

# — 2020 ou la nouvelle donne : quand la crise sanitaire redistribue les cartes —

La pandémie de la Covid-19 a largement rebattu les cartes d'une économie mondiale dont le modèle, hérité de la Seconde Guerre mondiale, avait déjà perdu de son souffle.



Exacerbant des déséquilibres multiples, la crise a également pointé du doigt une organisation fondée sur des chaînes de valeur complexes et une dépendance de l'Occident vis-à-vis de la Chine sur certains secteurs stratégiques, deux tendances qui fragilisent la souveraineté de nombreux États. Enfin, malgré leur utilité à court terme, le lancement de plans de relance gouvernementaux et leur corollaire, à savoir un endettement record, accroissent encore les incertitudes.

Si la plupart des économies subissent une des pires récessions de leur histoire, les marchés financiers tirent cependant un bilan plutôt positif de 2020. À cette apparente contradiction s'ajoute un autre enseignement : la hiérarchie entre les grandes zones économiques, en termes de performances, place désormais l'Asie sur la première marche du podium, suivie des États-Unis et d'une zone euro décidément à la peine.

# 2020 : panorama macroéconomique

Économies à l'arrêt, remise en cause d'une organisation mondiale fondée sur des chaînes de valeur complexes, plans de relance dopés par un endettement record des États : l'année 2020 marquera sans nul doute un tournant, dont il est encore difficile de mesurer les conséquences.



**Sébastien Berthelot**  
Adjoint au Responsable  
de l'équipe Recherche  
Macroéconomique



« La réaction des pouvoirs publics à la crise sanitaire a été de grande ampleur, tant sur le plan monétaire qu'au niveau budgétaire. Quelle que soit leur forme, qui diffère selon les zones géographiques, les mesures de soutien ont partout accru dans des proportions inédites le niveau d'endettement des États, renforçant une fragilité préexistante. »

## Le choc inouï subi par l'économie mondiale laissera des traces sur le long terme.

La propagation de l'épidémie de Covid-19, d'abord en Chine puis sur l'ensemble de la planète, a mis à l'arrêt l'activité sur tous les continents et remis en question l'organisation économique fondée sur des chaînes de valeur complexes, fruits de décennies de mondialisation.

« La multiplication des foyers et la succession de vagues épidémiques ont alimenté les incertitudes sur les perspectives d'un retour rapide à la normale, plongeant l'économie mondiale en récession sévère et alimentant le risque de dépression », indique Sébastien Berthelot, Adjoint au Responsable de l'équipe Recherche Macroéconomique.

Face à cette crise aux conséquences durables pour les ménages et les entreprises, la réponse des pouvoirs politiques a été de grande ampleur, tant sur le plan monétaire qu'au niveau budgétaire. « La réaction des États, inédite par son ampleur, a cependant accru dans des proportions inégalées leur niveau d'endettement, renforçant une fragilité préexistante »,

