

Perspectives Économiques et Financières

Mars 2020

Nous entamons le nouveau séquençage de nos Perspectives Economiques et Financières avec cette présentation de début d'année qui sera désormais consacrée au cadre structurel dans lequel notre gestion évolue. Il sera suivi en juin par un PEF Marchés Financiers, et à l'automne par un PEF Thématique. Compte tenu des changements en cours depuis 2008, il nous apparaît impératif de revisiter les tendances de fond à l'œuvre et de rappeler nos clés de lecture. Ces 3 clés de lecture, pétrole, matières premières et dollar, se sont révélées pertinentes pour appréhender notre environnement. Plus que jamais, il est nécessaire pour tout investisseur de long terme de se forger une vision du monde afin de répondre aux besoins de nos clients.

I. Retour sur notre analyse économique et financière dressée ces dernières années



Écoutez le podcast

Le début d'année est toujours un bon moment pour s'arrêter sur le passé et tracer les pistes qui doivent nous aider à décrypter les avenir possibles. Le début d'année 2020 s'y prête particulièrement après le très bon cru boursier de 2019, bienvenu après la désastreuse année 2018.

Après la crise financière de 2008 et les crises protéiformes qui ont suivi la faillite du système financier, le fondement de notre analyse a reposé sur la certitude d'une croissance durablement faible. Deux raisons fondamentales à cette certitude :

- La cassure du système financier et donc du financement des économies,
- La cassure du cercle vertueux de transfert de richesses à travers les balances commerciales et plus largement des balances des paiements,

La première cassure a contraint les banques centrales à faire évoluer leur rôle et leurs instruments de politique monétaire et à se substituer aux acteurs économiques dans le financement des économies.

La seconde a ralenti le rythme de croissance des pays émergents qui ont dû pousser la machine économique par l'utilisation des recettes déjà utilisées par les pays occidentaux plus avancés, à savoir l'endettement massif des États.

Nous avons également la certitude que la mondialisation telle que nous la connaissons depuis la chute du mur de Berlin allait être sérieusement secouée et remise en cause après les excès « pré crise 2008 ».

Nous avons identifié trois clés de lecture pour nous permettre de suivre et d'analyser ces évolutions, à savoir le dollar, le pétrole et les matières premières. En complément de ces trois clés, nous avons identifié un ensemble d'indicateurs.

Il nous était ainsi apparu que la cohérence de politique économique menée aux États-Unis de concert par l'administration fédérale et la Banque centrale, couplée à l'action publique menée par les grands pays émergents notamment en Chine et au Brésil pouvaient freiner la pente glissante sur laquelle se trouvait l'économie mondiale.

Allègement des bilans bancaires et fourniture de liquidités en dollar devaient favoriser le redémarrage de l'économie américaine, jouant à nouveau son rôle de moteur de l'économie mondiale, et devaient également favoriser la reprise d'un cycle d'investissement et de ses effets multiplicateurs sur l'ensemble du tissu économique.

Cependant, la reprise d'un cycle vertueux de transferts de richesses via le commerce et l'échange a fait long feu près de douze ans après la disparition de Lehman Brothers.

L'arrivée de Donald Trump au pouvoir est venue en point d'orgue d'un mouvement général de contestation de la mondialisation et du concept associé de multilatéralisme. Donald Trump ne saurait être le déclencheur de la mort du multilatéralisme. Le mouvement était largement enclenché avant son arrivée au pouvoir et a été précédé de la décision des britanniques de quitter l'Union européenne. Le Brexit n'est qu'une autre manifestation de la contestation grandissante de la mondialisation.

La fin du multilatéralisme est bien une autre de nos constantes. Avec la chute du mur de Berlin et les révolutions qui vont

libérer les pays de l'Est de l'emprise soviétique s'est ouverte une ère nouvelle pour le Monde, marquée par l'ouverture des marchés et la libre circulation espérée des biens et services, des capitaux, des hommes mais aussi et surtout des idées.

Si la chute du mur de Berlin a conduit à l'effondrement de l'empire soviétique et à la disparition de la menace qu'il représentait pour les économies occidentales, elle a aussi conduit à la réunification des deux Allemagnes, à la disparition dans le sang de la Yougoslavie, et de fait, elle a conduit à un nouvel équilibre des forces en présence au sein de l'Union européenne élargie.

Débarrassés de la menace soviétique, menace militaire tout autant qu'idéologique, les pays occidentaux ont alors fait le choix d'une nouvelle organisation des relations internationales avec la création de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), maître des relations multilatérales et de leurs codes de fonctionnement, arbitre des tensions et conflits qui ne peuvent manquer de surgir dans ce type de relations. Rapidement après sa création et avant même d'avoir eu le temps long nécessaire pour juger de la solidité et de la pertinence des règles instaurées, les tenants du multilatéralisme ont fait entrer la Chine dans l'OMC, lui ouvrant un vaste terrain de jeu et une reconnaissance internationale, douze ans après la répression sanglante et d'une extrême violence des manifestations de mai 1989.

Après la période de désinflation qui marqua les années quatre-vingt-dix, la période qui allait suivre fut celle de la déflation, d'abord celle des prix, avant d'être ce qu'elle est actuellement, à savoir la déflation des revenus.

