

Le PEF en direct

Interview

Juin 2023

Covéa Finance a présenté ses Perspectives Économiques et Financières le 29 juin dernier.

Francis Jaisson, Directeur général délégué en charge de l'ensemble des Gestions, de la Commercialisation, de la Négociation et de l'ensemble des Recherches, partage avec vous les grandes lignes de ce rendez-vous et les éléments clés de notre lecture du monde.

Francis JAISSON
Directeur général délégué



Dans nos Perspectives Économiques et Financières de mars dernier, nous nous posions la question : vivons-nous le passage de la fin du multilatéralisme à la fin du libéralisme ? Car depuis les 2 chocs d'importance qu'ont été la crise du Covid et la guerre en Ukraine, les États ont confirmé leur volonté de reprise en main de l'économie, avec des approches ambitieuses impliquant toutes un certain repli sur leur territoire national. C'est un point essentiel, dans la lignée de notre réflexion déjà ancienne sur ce que nous avons appelé le « retour du politique » dès 2016.

Francis, pouvez-vous nous dire quelles sont alors les tendances qui ressortent depuis ces derniers mois ?

Francis Jaisson : Ces derniers mois, ce « retour du politique » a pris des orientations différentes entre les trois zones continentales ; les États-Unis relocalisent les facteurs de production des secteurs qu'ils considèrent comme vitaux pour eux quitte à faire fi des règles communément admises en matière de liberté commerciale. L'Union européenne semble vouloir rechercher un leadership en matière de transition énergétique mais est étouffée par des intérêts nationaux qui ne sont pas alignés quand ils ne sont pas concurrents. La Chine affiche sa volonté de devenir au plus vite la première puissance mondiale en choisissant une stratégie d'indépendance vis-à-vis à la fois de l'approvisionnement extérieur et des débouchés étrangers.

Ce sont trois stratégies d'État différentes mais qui se mettent toutes en place au moment où l'atteinte de la limite du multilatéralisme (qui se traduit dans le raidissement des relations internationales) est aussi la manifestation d'un vrai changement idéologique quant à la perception des bienfaits du commerce (longtemps censé être favorable à tous et vecteur de paix, et meilleur vecteur de diffusion des idées

démocratiques occidentales); un changement idéologique aussi quant à la perception du rôle du marché comme meilleur optimiseur des ressources à travers la formation des prix.

Ces Perspectives Économiques et Financières de mi-année sont consacrées au thème « Crise, dilemme et tiraillements ». Pouvez-vous nous en dire plus ?

F.J : Ce milieu d'année est consacré traditionnellement à notre PEF Financier. Cet agenda apparaît cette année particulièrement opportun. Nous nous étions quittés en mars sur les prémices d'une crise bancaire qui s'est amplifiée et diffusée depuis.

Car la mauvaise appréciation du caractère durable de l'inflation par les banques centrales, jumelée à la prolongation d'un régime monétaire d'exception, a conduit à un renversement brutal de politique monétaire. Par son ampleur et sa rapidité, la hausse des taux directeurs décidées par la Réserve Fédérale américaine et la BCE a concouru à la déstabilisation des agents économiques déjà très endettés.

En premier lieu, dans un contexte de paysage bancaire mondial profondément modifié sur les 15 dernières années, le système bancaire américain s'est trouvé fragilisé, comme le prouve la succession de faillites sur la côte Pacifique. La diffusion de ces difficultés à l'Europe (Crédit Suisse) et à des acteurs financiers non régulés, nous amènent aujourd'hui à analyser la crise bancaire et ses multiples ramifications.

Or cette crise financière renforce le dilemme des banques centrales entre ses différents mandats, explicites ou implicites, officiels ou officieux, déjà évoqués en mars dernier. Une situation aggravée par la poursuite de la croissance des dettes des États et à leurs besoins de financement, sur fond de défis liés aux transitions énergétiques et numériques, aux nouveaux conflits et aux enjeux de souveraineté.

