

Perspectives Économiques et Financières

Octobre 2019

« Les marchés financiers face au spectre de la déflation dans un monde moins coopératif ».

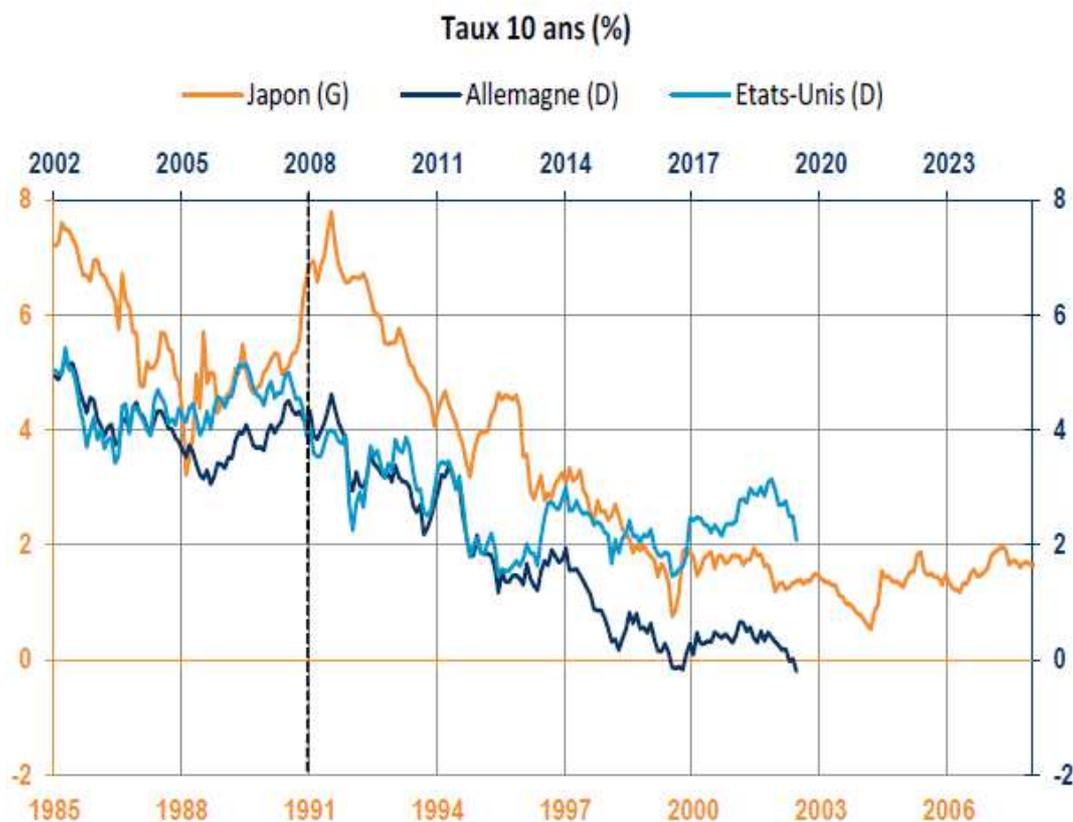
Nous avons consacré en effet cette dernière séance de l'année au thème de la déflation. Il faut rappeler que nous avons décidé de modifier l'organisation de la présentation de nos Perspectives Economiques et Financières. Notre présentation traditionnelle comportait auparavant trois parties : la description et l'analyse de l'environnement économique et financier dans une première partie, une seconde partie consacrée aux banques centrales et leurs politiques monétaires, et enfin l'évolution des marchés financiers dans l'environnement décrit. Or ce type de présentation n'est plus adapté à la situation complexe de l'environnement d'un gestionnaire d'actifs. Nous avons pris la décision de séquencer la présentation de nos analyses différemment. Nous aurons une présentation de début d'année, très centrée sur la description de cet environnement économique et financier mais aussi géopolitique, sur nos attentes des marchés financiers dans ce cadre et nos préférences et orientations que nous souhaitons donner à la gestion des portefeuilles.

Une présentation en juin sera davantage concentrée sur les marchés financiers.

Enfin, une dernière présentation en octobre sera consacrée à un thème, qui pourra être macroéconomique comme le thème, aujourd'hui, de la déflation, mais pas nécessairement car le thème émergera naturellement des réflexions et travaux que nous aurons menés tout au long de l'année.

Pourquoi avoir choisi ce thème de la déflation pour ce PEF thématique de fin d'année ? Nous pouvons distinguer 5 raisons :

1. La raison première réside à la fois dans la persistance de taux d'intérêt négatifs en Europe , le retournement de la politique de la Banque centrale américaine et le nouveau cycle de baisse des taux aux Etats-Unis dans un contexte de taux d'inflation historiquement faible dans les pays développés (mais aussi dans grand nombre de pays émergents),
2. Le ralentissement économique est largement enclenché en Europe mais aussi en Chine, il se dessine en Inde et l'attitude de la FED laisse supposer qu'il existe un doute sur la capacité de l'économie américaine à résister à cet environnement qui se dégrade,
3. L'échec de la politique monétaire exceptionnelle de la Banque centrale européenne (BCE)
...
4. ...Rejoint ainsi celui de la Banque centrale du Japon,
5. Enfin, dans un contexte de déflation avérée, nous devons nous interroger sur notre capacité de résistance et de réaction dans un environnement de taux négatifs et sur les solutions que nous pourrons apporter.



