

# Perspectives Économiques et Financières

Juin 2021

## I- Introduction

Nos Perspectives Economiques et Financières de mars dernier étaient consacrées à une revue du paysage mondial et s'intitulaient « divergences », avec, en toile de fond, un questionnement autour du scénario de dépression dont la probabilité nous est apparue non négligeable l'an passé avec l'arrêt quasi planétaire des activités économiques et sociales.

Ce premier exercice de l'année nous a permis de valider à nouveau les trois clés de lecture que nous nous sommes données depuis de nombreuses années, à savoir le dollar, le pétrole et les matières premières. Il nous a permis de mesurer l'ampleur des divergences économiques, politiques et sociales entre pays, entre continents mais aussi l'ampleur des divergences dans les réponses apportées à la crise économique. Nous avons également pu évaluer le degré de désorganisation de l'économie mondiale que nous avons illustrée à partir de l'exemple du secteur des semi-conducteurs, un exemple au cœur de la transformation technologique.

Les travaux que nous avons menés au printemps à la suite de ce premier exercice ont été davantage centrés sur l'analyse des marchés financiers mais, dans la logique des travaux précédents, nous avons consacré une partie de nos études à quatre points majeurs :

- Les plans de relance
- Le système financier chinois
- Le secteur automobile
- Le secteur énergétique

En effet, nous insistons depuis mars 2020, date du premier confinement en France, sur le fait que si les mesures de gestion de la pandémie ont provoqué un effondrement des économies à l'échelle planétaire, la crise sanitaire a aussi été un révélateur des faiblesses des unes et des forces de certaines autres. Elle a aussi été un accélérateur de tendances politiques et économiques déjà à l'œuvre avant la diffusion mondiale de la Covid-19 et de ses multiples « variants ».

De même que la crise financière de 2008 et ses répliques européennes, crise bancaire et crise des dettes souveraines, ont été mises à profit pour renforcer les pouvoirs de l'Union européenne à travers les réglementations bancaire et financière ainsi que le traité de Lisbonne en matière budgétaire, la pandémie de Covid-19 est mise à profit pour intensifier le rythme de changement de modèle de croissance des économies occidentales avec des inflexions déjà sensibles dans la conduite des affaires de grands noms de l'industrie.

Les transformations en cours relèvent tout autant de décisions politiques qu'industrielles. Plans de relance, état du système financier international, décisions politiques normatives et réglementaires et choix industriels des entreprises sont indissociables.

Les secteurs de l'énergie et de l'automobile, deux secteurs qualifiés aujourd'hui de traditionnels, restent des rouages essentiels au bon fonctionnement des économies et à la diffusion économique et sociale du progrès. Ces deux secteurs bousculés par les innovations technologiques mais aussi financières (apparition de nouvelles classes d'actifs et de nouveaux outils comme

les SPAC<sup>1</sup>, explosion des filières de financement non cotées) le sont aussi par les décisions politiques avec notamment les pressions exercées sur les investisseurs via les obligations réglementaires en matière de politique dite durable ou ESG. Ils sont particulièrement emblématiques du virage pris en particulier dans les pays occidentaux et nous avons donc mené des études approfondies les concernant.

## II- Crise financière et faillite de Lehman Brothers, terreau fertile des divergences

Les divergences qui s'installent dans le monde d'aujourd'hui sont à rebours de la promesse faite au monde dit « libre » lorsque l'URSS s'est effondrée. La fin de l'Histoire et l'avènement de la prospérité pour tous dans un cadre économique et politique libéré nous promettaient un « avenir radieux ». Le monde d'alors se plaçait sous le sceau « des convergences » pour le meilleur.

La crise financière de 2008 marque une rupture du puissant mouvement de convergence. De cette crise va surgir l'ébauche d'un monde nouveau.

L'Union européenne, dans un premier temps, a réagi à la crise financière de 2008 de manière très différente des autres puissances. Un plan d'austérité budgétaire a été imposé à des économies frappées par l'effondrement du système financier.

La rigidité des Etats du Nord, l'Allemagne en tête, coûtera la perte d'indépendance de la Grèce soumise à une politique économique qui plongera une grande partie de sa population dans la pauvreté. La crise grecque viendra, par ricochet, frapper les pays du Sud, peu élégamment dénommés « PIGS ».

La Banque centrale européenne (BCE), dont le président était alors Jean-Claude Trichet, apportera néanmoins une timide réponse monétaire à la crise avec la mise en place d'injections de liquidité exceptionnelles (à 1, 6 et 12 mois) et par la baisse des taux directeurs, à laquelle elle mettra fin en mai 2009. Il faudra attendre la crise bancaire européenne qui atteint son paroxysme à l'été 2010 pour que les responsables de la BCE envisagent la création d'un outil exceptionnel, le programme d'achat SMP<sup>2</sup>. La politique économique de l'Union européenne s'est ainsi avérée peu cohérente. L'abandon de souveraineté concédé par les Etats-nations n'a offert aucune contrepartie aux Européens. Pire encore, les « remèdes » imposés enflammeront le continent, secoué par une crise des dettes publiques souveraines suivie d'une crise bancaire qui handicaperont durablement le retour à la croissance avec des conséquences majeures sur le poids de l'Union européenne, de ses entreprises et de ses banques dans la compétition mondiale.