Les choix que font et feront les banques centrales sont majeurs pour les marchés financiers. Les conséquences des orientations budgétaires des États le seront tout autant. Ce sont les sujets de ces « Perspectives »

Alors, dans cet environnement de « crise », quel est le scénario central de ces Perspectives Économiques et Financières ?

F.J : Sur l'inflation d'abord, nous avons illustré que la récente modération des prix de l'énergie n'empêchera pas une situation plus inflationniste dans le temps. L'accumulation de facteurs structurels de long terme sous-tend ce postulat de fond : les effets désinflationnistes de la mondialisation s'amenuisent d'une part, ceux qui avaient conduit depuis plusieurs décennies aux délocalisations par recherche d'efficacité des coûts de production ; d'accès facile aux matières premières abondantes et peu coûteuses, notamment énergétiques, et de normes moins rigoureuses, et les effets inflationnistes d'un monde plus conflictuel qui se diffusent d'autre part. Car la prise de conscience née des périodes de Covid 19 et du conflit ukrainien a conduit à une recherche générale de souveraineté intrinsèquement inflationniste sur fond de volonté de décarbonation de l'économie qui, à demande constante, demeure aussi inflationniste.

Les banques centrales se retrouvent donc face à des questionnements fondamentaux dont elles n'ont pas toutes les clés ; elles ont le choix entre plusieurs objectifs irréconciliables mais qui ont chacun des incidences déterminantes pour notre politique d'investissement. Soit, elles choisissent de lutter sans compromis contre l'inflation en poursuivant le durcissement de leur politique monétaire et leur remontée

de taux directeurs. Soit, elles privilégient la stabilité financière et la soutenabilité de l'endettement public en modérant leurs actions et en tolérant une inflation plus élevée que par le passé. Il faut d'ailleurs souligner que l'instabilité financière d'aujourd'hui est fille des politiques non orthodoxes qui ont poussé à l'utilisation des leviers et conduit à un niveau d'endettement sans précédent qui rend tout retour en arrière périlleux aujourd'hui. Car sortir d'un régime monétaire extraordinaire n'est pas sans douleur lorsque ce dernier a duré aussi longtemps, que ces politiques d'assouplissement ont été aussi loin, et que l'inflation a atteint des niveaux aussi élevés.

Cette situation a conduit à un retournement violent de la politique monétaire dont la vitesse et l'ampleur sont à la hauteur du retour d'une inflation mal appréciée. Un retournement qui n'est pas sans conséquence pour les acteurs publics et privés.

Les premiers craquements sont apparus sur la côte Ouest des États-Unis, avec plusieurs faillites bancaires dont les ramifications se sont matérialisées. Une situation potentiellement critique alors que le renchérissement du financement est loin de s'être totalement transmis dans l'ensemble de l'économie. Cette problématique de renchérissement du coût de financement n'est d'ailleurs pas propre aux États-Unis. Les effets du retournement des politiques monétaires se feront sentir partout dans le monde, alors que le levier de la dette a été largement utilisé depuis la crise de 2008.

Apparaît là le dilemme des banques centrales : combattre une inflation durable, conformément à leur premier objectif, au risque de faire naître une instabilité financière. Par ailleurs, revenir en arrière sur les politiques exceptionnelles d'achat d'actifs va se trouver en contradiction avec les besoins grandissants des États. Nous pensons que les banques centrales resteront fermes dans leur volonté de monter leurs taux directeurs. Les sujets d'instabilité financière pourront être traités par le biais d'instruments dédiés, mais potentiellement insuffisants pour restaurer durablement une confiance défailante.

Dans ce contexte, nous pensons que les taux longs devraient continuer de monter et nous offrir des opportunités d'investissement. ■

Achévé de rédiger le 29 juin 2023

Retrouvez Francis JAISSON toutes les semaines dans le podcast « On Décrypte l'Hebdo » consacré au suivi hebdomadaire de nos Perspectives Économiques et Financières.



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.

Il contient des opinions et analyses conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier.

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.