La disparition de l'Union soviétique sonna le glas de la pensée marxiste et plus largement de l'idéologie communiste malgré, étrangement, le maintien d'une Chine politiquement communiste et économiquement nouvelle adepte de la libre entreprise et de la libre concurrence. La place laissée libre favorisa l'émergence d'un nouvel axe de pensée à la faveur des dérèglements climatiques observés.

La défense de la planète et la nécessaire transition écologique avec un passage obligé par la transition énergétique s'invitent dans la pensée politique et sont appelées à bouleverser les modèles économiques des entreprises, déjà confrontés à la nouvelle organisation mondiale qui semble vouloir s'installer sous la férule américaine.

La remise en cause du multilatéralisme s'accompagne de l'émergence de nouveaux types de conflits, la montée de la non-coopération entre grandes puissances et la déstabilisation d'États aux portes de l'Europe.

Pressions normatives et taxation aux frontières, immigrations choisies, contestation de la mondialisation, risques récurrents de pandémie : autant de facteurs qui vont imposer aux entreprises de repenser les chaînes de production, les contraindre à sécuriser sous-traitants et fournisseurs, notamment de matières premières... Et ce dans un monde de moins en moins lisible et prévisible

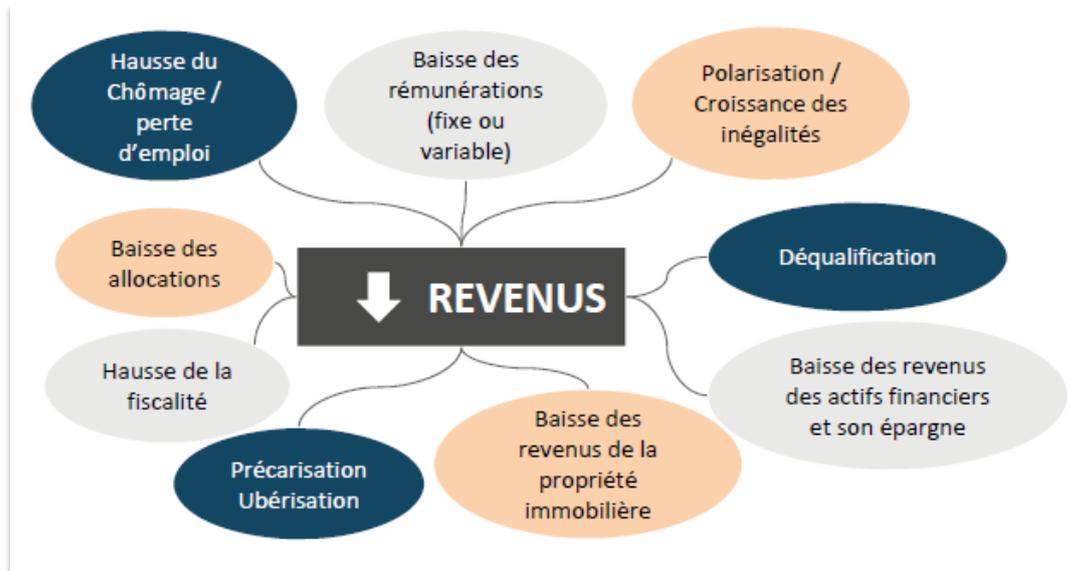
II. Quel est notre cadre structurel ?

Depuis la chute du mur de Berlin, le contexte structurel de l'économie mondiale a été façonné par deux événements majeurs que sont l'entrée de la Chine en décembre 2001 dans l'OMC et la crise financière de 2008. Loin d'avoir apporté la prospérité, la mondialisation a organisé les délocalisations (par la mise en compétition des hommes et des territoires) au prix d'une fragilisation des tissus industriels des pays occidentaux et d'une paupérisation de pans entiers des populations de ces pays. La crise financière de 2008 a poussé les autorités monétaires à effondrer les taux d'intérêt, à acheter des actifs, créant de fait des bulles, aggravant les écarts de patrimoine et effondrant les revenus de l'épargne de précaution. Pour exemple, en France, les encours du Livret A ont passé en janvier 2020 la barre des 300Md€ grâce à une collecte importante qui confirme les effets de l'effondrement des revenus de cette épargne de précaution sur sa reconstitution.

Ce cadre structurel présente donc les caractéristiques suivantes :

- **Une croissance durablement faible** avec des défis qui limitent les perspectives de croissance des pays développés et des pays émergents
- **Une déflation des revenus**, dont l'étude a été l'objet du PEF thématique d'octobre. C'est un phénomène généralisé qui s'exerce sur l'ensemble des zones géographiques et à travers l'ensemble des revenus. **Un endettement mondial** qui touche tous les acteurs : Etats, ménages et entreprises. Après le FMI et la BRI, l'OCDE a alerté sur le niveau de dette des entreprises. En termes d'émission, 2019 avec 2100Md\$ égale le record de 2016. Mais plus que la taille du marché, c'est la moindre qualité de crédit du marché obligataire entreprise qui inquiète; la note triple B, la plus basse de la catégorie

investissement est devenue la plus importante avec 51% contre 39% sur 2000-2007. Dans le même temps, les maturités se sont allongées de 9 à 13 ans ce qui vulnérabilise à tout mouvement haussier de taux. De son côté, le haut rendement représente aujourd’hui 25% du total et l’ESMA a souligné dans son rapport annuel la part des entreprises notées à la limite de la catégorie haut rendement et le risque de voir arriver une vague d’émetteurs déchus.