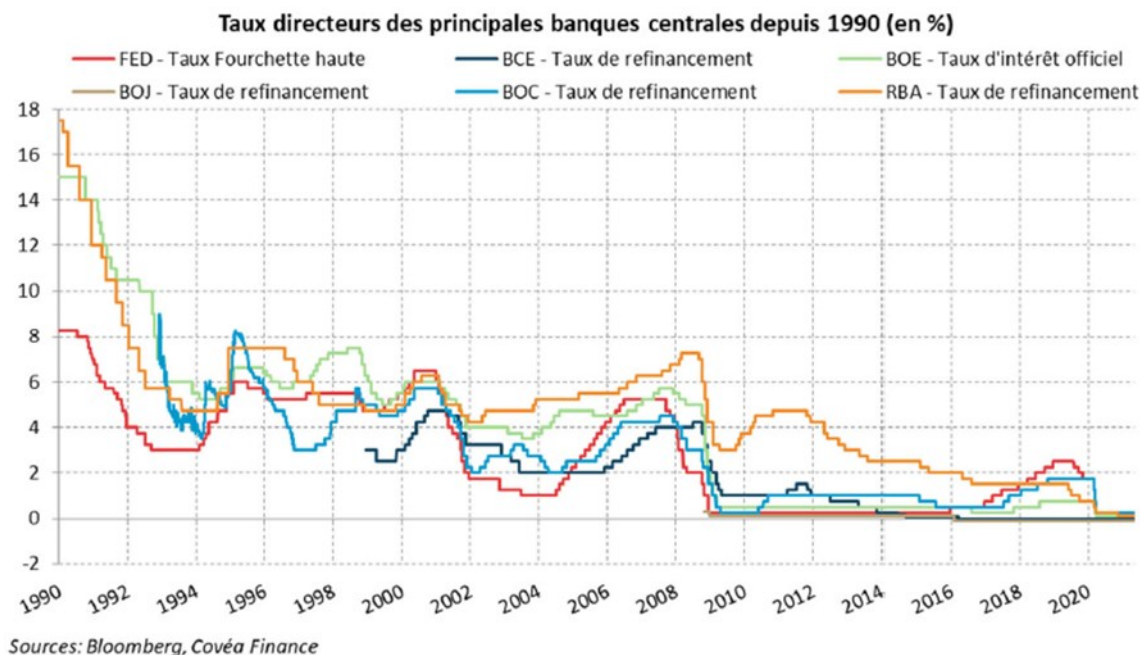
La réponse de la BCE ne sera pas à la hauteur des risques jusqu'à l'arrivée de Mario Draghi à la tête de l'institution. La déstabilisation du Sud de l'Europe viendra bouleverser les modèles des banques européennes, prises dans la tourmente de la crise des dettes publiques. La BCE, conduite par Mario Draghi à partir de novembre 2011, cherchera à remettre en marche la circulation de la monnaie dans l'économie réelle et donc son financement, opération particulièrement ardue face à l'intransigeance de l'Union européenne<sup>3</sup>. Cette dernière continuera d'exiger des politiques budgétaires restrictives. BCE et Union européenne travailleront néanmoins de concert pour rendre les systèmes bancaires maillant le territoire de l'Union plus solides face aux crises futures. Les contraintes réglementaires ne cesseront plus de se renforcer au fil des années contrecarrant en partie les efforts de la Banque centrale pour favoriser la transmission de sa politique monétaire dans le tissu économique via les banques.

<sup>1</sup> Les SPAC (« Special Purpose Acquisition Company ») sont des sociétés sans activités opérationnelles qui lèvent des capitaux via une introduction en bourse dans le but de financer des acquisitions de sociétés à une échéance convenue. Les fonds propres acquis sont logés dans un « trust » en prévision d'une opération fixée à deux ans en général. Une fois l'acquisition réalisée, les dirigeants (ou sponsors) du SPAC siègent au conseil de la société, peuvent garder le management en place ou non et prennent généralement le nom de la cible acquise. Si aucune acquisition n'a été conclue, au terme de la période préétablie, les capitaux doivent être restitués aux actionnaires. Bien souvent, une extension peut être requise avec l'approbation des actionnaires. Avec plus de 500 coquilles vides cotées sur le marché américain dont la moitié concerne des projets technologiques, 120 SPAC (21% seulement) ont annoncé un projet d'acquisition mais 433 sont toujours en recherche de cible alors que 250 projets de « coquilles vides » attendent au portillon de la cotation. Ces 443 SPAC cotés, en recherche de cibles sur le marché américain, détiennent près de 180 milliards de dollars.

<sup>2</sup> Afin de contenir les tensions sur les marchés financiers et assurer la conduite de la politique monétaire en assurant la profondeur et la liquidité sur les segments du marché de titres de dettes privée et publique, la BCE annonce le 10 mai la création d'un programme d'achat de titres publics, le SMP (Securities Market Program).

<sup>3</sup> Durant la première année de mandat de M. Draghi, la BCE a procédé à une baisse de 75 points de base de ses taux directeurs et à la mise en place d'opérations de refinancement à long terme (LTRO et VLTRO). En juillet 2012, M. Draghi a déclaré qu'il ferait "tout ce qui est nécessaire pour préserver l'euro". Cette déclaration a été suivie, en septembre 2012, par la mise en place d'un filet de sécurité, le programme OMT (Opérations monétaires sur Titres), un programme d'achats d'actif sur le marché secondaire potentiellement illimité et visant les pays soumis à un plan d'assistance du mécanisme européen de stabilité. Ce dispositif OMT n'a jamais été activé.

Au cours de cette période, les Etats-Unis réagiront de manière forte et cohérente en menant une politique économique axée sur le sauvetage des acteurs financiers dont deux majeurs, Freddie Mac et Fanny Mae, institutions financières liées au secteur immobilier, secteur par lequel est arrivé l'incendie dans la Finance à travers l'effondrement du marché des crédits dits *subprimes*. Trésor et Federal Reserve (FED) travailleront ensemble pour relancer la machine économique. Ils seront aidés par le formidable multiplicateur d'investissement que déclenchera la montée en puissance des industries du pétrole et du gaz de schiste sans réussir pour autant à renouer avec la dynamique exceptionnelle des années quatre-vingt-dix qui avait fait basculer l'Amérique dans la catégorie de l'hyperpuissance<sup>4</sup>. Cependant, la dynamique contribuera à modifier la donne géopolitique en permettant aux Américains de retrouver l'indépendance énergétique grâce à l'explosion de ses capacités de production de pétrole et de gaz (+118% entre 2010 et 2019) et même de redevenir exportateur.



La Chine, inquiète de l'effondrement de la demande occidentale, mettra en œuvre, elle aussi, un programme économique et monétaire ambitieux<sup>5</sup> et déclarera vouloir rééquilibrer sa croissance économique en favorisant davantage le moteur de la consommation intérieure.

Dans ce monde post-crise financière, des tendances nouvelles ont émergé, dont quatre nous apparaissent majeures :

- La remise en cause du multilatéralisme avec des économies davantage régionalisées ;
- Le retour en force du politique, marqué notamment par l'arrivée au pouvoir de Donald Trump avec son slogan de campagne « America first » et le référendum britannique pro-Brexit. Deux évènements qu'on reliera abondamment dans la presse et le monde politique aux mouvements dits populistes qui ont émergé un peu partout dans le monde ;

<sup>4</sup> Croissance moyenne du PIB 92-99 = 3,8%, contre 2,3% sur la période 2010-2019 .

<sup>5</sup> Ce plan, mis en œuvre sur une période de 27 mois entre le 4<sup>ème</sup> trimestre 2008 et la fin de l'année 2010, a soutenu la croissance économique de la Chine, qui s'est maintenue à un niveau élevé sur cette période avec +9,7% en 2008, +9,4% en 2009 et +10,6% en 2010, en dépit de la forte contraction de la demande mondiale.

