que de points de vigilance. Ces groupes mondiaux sont à la fois des groupes sur lesquels la puissance publique doit pouvoir s'appuyer pour continuer d'innover et donc de dominer. Mais dans le même temps, la puissance publique peut également les fragiliser du jour au lendemain sous couvert de vouloir se réapproprier la production, la maîtrise des données. Pour autant, à moyen terme, chaque bloc devra capitaliser sur les forces de ses leaders pour garantir ou se réapproprier sa souveraineté, notamment numérique, garante d'une continuité économique de court terme et de compétitivité économique à long terme.

Enfin, le secteur des infrastructures et la nécessité de repenser la nature des investissements. En dehors de l'aérien, il existe un niveau général insatisfaisant de la qualité des infrastructures de transport, nécessitant des investissements.

Qualité des infrastructures (note 1-100)

		Etats-Unis	Canada	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Espagne	Japon	Corée du Sud	Chine	Inde	Brésil	Moyenne échantillon	
Infrastructures de transport physiques	Routier	2010	84,08	84,98	73,66	93,48	93,62	53,79	74,97	83,01	82,45	56,98	45,86	48,97	72,99
		2019	79,64	65,65	80,99	84,27	82,57	73,19	83,64	87,76	87,60	68,94	66,43	45,58	75,52
	Ferroviaire	2010	84,23	81,28	73,53	92,69	94,78	57,60	73,91	80,05	83,00	59,66	44,07	39,35	72,01
		2019	87,24	82,94	77,87	83,38	85,26	71,35	89,20	81,26	85,59	77,69	67,23	54,79	78,65
	Aérien	2010	68,72	74,69	64,60	90,67	93,34	48,53	68,18	93,63	81,27	58,97	64,84	26,20	69,47
		2019	55,24	35,55	77,60	82,63	82,97	76,01	75,36	97,98	90,58	38,44	56,80	16,61	65,48
	Maritime	2010	85,82	84,29	79,42	94,42	90,14	58,57	78,57	73,01	85,81	61,78	67,63	57,99	76,45
		2019	89,79	84,07	86,11	87,23	85,34	81,23	88,44	93,35	87,05	80,34	82,17	73,25	84,86
	Telecom	2010	83,45	56,89	77,68	79,18	69,27	60,78	76,42	71,87	86,42	79,31	56,68	34,97	69,41
		2019	80,95	80,18	74,61	91,19	84,09	52,28	74,01	73,91	72,83	61,12	49,61	37,84	69,38
		Etats-Unis	Canada	Royaume-Uni	Allemagne	France	Italie	Espagne	Japon	Corée du Sud	Chine	Inde	Brésil	Moyenne	
	2010	51,20	58,00	56,60	54,80	57,20	38,20	40,40	47,00	64,00	12,40	0,80	10,40	40,92	
	2019	71,21	77,14	79,19	82,17	89,54	56,06	64,06	64,32	83,19	57,07	2,69	29,77	63,03	

Routier : Moyenne de deux indicateurs i) connectivité routière mesurée via la vitesse et la rectitude moyenne d'un trajet reliant les 10 villes ou plus représentant au moins 15% de la population et ii) sondage sur la qualité de l'infrastructure

Ferroviaire : Moyenne de deux indicateurs i) nombre de km de rails par 1000 km² et ii) sondage sur l'efficacité de l'offre ferroviaire (fréquence, ponctualité, vitesse, prix)

Aérien : Moyenne de deux indicateurs i) la connectivité aéroportuaire selon par l'IATA qui assure le degré d'intégration des aéroports dans le pays et ii) sondage sur l'efficacité de l'offre de transport aérien (fréquence, ponctualité, vitesse, prix)

Maritime : Moyenne de deux indicateurs i) connectivité maritime (nombre de bateaux, capacité d'accueil en containers... dans les ports du pays et ii) sondage sur l'efficacité de l'offre de transport maritime (fréquence, ponctualité, vitesse, prix)

Télécom : Mesurée au travers du taux de souscription à l'internet fixe au débit

Les priorités seront donc demain d'assurer la sécurité, la compétitivité et la souveraineté à long terme. C'est une redéfinition des enjeux qui devrait privilégier les investissements numériques, ferroviaires aux dépens du routier, du maritime et des aéroports (surcapacités nées de la dépression). En Europe, l'ambition de l'investissement « vert » influencera les choix budgétaires.

Dans les infrastructures, l'impulsion des Etats et ses nouvelles exigences vont donc faire émerger plus de contraintes, plus de normes et potentiellement une fiscalité accrue. Il conviendra donc d'être très sélectif dans nos investissements sur ces exploitants et opérateurs, tout en ayant à l'esprit que l'importance de leurs investissements viendra également irriguer les thèmes porteurs d'avenir dans d'autres secteurs (équipements ferroviaires et thématiques de l'environnement pour les infrastructures physiques, mais également réseaux et semi-conducteurs pour les infrastructures numériques).

Dans le cadre des missions des Etats, garantir, sécuriser, organiser et stimuler, les entreprises devront se conformer ou se transformer. Ainsi, nous privilégierons les secteurs stratégiques bénéficiaires (santé, technologie) et limiterons ceux qui subissent ces changements (infrastructure et consommation) et favoriseront indépendamment les thèmes porteurs d'avenir.

En conclusion

Nous sommes à un tournant majeur dans l'organisation des relations internationales avec probablement l'intensification d'un mouvement que nous anticipions dès 2011, à savoir une régionalisation marquée des organisations économiques. L'Europe ne paraît pas la mieux préparée à prendre le virage qui s'annonce.

Nous ne parvenons pas à imaginer un retour d'une croissance forte capable de recréer rapidement les emplois détruits ces dernières semaines et ceux qui vont l'être dans les prochains mois. Si les gouverneurs des banques centrales parviennent avec l'aide de politiques nationales budgétaires cohérentes à réduire l'ampleur et la durée de la dépression qui nous guette, elles ne favoriseront pas l'assainissement indispensable des économies dont les dettes ne font que prospérer chez tous les agents économiques, dettes dont il devient de plus en plus illusoire d'en voir le remboursement, une perspective très inconfortable pour les créanciers dont les porteurs d'obligations qui prennent des risques futurs non rémunérés.

Dans ce contexte, nous maintenons notre préférence pour les actions mais avec une approche plus mondiale que géographique, plus « entreprises » que « secteurs ». Nous pensons que le tournant que prend l'économie mondiale nous invite à revisiter notre univers d'investissement avec l'introduction de la notion de secteurs stratégiques (administrés ou pas), l'identification des thèmes porteurs d'avenir, la recherche d'entreprises survivantes capables de s'adapter en termes de produits, de services mais aussi d'organisation, et ayant les moyens, financiers et humains de leur adaptation.

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Achévé de rédiger le 16 juillet 2020