Sources : ONS, Covéa Finance, Thomson Reuters

Ce PEF thématique s’articule autour de trois parties :

- Une première consacrée à la vision académique de l’inflation,
- Une seconde à l’analyse des situations en zone euro et aux Etats-Unis associée à une comparaison avec le cas japonais,
- et une dernière partie centrée sur les acteurs économiques que sont les entreprises, les investisseurs et les marchés financiers dans cet univers contraint.

Rappelons avant cela les lignes de forces qui ont sous-tendu l’action de Covéa Finance ces dernières années. Nous avons décelé un certain nombre de tendances de fond et avons identifié trois clés pour appréhender l’installation de ces tendances, à savoir, le dollar, le pétrole et les matières premières.

Ces lignes de force sont la remise en cause du multilatéralisme, annoncée dès 2009, la montée des contraintes réglementaires et normatives qui bousculent les modèles de croissance des entreprises et des institutions financières (transition énergétique et croissance durable), l’échec des banques centrales, l’impuissance politique face aux entreprises multinationales, et enfin la volonté de reprise en main du politique (de la Russie aux Etats-Unis). Ces lignes dessinent un monde tripolaire Chine, Etats-Unis, Russie, où l’Europe peine à exister.

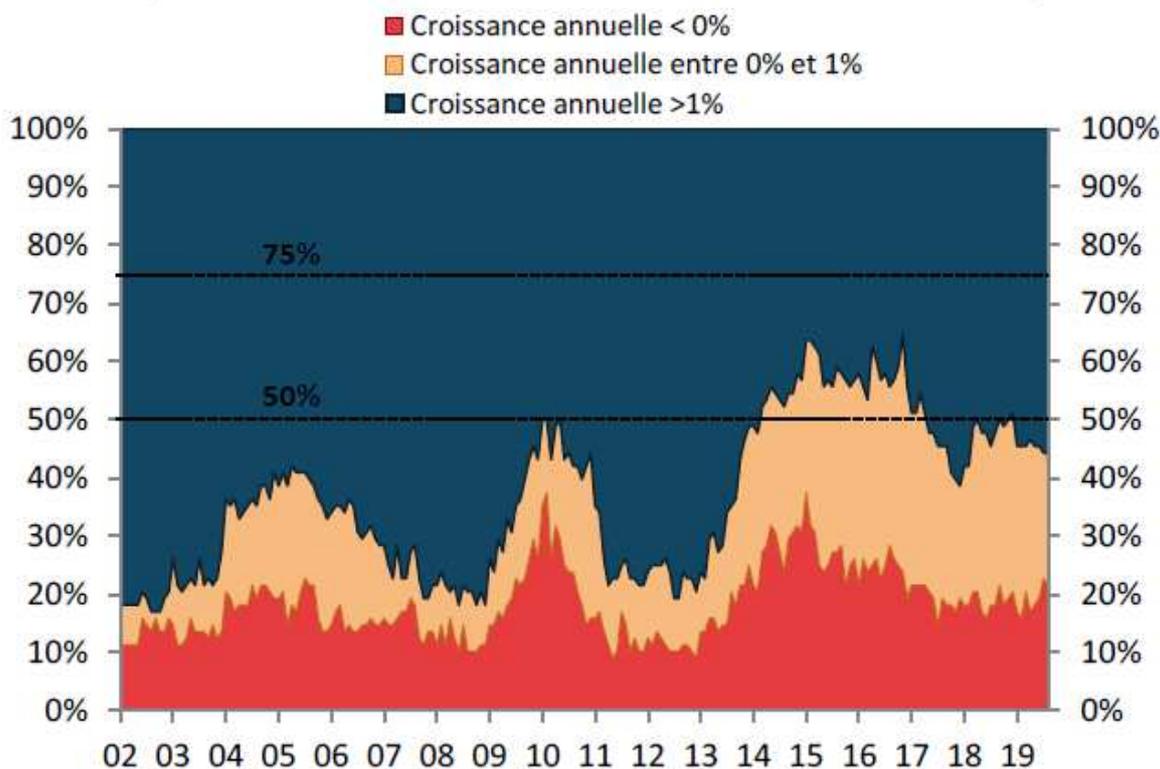
Ce choix du thème de la déflation est donc loin d’être anodin. Il ressort régulièrement de nos analyses telles que nous les exposons traditionnellement. Ces Perspectives Economiques et Financières lui sont dédiées alors que nous avons le sentiment qu’existe un véritable déni du

risque déflationniste. Or, il faut bien constater que quels que soient les efforts des banques centrales depuis une décennie, l'inflation reste basse et ne remonte pas, dans un contexte des plus déprimés depuis 30 ans.

Le thème de la déflation est ancien pour nous : nous avons depuis la crise de 2008, à plusieurs reprises, souligné l'apparition de ses signes sur les revenus du travail, de l'épargne, des entreprises. Ils arrivent aujourd'hui à la croisée des chemins. Certains gestionnaires tentent de fermer la collecte sur leur fonds, constatant que la garantie en capital des nouveaux flux est inconciliable avec des investissements à taux négatifs. Et les plus hasardeux dans la gestion de leur portefeuille ont besoin d'être recapitalisés.