Dans le détail, ce plan représentait un montant de 4 000 Md de yuans (environ 570 Mds USD), soit 12,5% du PIB chinois de 2008. C'est le plan le plus important déployé en réponse à la crise financière mondiale, il est par exemple environ trois fois supérieur au montant du plan de relance des Etats-Unis. Ces 4 000 Md de yuans ont été utilisés pour réaliser des investissements dans une poignée de secteurs jugés prioritaires comme les infrastructures de transport et les infrastructures énergétiques (38% du total), le logement (10%) ou encore la technologie (9%), en plus de la reconstruction de la province du Sichuan après le tremblement de terre de 2008 (25%).

Sur le plan monétaire, la Banque centrale chinoise a abaissé son taux de référence pour les prêts à un an, passant de 7,5% à 5,5% à la fin de l'année 2008.

Les autorités monétaires chinoises ont également encouragé les banques à faciliter les prêts aux entreprises et ont assoupli les réglementations macro-prudentielles dans ce but, avec pour résultat des flux de crédit totaux en hausse de plus de 30 % en 2009 par rapport à 2008. Cette croissance du crédit bancaire représente un aspect clé du plan de relance, avec des montants injectés dans l'économie équivalents à ceux des 4 000 Md de yuan du plan de relance budgétaire stricto sensu.

Enfin, en complément, le gouvernement chinois a réduit les impôts pesant sur les entreprises et a offert des subventions aux entreprises publiques les plus fragiles pour éviter toute faillite.

- Un continent asiatique appelé à dominer le XXI<sup>e</sup> siècle ;
- L'émergence d'un monde tripolaire, les Etats-Unis, la Chine et l'Union européenne avec un challenger la Russie. Dans ce monde tripolaire, l'UE nous est apparue mal armée pour affronter cet environnement, en gestation depuis l'effondrement de l'URSS mais révélé à la faveur de la crise financière.

Comme évoqué plus haut, en 2008 et les années qui ont suivi, les deux « Maîtres du jeu mondial » ont su très rapidement répondre aux effets dévastateurs de la crise financière avec des politiques économiques cohérentes associant relance budgétaire et assouplissement monétaire mais sans toutefois parvenir à remettre en marche le cercle vertueux qui s'était enclenché avant la crise financière fondé sur l'échange et la plus large participation d'un plus grand nombre de pays à cet échange. Cette dynamique positive avait fait du commerce mondial le principal moteur de la croissance et favorisé l'émergence de nouveaux acteurs, rapidement appelés les BRIC's.

Le monde reste en perpétuel mouvement : action-réaction des acteurs et changements de paradigme favorisent la formation d'un brouillard épais qui rend difficile l'analyse et les anticipations.

Pour beaucoup, le virage moins coopératif, plus conflictuel avec, à la clé, la forte augmentation des dépenses militaires de par le Monde est daté. Il a eu lieu en 2016 quand les Britanniques disent « non » à l'Union européenne et que les Américains portent au pouvoir Donald Trump. Pourtant, ce virage est déjà pris en 2012 avec l'arrivée au pouvoir de Xi Jinping, le nouveau maître de la Chine. C'est une ligne dure qui s'installe quatre ans après la faillite de Lehman Brothers. Au menu du nouvel homme fort de Pékin figurent la « lutte contre la corruption », le maillage de la planète pour sécuriser les approvisionnements en matières premières à travers les « Nouvelles routes de la soie », le soutien technique et financier de l'Afrique et de l'Orient postsoviétique auxquels vient se rajouter la volonté d'internationaliser davantage la monnaie chinoise à travers la signature de contrats libellés en yuans avec plusieurs pays partenaires de la Chine sans oublier la mainmise sur Hong Kong...pour ne citer que les faits les plus frappants qui caractérisent la conduite du gouvernement chinois actuel.

Les évolutions géopolitiques associées à l'émergence et à la multiplication de mouvements sociaux atypiques arrivent dans le contexte d'une économie mondiale à peine convalescente, de pays toujours sous perfusion d'argent public et de politiques monétaires non orthodoxes<sup>6</sup> mais aussi sous la pression d'une réglementation toujours plus contraignante pour les banques et les investisseurs sur des actifs cotés.

Avec l'effondrement du prix du risque orchestré par les banques centrales, la réglementation va favoriser le développement de la Finance de l'ombre, le fameux « shadowbanking », porteur de risques à venir en raison du manque de transparence de l'information financière. La combinaison politique monétaire-réglementation va aussi favoriser l'expansion de pratiques fragilisant les bilans des entreprises comme par exemple la pratique du recours à l'endettement pour racheter ses propres actions.

C'est dans ce contexte que nous avons donc abordé la pandémie de Covid-19 en 2020, dans cet état de fragilité que les marchés financiers ne souhaitaient manifestement pas voir. Ils étaient déjà bercés par la promesse des profits à venir grâce aux ruptures observées dans les modes de distribution, de production et de consommation, elles-mêmes favorisées par la puissance des outils technologiques mis à la disposition de l'ensemble des acteurs de la vie économique.

### III- Retour sur notre analyse de début d'année

Aujourd'hui plus que jamais, les économies avancées et les superpuissances sont portées par les choix budgétaires et monétaires des Etats et des banques centrales. Ces choix n'ont plus seulement vocation à répondre à l'effondrement de l'activité comme nous avons pu l'interpréter lors de la crise précédente. Ils ont aussi pour objectif de répondre aux fragilités révélées par la pandémie au premier rang desquelles on retrouve la dépendance extérieure, une souveraineté affaiblie, un éclatement des chaînes d'approvisionnement alors même que la bataille fait rage autour de la domination technologique.

De la crise a émergé aussi la possibilité de repenser les modèles de croissance afin de répondre aux enjeux climatiques. Les politiques économiques sont désormais calibrées pour faciliter la transition énergétique. Elles associent la carotte et le bâton à travers la réglementation, l'incitation mais aussi l'ouverture de nouvelles opportunités pour des secteurs traditionnels en quête de renouveau.

Repenser les modèles de croissance ne se limite pas aux seuls enjeux climatiques. La souveraineté et la réduction de la dépendance à l'extérieur font partie de l'objectif tout comme le combat contre la concurrence sociale et fiscale déloyale. Elles se traduisent d'ores et déjà par la multiplication de contraintes non seulement environnementales mais aussi sociales et de gouvernance, une manière détournée pour le politique de reprendre la main sur les entreprises, en particulier multinationales.