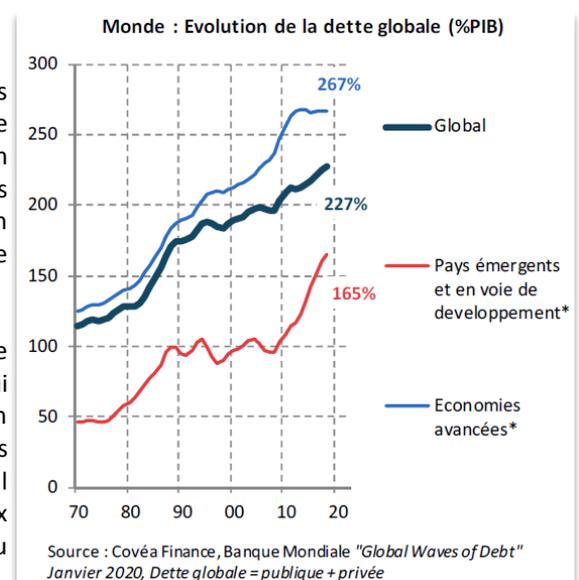


- **Des politiques de moins en moins coopératives.** La politique américaine s’efforce de remodeler le système multilatéral dans un sens plus transactionnel bilatéral. Nous venons de le voir avec l’Inde où la première phase d’un accord pourrait aplanir les divergences sur les produits agricoles, les équipements médicaux, le numérique et les droits de douane. La Chine, de son côté, rivalise avec les Etats-Unis dans tous les compartiments de sa puissance. Enfin, l’Europe semble appelée à disparaître dans ce partage du monde.
- **Des tissus sociaux bouleversés.** La mondialisation a ouvert la question sociale de la contradiction entre économie et démocratie. Les programmes dits populistes veulent apparaître comme des alternatives à ce désenchantement et ce désir de protection des populations.
- **L’émergence de normes ESG et notamment climatiques.** Elles apparaissent d’ailleurs dans certains cas comme le prétexte à des changements profonds de stratégie dans le cadre de la remise en cause du multilatéralisme et le besoin de sécurisation sous des formes diverses.

