

Perspectives Économiques et Financières

Perspectives

Novembre 2022

Introduction

Après avoir titré nos premières perspectives économiques de l'année, en mars dernier, « le nouveau visage de la mondialisation », nous avons consacré celle de juin à « la géopolitique des matières premières », un exercice qui nous a permis d'analyser au plus près la problématique de l'inflation mais aussi de mettre en évidence le rôle stratégique de l'énergie dans l'émergence d'une nouvelle mondialisation.

Ces 2 thèmes du nouveau visage de la mondialisation et de la géopolitique des matières premières nous amènent tout naturellement à aborder de nouveau la question de l'Union européenne (Une question déjà évoquée dans les PEF de mars 2021 « Divergences » et de novembre 2021 « 3 modèles, un continent »).

Comme nous en avons pris l'habitude, chaque crise d'ordre mondial (ex : la crise financière de 2008, la crise sanitaire, la crise énergétique), met en lumière la fragilité de cette union, traversée par des divergences profondes et donc des intérêts divergents.

Une union qui subit les crises se succédant, comme autant de révélateurs de ses faiblesses intrinsèques, et en premier lieu ses faiblesses économiques.

Nous consacrons une nouvelle fois les dernières perspectives économiques de l'année à l'Union européenne et ses membres sous le titre « Une Union, plusieurs Europe ».

À l'automne 2021, les travaux de nos équipes ont mis en évidence les différences structurelles des économies européennes entre elles avec la mise en lumière de la coexistence de 3 modèles majeurs, avec en particulier la logique de filière qui est un des facteurs de la puissance industrielle allemande.

Depuis février 2017, nos perspectives économiques et financières sont dominées par une ligne de fond : la remise en cause du multilatéralisme et l'émergence d'un monde bipolaire dominé par deux puissances rivales, les États-Unis et la Chine, avec un challenger la Russie.

La guerre en Ukraine contre son envahisseur, la Russie, nous permet de valider cette vision du monde dans lequel doivent s'inscrire nos stratégies d'investissement. Nos analyses portées par cette ligne de fond cherchent à tenter d'apporter une réponse à une question devenue chaque jour plus fondamentale : **Dans un monde bipolaire, où est l'Europe ? Où va l'Union européenne ?**

Le retour sur nos travaux portant sur les structures des économies européennes, leurs dépendances multiples à un monde qui tourne au conflit ouvert, les déséquilibres intra-européens qui en résultent, a pour objectif d'essayer d'évaluer la pérennité du modèle européen, dessiné à travers une super structure, l'Union européenne. L'ensemble des travaux de nos équipes autour de ce thème débouchera sur des implications potentielles en matière de marchés des devises, des taux d'intérêt, des marchés des obligations privées et des marchés actions.

Les fondations de l'Union européenne testées par des circonstances inédites

Les marchés financiers vont aborder l'année 2023 dans un environnement économique particulièrement difficile avec la conjonction d'événements économiques, géopolitiques et climatiques exceptionnels . Un cocktail potentiellement explosif pour les fondations de l'Union européenne.

Les crises successives que traverse l'Union européenne depuis la faillite de Lehman Brothers en 2008, ont été autant de révélations des faiblesses structurelles de l'Union. Mais force est de constater que la crise sanitaire puis la crise énergétique ont mis en lumière l'échec de la convergence des économies de l'Union promise par les traités successifs depuis l'adoption du traité de Maastricht le 07 février 1992. Une convergence pourtant indispensable à l'autre objectif poursuivi par la majorité des pays de l'Union : la construction d'un espace économique partageant la même monnaie et par voie de conséquence, la même politique monétaire menée par une Banque centrale commune indépendante avec pour mission la stabilité des prix et donc la lutte contre l'inflation.

À l'origine, les traités devaient favoriser la convergence des économies à travers le mécanisme des transferts budgétaires supposés réduire les écarts entre les économies les plus développées et celles qui étaient en retard. Elle devait aussi être assurée grâce aux bénéfices attendus d'un marché commun européen.

Cette convergence tarde à se manifester. On peut même parler de re-divergence depuis les crises des dettes publiques européennes. Les pays du Sud ont clairement décroché depuis. Les écarts restent également importants entre Europe occidentale et Europe centrale.

La crise énergétique née du conflit russo-ukrainien a mis en lumière une des sources de divergence des fondements des modèles économiques, différents d'un pays à l'autre.