Le spectre de la déflation est bien là ! Il nous oblige à persévérer dans le processus d'adaptation de nos portefeuilles à travers leur construction, le choix de valeur et la recherche de la meilleure diversification utile.

Zone Euro : Pourcentage de produits et services selon leur croissance annuelle (indice d'inflation harmonisé HICP, 88 biens et services)



Source : Eurostat, Covéa Finance,

I. La vision académique de la déflation

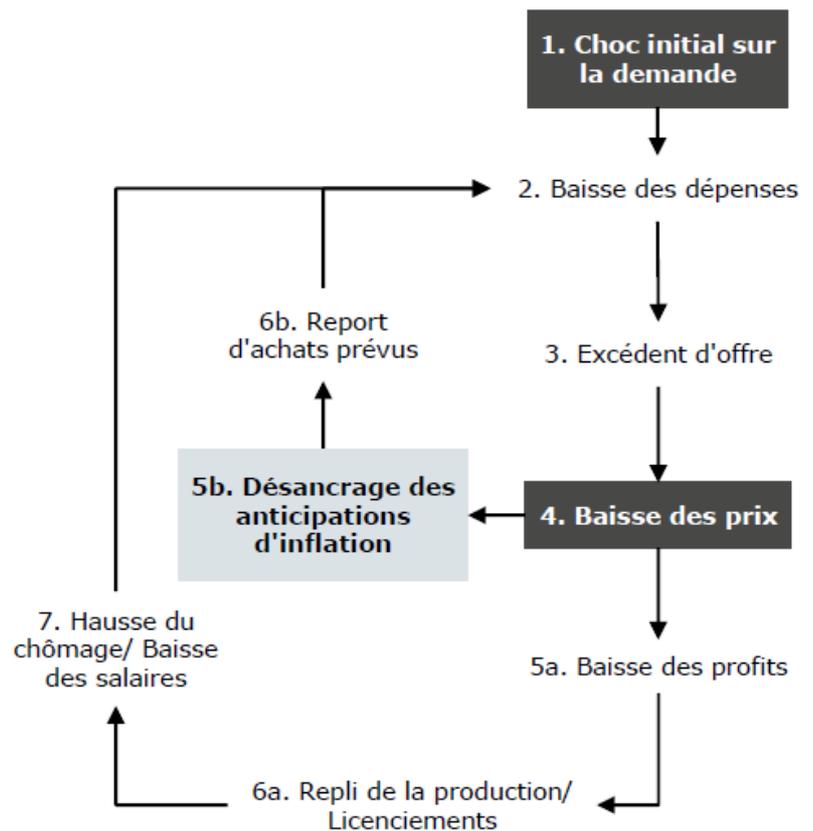
▪ La déflation : de quoi parle-t-on ?

Évidemment, on peut toujours se réfugier derrière la science économique et les définitions académiques et nier ainsi certaines réalités. Si l'on s'en tient à ces dernières, on objectera aisément que la déflation étant définie comme le repli généralisé et auto-entretenu de la baisse des prix « à la consommation » nous ne saurions parler de déflation. Une affirmation qui appelle en réalité plus de questions que de réponses avec la première d'entre elles : face à la déflation des revenus et la montée de la précarité sous toutes ses formes (emploi, santé, retraite, éducation et formation), comment expliquer une certaine rigidité à la baisse du niveau général des prix ?

▪ Que nous dit l'approche académique ?

La déflation, dont les sources peuvent être du côté de la demande avec des pressions sur les revenus des ménages et des entreprises ou de l'offre par le biais de ruptures technologiques ou d'actions des autorités publiques, voire de modifications de la concurrence, affecte les anticipations de prix des entreprises et des ménages. Elle a un caractère auto-réalisateur et peut déclencher des spirales qui accentueront la contraction de l'activité et affecteront le coût de la dette. Plus grave le secteur privé préférera détenir des liquidités comme actif le plus sûr plutôt que de détenir des actifs financiers. Et la politique monétaire devient inefficace quand les liquidités fournies par les banques centrales ne parviennent pas aux agents privés non financiers. Par ailleurs l'examen de l'histoire économique montre que les expériences de déflation sont parfois concomitantes de périodes économiquement très douloureuses qui se soldent par des épisodes d'instabilité politique.