<sup>6</sup> Dette obligataire 2008 : 13200 md \$, 32900 md en 2021, % de dette à taux négatif en 2021 : 27.6%

On ajoutera qu'aux politiques monétaires non orthodoxes sont venus s'ajouter des plans budgétaires d'une ampleur inégalée, en particulier aux Etats-Unis. Politique monétaire et politique budgétaire hors normes sont venues alimenter la hausse des marchés financiers et bien sûr posent la question de la convergence ou non de l'économie réelle par une sortie positive en phase avec les valorisations des actifs.

On remarquera que ces plans nous ont naturellement conduits à approfondir les évolutions de deux secteurs au cœur de la transformation des économies, le secteur énergétique et le secteur automobile. Ces deux secteurs sont emblématiques des mutations technologiques en cours et de la férocité de la compétition entre les Etats comme entre les entreprises.

Le contenu et l'articulation de ces plans de soutien reviennent sur les principes d'inspiration keynésienne, à savoir :

- 1 - La demande publique doit se substituer à la demande privée quand celle-ci s'effondre,
- 2 - La demande publique doit favoriser le déclenchement du multiplicateur d'investissement quand il s'essouffle en raison du recul de l'investissement privé ou quand celui-ci n'est pas au rendez-vous des choix politiques.

C'est pourquoi une analyse comparative des plans de relance de trois économies majeures (Etats-Unis, Chine et Europe) nous est apparue incontournable.

## A. Les Etats-Unis

Le plan américain, déjà important sous l'administration Trump, est renforcé significativement sous l'ère Biden.

C'est un plan placé sous le sceau de la modernisation notamment des infrastructures, de la santé, de l'éducation et du soutien aux familles. L'administration Biden s'apprête à dépenser sur dix ans plus de 6000 milliards de dollars, soit 28 % du PIB de 2019 (exprimé en % du PIB de 2020, cela fait 28,7%) tandis que le PIB ne s'est contracté que de 3.5 % en 2020. Ces dépenses viennent s'ajouter aux différents plans de soutien votés sous l'administration Trump qui s'élevaient déjà à 3400 milliards de dollars, soit 16 % du PIB.

Etats-Unis : Plans de relance AJP et AFP

	Etats-Unis		
	Mds €	En % Tot	% du PIB
<b>Total</b>	<b>4506</b>	<b>100%</b>	<b>21,0%</b>
Infrastructure et mobilité	1034	22,9%	4,8%
Transition énergétique	526	11,7%	2,5%
Développement technologique et industriel	690	15,3%	3,2%
Santé	400	8,9%	1,9%
Education	506	11,2%	2,4%
Dépenses sociales	1350	30,0%	6,3%
Autres	0	0,0%	0,0%

Source : CRFB, White House, Covéa Finance

La crise sanitaire est une aubaine pour reprendre la main sur le devenir du monde en imposant des dépenses qui n'auraient jamais pu être votées dans un autre contexte. Personne ne peut avoir oublié les séances boursières suspendues aux tractations entre Démocrates et Républicains sur le plafond de la dette fédérale et le « shutdown » qui a paralysé l'administration américaine à quelques reprises<sup>7</sup>. Elle est aussi une opportunité pour reprendre la main sur l'orientation à donner au développement économique.

Ainsi, les entreprises voient s'ouvrir d'immenses opportunités tout en se voyant interdire un certain nombre de choses, sachant que le droit extra-territorial américain est une vraie menace pour elles.

## B. L'Europe

Les plans de relance européens pris au niveau des Etats ou à l'échelle de l'Union européenne se structurent autour de trois thèmes : transition énergétique, infrastructures et mobilité avec une volonté affichée, en particulier en France, d'imposer le changement des modèles de croissance par l'abandon des énergies fossiles. Néanmoins, en termes « d'argent mis sur la table », l'Europe est loin de l'ambition budgétaire américaine : 750 Md€ pour le plan Nouvelle Génération / Next Generation de l'UE contre 2650 Md\$ pour le Plan pour l'Emploi Américain / American Jobs Plan).

<sup>7</sup> Octobre 2013 pendant 16 jours, décembre 2018 pendant 1 mois et 3 jours



	France			Allemagne			Italie			Espagne*			UE
	Mds €	% du total	% du PIB	Mds €	% du total	% du PIB	Mds €	% du total	% du PIB	Mds €	% du total	% du PIB	Mds €
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100%</b>	<b>4,1%</b>	<b>50</b>	<b>100%</b>	<b>1,5%</b>	<b>261</b>	<b>100%</b>	<b>14,6%</b>	<b>70</b>	<b>100%</b>	<b>5,6%</b>	
<b>Plan européen (NGEU)</b>	<b>40,0</b>	<b>40,0%</b>	<b>1,7%</b>	<b>23</b>	<b>46,0%</b>	<b>0,7%</b>	<b>205</b>	<b>78,3%</b>	<b>11,4%</b>	<b>70</b>	<b>100,0%</b>	<b>5,6%</b>	<b>750</b>
dont prêts	0,0	0,0%	0,0%	0	0,0%	0,0%	123	46,9%	6,9%	0	0,0%	0,0%	390
dont subventions	40,0	40,0%	1,7%	23	46,0%	0,7%	82	31,4%	4,6%	70	100,0%	5,6%	360
<b>Hors fonds européens</b>	<b>59,9</b>	<b>59,9%</b>	<b>2,5%</b>	<b>27</b>	<b>54,0%</b>	<b>0,8%</b>	<b>57</b>	<b>21,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
<b>Infrastructure et mobilité</b>	<b>11,5</b>	<b>11,5%</b>	<b>0,5%</b>	<b>12,2</b>	<b>24,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>54,0</b>	<b>20,7%</b>	<b>3,0%</b>	<b>13,2</b>	<b>19,0%</b>	<b>1,1%</b>	
<b>Transition énergétique</b>	<b>19,4</b>	<b>19,4%</b>	<b>0,8%</b>	<b>9,5</b>	<b>19,0%</b>	<b>0,3%</b>	<b>73,5</b>	<b>28,1%</b>	<b>4,1%</b>	<b>18,0</b>	<b>25,9%</b>	<b>1,4%</b>	
<b>Développement technologique et industrie</b>	<b>33,1</b>	<b>33,1%</b>	<b>1,4%</b>	<b>16,0</b>	<b>32,0%</b>	<b>0,5%</b>	<b>63,0</b>	<b>24,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>24,3</b>	<b>34,9%</b>	<b>1,9%</b>	
<b>Santé</b>	<b>6,1</b>	<b>6,1%</b>	<b>0,3%</b>	<b>8,0</b>	<b>16,0%</b>	<b>0,2%</b>	<b>20,2</b>	<b>7,7%</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5%</b>	<b>0,1%</b>	
<b>Education</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>20,9</b>	<b>8,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>7,3</b>	<b>10,5%</b>	<b>0,6%</b>	
<b>Dépenses sociales</b>	<b>29,6</b>	<b>29,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>29,6</b>	<b>11,3%</b>	<b>1,7%</b>	<b>4,9</b>	<b>7,0%</b>	<b>0,4%</b>	
<b>Autres</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,0%</b>	<b>4,3</b>	<b>8,6%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,1%</b>	

