

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Des réponses à vos questions

Réponses de notre équipe Global Views à certaines des questions fréquemment posées par nos clients.



Didier BOROWSKI,
Responsible Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsible Investment Intelligence



Tristan PERRIER,
Global Views

Quelles sont les prochaines étapes du NGEU ?

Le fonds *Next Generation EU* a été approuvé en juillet 2020 après des semaines de négociations acrimonieuses entre les États membres de l'UE, qui ont opposé les « quatre austères » au reste de l'Union européenne. **Ce plan de 750 milliards d'euros, dont 390 milliards d'euros de subventions et 360 milliards d'euros de prêts aux États membres,** est en fait construit autour d'un nouvel instrument de 672,5 milliards d'euros, connu sous le nom de Facilité pour la reprise et la résilience (RRF), qui a été entièrement adopté par le Conseil européen le 11 février 2021.

Les pays de l'UE ont jusqu'au 30 avril 2021 pour soumettre leurs plans nationaux de reprise et de résilience. Ils doivent également définir leurs programmes de réforme et d'investissement pour les cinq ans à venir. Cela pourrait être problématique pour les pays qui peinent à mettre en œuvre des réformes structurelles et/ou qui sont confrontés à des échéances électorales à venir, comme c'est le cas en France et en Italie. Ensuite, la CE aura jusqu'à deux mois pour évaluer chaque plan, après quoi le Conseil disposera de quatre semaines pour les approuver. Les subventions et les prêts sont accordés en fonction des réalisations

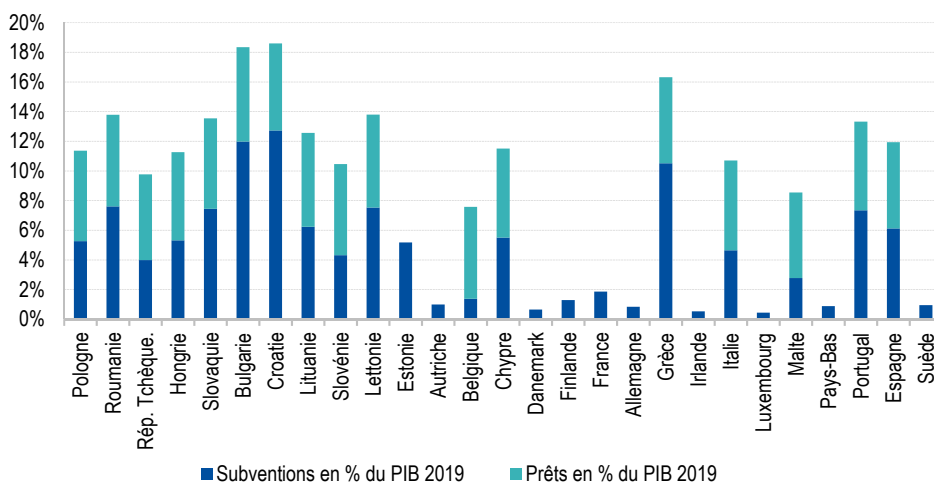
et des jalons convenus. À supposer que le processus de ratification soit achevé d'ici le 1^{er} mai, les États membres devraient recevoir la première tranche de financement d'ici le 1^{er} août.

70 % des subventions de la facilité (312,5 Mds €) seront engagées en 2021 et 2022, sur la base du taux de chômage enregistré en 2015-2019, du PIB inversé par habitant et de la part de la population. Les 30 % restants seront entièrement engagées d'ici fin 2023, sur la base des mêmes critères et de la baisse du PIB réel.

Plusieurs États membres ont entamé le processus de ratification avant la décision du Conseil. À l'heure où nous écrivons, 11 membres sur 27 ont ratifié le NGEU, ces 11 pays étant à peu près répartis entre États du Nord et du Sud. La lenteur du processus est due aux agendas parlementaires nationaux et à des contraintes juridiques; toutefois, le processus reste jusqu'à présent conforme au calendrier budgétaire de l'UE.