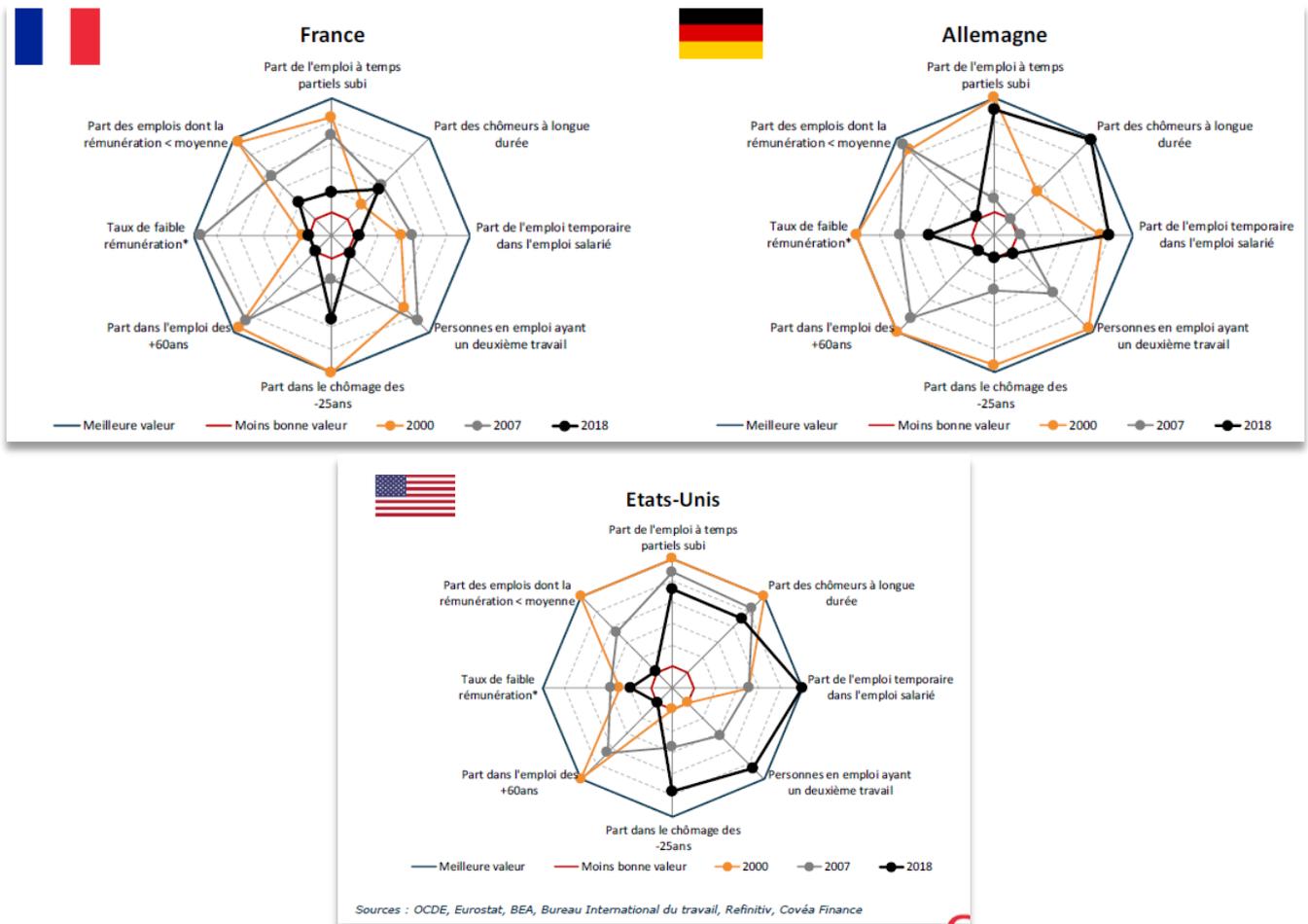
III. Les tendances de fond

Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons déterminé quelques tendances de fond. A la croissance durablement faible et à la déflation à l’œuvre, se joint le constat d’un niveau d’endettement mondial préoccupant. Les institutions internationales se succèdent depuis un an pour alerter sur cette évolution de la dette globale qui atteint des sommets historiques sur l’ensemble des économies, développées comme émergentes.

Par ailleurs, nos travaux sur le monde du travail confortent notre diagnostic d’une amélioration du taux de chômage mais qui s’accompagne de la dégradation de la qualité de l’emploi. A l’observation de l’évolution sur les 20 dernières années d’un panel d’indicateurs structurels illustrant des aspects qualitatifs du marché du travail, il apparaît une dégradation d’un certain nombre de ces indicateurs aux Etats-Unis, en France et en Allemagne. C’est particulièrement le cas au

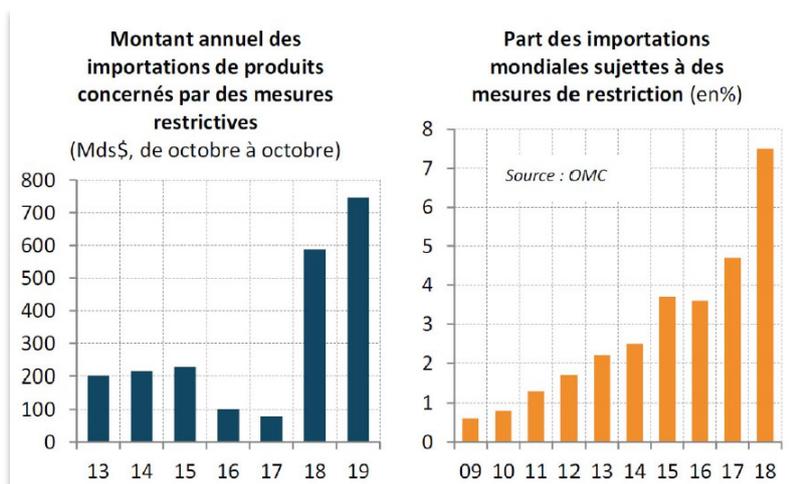


regard des niveaux de rémunération et de la structure du marché du travail, avec davantage de salariés seniors et une hausse de la part de l'emploi à temps partiel subi.



La concurrence fiscale exacerbée est un autre constat. Les Etats favorisent les entreprises afin d'enrayer les délocalisations. En effet, depuis plus de 40 ans, les Etats se livrent à une concurrence sans merci pour attirer les entreprises sur leur territoire. Une stratégie qui n'a pourtant pas accru significativement le rythme de croissance du PIB sur le long terme.

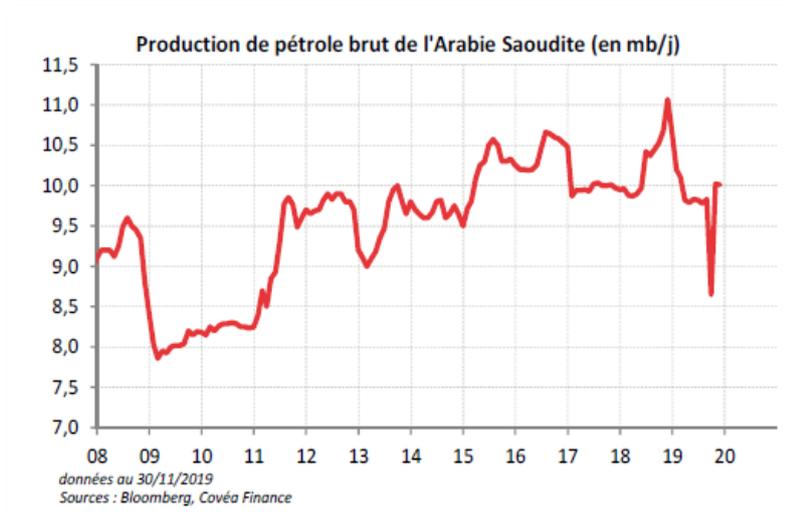
Dans ce cadre, la Chine a pu sembler la grande gagnante de ces dernières années par son rôle croissant dans l'économie mondiale. Pourtant cette contribution s'accompagne à la fois d'une fragilisation du secteur privé et bancaire, d'une vulnérabilité croissante du secteur public, associée à des possibilités de relance plus limitées et d'une prise de conscience de la part des Etats-Unis de la nécessité de préserver leur place dans le monde. A l'opposé, il existe un certain nombre de perdants de la mondialisation qui s'expriment à travers des tensions sociales sur l'ensemble des continents et qui alimentent la remise en cause actuelle du multilatéralisme. Preuve en est en observant la part des importations mondiales sujettes à des mesures de restriction.