Ainsi le modèle allemand s'est construit autour d'une industrie puissante organisée en filières et alimentée par une énergie abondante et bon marché, le gaz russe. Elle a entraîné sa base arrière industrielle que sont les pays de l'Est, des choix qui s'expriment à travers des rythmes d'inflation très différents d'un pays à l'autre.

Dans les pays baltes, l'inflation a dépassé les 20% alors qu'elle est proche de 10% en Allemagne et « contenue » à moins de 7% en France. La Tchéquie, elle, enregistrait une inflation de près de 15% en octobre

Comment partager une politique monétaire commune avec de telles divergences en matière d'évolution du niveau général des prix? Le risque pour les uns c'est une politique monétaire trop restrictive quand elle peut rester trop accommodante pour d'autres.

Alors que peut faire une Banque centrale quand l'inflation s'emballe en raison d'événements qui échappent à son contrôle ?

La monnaie unique a été conçue à une époque où l'on n'imaginait pas que :

1. La mondialisation portée par les occidentaux à la suite de la dislocation de l'empire soviétique à travers la mise en place de l'OMC allait se traduire par la multiplication des dépendances de l'Europe au reste du monde.
2. La Chine allait réussir grâce à son intégration dans l'OMC à rattraper aussi rapidement les pays les plus avancés au point de devenir la seconde puissance du monde derrière les États-Unis, en termes de PIB.
3. La Russie, dirigée par la main de fer d'un Vladimir Poutine, allait sortir du désastre économique et politique dans lequel elle a plongé sous l'ère Eltsine.
4. L'Allemagne allait renoncer au nucléaire à la fin des années 90 en partie pour des raisons électoralistes au profit d'une dépendance géographique avec la Russie, un choix aujourd'hui désastreux et qui est en train d'emporter toute l'Europe de l'Union.

La BCE peut également difficilement réussir sa mission quand les politiques budgétaires viennent alimenter la demande finale alors que les économies sont à l'arrêt en raison de l'épidémie de COVID, puis soutiennent la demande des ménages à travers différents mécanismes imaginés par les uns et les autres pour permettre à ceux-ci de mieux absorber les hausses de prix de l'énergie. Des politiques budgétaires que la BCE soutient indirectement par ses pratiques non orthodoxes en achetant la dette sur les marchés obligataires. Pour exemple, en 2021, les achats d'OAT par la BCE ont représenté 70% des émissions brutes françaises et 102% des émissions nettes de remboursement.

Enfin, avec des missions plus étendues, La BCE est-elle encore en mesure de préserver la stabilité financière ? L'inflation, loin d'être temporaire, ce qu'a fini par admettre la BCE, l'a contrainte à sortir plus vite et plus fort de sa politique de taux négatifs. Or l'effondrement des rendements des actifs a poussé les investisseurs à améliorer la rentabilité de leurs placements en investissant sur des actifs plus risqués, dont certains avec des effets de levier difficilement supportables lorsque les taux d'intérêt remontent, et à la liquidité nettement plus faible.

La question de la dette publique reste une angoisse et une épée de Damoclès sur l'Union Européenne. Bon nombre de pays ont laissé filer la dette dont la soutenabilité devient un vrai sujet avec la forte hausse des taux d'intérêt qui entraîne un renchérissement du service de la dette gommant dans plusieurs cas les effets des mesures d'économies budgétaires prises depuis des années. Plus grave, pour les pays comme la France, qui ont soutenu leurs entreprises pendant la crise sanitaire avec des prêts garantis par l'Etat, la frontière dette publique-dette privée se brouille.

La crise que traverse l'Europe fait planer le risque de voir les entreprises bénéficiaires de prêts garantis de ne pas pouvoir honorer les échéances.

Enfin l'effondrement de l'excédent commercial de la zone euro confirme la fragilité des fondements de l'Union européenne et de l'euro. Une Union Européenne finalement très dépendante, depuis 20 ans, du modèle économique allemand à l'origine jusqu'ici de l'essentiel de l'excédent de la zone euro.

La crise actuelle met en lumière les fragilités du modèle européen fondé sur une économie puissante, l'Allemagne, ce qui signifie dépendance à l'industrie manufacturière sous contrainte d'offre d'origines multiples, dépendance à la Russie, dépendance à l'industrie, dépendance au moteur thermique.