### C. La Chine

Quant à la Chine, on ne peut pas à proprement parler de plan de relance. Les mesures annoncées s’inscrivent dans le cadre des plans quinquennaux. Le 14e plan quinquennal a été élaboré dans un contexte de rivalité croissante avec les Etats-Unis. C’est donc un plan visant à accroître l’autosuffisance chinoise, notamment en matière technologique. C’est un plan qui se fixe aussi le double objectif de conserver un appareil exportateur performant tout en augmentant la demande intérieure, ce qui passe par un volet du plan consacré aux infrastructures mais aussi par des contraintes de production sur le sol national. Ainsi, il impose des cibles de production intérieure minimales dans les secteurs de l’alimentation et de l’énergie.

Si on ne peut qu’espérer la pleine réussite de l’ensemble des mesures prises, l’exemple japonais doit nous inciter à une relative prudence sur les chances de succès.

14ème plan quinquennal chinois - Détail des secteurs prioritaires identifiés par le plan			
Catégorie	Secteurs concernés	Part dans le PIB en 2020	Objectif pour 2025
<b>Industries stratégiques émergentes</b>	Semi-conducteurs, matériaux innovants, énergies renouvelables, biotechnologie, véhicules électriques, robotique, industrie aérospatiale.	11,5%	17%
<b>Secteurs clés de l'économie numérique</b>	Cloud, big data, internet des objets, usines connectées, blockchain, intelligence artificielle, AR/VR.	7,8%	10%
<b>Technologies frontières</b>	Circuits intégrés, ordinateurs quantiques, intelligence artificielle, neurosciences, génétique et biotechnologie, exploration (spatiale, sous-marine et polaire), stockage de l'énergie.	N/A	N/A

## IV- Etudes et analyses complémentaires en juin 2021

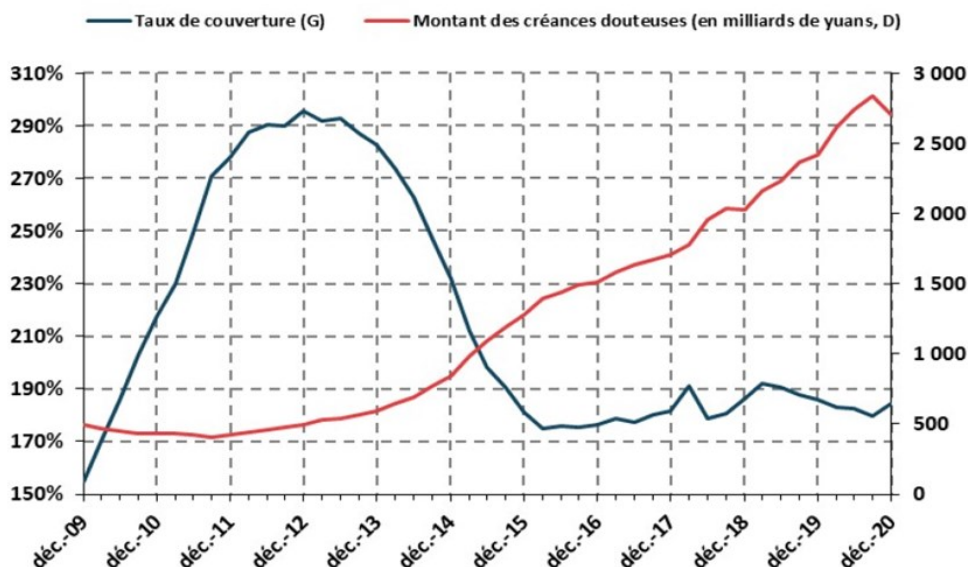
### A. Les signaux « faibles » qui nous imposent une extrême vigilance quant à la solidité des marchés financiers

L’argent « facile » qu’offrent les banques centrales majeures de l’économie mondiale est en soi un double risque, celui de mauvais emploi des ressources et celui de levier excessif dans les bilans d’entreprises comme dans les fonds d’investissement alternatifs ou encore dans toute la gestion d’actifs non cotés, sans oublier la dissimulation d’informations par les entreprises sur les difficultés économiques et financières rencontrées, voire l’information mensongère comme celle portant sur l’existence de clients qui se révèlent fictifs.

Wirecard, Archegos et Greensill sont de récentes affaires qui ont défrayé la chronique mais qui sont surtout des cas de figure emblématiques des risques que recèlent les marchés financiers dont les valorisations restent très décalées de la réalité économique.

Le système financier chinois ne doit pas être négligé dans l’évaluation de risques de crise financière d’ampleur avec ses effets en cascade comme en 2008. Le système chinois est un exemple caractéristique du « shadow banking » qui inonde tous les circuits financiers de la planète.

### Evolution des créances douteuses et des ratios de couverture



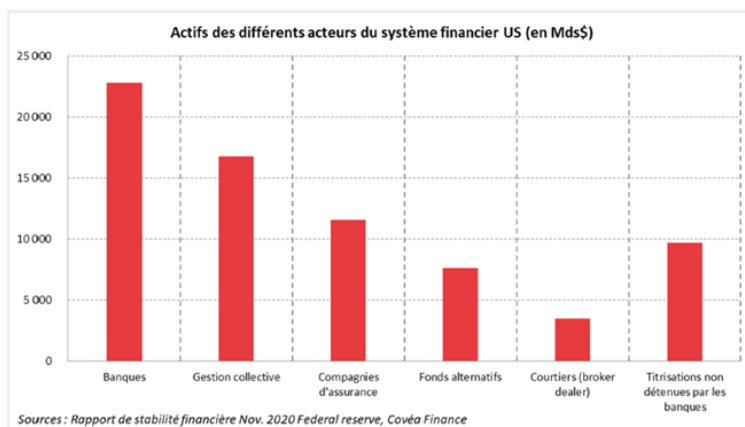
Source : CBIRC, Covéa Finance.  
Dernier point : 12/2020, données trimestrielles.

Régulation, réglementation et effondrement des taux de rendement ont favorisé l'expansion de la finance non régulée (dette privée, fonds d'infrastructure, private equity, SPAC, etc...) au détriment de la gestion d'actifs cotés.