Cette remise en question des relations multilatérales s'exprime aussi dans le blocage des institutions internationales et s'illustre notamment par le dysfonctionnement de l'organe d'appel de l'OMC. Elle s'illustre d'ailleurs dans les initiatives entre pays pour régler leurs différends par des arrangements provisoires bi ou trilatéraux en marge de l'OMC. Les autres organisations internationales (OTAN, ONU, OCDE) ne sont pas en reste et enregistrent publiquement les désaccords profonds de leurs membres fondateurs.

IV. Décryptage de nos trois clés de lecture : pétrole, matières premières et dollar

L'offre de pétrole reste dynamique grâce à l'offre américaine. La production de pétrole continue d'augmenter à un rythme soutenu hors OPEP, tirée par les Etats-Unis mais aussi par le Canada, la Norvège, la Russie et le Brésil. A eux quatre, ces pays ont augmenté leur production l'année passée de plus de 0,9Mbj en 2019. Mais la marge de manœuvre de l'OPEP se réduit. Forte d'une production pleinement restaurée au niveau pré-attaque des installations saoudiennes de septembre 2019, l'OPEP et la Russie ont acté le 6 décembre une extension et un durcissement des quotas de réduction décidés en 2018. Ces quotas porteront la réduction à 1,7Mbj (vs. 1,2Mbj auparavant) jusqu'en mars 2020. Les deux premiers contributeurs seront l'Arabie saoudite et la Russie, devenue essentielle, avec des coupes respectives de 167.000 et 70.000 barils par jour. A noter, le risque que pourrait représenter à l'avenir le respect de ces quotas si les prix restent sous pression. A l'inverse, en cas de baisse de l'offre non OPEP, certains pays pourraient vouloir produire à nouveau davantage. En revanche, la croissance de la demande de pétrole se tasse. Au-delà de la baisse de la demande conjoncturelle, de nouveaux facteurs structurels sont à l'œuvre comme par exemple l'émergence de la voiture électrique ou encore de nouvelles normes environnementales (IMO 2020 sur les carburants marins).



Les matières premières ont des variations très contrastées. C'est une classe d'actifs qui n'a plus à être considérée de façon homogène, à l'image de la classe d'actifs des pays émergents. Les métaux industriels souffrent du ralentissement du cycle manufacturier, notamment en Chine. Cette dernière avait été à l'origine d'un « super cycle » de matières premières, elle en est aujourd'hui la contributrice à la baisse.

L'or fait toujours figure de valeur refuge dans un monde où les rendements sont presque partout quasi nuls et dans lequel persiste une défiance vis-à-vis des systèmes bancaires fragilisés par les taux négatifs.

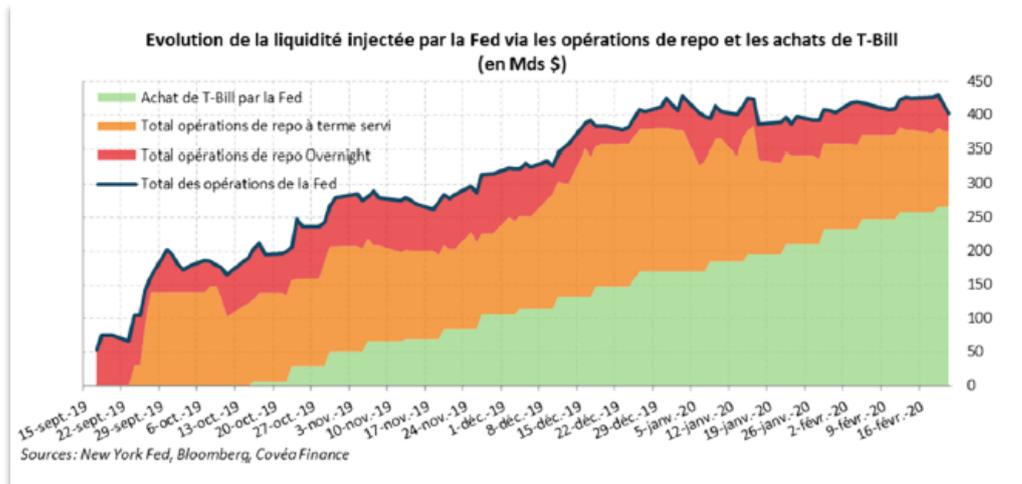
Rythme de croissance du prix des matières premières