Autant d'incertitudes et d'inconnues qui viennent s'exprimer sur les marchés financiers et notamment sur le marché des changes avec un Euro pas loin de son point bas depuis sa création.

D'aucuns nous expliquent que ce n'est pas l'Euro qui est faible mais le dollar qui est fort. Effectivement toutes les grandes devises de la planète tout comme les devises des pays émergents sont emportées par la force du dollar. Alors qu'est-ce qui fait sa force ? :

- La normalisation à marche forcée de la politique monétaire de la Banque centrale américaine à travers de fortes hausses de ses taux directeurs et la « promesse » de continuer encore.
- Le soutien à l'Ukraine qui vient rappeler la puissance militaire américaine qui fait régner l'ordre démocratique sur le monde.

Mais dans le prolongement du conflit russo-ukrainien, la puissance énergétique américaine, riche de pétrole, de gaz et de matières premières vient également en soutien à la devise américaine qui reste la devise associée à un vaste marché de capitaux profond, loin devant les compétiteurs que sont l'Europe ou l'Asie.

La force du dollar est particulièrement dommageable pour les économies émergentes car nombre d'entre elles ont eu recours à un endettement extérieur en dollars. Elles subissent donc actuellement une forte pression sur la soutenabilité de cette dette, un sujet qui concerne également l'Europe puisque la Hongrie, la Pologne font partie de ces pays à dette extérieur libellée en dollars importante.

Mais reconnaître la force du dollar face à la plupart des devises ne doit pas nous conduire à négliger les faiblesses de l'Union Européenne et de la Zone Euro en particulier. Elles sont en passe de créer une fragilité structurelle de la monnaie unique, une menace pour sa pérennité.

- Le différentiel d'inflation entre la zone euro et les États-Unis restent aujourd'hui peu significatif (9,9% en zone Euro contre 8,2% aux États-Unis en septembre).
- Malgré le resserrement de l'écart entre les taux directeurs des 2 banques centrales, La BCE est plus en retard que sa consœur, La FED, dans son combat contre l'inflation.
- Mais surtout, l'excédent de la zone euro s'est effondré.

Les marchés obligataires

Depuis plusieurs mois, une forte volatilité s'est installée sur les marchés de taux quelle que soit la zone, une volatilité qui a fini par se transmettre aux marchés actions, une volatilité de taux qui s'est installée avec l'inflation, avant même que la Fed, puis la BCE, acceptent le caractère non temporaire du retour de l'inflation et ne s'emparent du sujet via la hausse de leurs taux directeurs et l'annonce de leur normalisation de leurs pratiques de politique monétaire.

En Europe la BCE a mis fin à la longue période de taux négatifs. Le durcissement des conditions monétaires devrait s'accroître avec le retrait annoncé de la Banque centrale sur les dettes souveraines de la zone euro et des dettes privées admissibles au bilan sous certaines conditions.

La Fed, en avance sur sa consœur, et l'inflation, ont poussé à une forte hausse des taux d'intérêt à long terme. Le taux à 10 ans US ira même dépasser 4,30% en séance dans le courant du mois d'octobre, un point qui n'avait plus été touché depuis 2007.

L'ensemble de ces événements ne pouvaient épargner les marchés obligataires européens, faisant redouter le retour de divergences sur les dettes souveraines de la zone euro, divergences résolues au prix de pratiques de politiques monétaires exceptionnelles pendant des années. Les écarts de taux entre les dettes souveraines se sont résorbés pour revenir sur des points plus acceptables sans effacer toutefois le maintien d'une prime de risque non nulle sur les États les plus endettés, l'Italie en particulier.

Les choix de la BCE ont peut-être évité une fragmentation du marché des dettes souveraines dangereuse pour la survie de la monnaie unique. Le prix pour la France, et encore plus pour l'Allemagne, a été des taux d'intérêt à long terme en territoire négatif sur une longue période (pour la France entre juin 2019 et décembre 2021, pour l'Allemagne entre mai 2019 et janvier 2022). Un contexte dommageable pour les épargnants et les institutions comme les assureurs vie ou les fonds de pension et caisses de retraite.

Aujourd'hui la très grande majorité des pays membres de la zone euro ont vu leur dette publique s'envoler. Le surcroît d'endettement est imputable aux stratégies publiques mises en place les deux années précédentes marquées par une vague épidémique hors norme mais bientôt le surcroît sera également lié au surcoût de la dette.