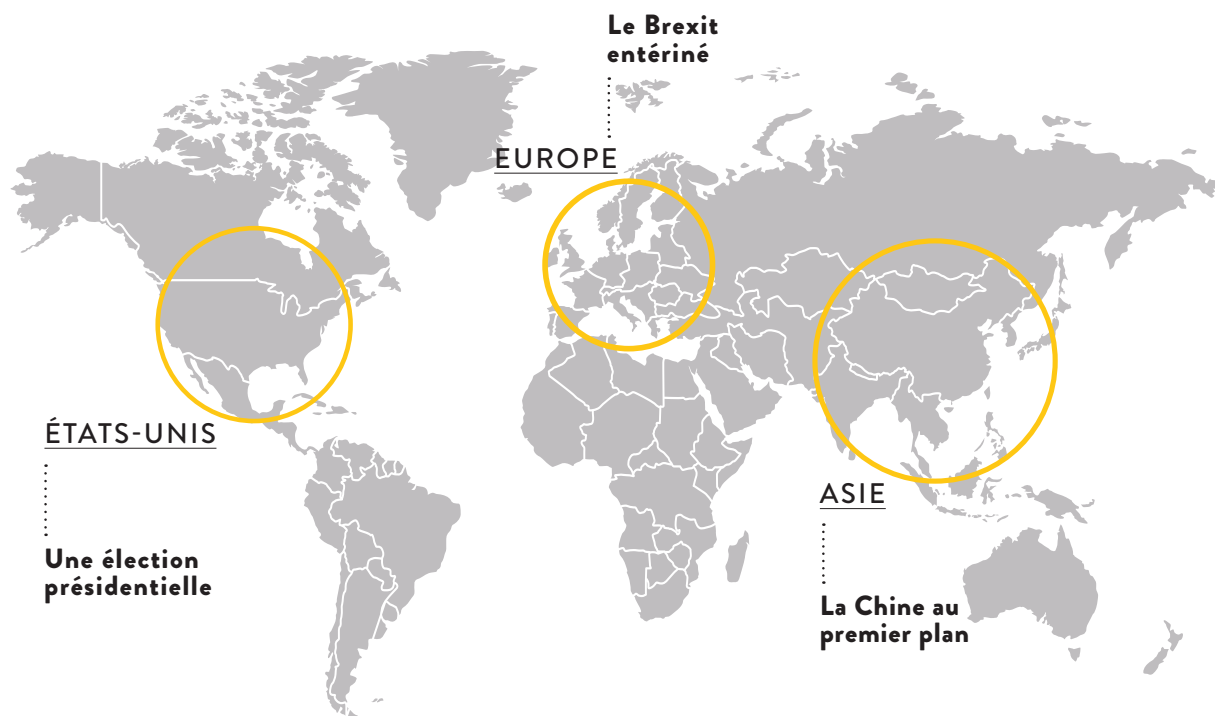
ajoute Sébastien Berthelot. Toutefois, les plans de soutien ont été de natures diverses. Pendant que la zone euro prenait des mesures de chômage partiel et proposait de vastes programmes de prêts garantis par l'État (PGE), les États-Unis optaient plutôt pour le soutien aux revenus, sans forcément privilégier l'emploi.

Au-delà de cette problématique, la pandémie a poussé de nombreux États à remettre sur la table les questions de défense des secteurs stratégiques (santé, composants électroniques...), avec à la clé une montée des tensions commerciales et des barrières non tarifaires. Une dynamique qui s'est notamment illustrée par la détérioration des relations entre la Chine et les États-Unis, une tendance de fond exacerbée par les événements de l'année 2020. Dans ce contexte, seule la Chine semble tirer son épingle du jeu.

Le pays, grâce à sa maîtrise plus rapide de l'épidémie, n'a pas eu besoin de perfuser son économie. Mieux : ses exportations, un temps bloquées pour cause de pandémie, sont reparties de plus belle dès que l'appareil productif a été relancé.

Alors, quelle trajectoire économique et financière pour 2021 ? « Celle-ci restera évidemment tributaire de l'évolution de la situation sanitaire, très incertaine en ce début d'année. En cas d'amélioration, l'activité devrait progressivement redémarrer même si les répercussions de la crise (défaillances d'entreprises, licenciements) vont continuer à se diffuser, ce qui ne permet pas d'exclure le risque de dépression », commente Sébastien Berthelot. Le déploiement progressif de la vaccination pour enrayer la pandémie pourrait faire reculer l'incertitude et favoriser la reprise de l'économie mondiale, qui restera quoi qu'il en soit sous perfusion tant monétaire que budgétaire.

## FOCUS PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES



### États-Unis

Les États-Unis (330 millions d'habitants en 2020) restent l'un des pays les plus touchés par la pandémie avec près de 300 000 décès en 2020. Malgré cette situation sanitaire, l'économie a fait preuve d'une certaine capacité de rebond après le choc initial. Les dispositifs de soutien budgétaire ont mis l'accent sur le soutien aux revenus des ménages, ce qui a permis une reprise de et par la consommation. Sur le plan politique,

l'élection présidentielle remportée par Joe Biden a surtout mis en lumière les divisions très fortes qui traversent le pays. Si le nouveau président démocrate a annoncé vouloir accentuer le soutien budgétaire, l'é étroitesse de sa majorité au Congrès devrait limiter ses marges de manœuvre.