La Commission européenne (CE) prévoit de lancer le fonds et de fournir un premier financement durant l'été. Toutefois, la ratification allemande a été compromise par l'arrêt de la Cour constitutionnelle du 26 mars. Le projet de loi a été adopté par le Bundestag et le Bundesrat, et était sur le point d'être

1/ Subventions et prêts NGEU



Source : Bruegel Institute estimates, Recherche Amundi - Données Mars 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

signé par le président Steinmeier, mais un groupe d'euroceptiques a fait appel. Les juges de Karlsruhe doivent décider si les « nouvelles ressources propres », c.-à-d. les taxes que la Commission créera pour financer le NGEU, sont en adéquation avec les traités de l'UE. Les demandeurs ne s'opposent pas au fonds de relance *en soi*, mais au fait que les nouvelles ressources et les dettes émises conduiront *de facto* à une union budgétaire en violation de la constitution allemande.

Ce plan bénéficie d'un solide soutien politique à Berlin et devrait être approuvé à terme. Pourtant, la CE ne peut pas lever les fonds nécessaires au plan de relance avant que tous les pays n'aient ratifié le NGEU; elle ne peut donc pas distribuer 13 % du montant total au S2 2021 comme prévu. Les pays européens ont besoin de ce financement compte tenu de l'impact des mesures de confinement et des faibles taux de vaccination sur leur activité économique. Nous pensons que la pression sur les responsables politiques et les juges sera suffisamment importante ces prochaines semaines pour que le processus d'approbation du NGEU se poursuive et que les premiers projets soient financés d'ici septembre.

Dates clés de 2021 :

- 30 avril : date limite pour la soumission, par les États membres, de leurs plans de reprise et de résilience détaillant leurs programmes de réformes et d'investissement d'ici 2026.
- Fin juin : délai de deux mois (au maximum) pour que la Commission évalue les plans des États membres.
- 1^{er} août : délai de quatre semaines pour que le Conseil européen arrête sa décision concernant l'approbation finale de chaque plan et rende les fonds (1^{re} tranche de 13 %) disponibles.

Vers la création de structures de défaillance en Europe ?

Compte tenu du soutien apporté par les pouvoirs publics, la crise du Covid-19 n'a pas entraîné d'augmentation significative des encours de créances douteuses (NPL). Les banques européennes sont bien capitalisées et il n'y a pas lieu de

s'inquiéter si un rebond économique se concrétise cette année. Il convient de rappeler qu'il a fallu attendre 2019 pour que les banques européennes retrouvent leurs niveaux de NPL d'avant la crise de 2008. Le montant total des NPL détenus par les banques européennes est actuellement de l'ordre de 600 milliards d'euros (le ratio de NPL moyen, à 2,8 % au 3^e trimestre 2020, est faible mais il existe des écarts importants entre les pays). À l'avenir, les banques pourraient avoir besoin d'un soutien public direct pour s'assurer que l'augmentation des NPL ne limite pas les volumes de prêts bancaires.

La bonne nouvelle est que les autorités européennes ont une stratégie claire pour éliminer les NPL des bilans des banques afin de préserver la distribution de crédits et de protéger les banques d'une détérioration de la situation économique. La Commission européenne et la BCE ont finalement convergé. La création d'une seule structure de défaillance européenne a d'abord été privilégiée par la BCE, mais ce n'est pas la solution qui est désormais envisagée. En effet, la Commission européenne soutient la création de structures de défaillance nationales qui seraient plutôt appelées sociétés de gestion d'actifs (SGA) afin de faciliter la gestion des NPL. Ce réseau de SGA titrifierait et vendrait des NPL aux investisseurs finaux. **Il s'agit d'une étape clé qui devrait renforcer la résilience de la zone euro aux chocs externes.**

Quels sont les impacts du différentiel de croissance entre les États-Unis et la zone euro ?