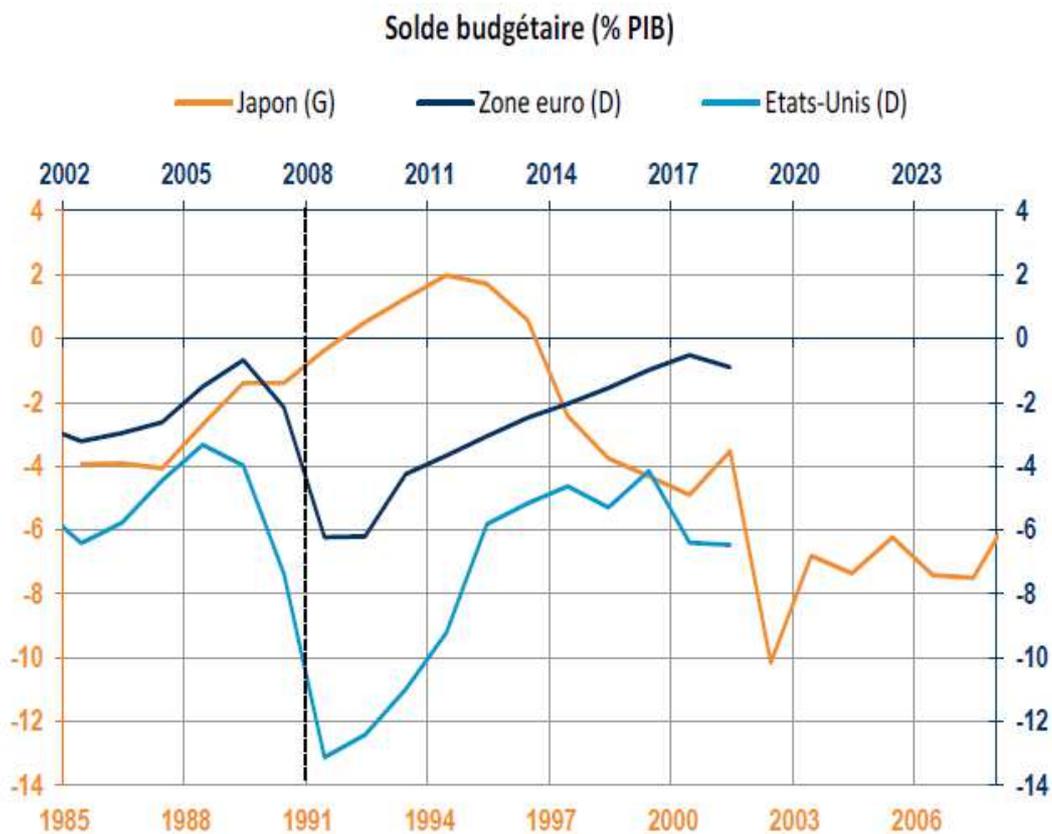
SCHEMATISATION D'UN REGIME DEFLATIONNISTE



II. Analyse des situations en zone euro et aux Etats-Unis et comparaison avec le cas japonais

- Au-delà de l'approche académique, qui ne doit pas être un dogme, quelle est notre analyse de la situation en zone euro et aux États-Unis ?

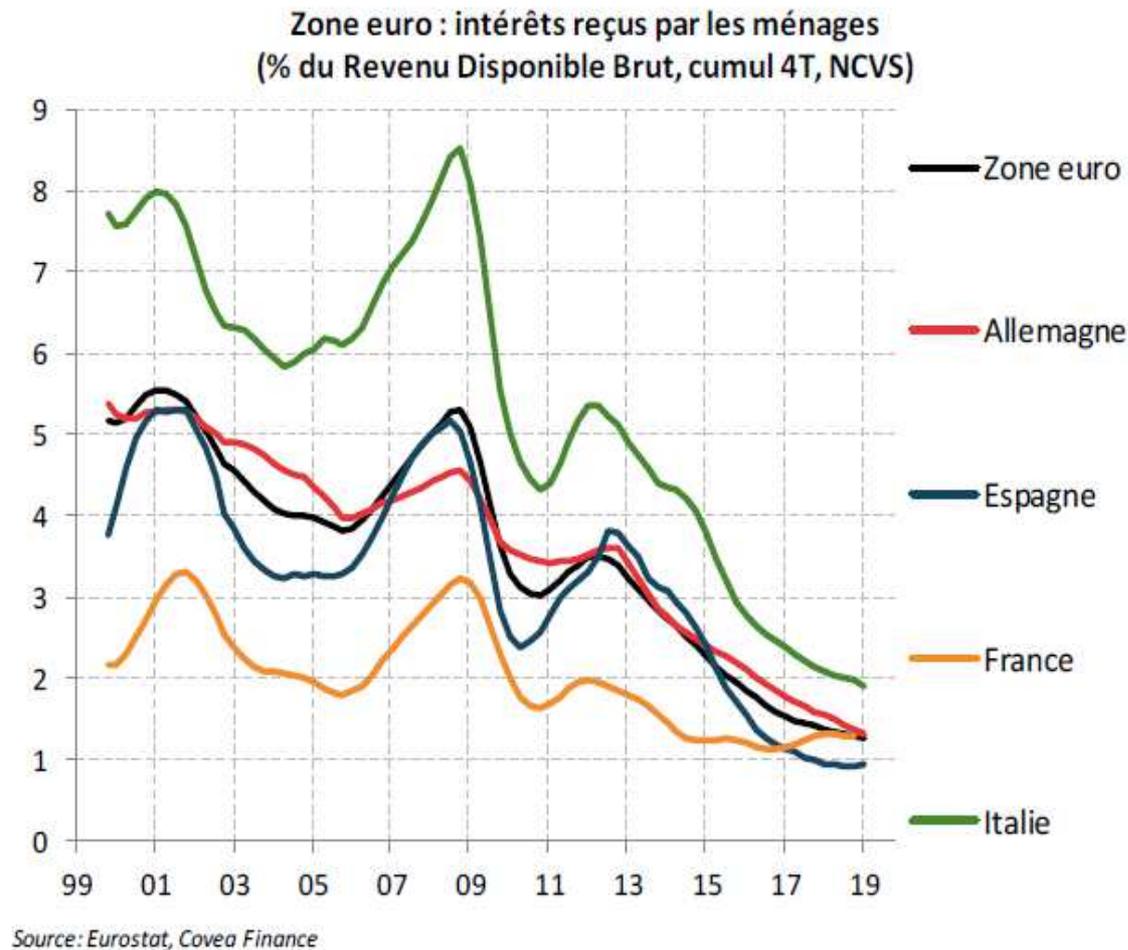
La comparaison de la situation japonaise des années 90 nous apporte quelques réponses. Les crises immobilières et financières et l'effondrement des marchés d'actifs sont bien des facteurs communs. Des symptômes similaires existent également: une faible croissance sur une période longue et une proximité des trajectoires des taux d'intérêt. Pourtant, les autorités auront des réactions différentes. Sur le plan de la politique monétaire, on notera un retard dans les actions de la Banque du Japon et des réactions plus rapides des banques centrales américaine et européenne. Sur le plan budgétaire, le Japon sera plus restrictif à la différence de la zone euro et les États-Unis plus accommodants.