### Europe

En zone euro, les mesures de confinement prises pour faire face à la diffusion de la Covid-19 ont été particulièrement draconiennes et ont entraîné un choc économique brutal. Dans ce contexte, les États membres de l'Union européenne ont largement ouvert les vannes budgétaires et déployé des plans de soutien conséquents, caractérisés par des dispositifs d'activité partielle et de prêts garantis. Leurs dirigeants se sont également

accordés sur la mise en place d'un plan de relance de 750 milliards d'euros, après une réponse initiale en ordre dispersé. L'année 2020 restera enfin celle de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne : au terme de mois de négociations, les deux parties ont finalement conclu en décembre un accord in extremis qui devrait permettre la mise en place d'une zone de libre-échange.



### Asie

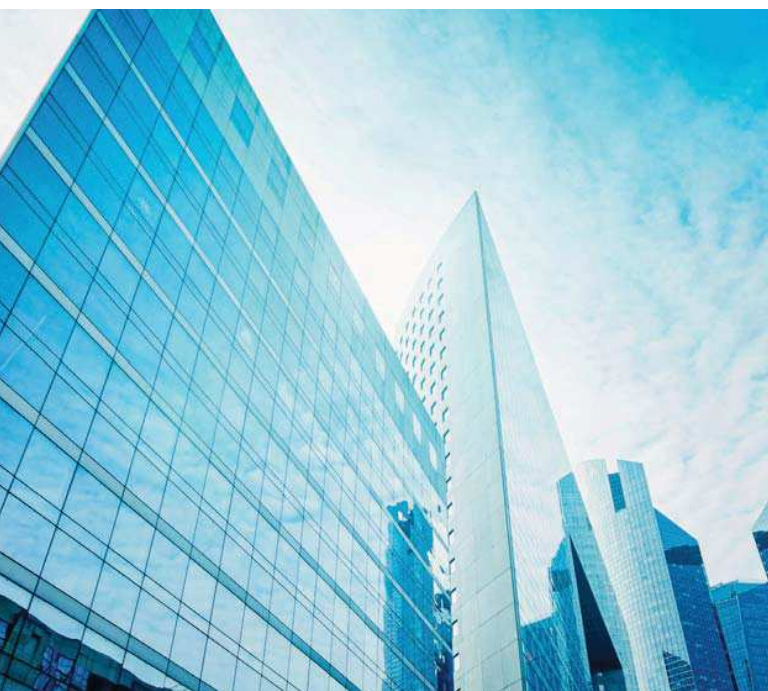
En Chine, foyer d'origine de la pandémie, celle-ci a rapidement été contenue, faisant du pays la seule grande économie à maintenir une croissance économique positive en 2020. Le soutien budgétaire et monétaire y a par ailleurs été beaucoup moins important que dans le reste du monde. À l'inverse des pays développés, la reprise chinoise s'est d'abord appuyée sur le secteur industriel et sur les exportations tandis que

la consommation a fait preuve de moins de dynamisme. Parmi les autres grandes économies asiatiques, celle du Japon a, quant à elle, vécu une année problématique. Sa trajectoire économique, déjà mal orientée fin 2019, a pris le choc pandémique de plein fouet, ce qui a engendré une réponse budgétaire assez considérable dont les effets se sont révélés peu concluants.

# Dans la tourmente de la Covid-19, des marchés financiers contrastés

**+ de 18 000 Md\$**

C'est le montant en 2020 des titres de dette à rendement négatif dans le monde, chiffre qui dépasse les précédents records de 2019.