Un an après le début de la crise, quelle est l'évaluation de l'impact du Covid-19 ? En ce qui concerne les victimes, les États-Unis ont subi une catastrophe plus importante que la zone euro (543 000 décès contre 445 000) malgré une population légèrement plus faible (330 contre 342 millions). Cela s'explique par les mesures moins restrictives imposées aux États-Unis. En conséquence, le PIB réel a moins baissé aux États-Unis qu'en zone euro l'année dernière (-3,5 % contre -6,8 %). Compte tenu de la nouvelle série de mesures

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Vers un mini boom aux États-Unis au S2 2021

restrictives mises en place en zone euro, la croissance du PIB pourrait rester atone au T2, tandis que l'activité économique américaine continuera de croître à un rythme soutenu. Il est donc clair que les États-Unis font mieux que la zone euro d'un point de vue économique. Au cours des derniers mois, le consensus a été constamment révisé à la hausse aux États-Unis et à la baisse en zone euro. En conséquence, on estime désormais que le PIB réel reviendra à son niveau d'avant crise d'ici cet été aux États-Unis, mais pas avant fin 2022 voire début 2023 en zone euro. Cela signifie qu'il existe un écart de cycle de 12 à 18 mois entre les États-Unis et la zone euro.

Les conséquences sur les taux d'intérêt américains sont importantes. Tout d'abord, parce que cela conforte l'idée que l'inflation se matérialisera d'abord aux États-Unis. Toutefois, dans le sillage de la révision de sa stratégie adoptée l'année dernière (l'objectif est désormais de porter l'inflation à 2 % en moyenne sur un cycle), la Réserve fédérale a le temps de relever ses taux, même si l'inflation surprend à la hausse. Nous excluons tout relèvement des taux avant 2023.

Le plan de relance budgétaire de 1,9 trillion de dollars (9 % du PIB) adopté par le Congrès devrait déclencher un mini boom au S2 2021. D'autant plus qu'un plan d'investissement en infrastructures de 2 trillions de dollars devrait suivre d'ici la fin de l'année. La Réserve fédérale s'est engagée à maintenir ses taux directeurs inchangés à court terme, mais pas ses taux d'intérêt à long terme. Ses achats de bons et obligations du Trésor (actuellement 80 Mds USD par mois) n'ont pas suffi à éviter la hausse des taux longs (1,7 % sur le dix ans), portée à la fois par les taux d'intérêt réels et les anticipations d'inflation. Pour l'heure, il ne fait aucun doute que la Réserve fédérale réduira ses achats d'actifs, mais elle devra finalement réduire son degré d'assouplissement monétaire à mesure que l'écart de production se résorbera. Une telle décision pousserait inévitablement les taux longs américains à la hausse.

En revanche, la BCE s'opposera à un mouvement sur les taux longs en cas de déconnexion des fondamentaux de la zone euro. L'économie est trop

fragile, les conditions de crédit doivent rester accommodantes et certains membres de la BCE estiment donc qu'une nouvelle pentification de la courbe des taux serait prématurée. L'inflation est encore loin de menacer la région et la fragmentation entre les pays du cœur et de la périphérie reste trop importante. Il est donc trop tôt pour que la BCE réduise la taille de son programme d'achat d'actifs (APP).

La hausse des taux américains sera plafonnée. Dans un environnement de taux d'intérêt bas, la hausse des taux longs aux États-Unis finirait par entraîner un regain d'appétit pour les titres du Trésor américain, auprès des investisseurs tant domestiques qu'étrangers en quête de rendement. Cela limiterait la hausse des taux longs américains et pourrait donc temporairement renforcer le dollar face à l'euro.

Toutefois, l'écart de cycle ne s'élargira pas continuellement en faveur des États-Unis au cours des 12 prochains mois, au contraire. D'une part, la croissance de la zone euro devrait nettement s'accélérer au cours des prochains trimestres, tandis que d'autre part, la surchauffe aux États-Unis pourrait conduire à un cycle *boom/bust*, la croissance retombant brutalement en 2022-2023 à mesure que les effets des mesures de relance budgétaire s'atténuent.