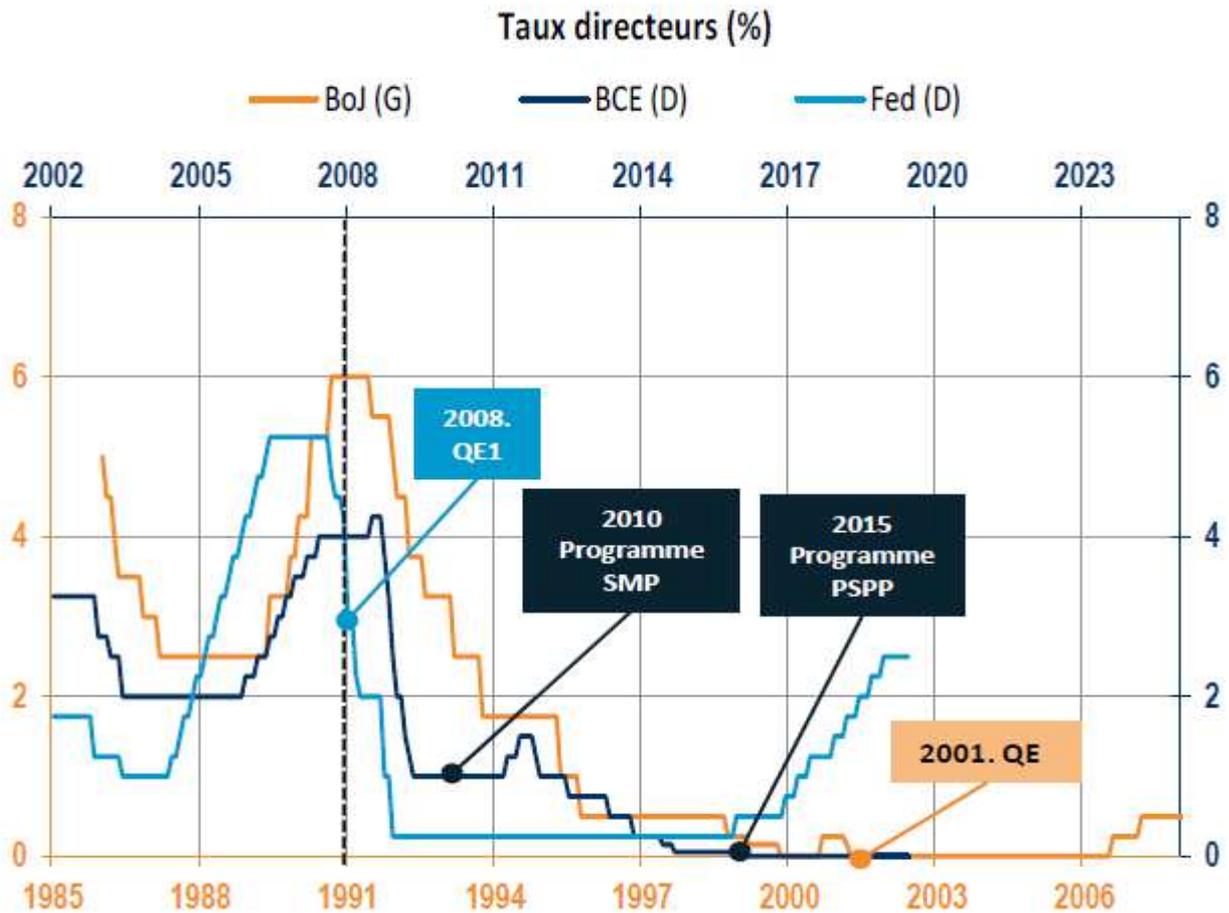
Sources : AMECO, Covéa Finance, Thomson Reuters

Arrêtons-nous sur les effets de l'arsenal monétaire déployé par la BCE depuis 2009. Le canal du crédit a certes eu un effet positif à court terme, surtout dans les pays du Nord en termes de conditions de financement, mais des effets très faibles sur l'investissement et des effets négatifs sur le système bancaire via l'impact des taux négatifs et le surendettement des agents économiques.