## Q

### Quel panorama des marchés financiers peut-on dresser pour 2020 ?

**Francis Jaisson :** Les marchés boursiers ont fini l'exercice calendaire en territoire positif, alors que la plupart des économies sont en grave récession : une apparente contradiction qui constitue la première caractéristique de ce millésime 2020. L'autre enseignement de 2020 est la nouvelle hiérarchie en termes de performances entre les grandes zones économiques majeures : l'Asie en tête, suivie des États-Unis puis de l'Europe. Enfin, la performance du marché américain et son extrême concentration sur une dizaine de sociétés cotées cristallisent les ruptures dans nos modes de production, de consommation et de distribution. Sur les marchés de taux, on retiendra les effets des politiques monétaires des banques centrales. Celles-ci abreuvent les marchés de liquidité, font s'effondrer les taux d'intérêt et les primes

de risque des papiers publics et privés, au risque de fausser le prix du risque, d'encourager de mauvaises allocations de capital et de prolonger l'existence d'entreprises non viables.

### Quelles ont été les grandes thématiques de l'année ?

**F. J. :** Pour un gestionnaire de long terme comme Covéa Finance, la poursuite de la baisse des taux d'intérêt s'est trouvée au centre des préoccupations. Avec son corollaire : des taux négatifs sur une bonne partie de la courbe des taux souverains, et même sur quelques signatures privées d'entreprises. L'autre thématique importante de l'année 2020 a été la lutte ouverte entre les États-Unis et la Chine et ses répercussions sur l'écosystème des filières technologiques. Sur le plan géostratégique, on retiendra l'accord de libre-échange signé mi-novembre par quinze pays de la zone asiatique. Un partenariat économique régional global (RCEP) qui acte une volonté d'intégration économique autour de la Chine, du Japon, de la Corée du Sud, de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande et de dix pays de l'ASEAN\* et vient combler le vide laissé par l'abandon du projet de partenariat transpacifique (TPP) après le retrait des États-Unis en 2017. Plus près de nous, soulignons en 2020 le plan de relance

### Francis Jaisson

Directeur Général Délégué en charge de l'ensemble des Gestions, de la Commercialisation, de la Négociation et de l'ensemble des Recherches



« Nous ne considérons plus l'investissement en actions sous le prisme traditionnel de la zone géographique, mais au contraire sous un angle mondial, en nous attachant aux entreprises ayant la capacité à survivre dans ce nouvel environnement. »

européen, significatif par la difficulté de son adoption par les 27 membres de l'Union post-Brexit, sa taille et son endettement commun sous-jacent.

#### Dans ce contexte, quelle stratégie d'investissement pour Covéa Finance ?

**F. J. :** Avec la remise en cause actuelle de la mondialisation, nous avons décidé de ne plus considérer l'investissement en actions sous le prisme traditionnel de la zone géographique, mais au contraire sous un angle mondial, sans biais de territoire ni même de prisme sectoriel, mais en nous attachant uniquement aux entreprises ayant la capacité d'adapter leur modèle et de survivre dans ce nouvel environnement. Nous avons également pris le parti de nous interroger systématiquement sur le choix du statut que nous voulions avoir : actionnaire ou créancier ? Ceci en demeurant particulièrement vigilants sur les questions d'endettement, dont

les niveaux sont devenus, selon nous, bien souvent insupportables pour les bilans des entreprises et posent même la question de leur solvabilité à moyen terme. Pourtant, il nous apparaît que la crise a fait renaître la notion de secteur administré, pour lequel le statut de créancier est préférable à celui d'actionnaire. En effet, les risques de nationalisation plus ou moins larvés ne sont pas à exclure à la lumière de la situation économique, surtout au moment où les notions de réindustrialisation, relocalisation, souveraineté et indépendance stratégique reviennent au centre des débats.

#### Comment abordez-vous 2021 ?

**F. J. :** Notre défi majeur sera de moduler les portefeuilles à l'aune de la profondeur des bouleversements que nous venons de décrire. Des changements qui impliquent de penser nos investissements en

sélectionnant des entreprises survivantes, capables de s'adapter dans un monde en profonde mutation, des sociétés identifiées au sein de secteurs stratégiques comme la technologie ou la santé, ou encore des entreprises s'inscrivant dans des thèmes porteurs d'avenir. En effet, la crise de la Covid-19 a mis en avant la complexité des chaînes de valeur et les dépendances critiques qui existent entre entreprises et, par voie de conséquence, entre États. Les secteurs stratégiques sont au cœur de la capacité des États à assumer leurs responsabilités vis-à-vis des citoyens, aussi bien à court terme qu'à moyen et long terme. Ils sont porteurs d'enjeux aussi nombreux qu'existentiels pour la souveraineté d'un État.