Les pays du Sud connaissent dorénavant un tel niveau d'endettement qu'il semble difficile qu'ils puissent revenir un jour à l'intérieur des normes prévues dans des traités européens, dont celle fondatrice de la monnaie unique. (Critères de Maastricht d'une dette publique proche de 60% du PIB national).

Or la hausse des taux d'intérêt tout comme celle de l'inflation accroît les inquiétudes sur ces pays excessivement endettés qui font face à une envolée du coût de la dette. Les tensions sur les « spreads » entre dettes souveraines reflètent les craintes d'une nouvelle crise comme celle provoquée par l'effondrement de la Grèce, à l'origine des mesures d'exception prises par Mario Draghi, gouverneur de la BCE à l'époque et souvent qualifié de « sauveur de l'euro ».

Rien ne dit que la BCE fera machine arrière tant que l'inflation européenne ne montrera pas des signes d'essoufflement. Le conflit russo-ukrainien, la participation active de l'Union Européenne au conflit, laissent plutôt craindre la persistance de tensions inflationnistes tant les chaînes de production restent bouleversées, la crise énergétique loin d'être résorbée et les pertes d'actifs productifs conséquentes. Il y a de quoi alimenter les peurs des investisseurs sur les marchés de taux. Tout laisse penser, que la BCE tout comme la FED comptent sur la récession pour refroidir la machine des prix.

La crise que traverse l'Europe dépasse largement le seul marché des dettes souveraines. On voit les primes de risque s'accroître significativement sur des AAA allemands, notamment la KfW ⁽¹⁾ dont la prime est supérieure à la prime de risque entre les emprunts allemands et français, suggérant un bouleversement dans l'appréciation du risque. En effet la France dispose d'une note inférieure (AA) contrairement à ces institutions qui bénéficient du AAA allemand.

Les agences de notation ne sont plus en phase avec les investisseurs dans la hiérarchisation des risques.

Peut-être plus inquiétant, nous voyons également les écarts de taux s'accroître entre les émissions françaises et les émissions de l'Union européenne pourtant notée AAA, au détriment de cette dernière suggérant une inquiétude de la part des investisseurs non plus sur la pérennité de l'Euro mais sur celle de l'Union européenne constituée de 27 membres depuis le départ de la Grande Bretagne.

La situation apparaît aujourd'hui autrement plus grave qu'au lendemain de la crise financière. On craignait alors que la crise de la dette publique associée très rapidement à une crise du secteur bancaire européen ait raison, et de l'euro et de l'Union européenne. Dans ce contexte l'action hors norme mise en place par la BCE a permis au système de survivre

Pourtant la crise énergétique européenne issue du conflit russo-ukrainien apparaît autrement plus dangereuse, elle survient alors que l'Union Européenne a perdu un de ces membres les plus importants la Grande-Bretagne. Les pays membres n'ont plus les moyens de faire face à la crise économique qui se profile après avoir tant dépensé pour faire face à la crise sanitaire.

Le danger de la nouvelle crise que nous traversons, se répercute aussi le marché du crédit qui retrouve des primes de risque sur les émetteurs privés au-dessus de la moyenne des 20 dernières années.

Les marchés actions de la zone Euro

Les différents indices boursiers européens sont à l'image des divergences économiques des différents pays membres. Ils ont évolué de manière dispersée mais seul l'Indice italien n'a pas retrouvé son niveau d'il y a 20 ans.

Ils ne sont pas toujours le reflet du tissu économique du pays. Ainsi beaucoup d'entreprises européennes vont se faire coter à la bourse néerlandaise pour des raisons fiscales mais surtout pour la stabilité de droit néerlandais. Elles n'ont pas forcément de lien fort avec l'économie néerlandaise.

L'analyse des indices est une manière pour nous de mieux comprendre l'organisation du marché boursier européen et plus spécifiquement de la zone Euro.

Pourquoi s'intéresser particulièrement aux entreprises de la zone Euro après avoir longuement et abondamment expliqué au cours de ces dernières années, combien la zone Euro et l'Union Européenne étaient fragilisées dans un monde en mutation ?

(1)KfW : en français : *Établissement de crédit pour la reconstruction*. Elle fait partie des quinze premières banques d'Allemagne. Elle est responsable de la mise en œuvre de programmes de soutien en [Allemagne](#).