L'instrument des taux d'intérêt et son utilisation a eu pour effet auprès des ménages de les inciter à continuer d'épargner malgré la baisse des taux et la chute des revenus d'épargne. Aucun arbitrage vers la consommation n'a été enregistré sur fond de hausse de la précarisation, des coûts de santé, et des risques futurs sur le paiement des retraites.



En revanche, le canal du prix des actifs a conduit à une augmentation des prix (formation de bulles). Si cet effet richesse évident est noté, il a au contraire contribué à renforcer les inégalités de patrimoine au sein des populations. Enfin, le guidage prospectif des taux d'intérêt était censé accroître les perspectives d'inflation. Force est de constater que les anticipations ont continué de baisser. Et si la BCE allait encore plus loin face à ce constat d'échec ? L'achat d'ETF sur les marchés actions la conduirait sous l'hypothèse d'une action égale à celle de la Banque du Japon à détenir 8 % de la capitalisation boursière soit quatre fois l'encours total actuel des ETF sur la zone euro.



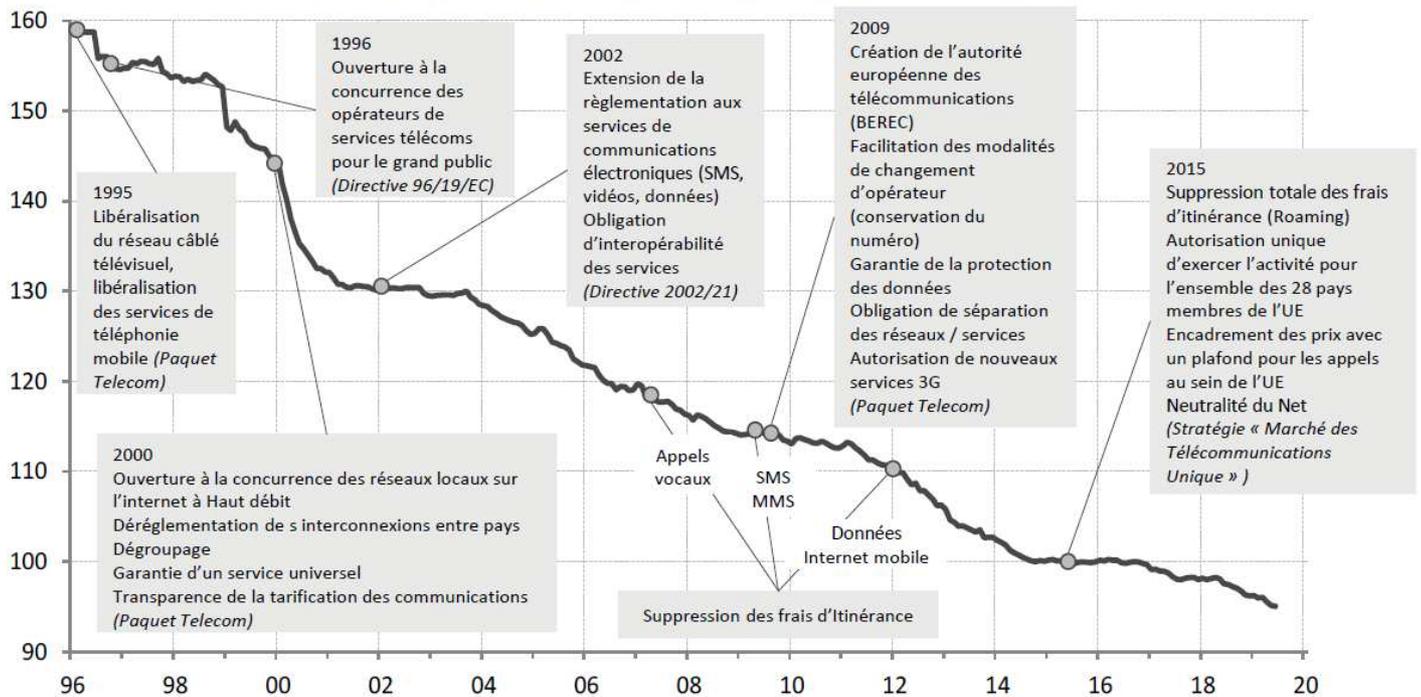
Sources : ONS, Covéa Finance, Thomson Reuters

III. Quels impacts pour les acteurs économiques?

On constate aujourd’hui que de nombreux secteurs sont déjà en déflation et que des pressions baissières sur les revenus s’exercent en zone euro. C’est le cas pour le secteur des télécommunications et des équipements manufacturés. En effet, sur les 25 dernières années, une libéralisation progressive des marchés du secteur des télécommunications a été imposée par de nombreuses mesures législatives européennes cassant des situations historiques de monopole, stimulant la concurrence et créant une situation déflationniste. Dans le secteur des produits manufacturés, la concurrence internationale et la délocalisation d’une partie des capacités de production des pays développés vers les pays émergents ont eu là aussi des conséquences déflationnistes à plusieurs niveaux: baisse des prix importés et baisse des revenus des ménages qui ont perdu leur emploi ! La Chine a joué un rôle prédominant dans ce processus. Autre exemple donné dans ce PEF, celui des équipements médicaux en Europe : c’est un marché oligopolistique, en croissance de volumes, mais où la concurrence est forte en raison d’une faible différenciation qui pèse sur les prix.