- L'argent « facile », bon marché a poussé les entreprises à multiplier les plans de rachats d'actions, souvent financés par de la dette. La fragilisation des structures financières qui en résulte affaiblit la résistance des entreprises cotées ou non cotées dans les crises économiques.
- L'argent « facile » et le renforcement de la lutte contre le blanchiment, la technologie blockchain ont permis la multiplication de cryptomonnaies dont le désormais célèbre Bitcoin que les autorités de Pékin entendent bien ne plus laisser prospérer.

Actifs de différents acteurs du système financier US

	Actifs en Md\$
Banques	22 780,0
Gestion collective	16 776,0
Compagnies d'assurance	11 553,0
- Vie	8 828,0
- Non Vie	2 725,0
Fonds alternatifs	7 623,0
Courtiers (broker dealer)	3 507,0



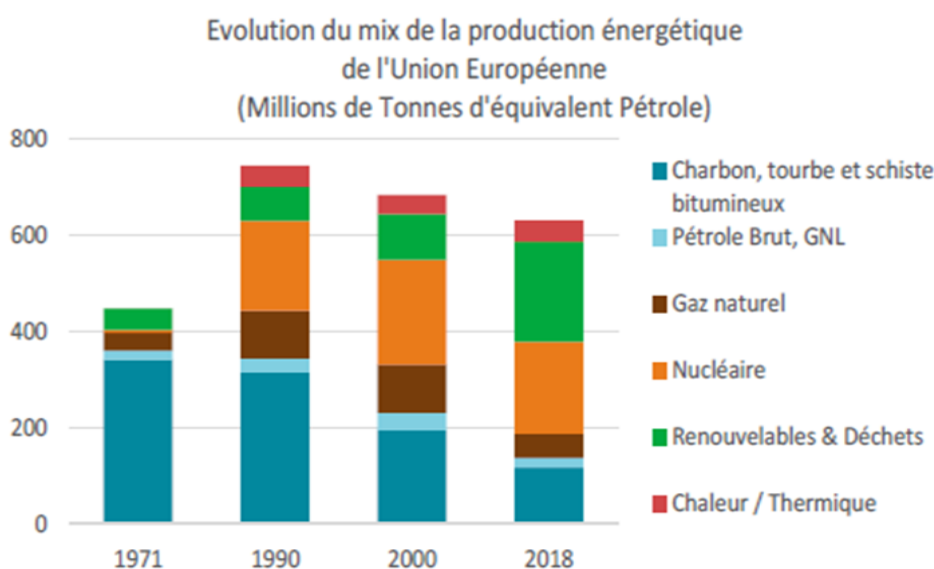
Sources : Rapport de stabilité financière Nov. 2020 Federal reserve, Covéa Finance

Sources : Rapport de stabilité financière Nov. 2020 Federal Reserve, Covéa Finance

## B. L'observation de deux secteurs emblématiques actuellement : les secteurs énergétique et automobile

### Le secteur énergétique

La poursuite de la démondialisation pousse chaque état/zone à conjuguer deux objectifs à long terme, parfois contradictoires à court terme : réduire sa dépendance et sécuriser l'accès à la ressource tout en faisant évoluer la diversité des approvisionnements en énergie vers un ensemble moins polluant. Une des grandes orientations prises aussi bien en Chine, en Europe qu'aux Etats-Unis est l'électrification du parc énergétique via le développement du renouvelable, solution locale par excellence. Dans ce contexte, les secteurs des services aux collectivités ainsi que du pétrole sont stratégiques, les entreprises devant fortement investir pour s'adapter. Cela engendre des bouleversements des modèles économiques de ces sociétés, bouleversements que certaines réussiront à transformer en opportunités alors que d'autres, faute de ressources suffisantes, risquent d'être perdantes de ces évolutions. Parmi les acteurs qui ont déjà entamé leur mutation, nous pouvons citer TotalEnergies dont les investissements importants sur les énergies renouvelables devraient s'élever à 5 milliards en 2021, la société ayant pour ambition de réduire ses émissions directes et indirectes de CO2 de 40% d'ici 2030. Au-delà du secteur de l'énergie, un acteur comme Nextera, leader de la production d'énergies renouvelables aux Etats-Unis avec 22GW de capacités installées, poursuit son expansion et compte augmenter ses capacités de génération électrique issues de sources renouvelables de 150% d'ici 2024. A l'aune des \$800 milliards de dépenses annuelles estimées à horizon 2050 (source IRENA), les chaînes de valeur de ces secteurs vont sensiblement évoluer, nous offrant un large vivier de nouvelles opportunités, source de diversification des portefeuilles.



Sources : World Energy Balances, IAE, Covéa Finance

### Le secteur automobile

L'automobile est un marché mature, cyclique et peu rentable. Néanmoins, son caractère stratégique n'est plus à démontrer, étant notamment au cœur des enjeux de souveraineté et de compétition mondiale. Après une décennie de bouleversements, ce secteur est forcé de s'adapter à une transition électrique imposée par les régulateurs au niveau mondial et dans laquelle les technologies numériques occupent une part croissante. Les constructeurs peuvent toutefois transformer cette transition en opportunité pour peu qu'ils aient adopté les changements nécessaires. Au-delà, une chaîne de valeur très riche révèle des sociétés qui créent, bénéficient ou s'adaptent aux ruptures dans les mobilités de demain. Sur ce secteur, nous pouvons citer plusieurs exemples significatifs :

#### **Volkswagen**

En termes de transformation, l'annonce du plan stratégique du groupe Volkswagen opérant une transformation radicale vers le véhicule électrique a suscité un fort enthousiasme en mars dernier :

- Une stratégie de plateforme de masse visant tous les segments et générant des économies d'échelles,
- Une volonté de devenir le leader sur le véhicule électrique (VE) d'ici à 2025, avec un objectif de doublement des volumes dès cette année pour les porter à 1 millions d'unités,
- Une stratégie crédible sur les approvisionnements critiques avec la construction de 6 « giga-usines » de batteries de nouvelle génération et en Europe via Northvolt, partenaire suédois.



Ainsi, Volkswagen a convaincu non seulement sur ses capacités de production (20% des ventes concernent des VE en 2025 et entre 30% et 50% en 2030) mais aussi sur son leadership sur la maîtrise logicielle en développant son propre savoir-faire dans le véhicule autonome et la conduite assistée. Depuis l'annonce de VW, tous les grands constructeurs ont planifié des événements similaires à l'image du groupe franco-italien Stellantis, attendu cette semaine pour sa stratégie dans le véhicule électrique.