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Or	-2%	-10%	9%	13%	-2%	19%
Argent	-19%	-12%	16%	6%	-9%	16%
Platine	-11%	-28%	3%	3%	-14%	22%
Palladium	13%	-32%	21%	58%	-3%	52%
Cuivre	-14%	-25%	18%	31%	-18%	4%
Etain	-13%	-25%	45%	-5%	-3%	-12%
Nickel	9%	-42%	14%	27%	-16%	31%
Zinc	6%	-26%	60%	29%	-26%	-8%
Plomb	-16%	-3%	12%	23%	-19%	-5%
Aluminium	3%	-19%	12%	34%	-19%	-2%
Riz	-7%	-28%	47%	-26%	-8%	15%
Blé	-7%	-29%	-5%	9%	24%	16%
Maïs	-8%	-6%	-4%	-4%	7%	10%
Soja	-22%	-15%	13%	-6%	-9%	12%
Viande Bovine	22%	-16%	-15%	5%	2%	2%
Viande Porcine	-1%	-33%	8%	8%	-15%	9%
Lait	-13%	51%	6%	-18%	-16%	33%
Café	45%	-27%	11%	-5%	-13%	31%
Sucre	-10%	0%	29%	-22%	-17%	9%

Source : Thomson Reuters, Covéa Finance

Enfin, notre troisième clé de lecture, **le dollar demeure la monnaie de réserve par excellence**. Il constitue plus de 60% des réserves de change des banques centrales, qui s'élèvent à 11 000 Md\$.

Sur le marché des changes (6 600 Md\$ de transactions quotidiennes), le dollar est présent dans 90% des transactions (comptant et dérivés) et la parité dollar - euro est la plus traitée (24%). On note que malgré l'essor du commerce sud-sud, les volumes de transactions entre le dollar et les devises émergentes sont en hausse sensible (20% des transactions) depuis 2016. Par ailleurs, nos analyses du marché indiquent que les banques non américaines continuent de jouer un rôle crucial dans l'octroi de prêts en dollar à travers le monde. Le montant de leurs actifs en dollar est passé de 10 600 Md\$ en 2008 à 12 400 Md\$ en 2018. Pour ces banques, qui n'ont pas forcément accès à une ressource stable en dollars, l'écart entre l'actif et le passif doit être comblé notamment par le recours aux dérivés de change, ce qui constitue une source de vulnérabilité.

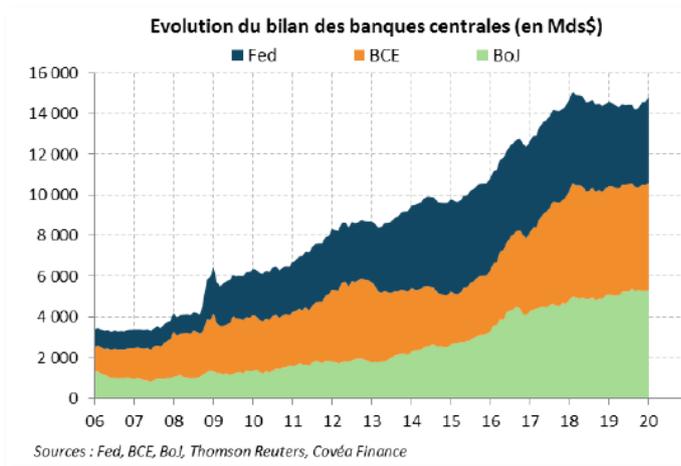


De plus, on note que ces crédits alloués pour une part importante aux pays émergents représentent, pour ces pays, un risque pour la stabilité de leur propre monnaie. Dans ce contexte, la gestion de la liquidité en dollar par la Fed est déterminante. Dans le cadre de la normalisation de sa politique monétaire, elle a réduit la taille de son bilan de 700 Md\$ entre octobre 2017 et août 2019. Or cette raréfaction de l'offre de dollar a contribué à l'appréciation de la devise et a fini par provoquer des tensions sur le marché monétaire américain en septembre 2019. Ces tensions, nées dans un contexte de contraintes règlementaires renforcées pour les banques et de ponction de la liquidité disponible pour les besoins de financement croissants du Trésor, ont conduit la Fed à reprendre la croissance de son bilan. Ces besoins ont été assurés dès le mois de septembre dernier, dans l'urgence, par des opérations d'octroi de liquidités contre titres au jour le jour et à terme, et par des achats de bons du Trésor à partir d'octobre. La hausse du bilan depuis septembre 2019 est ainsi de plus de 400Md\$.

En synthèse, nous avons souligné à plusieurs reprises depuis 2016 l'importance de nos 3 clés dans la compréhension du monde dans lequel s'inscrivent nos Perspectives Economiques et Financières : le dollar, première monnaie de réserve et de transaction, le pétrole et les matières premières, indicateurs de croissance mondiale et de transfert de richesse (par la mise en place d'un cercle vertueux) mais aussi enjeux géostratégiques majeurs. L'illusion de l'alternative de l'euro comme monnaie mondiale a fait long feu et la crispation du marché interbancaire américain a été révélatrice de la raréfaction du dollar évoquée dès 2018. La volatilité du pétrole traduit un environnement géopolitique dégradé et la faiblesse des cours est une confirmation d'une croissance mondiale atone. Au sein des matières premières, la trajectoire de prix des métaux industriels est l'expression de la fin du mythe des émergents et la prise de conscience de la réalité chinoise. La hausse de l'or traduit de son côté à la fois un monde sans rendement et un environnement anxiogène. Mais l'absence d'homogénéité au sein des matières premières rend la clé de lecture plus complexe et nécessite une interprétation plus différenciée aujourd'hui.