Ainsi, des pressions à la baisse des revenus ont été multiples sur les dernières années : dégradation de la qualité des emplois, compression sur les parties variables des rémunérations, baisse des revenus de l'épargne en lien avec la politique monétaire de la BCE, hausse de la fiscalité.

Zone euro : Indice des prix à la consommation - Communication



Sources : Eurostat, Covéa Finance, Thomson Reuters

- Aux États-Unis, les pressions déflationnistes identifiées dans certains secteurs en zone euro sont également à l'œuvre.

Nous mettons en exemple le cas du secteur des semi-conducteurs, contraint d'investir en équipements et en recherche et développement afin d'adapter constamment son modèle et saisir des opportunités sur de nouveaux marchés finaux. On note que les tensions sur le marché du travail, reflétées dans le niveau bas du taux de chômage, alimentent une dynamique de revenus robuste mais que pourtant nombre d'Américains occupent encore plusieurs emplois, signe de la précarisation et de la polarisation du marché du travail. Qu'en est-il du risque de récession aux États-Unis ? Les causes possibles pourraient être une surchauffe dans un secteur conduisant à la formation d'une bulle à l'image de l'immobilier en 2008 ou de la technologie en 2001. Cela pourrait venir aussi d'un choc sur les prix du pétrole, notre clé de lecture, d'une erreur de politique monétaire avec notamment une remontée trop agressive du taux directeur par la réserve fédérale ou enfin d'un choc commercial à travers les canaux d'une hausse des tarifs douaniers ou de l'incertitude touchant la confiance des entreprises et leurs décisions d'investissement et d'embauche.

Nos conclusions et notre stratégie

Dans le contexte difficile de taux d'intérêt négatifs, il nous faut développer beaucoup d'agilité aussi bien intellectuelle que dans notre capacité d'exécution. S'il est important d'utiliser les concepts, il ne faut pas en faire des dogmes dans un monde bouleversé dont les références ne sont plus adaptées.

Le régime de croissance faible que nous soulignons depuis les lendemains de la crise de 2008 est une réalité aujourd'hui partagée par l'ensemble des pays. La crise financière n'a jamais permis aux systèmes financiers de restaurer un mécanisme de financement efficace de l'économie alors que les inconvénients de la mondialisation depuis la chute du mur de Berlin sont apparus au grand jour. Il faut se souvenir que la croissance avait été créée par l'échange. Or, le changement de 2000 et l'entrée de pays à forte population ont créé la concurrence et fragilisé l'Occident. L'affaissement du commerce international semble être aujourd'hui le reflet de la tentative de reprise du pouvoir économique par les anciens pays développés.

La déflation, en particulier celle des revenus, s'installe en Europe. Comme nous l'avons exposé dans ces Perspectives Economiques et Financières, l'exemple japonais n'a pas servi de leçon. Les banques centrales ont cru que leurs actions pouvaient empêcher cette déflation et ont mis en place des mesures extraordinaires qui ont eu des conséquences malheureuses sans relancer durablement l'activité économique :

- un recours accru à l'endettement des agents économiques
- une fragilisation du système financier par la mise en place de taux négatifs
- des surcapacités dans certains secteurs
- une déflation des revenus du travail (polarisation, précarisation...)
- un effondrement des revenus de l'épargne
- des faillites retentissantes d'entreprises surendettées

Les trois clés de lecture, le dollar, le pétrole et les matières premières, dont nous avons souligné depuis trois ans l'importance, nous ont toutes envoyé des signaux :

- La crispation du marché monétaire américain a été un révélateur de plus de la raréfaction du dollar.
- L'extrême volatilité des cours du pétrole a traduit un environnement géopolitique dégradé et un monde déstabilisé.
- La hausse de l'or, troisième clé, est le dernier révélateur d'un manque de confiance, pourtant nécessaire à toutes décisions d'investissement, dans les politiques économiques et monétaires. Le pire étant probablement pour la zone euro qui subit une grave crise de défiance et qui met de nouveau en question l'existence de la monnaie unique.

Dans cet environnement, **nous nous abstenons d'investir sur le monde obligataire à taux négatifs compte tenu du risque en capital conséquent en cas de remontée des taux d'intérêt.**

De la même façon le marché du crédit comporte des risques toujours aussi importants. À l'absence de rémunération du risque de taux et au risque de signature s'ajoute un risque de liquidité.

Le marché de la dette privée présente les mêmes inconvénients auxquels il faut ajouter l'asymétrie d'informations au bénéfice des banquiers.