\* ASEAN : Association des Nations de l'Asie du Sud-Est.



**- 40 \$**

C'est le prix du contrat « mai 2020 » du baril WTI. Il traduit un niveau de surproduction beaucoup trop élevé au regard des capacités d'absorption des acteurs et surtout une dislocation de ce marché de matières premières devenu extrêmement financiarisé.

# Recherche indépendante : sur-mesure versus prêt-à-penser

Covéa Finance n'a pas attendu la crise de la Covid-19 pour miser sur une recherche interne de qualité, garante de l'indépendance de ses décisions de gestion par rapport aux tendances du marché. Le moment venu, cette approche a su faire toute la différence.



Disposer d'une recherche indépendante est un parti pris historique de Covéa Finance, qui n'a cessé depuis sa création de renforcer ses équipes d'analystes. « Il est particulièrement important, dans une période de crise comme celle que nous avons traversée en 2020, de pouvoir fonder nos décisions d'investissement sur une recherche dédiée, qui soit en mesure de produire du "sur-mesure", et non du "prêt-à-penser" », indique Sylvaine Rodrigues, Responsable du pôle Recherche et ESG. Chez Covéa Finance, la recherche interne est totalement dédiée aux équipes de gestion et participe activement à leurs côtés à l'élaboration de la stratégie d'investissement de la société, au travers de ses Perspectives Économiques et Financières.

Pour commencer, l'analyse macro-économique étudie les émetteurs publics et produit des analyses quotidiennes, voire des points plus précis lors des comités de gestion hebdomadaires sur telle ou telle zone géographique, mais aussi des études structurelles. Elle permet aux gérants de prendre de la hauteur par rapport aux modes et postures de marché, et se veut une source indéniable de valeur ajoutée dans leurs prises de décision.

**+ de 400**

**valeurs étudiées  
à fin 2020, sur  
toutes les zones  
d'investissement  
de Covéa Finance.**

Parallèlement, l'analyse financière et extra-financière se penche sur les valeurs elles-mêmes, plus de 400 à fin 2020. Là encore, c'est un service dédié aux équipes de gestion, avec différents niveaux d'approfondissement au plus près de leurs besoins. « Mais c'est aussi le lieu privilégié de notre engagement et de notre dialogue actionnarial, là encore en collaboration avec la gestion, les échanges avec les sociétés étant au cœur de notre méthodologie et de notre culture », ajoute Sylvaine Rodrigues.

Enfin, l'analyse quantitative se situe à la croisée de toutes les équipes de recherche. Elle développe des outils sophistiqués qui font gagner du temps aux gérants, tout en éclairant ces derniers, par ses travaux fondamentaux, sur des angles ou des thématiques innovants. Elle est également une importante source de valeur ajoutée sur le segment des produits structurés.

**22**

**collaborateurs à fin  
2020, avec un plan de  
recrutement en cours  
qui devrait porter l'effectif  
à plus de 30 personnes  
en 2021.**

Interview

Arthur Castillo  
Gérant Actions Monde



« Si bon nombre des tendances de fond étaient déjà présentes (distribution omnicanale, télémedecine, vidéo à la demande...), la crise a considérablement accéléré leur adoption et exigé des entreprises une profonde et irréversible adaptation. »

# Covéa Ruptures : un fonds qui mise sur les transformations de notre environnement

Depuis 2018, le fonds Covéa Ruptures investit dans les entreprises qui ont un rôle à jouer dans les transformations de nos sociétés. Un positionnement visionnaire qui lui a permis de bien traverser la crise sanitaire. Interview d'Arthur Castillo, Gérant Actions Monde.