Une des premières raisons concerne la devise. L'Euro est à son plus bas depuis son introduction. Prendre le risque d'investir dans une autre devise impose de s'interroger sur le bénéfice-risque de l'investissement. Le gain attendu sur la valorisation des actifs ne doit pas être gommé par une perte sur la devise de cotation.

La baisse de l'Euro n'est pas forcément en soi une malédiction lorsque l'on pense à la dynamique de l'économie américaine quand le dollar flirtait avec les 1,60 et que nombre d'analystes nous annonçaient un Euro à deux dollars

La faiblesse de l'Euro, ce sont des gains de compétitivité pour les entreprises à l'international comme sur leur marché domestique. Evaluer cet avantage compétitif est évidemment complexe en pleine crise énergétique. La faiblesse de l'Euro amplifie le choc du prix de l'énergie et renchérit le coût des fournitures dont le prix n'est pas libellé en Euros.

La sélection des entreprises dans lesquelles investir, suppose un travail rigoureux d'analyse des chaînes d'approvisionnement et du poids de l'énergie et des matières premières dans le compte de résultat.

Il faut donc privilégier les entreprises aux chaînes d'approvisionnement rapprochées et concentrées majoritairement sur le sol européen ainsi que les entreprises les moins gourmandes en énergie et matières premières. Il faut évaluer leur degré de compétitivité sur le marché mondial face à leurs compétiteurs. Il faut identifier les entreprises suffisamment innovantes notamment sur le plan des économies d'énergie, les entreprises à caractère stratégique disposant d'importants débouchés européens.

Les crises sont déstabilisantes, sources de tensions et de difficultés.

C'est vrai pour les entreprises comme pour les Etats et les ménages. Mais elles sont aussi des opportunités de repenser les modèles de développement, de bousculer les certitudes et les habitudes. Elles permettent aux entreprises les plus résilientes, les plus innovantes de grandir et de gagner de nouveaux marchés, de développer de nouveaux produits ou services. Ce sont ces entreprises qu'ils nous faut identifier et accompagner par nos investissements.

Notre allocation d'actifs dans ce contexte

La multiplication des crises auxquelles font face la zone euro et l'Union européenne depuis 2008 nous interrogent plus que jamais sur la place de l'Europe dans le nouveau paysage de la mondialisation depuis que les rivalités entre la Chine et les États-Unis apparaissent au grand jour.

Les réponses politiques, techniques, financières et budgétaires ⁽¹⁾ de l'Union Européenne et de la BCE ont semblé jusqu'à présent réussir à préserver l'Union et ses instances de fonctionnement ainsi que la monnaie unique adoptée par 19 membres de l'Union européenne.

Mais on ne peut faire l'économie de la question fondamentale : à quel prix ?

Dévoiement des règles en matière de politique budgétaire mais aussi de politique monétaire, développement de la Finance non régulée, moins transparente.

La guerre en Ukraine perdure. La stratégie des sanctions internationales et européennes associées à un soutien financier et militaire à l'Ukraine, pays agressé, non pas eu les effets attendus sur l'économie russe qui résiste. Les armes n'ont pas permis un arrêt rapide du conflit.

Sans énergie, engagée fortement dans la transition écologique sans ressources en matière premières pour le faire, combien de temps peut tenir l'Union européenne ? Survivra-t-elle à l'épreuve ?

Après la remise en cause du multilatéralisme, l'émergence du continent asiatique dominé par la Chine, après l'apparition de deux pôles rivaux la Chine et les États-Unis, le nouveau visage de la mondialisation verra-t-il la dislocation de l'Union européenne autour de laquelle le continent européen s'est organisé ? C'est une hypothèse qu'il faut dorénavant intégrer dans nos réflexions stratégiques.

Il faut également prendre en compte l'évolution du centre de gravité des relations économiques. Nous avons souligné il y a quelques années que le centre de gravité s'est déplacé plus à l'ouest sur le Pacifique, le développement économique de la côte ouest américaine en étant un des symptômes.

Avec la sortie de la Grande-Bretagne puis la crise énergétique associée à l'agression Russe contre l'Ukraine, le centre de gravité de l'Union Européenne s'est déplacé à l'Est, comme l'actuel chancelier allemand a pu le suggérer en soulignant la position géographique de l'Allemagne au centre d'une Europe, intégrant l'Ukraine tout en rappelant que l'Allemagne est la première puissance économique européenne.