**Northvolt**

La start-up suédoise a bouclé un tour de table de près 3 milliards de dollars incluant VW, Goldman Sachs et des fonds de pensions suédois et canadiens, valorisant la société à 12 milliards de dollars. L'entreprise de batteries de nouvelle génération fondée par un ancien de Tesla a déjà levé 6.5 milliards d'euros de capitaux. Elle prévoit d'atteindre une capacité de production de 150 GWh de production de batterie en Europe d'ici 2030.

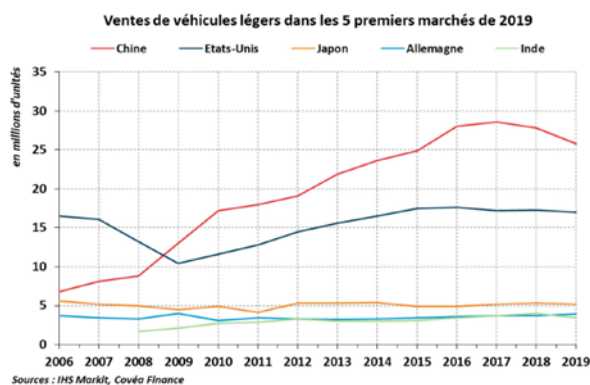
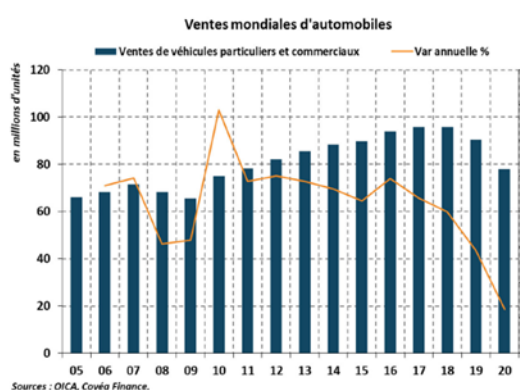
**JV Camions**

Afin d'accélérer la transition vers l'électrique, Daimler, Volvo et Traton créent une co-entreprise pour développer un réseau de chargement de batteries électriques pour les camions et les bus. Ils prévoient d'investir 500 millions d'euros pour installer et exploiter 1 700 points de charge d'ici cinq ans.

Pour ce qui concerne la chaîne d'approvisionnement, la mutation vers le véhicule électrique (VE) provoque des tensions et une perturbation dans les approvisionnements en matières premières critiques telles que le cuivre, le lithium, le cobalt ou les terres rares principalement. Ces intrants sont le plus souvent situés dans des pays émergents instables géopolitiquement à l'image du cuivre (Chili, Pérou) ou du cobalt (République Démocratique du Congo).

Ayant fixé des exigences les plus avancées en termes d'émissions carbone, la réglementation européenne oblige les constructeurs globaux à accélérer la transition sur le VE provoquant des tensions sur les approvisionnements et sur les prix. La question de l'accès aux ressources va se poser car la Chine est également engagée dans la transition énergétique et les Etats-Unis devraient également se positionner sur le sujet. Selon l'Agence Internationale de l'Energie, la demande en cobalt devrait être multipliée par 20 d'ici 2040 pour satisfaire les besoins de l'industrie automobile. Le consultant Knoema prévoit pour 2030 une production de 20 millions d'unités induisant une demande en lithium qui devrait être augmentée de 150%, en cobalt et en terres rares de 50%.

C'est pourquoi, l'utilisation de l'hydrogène (pour fabriquer des piles à combustibles) représente à la fois une diversification de source d'approvisionnement et une opportunité pour l'UE. En effet, la production d'hydrogène est un enjeu de relocalisation et d'indépendance pour ce matériau largement disponible sur notre planète mais dont le coût de fabrication n'est pas encore compétitif à ce stade pour créer une alternative économiquement viable.



**C. Marchés financiers et économie réelle : divergence ou re-convergence ?**

Malgré les divergences avérées tant économiques que politiques ou sociales, la réponse de l'Occident a été la même que celle apportée dans les années qui ont suivi la crise financière de 2008 : toujours plus de dettes publiques et d'encouragement à l'endettement privé, toujours moins d'orthodoxie monétaire, toujours plus de déstabilisation de l'épargne et des systèmes de protection sociale qu'ils soient privés ou publics (fonds de pension, mutuelles, assureurs etc.)

Tout laisse à penser que le retour de la croissance dans le monde occidental se fera a priori au prix fort. Depuis le retournement de cycle à la suite de la faillite de Lehman Brothers, les banques centrales sont sorties de leurs pratiques classiques de politique monétaire et ont alimenté le recours à l'endettement<sup>8</sup>. Tout au long de ces années de soutien, la croissance de l'économie mondiale n'a jamais retrouvé sa tendance pré-Lehman. On peut s'interroger sur ce qu'aurait été la croissance mondiale et celle des pays sans ce soutien massif.

Le recours aux mêmes pratiques non conventionnelles doit nous conduire à la prudence sur la croissance future. Malgré le recours à des moyens économiques et financiers exceptionnels, les économies n'ont pas retrouvé la dynamique de croissance d'avant crise financière. En remontant dans le temps, on constatera que les Etats des pays développés n'ont cessé généralement de recourir à davantage d'endettement sans pouvoir enrayer l'affaissement du rythme de croissance ni inverser la montée d'un chômage structurel aux conséquences sociales importantes qui caractérisent les économies occidentales depuis les deux chocs pétroliers de 1973 et 1979.

Maintenir les marchés ouverts pendant que l'économie mondiale a été mise à l'arrêt peut avoir été un des leviers de soutien à la reprise sur fond de ruptures et de volonté de transformer les économies même si cette décision peut être considérée comme discutable.

## V. Conclusion

Aux termes de nos travaux de printemps, nous avons synthétisé notre problématique en deux questions:

- La convergence de l'économie et de la valorisation des marchés financiers se fera-t-elle par le rattrapage de la première ou par la correction de la seconde ?
- La volonté de mettre à profit la pandémie de la Covid-19, qui frappe toujours une bonne partie de la planète, pour transformer les modèles de croissance avec une accélération de la transition énergétique et des transports, nous prépare-t-elle à une nouvelle ère de prospérité économique ?

Deux scénarios nous semblent aujourd'hui possibles.