**Rappelez-nous en quelques mots les caractéristiques de Covéa Ruptures ?**

**Arthur Castillo :** Il s'agit d'un fonds qui investit dans les sociétés capitalisant sur des ruptures, c'est-à-dire des transformations profondes de nos sociétés de tout ordre. Il peut s'agir par exemple de digitalisation (à l'intérieur des entreprises ou dans la relation client), d'économie circulaire ou encore d'automatisation industrielle.

**En quoi ce fonds était-il en phase avec les tendances révélées par la crise de 2020 ?**

**A. C. :** L'année écoulée n'a pas révélé mais accéléré les ruptures que nous pressentions. La télémedecine et la consommation digitale se sont envolées, tout comme le commerce en ligne, induisant la nécessité d'une réorganisation de la chaîne logistique. Autant de thèmes parmi d'autres sur lesquels nous investissons depuis la création de Covéa Ruptures. D'un point de vue purement boursier, le positionnement du fonds a amorti en 2020 le choc brutal de février-mars, avant de rebondir

dès avril, car nos choix d'investissement sont rapidement apparus comme très pertinents au regard des impacts et des conséquences de long terme de cette crise. En fin d'année, compte tenu du contexte, une autre de nos thématiques d'investissement a également tiré son épingle du jeu, à savoir l'accompagnement à l'innovation dans le secteur de la santé.

**Quel bilan tirez-vous de 2020 ?**

**A. C. :** Même si les valeurs technologiques ont été les bénéficiaires les plus évidentes de la crise, nous mettons un point d'honneur à souligner que les ruptures observées se diffusent dans l'ensemble des secteurs. Au-delà de la santé évoquée ci-dessus, on peut citer pêle-mêle la personnalisation des chaînes de production, les problématiques d'accélération de la mise sur le marché ou encore le changement de rapport à la mobilité, avec en toile de fond la volonté de réduire l'empreinte carbone.

# Diversifier son portefeuille pour ne pas subir la logique des taux bas

**La tendance 2020 n'a pas fait exception en matière de taux d'intérêt, puisque ceux-ci sont demeurés historiquement bas.** « Malgré un point haut au plus fort de la crise pandémique en mars, les taux de la zone euro n'ont cessé de baisser sous l'action de la banque centrale ainsi que des prévisions de croissance », commente Xavier Chapon, Responsable du pôle Taux.

L'impact de cette situation prolongée sur les produits financiers est significatif. C'est pourquoi, depuis 2019, Covéa Finance a fait le choix de diversifier ses investissements, en veillant à séparer le bon grain de l'ivraie. « Compte tenu de la faiblesse des niveaux de rendement, il est primordial de bien analyser le couple rendement/risque. Nous préférons privilégier des rendements plus faibles, plutôt que de maximiser le rendement au profit d'une prise de risque peu rémunérée », ajoute Xavier Chapon.

**0,36 %**

C'est le taux de rendement moyen de l'indice iBoxx Euro Corporate catégorie investissement, soit un point bas historique.

Cette circonspection, qui est dans l'ADN de Covéa Finance, lui permet de servir au mieux les intérêts de ses porteurs/assurés. « Même si nous avons des tombées obligataires régulières, nous cherchons des points d'intervention sur les taux d'intérêt. Nous diversifions aussi notre portefeuille en investissant sur le marché du crédit. Cependant, compte tenu de la situation actuelle et de l'action des banques centrales, nous mettons un point d'honneur à être rigoureux dans notre processus

Depuis plusieurs années, les taux sont au plus bas, et 2020 a même enregistré des valeurs records en la matière. Comment faire face à la baisse des produits récurrents sans tomber dans le piège d'une diversification hasardeuse ? Les partis pris de Covéa Finance.

d'investissement afin de sélectionner les sociétés les mieux à même de surmonter cette crise. Notre agilité et la qualité de notre chaîne de valeur nous permettent de faire les meilleurs choix possibles », conclut Xavier Chapon.

**Xavier Chapon**  
Responsable  
du pôle Taux



**- 0,38 %**

C'est le point bas atteint par le taux OAT 10 ans en mars 2020.