V L'adaptation des agents économiques à cet environnement structurel

Nous observons au-delà de la Fed, une hausse des bilans des banques centrales dans un contexte de baisse des taux d'intérêt. Après une légère baisse sur quelques trimestres, les bilans des 3 grandes banques centrales des pays développés sont en effet repartis à la hausse. La Fed et la BCE ont relancé la croissance de leur bilan par des achats d'actifs. Après une politique de taux zéro de 2009 à 2016 et une remontée progressive depuis, la FED est redevenue accommodante avec trois baisses de taux en 2019. La BCE et la BoJ, quant à elles, maintiennent des taux extrêmement bas ou des opérations d'octroi de liquidités. Pourtant, l'efficacité de ces politiques monétaires est très limitée sur le plan de l'investissement industriel. Elle a par ailleurs induit une stimulation forte des prix immobiliers et une baisse des revenus de l'épargne qui incite les ménages à accroître davantage leur épargne de précaution. Ces échecs ont d'ailleurs amené les grandes banques centrales à mener une introspection sur la pertinence de leur politique et l'évaluation de leurs instruments.



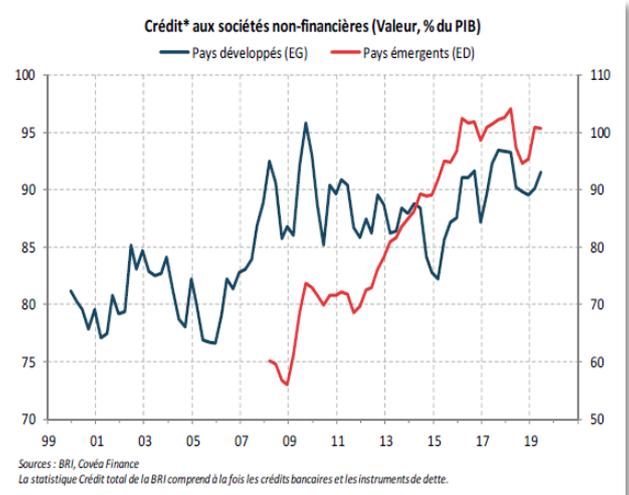
Dans le même temps, les Etats profitent des taux bas pour émettre davantage, mais aggravent leur endettement et obèrent leur futur. Le gisement obligataire mondial est donc en hausse continue, tout comme sa maturité moyenne, ainsi que la masse de titres à taux négatifs.

Les entreprises ont emprunté le même chemin que les Etats à travers une hausse de leurs dettes et un allongement des maturités. En 2019, en zone euro, cette augmentation des maturités d'émissions a conduit à avoir 53% d'entre elles supérieures à 7 ans. On observe aussi une forte participation des émetteurs américains comme en 2017 (25% des émissions brutes de la catégorie Investissement). Or, malgré cette explosion généralisée de la dette, les taux longs continuent de baisser sur des niveaux historiquement bas pour les dettes souveraines et sur le crédit.

Dans ce contexte, le traitement des réinvestissements des flux de remboursements et des coupons attendus de nos portefeuilles doit s'inscrire dans cette toile de fond. Les équipes se préparent pour investir sur les OAT dès tout passage en taux positif sur l'échéance 10 ans, et à intervenir sur toute la courbe, à investir sur les autres dettes souveraines des pays cœurs et périphériques et dettes de quasi-Etats dans le cadre de taux positifs, ou à agir activement sur des dettes en devises.

Dans un environnement de taux bas et de croissance faible, les entreprises cotées se sont fortement endettées dans toutes les régions déformant ainsi leur bilan. Aux Etats-Unis, cet endettement a permis des investissements, des acquisitions mais aussi des rachats de titres. On estime que face à une dette qui a augmenté de 5000 milliards en 10 ans, les entreprises ont globalement alloué 31000 milliards sous 3 angles majeurs : 30% vers l'investissement, 40% vers des opérations de fusions et acquisitions et 30% vers le retour aux actionnaires. En Europe, l'endettement augmente aussi fortement. Il a certes permis de mener des stratégies actives d'acquisitions mais a été par ailleurs aggravé par l'introduction de la norme IFRS 16 sur le traitement du leasing. Nous avons ainsi une vigilance particulière sur les leviers des entreprises, mais aussi sur la qualité des actifs acquis et les investissements annoncés en recherche et développement. Enfin, au Japon, on note un faible recours à l'endettement, mais une situation de liquidités pléthoriques qui se traduit par une forte croissance des investissements, surtout financiers, de long terme (obligations et participations financières), des dividendes en forte hausse et des acquisitions.