Les marchés des actions européens pourraient bénéficier à la fois d'une tendance positive des bénéfices grâce à la reprise du cycle mondial et de conditions monétaires accommodantes prolongées. La sur-représentation des valeurs technologiques sur le marché américain, sensibles à la hausse des taux longs, provoque une rotation en faveur des secteurs cycliques et financiers davantage représentés dans les indices européens. Cette configuration de croissance désynchronisée devrait paradoxalement bénéficier aux marchés européens qui offrent un risque de perte plus limité sur les obligations souveraines et privées et une valorisation plus attractive des actions. Ce changement de régime, que les marchés ont commencé à intégrer depuis le début de l'année, pourrait se poursuivre encore plusieurs mois.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS**Faut-il s'attendre à de nouvelles mesures de relance en Europe ?**

En un mot la réponse est oui, tant en ce qui concerne le **soutien budgétaire pendant la crise que les mesures de relance après la crise.**

En ce qui concerne le soutien budgétaire à court terme, le démarrage lent de la campagne de vaccination européenne signifie que la réouverture des secteurs fermés semble, à ce jour, une perspective plus lointaine qu'aux États-Unis ou au Royaume-Uni. Les gouvernements devront donc poursuivre le même type de mesures de soutien qui ont été largement utilisées depuis le début de la crise (essentiellement un soutien aux régimes de chômage partiel, une aide spécifique aux secteurs durement touchés et des garanties publiques sur la dette des entreprises), à un coût budgétaire plus élevé que prévu fin 2020. L'Allemagne, en particulier, a annoncé en mars un budget supplémentaire financé par la dette de 60 milliards d'euros qui pourrait porter son endettement net à un niveau record de 240 milliards d'euros en 2021 (7 % du PIB), même si l'utilisation de cette capacité supplémentaire dépend fortement de l'évolution future du Covid-19.

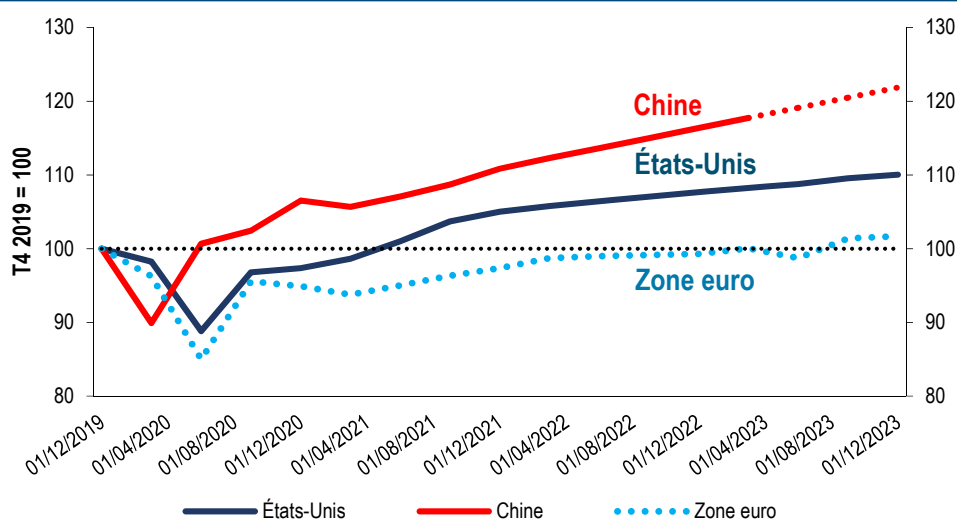
La relance de la reprise suit une logique différente. Elle ne peut être pleinement déployée qu'une fois l'économie ouverte, les projets étant principalement (mais pas entièrement) axés sur l'investissement plutôt que sur

le soutien des revenus aux ménages et sur le soutien à la vie des entreprises. À cet égard, le fonds de relance *Next Generation EU* (NGEU), qui sera disponible à partir du S2 2021, sera un outil essentiel, complété par des efforts au niveau national dans les pays ayant la capacité de le faire. La crise ayant duré plus longtemps que prévu initialement, les dommages résiduels qui devront être réparés après la réouverture des secteurs fermés seront également plus importants. Les arguments en faveur d'une relance plus importante sont donc susceptibles de se renforcer. S'il est peut-être politiquement difficile de prolonger le NGEU (qui n'a été convenu qu'après des négociations tendues en juillet 2020), des efforts accrus peuvent probablement être déployés au niveau national, grâce à une dérogation prolongée aux règles budgétaires de l'UE. À noter que plusieurs voix dans la zone euro (le président français Emmanuel Macron et Isabel Schnabel, membre du conseil d'administration de la BCE) ont récemment appelé à davantage de relance budgétaire au niveau européen.