La classe d'actifs actions demeure de ce fait une des seules alternatives en termes d'investissements. Mais la remise en cause de la mondialisation est une résultante de la crise financière. Elle a contribué avec la réglementation, la concurrence fiscale et l'instabilité énergétique à contraindre les entreprises à adapter leur stratégie. Dans le même temps, des taux d'intérêt anormalement bas ont poussé certaines d'entre elles à s'endetter au-delà du nécessaire compte-tenu de la faiblesse de leurs investissements. **C'est pourquoi notre stratégie actions a pour lignes directives de :**

- s'assurer de la qualité du bilan futur des entreprises (les faillites récentes rappellent à certains que des charges d'intérêt basses ne sont en rien protectrices d'un bilan trop endetté en phase de ralentissement économique)
- se créer de nouveaux cœurs de portefeuille adaptés à ce monde complexe. Il existe des entreprises qui savent décrypter leur environnement et prendre les bonnes décisions stratégiques
- chercher de la diversification (thématique, géographique...)

Enfin, il existe en cette fin d'année 3 sujets d'inquiétude de nature systémique qui aiguissent notre vigilance:

1-La situation des banques et assurances en Europe. Les dégâts des taux négatifs apparaissent peu à peu et les acteurs les plus faibles sont obligés d'être recapitalisés. L'illusion de richesse née de la prise en compte des plus-values latentes obligataires disparaîtra avec toute remontée des taux, tout comme elle rendra douloureux les investissements à taux négatifs de ces derniers trimestres.

2-L'endettement : on en parle souvent dans nos Perspectives Economiques et Financières et nous alertons régulièrement dans nos publications. Après la BRI, c'est le FMI dans son rapport de stabilité financière qui s'inquiète de la taille de la dette d'entreprises exacerbée par l'appétit des investisseurs institutionnels. Le problème est que les perspectives de croissance sont régulièrement revues à la baisse et que l'institution estime dans ce dernier rapport qu'en cas de ralentissement majeur la dette des entreprises à risque de défaut de paiement augmenterait à 19 000 milliards de dollars soit environ 40 % de la dette totale des huit grandes économies, dépassant les niveaux d'avant la crise financière. Élément aggravant, la titrisation. On se souvient que les montages financiers de dette ont été à l'épicentre de la crise de 2008. Il s'agissait alors de CDO (collateralised debt obligation : structures de portefeuilles de créances) sur dettes immobilières. Si leurs émissions ont beaucoup diminué depuis, il n'en est rien d'une autre forme de titrisation, les CLO (collateralised loan obligation), structures qui investissent dans les prêts aux entreprises dont le levier est important.

Ainsi, c'est la moitié de ces prêts aux États-Unis (60% en zone euro) qui serait empaquetée dans des véhicules financiers et revendue aux investisseurs institutionnels. Or la recherche effrénée de rendement a poussé à une détérioration des conditions d'émissions de ces produits qui rappelle celle des prêts hypothécaires américains lorsque la part des prêts « subprimes » dits sans documentation était passée de 28 % à plus de 50 % entre 2001 et 2006. De façon similaire, nous alertons sur la part de ces prêts qui n'offre pas de clause de protection pour l'investisseur. Cette proportion est passée de 20 % des montages financiers à plus de 80% entre 2012 et 2018 alors que dans le même temps leur profil de risque se détériorait en termes de ratio d'endettement. Ainsi, on peut imaginer qu'au premier emballement de ventes par les investisseurs, la liquidité ne sera pas au rendez-vous, surtout que la croissance de ce marché a été portée aussi par le biais d'ETF dont la liquidité offerte au passif ne correspond pas à celle de l'actif des portefeuilles sous-jacents.

3-La tension récente des marchés monétaires, notamment américain, est un signe capital des crispations des marchés et doit accroître notre vigilance quand on sait que la plupart des crises financières ont pour origine le crédit.

En conclusion, nous faisons le constat d'une situation de déflation et l'exemple japonais, décrit dans les travaux de nos Perspectives Economiques et Financières, nous montre ce qui pourrait arriver à l'Europe sous réserve des différences analysées (réactions plus ou moins rapides des banques centrales, politiques budgétaires plus ou moins restrictives, phénomènes culturels). Nous avons montré que la déflation des revenus du travail et de l'épargne s'accompagnait d'une polarisation des sociétés avec ce que cela entraîne en termes de déséquilibre des propensions à consommer ou épargner entre les strates sociales. C'est un mouvement qui touche déjà les classes moyennes et des secteurs économiques importants, comme la distribution, et qui pourrait se diffuser plus largement. Devant ce danger, nous réaffirmons notre priorité à la résistance des portefeuilles devant l'unique performance. Notre allocation d'actifs demeure favorable aux actions plutôt qu'au marché des dettes d'entreprises, tant leur liquidité et la profondeur de leur marché rendent possible notre réactivité. Il faut toujours plus privilégier la diversification sectorielle et géographique et diluer l'Europe et les Etats-Unis (marché qui ne progresse plus qu'au gré des programmes de rachats d'actions des entreprises cotées). Enfin, nous cherchons à accroître le poids du trading pour des mouvements de court terme et sur des instruments indicels.

La situation actuelle est une situation inédite (sauf pour les Japonais). Elle associe à la déflation et à une croissance faible, une absence de hausse des revenus et une polarisation extrême des sociétés. Un défi pour notre métier de gestionnaire d'actifs.

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 30 octobre 2019