1. Le premier scénario est celui d'une sortie de crise économique et sanitaire par le haut grâce aux effets multiplicateurs liés aux plans de relance, le numérique et plus largement la technologie, ainsi que les changements de modèle de développement qu'ils induisent que ce soit en termes de production, de distribution comme de consommation. Cependant, ce scénario, qu'il nous faut espérer et pour lequel il nous faut agir, suppose que nous admettions des changements durables des principes économiques qui sous-tendent les décisions de politique économique et qui ont largement dominé la pensée et l'action des institutions publiques que sont le Trésor et la banque centrale depuis 50 ans. Il faut aussi que nous admettions que les politiques hors normes vont perdurer. Elles sont deux fois plus indispensables que dans les années qui ont suivi la crise financière. Il ne s'agit plus de sauver le système financier mais bien de financer la transition énergétique afin d'éliminer les énergies fossiles, réduire les pollutions de toute sorte et sauver la planète.

Il s'agit peut-être plus encore de sauver la croissance future dans un monde où endettement public et privé culminent et handicaperont la reprise économique et la transition écologique si les politiques économiques non conventionnelles venaient à s'arrêter.

Ce scénario positif possible suppose aussi que ces « nouveaux principes » économiques ne provoquent pas d'accidents financiers en chaîne et pas davantage de pressions inflationnistes insupportables. Or, la crainte de voir l'inflation s'emballer domine de plus en plus la réflexion des acteurs de la Finance. Goulets d'étranglement sur des chaînes d'approvisionnement mises à mal par la pandémie de la Covid-19, tensions sur les marchés de matières premières, en particulier celles rendues indispensables à la transition verte, font flamber les prix de ces dernières.

Si les pressions restent temporaires, nous aurions alors le retour de l'un des soutiens à la croissance que nous avons connue au début des années 2000, la transmission de richesse à travers les balances commerciales et les mouvements de capitaux qui ont favorisé un cycle de croissance gagnant-gagnant pour les pays participant au commerce mondial.

2. Un autre scénario nous paraît tout aussi possible, à savoir celui d'une correction des marchés financiers comme juste retour à la réalité économique. Cette dernière reste difficile après des mois chaotiques pour les entreprises comme pour les ménages. Si une dépression globale semble s'être éloignée grâce au soutien hors normes des Etats et des banques centrales, l'apparition de poches de dépression est à craindre dans certains secteurs. Le risque reste difficile à évaluer et à anticiper.

<sup>8</sup> L'endettement mondial, public et privé, est passé entre 2008 et 2018 de 197% du PIB mondial à 227%, soit une hausse de 70 000 Md\$ en 10 ans

La transition vers un nouveau modèle de croissance à marche forcée est certes sources d'opportunités mais elle se traduit d'abord par l'alourdissement des charges que les entreprises vont devoir supporter. Hausse des coûts et investissements colossaux seront au menu des entreprises condamnées à changer de modèle à l'image du secteur traditionnel de l'automobile.

Changer de modèle n'est pas sans effet sur le risque d'inadéquation entre compétences nécessaires pour répondre aux nouvelles exigences et réalité du marché du travail, avec à la clé perte d'emploi pour les uns et tensions sur les salaires pour les autres, avec en toile de fond l'aggravation des inégalités de toute nature.

Dans ce scénario, les accidents de type Wirecard, Archegos ou Greensill se multiplient et amplifient le recul des marchés financiers, en excès de valorisation, artificiellement soutenus par de mauvais facteurs haussiers (programmes lancés par les entreprises pour le rachat de leurs propres actions, rachats d'entreprises par endettement, prises de risque pour les investisseurs écartés des marchés d'actifs sans risque, etc.)

Conscients de la probabilité d'occurrence de l'un ou l'autre de ces scénarios, chacun étant naturellement porteur de variations potentielles, nous nous donnons les moyens d'identifier les indicateurs à surveiller et mener les études complémentaires pour ajuster notre stratégie.

Réactivité et agilité associées à un travail collégial et collectif d'un réseau de spécialistes sur une vaste étendue d'expertises restent nos atouts pour relever les défis qui attendent les gérants d'actifs que nous sommes.

Trois réalités ne seront pas à sous-estimer :

La première concerne les banques centrales, littéralement prises au piège. Elles vivent aujourd'hui sous la contrainte d'un colossal endettement public et privé qui, comme la pandémie, est devenu mondial. Si l'inflation tant redoutée devait se matérialiser, que feront-elles ? Devront-elles, pourront-elles normaliser leur politique monétaire ?

La seconde réalité concerne le frein à la croissance que constitue la situation d'endettement généralisé, un état qui obère l'avenir des générations futures. Les acteurs de la vie économique sont littéralement acculés à toujours s'endetter davantage pour générer de moins en moins de croissance.

La dernière concerne le temps présent. Nous sommes toujours dans une crise sanitaire et une économie sous perfusion. Progressivement les Etats vont retirer les dispositifs de soutien à l'activité et de maintien de revenus. La résistance des économies reste une grande inconnue.

## Notre stratégie d'investissement dans ce contexte

Notre stratégie d'investissement de long terme s'inscrit dans cette compréhension du monde que nous venons d'évoquer : un monde peu coopératif et aux stratégies gouvernementales souvent divergentes qui rend difficile la fixation de points d'intervention mais exige une allocation d'actifs rigoureuse et une discipline dans l'exécution.

Nos investissements sur les obligations souveraines européennes se feront donc sur des niveaux de taux d'intérêt plus élevés sans toutefois prétendre retrouver les niveaux de rémunération pré-crise de 2008. Toute tension importante pourra par ailleurs être exploitée pour réaliser des arbitrages de maturité au sein du portefeuille existant ou des arbitrages entre zones géographiques, tant les banques centrales semblent prendre des options différentes pour sortir du piège de la dette ou normaliser leur politique monétaire. Sur la partie crédit, nous poursuivrons notre questionnement sur le meilleur statut : actionnaire ou créancier ?

Des investissements majeurs sur les marchés de valeurs mobilières sont donc préparés et se feront sur des niveaux d'intervention sensiblement plus bas. Nos travaux sur les secteurs stratégiques que sont l'énergie (et les sociétés qui participent à la réorganisation du complexe énergétique mondial) et l'automobile (secteur historique qui sait se réinventer en utilisant l'innovation) nous permettent d'enrichir notre univers d'investissement en remontant les chaînes de valeur de ces secteurs. Les 3 thèmes de cet univers d'investissement actions sont :

- les changements structurels qui redéfinissent les priorités stratégiques des Etats ;
- les domaines porteurs d'avenir et leviers d'une croissance durable et qualitative ;
- le thème de la capacité d'adaptation et de la capacité de préservation des marges par fixation des prix.

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet [www.covea-finance.fr](http://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 07 juillet 2021