La Pologne, se positionnant en avertisseur de la première heure du risque Russe, en profite pour s'engouffrer dans le chemin qui s'ouvre pour l'Europe de l'Est. Elle exige ainsi que la commission cesse ses demandes de changement concernant le système judiciaire polonais qui ne serait pas selon elle conforme à l'état de droit. Le pays exige la libération des fonds accordés dans le cadre du plan européen de relance issu de la crise sanitaire.

Le nouveau visage de la mondialisation que nous évoquions lors de nos premières Perspectives Economiques et Financières de l'année 2022, ne pose donc plus seulement la question du positionnement de l'Europe mais aussi celui de la France.

Insécurité énergétique, cherté de cette énergie, dépendance hors des frontières communes aux métaux nécessaires à la transition écologique mettent également sous pression la volonté affichée tant en France que dans le reste de l'Europe de retrouver de la souveraineté dans les domaines considérés comme stratégiques, une souveraineté qui passe par la nécessité de renforcer le secteur industriel. Elle pèse également sur l'activité de la zone à la fois pour les entreprises déjà implantées que celles désireuses de venir s'installer.

L'Union européenne et ses membres voient leurs difficultés amplifiées par le choc de la hausse du dollar sur les coûts des entreprises et l'alimentation d'une spirale inflationniste ingérable, une inflation qui a poussé la BCE à sortir de sa politique des taux négatifs.

Inflation et politique monétaire ont provoqué une rapide et violente hausse des taux d'intérêt à long terme. Ainsi, depuis le point bas des taux français de novembre 2020, la perte en capitale sur les OAT 10 et 30 ans est respectivement de 20.3% et 48.2%, coupons inclus.

La fin du programme d'achat de dettes souveraines et de certaines dettes obligataires d'émetteurs privés répondant à des critères précis, attendue dans les prochains mois pourrait accentuer la remontée des taux de long terme.

Hausse des taux d'intérêt à long terme, inflation avec probable récession économique malgré les politiques budgétaires toujours généreuses mises en place renforcent le risque d'incidents de crédit, voire celui d'une réaction en chaîne de défaillances.

Les marchés actions n'ont toujours pas corrigé face à la montée des risques alors même que le prix du risque entre dettes souveraines et actions s'est considérablement resserré et plaide pour une préférence pour les premières. La prime de risque sur les obligations privées par rapport aux dettes souveraines s'est également considérablement accrue et affiche des taux absolus désormais attractifs au regard de la valorisation des actions. Plus la correction sur les actions se fera attendre, plus elle risque d'être douloureuse sauf à ce que les actuels détenteurs d'actions anticipent la poursuite de politique monétaire sous contrainte de stabilité financière.

L'ensemble de notre analyse devrait pousser les investisseurs à rechercher de la sécurité dans leur placement en dehors de l'Union européenne et au sein de celle-ci, en dehors de la zone euro. Cependant le contexte géopolitique incite à la prudence.

L'ensemble du reste du monde est menacé de récession mondiale en raison du resserrement monétaire drastique orchestré par la FED mais aussi par la plupart des Banques Centrales à travers le monde. L'inflation qui frappe la majeure partie de la planète semble difficilement maîtrisable dans un contexte de conflit opposant essentiellement l'Occident à la Russie à travers le conflit Russo-Ukrainien. Le risque de stagflation généralisée n'est donc pas nul.

Le contexte géopolitique n'est plus à la coopération mais il est conflictuel. Ainsi Biden, président des États-Unis, entend-il reconstruire un multilatéralisme avec les « amis » et en excluant les « ennemis ».

Avec le conflit Russo-Ukrainien est réapparu le spectre de la guerre froide et nous avons vu le retour des non-alignés.

Le contexte géopolitique a largement favorisé l'envolée du dollar qui met sous pression la plupart des économies et en particulier celles qui ont une dette extérieure en dollars.

L'Union Européenne n'échappe pas à cette pression. La Hongrie est exposée par une partie de sa dette extérieure libellée en dollars.

Enfin, c'est un contexte avec une conjoncture d'événements exceptionnels qui poussent à être attentif aux risques de liquidité.