Les effets sur les comptes de résultat au niveau mondial sont aussi disparates et cachent des dynamiques particulières selon les zones géographiques même si grâce à un environnement fiscal (baisse des taux d'imposition) et financier (taux bas) très favorable, les marges ont progressé dans toutes les régions. Aux Etats Unis, l'analyse des marges américaines met en avant les contrastes d'une économie à plusieurs vitesses : les sociétés réalisant les plus gros chiffres d'affaires souffrent souvent d'une forte pression sur les marges, liée à l'émergence de nouvelles formes de concurrence et de ruptures ou à la pression du régulateur. En agrégé, les entreprises américaines ont compensé la hausse des charges financières et la charge de dépréciation par une baisse de la pression fiscale, permettant donc une légère progression de la marge depuis 10 ans. En Europe, la hausse des marges s'est faite grâce à l'amélioration de la marge brute, et la baisse des charges d'intérêt et de l'impôt.



Notre vigilance se portera notamment sur les valeurs dont les marges sont élevées mais qui semblent avoir moins investi. Enfin au Japon, on remarque l'absence d'effet de la fiscalité ou de la baisse de la charge financière mais une recherche d'amélioration des marges par d'autres canaux tel l'exemple de stratégie par réduction du nombre de divisions de Sony .

En synthèse, les marges ont progressé partout sous l'effet de plusieurs phénomènes parmi lesquels on trouve la baisse du taux d'imposition et des taux d'intérêt. On est arrivé au bout de ces deux processus (remise en cause de l'optimisation fiscale, absence de capacité supplémentaire de baisse des taux) alors que l'endettement s'accroît de façon généralisée. Cette hausse récente des marges est donc fragile. Toute amélioration supplémentaire dépendra de la croissance des chiffres d'affaires et donc du rythme de croissance mondiale que nous percevons toujours comme faible et fait naître la nécessité de sélectionner des sociétés qui ont compris le contexte dans lequel elles évoluent et d'avoir un regard vigilant sur la qualité de leurs investissements pour assurer leur croissance future.

Notre construction de portefeuille actions s'articule selon deux axes : des choix de titres qui reposent sur l'intégration de l'environnement structurel dans lequel les sociétés évoluent avec des vigilances accrues sur les enjeux décryptés. Il nous faut donc analyser de façon approfondie la qualité et la pertinence des investissements corporels et incorporels. Les choix de titres ne seront plus uniquement géographiques mais s'inscrivent dans un contexte mondial d'allocation d'actifs où il nous faut aller chercher les meilleures entreprises où qu'elles soient. Une approche tactique importante s'impose dans un monde sans direction franche pour capter les mouvements de marché via des valeurs benchmarks et des ETF. Par ailleurs, nos choix se concentrent davantage sur les ruptures à l'œuvre :

- Les impacts ESG sur le modèle des entreprises
- La prise en compte par les sociétés du contexte géopolitique et des bouleversements en matière de mode de production et distribution (chaînes d'approvisionnement).
- Le besoin de repositionnement face aux changements sociaux à l'œuvre et leurs impacts sur les modes de consommation.
- Le risque de remise en cause des politiques fiscales favorables aux entreprises.

Conclusion

Le cadre structurel que nous venons de décrire à savoir, un régime de croissance faible combiné à un endettement élevé et croissant, fragilise les économies, rend inopérantes les politiques monétaires et réduit les marges de manœuvre des pouvoirs publics. Les choix politiques opérés depuis la fin du XX^{ème} siècle, notamment le dogme de l'échange comme moteur de la croissance mondiale à travers les transferts de richesse, ont trouvé leurs limites. Les entreprises se questionnent sur leurs chaînes d'approvisionnement (efficacité, normes en tout genre, risques climatiques et sociaux) .Les ménages prennent conscience des limites des bienfaits immédiats de prix toujours plus bas au détriment de l'emploi et des revenus sur fond de quête de sens. Les Etats tentent de reprendre la main à travers des politiques fiscales, la remise en cause pour certains de l'indépendance des banques centrales, et la préférence pour des négociations bilatérales plutôt que multilatérales. L'environnement géopolitique déjà anxiogène se double aujourd'hui d'une crise sanitaire dont les effets sont d'une ampleur inégalée en termes de populations mises en quarantaine. Les conséquences économiques sont déjà tangibles en Chine et dans les premiers discours des entreprises. Cette crise pourrait mettre en péril les entreprises aux équilibres financiers fragiles. Pour les autres, elle est de nature à les inciter à repenser l'organisation de leurs chaînes d'approvisionnement et notamment leur dépendance vis-à-vis de la Chine.

Cet environnement n'est pas propice à l'investissement obligataire. En Europe, la masse d'emprunts à taux négatifs reste de ce fait élevée. L'absence de prime significative sur le crédit nous incite à toujours rester à l'écart. Nous privilégions toujours les marchés actions où nous mettrons à profit tout épisode de volatilité pour intervenir de façon opportuniste. En dehors de ces épisodes tactiques, nous privilégierons les entreprises sachant évoluer dans cet environnement structurel perturbé. Il est difficile de garantir avec certitude que nous éviterons tout titre en difficulté. Au-delà de la diversification actions/taux, de la diversification géographique Amérique/Europe, il faut aller chercher les meilleurs, sur le plan mondial où qu'ils soient.

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet www.covea-finance.fr

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 6 mars 2020