Il nous semble aujourd'hui essentiel de garder de la liquidité, d'arbitrer des actions au profit d'obligations souveraines et d'obligations de crédit. Il nous semble également raisonnable de revenir sur nos terrains d'investissement naturels, les entreprises de la zone Euro et en particulier de la France.

De la crise actuelle peut surgir un sursaut et des décisions énergiques pour remettre sur pied le modèle européen.

Enfin la matérialisation d'une instabilité financière en raison de la survenance de l'ensemble des risques évoqués peut conduire la Banque Centrale Européenne à des pratiques visant à soutenir les marchés financiers ce qui entraînerait une baisse des taux d'intérêt.

Conclusion

Les défis qu'affrontent l'Europe et plus spécifiquement l'union européenne sont multiples et s'inscrivent dans un monde au centre de gravité déplacé. Après le déplacement du centre de gravité de la côte Est à la côte Ouest des États-Unis, un nouveau centre de gravité est apparu au cœur même de l'Europe, de l'Ouest vers l'Est. Ces défis poussent à la tentation du repli national.

Ainsi non seulement l'Union Européenne est fragilisée mais son cœur historique aussi, la place de la France se révèle aujourd'hui plus que challengée, d'autant que l'agenda de notation Fitch a mis la note de la France sous perspective négative. A-t-elle déjà rejoint le fameux club des pays du Sud ? La dette publique a été jusqu'ici une ligne de fracture majeure au sein de l'Union Européenne. Une seconde est arrivée après une année de pandémie. L'inflation, la dette privée en est une troisième (effacement de la frontière dette publique dette privée avec les PGE). Une nouvelle ligne de fracture survient en 2022, l'énergie.

La situation au sein de l'Union européenne de ces différents membres fait de la BCE une Banque centrale écartelée, la lutte contre l'inflation (Mais laquelle ? celle à plus de 20% ou celle à seulement 6%) entre en conflit avec sa seconde mission, la stabilité financière.

Et ce, alors que nous vivons une période marquée par une conjonction d'événements dont la probabilité qu'ils arrivent tous en même temps est faible :

- Une Guerre avec des armes sophistiquées.
- Des événements climatiques (inondations, grêle, sécheresse, incendies multiples et gigantesques).
- Une violente et rapide hausse des taux de long terme.
- Une prime de risque sur les obligations de crédit en hausse et resserrement des écarts du prix du risque entre les actions et les obligations.
- Une persistance d'une politique sanitaire incompréhensible en Chine.
- Une forte Inflation avec pour conséquence la perte rapide de la valeur de la monnaie.
- Une crise énergétique et alimentaire.

Alors que l'Union Européenne et la France sont clairement mal armées pour affronter cette conjonction improbable.

Cela signifie que la recherche pour la liquidité va devenir cruciale. Les marchés financiers cotés et régulés pourraient en être les premières victimes, en raison de leur plus grande liquidité que d'autres catégories d'actifs financiers.

Alors que le dollar est au plus haut face à l'euro, personne ne peut affirmer que la situation va perdurer. L'essentiel de la performance en 2022 sur le marché américain pour un investisseur européen est venu de l'appréciation du dollar. Dans le futur, les pertes de change dues à un dollar plus faible pourraient annuler les éventuelles plus-values obtenues sur les marchés américains.

La force du dollar, la crise énergétique et alimentaire, le conflit Russo-Ukrainien et sa gestion sont en train de déstabiliser l'ensemble des économies et mettent en péril le commerce mondial, un des moteurs essentiels de croissance généralisée depuis le début des années 90.

Le risque d'implosion de l'espace économique et monétaire européen n'est pas nul. S'il survit, nous aurons des actifs libellés dans de multiples devises face à des engagements de passif Français. Investir dans des actifs de l'Union Européenne, et plus spécifiquement de la Zone Euro, c'est déjà prendre du risque à l'international.

La faiblesse actuelle de l'Euro n'a pas que des mauvais côtés. Associés à la double crise de l'énergie et des dépendances multiples, elle aussi est source d'opportunités.

Enfin, l'inflation et la réponse monétaire sont des facteurs de déstabilisation du secteur de la Finance. Une déflagration sur les marchés financiers serait de nature à contraindre les Banques Centrales de revenir sur leur politique avec à la clé des taux à long terme.

Face à ces défis, arbitrer, c'est se donner des moyens d'affronter le futur !

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 24 901 254 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 15 novembre 2022