Le nouvel agenda géopolitique de l'Amérique

Le tout premier discours de politique étrangère d'Anthony Blinken était assez clair. La nouvelle administration vise à faire face à la crise climatique et à conduire une révolution énergétique verte, à assurer le leadership américain dans la technologie, et *enfin* à gérer ses relations avec la Chine, une

De plus en plus d'arguments en faveur d'une relance plus importante en Europe

2/une reprise inégale

Source : Recherche Amundi - Données au 31 mars 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

*Le PIB réel par tête
de la Chine doublera
d'ici à 2035*

relation qualifiée « *de plus grand test géopolitique du 21^e siècle* ».

L'unilatéralisme de Donald Trump est certainement révolu et les États-Unis de Biden partagent avec l'Europe un socle de valeurs communes (construction d'une économie plus inclusive, lutte contre le réchauffement climatique, consolidation des démocraties, lutte contre le racisme et les inégalités, etc.). Mais le multilatéralisme préconisé par Blinken est bien différent de ce que les Européens ont à l'esprit. Il est frappant de constater que l'Union européenne (UE) en tant qu'entité politique n'est pas mentionnée qu'une seule fois dans ce discours, tandis que la Chine l'est à 17 reprises. Et si l'Europe est mentionnée, elle ne l'est qu'une seule fois, et seulement au même titre que les autres continents, comme les États-Unis voulant réinventer des partenariats avec leurs anciens alliés (« *pays en Europe et en Asie* »), ainsi qu'avec leurs nouveaux partenaires « *en Afrique, au Moyen-Orient et en Amérique latine* ».

Cette obsession de la montée en puissance de la Chine correspond à une réalité tangible. On estime que le PIB réel de la Chine doublera d'ici à 2035, ce qui correspond approximativement à un doublement du PIB par habitant d'ici 15 ans. La Chine ne cache pas ses ambitions technologiques. **Les États-Unis cherchent à maintenir leur domination.** L'UE est finalement prise en étau entre les États-Unis et la Chine.

Pour Blinken, l'intelligence artificielle et l'informatique quantique sont les deux piliers de la technologie de demain. La concurrence technologique entre les deux blocs vient tout juste de commencer. Ce n'est pas une coïncidence si ce discours intervient deux jours après la publication du rapport de la Commission nationale de sécurité sur l'intelligence artificielle¹. Ce rapport vise clairement à établir la voie

à suivre pour maintenir le leadership des États-Unis. Il affirme que les États-Unis pourraient perdre leur supériorité technologique et militaire face à la Chine au cours des dix prochaines années, ce qui n'a pas été observé depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le rapport appelle donc à un effort budgétaire rapide de plusieurs centaines de milliards de dollars pour préserver la sécurité nationale et la suprématie des États-Unis, sans s'inquiéter des déficits qui en résultent. Par exemple, dans le contexte d'une pénurie mondiale de semi-conducteurs, le rapport invite les États-Unis à avoir « deux générations d'avance » par rapport à la Chine dans la fabrication de semi-conducteurs et suggère d'importants crédits d'impôt.

L'UE d'Ursula von der Leyen n'est certainement pas en reste, affirmant que les Européens sont prêts à assumer et à renforcer leur pouvoir. L'UE vient d'annoncer qu'elle souhaite doubler sa production de semi-conducteurs d'ici 2030, à 20 % de la production mondiale. Les concepts d'autonomie stratégique et de souveraineté européenne sont de plus en plus avancés. Toutefois, ils ne sont pas précisément définis et leur utilisation reste controversée. Sur le plan économique, le fonds de relance NGEU adopté l'année dernière permettra certainement de déployer des investissements dans des domaines clés. Mais tout retard dans la mise en place du fonds aurait de graves conséquences.

Une alliance tactique entre la Chine et la Russie d'une part, **et les États-Unis et l'Europe** d'autre part, semble émerger, notamment en matière de démocratie et de droits de l'homme. Mais en matière d'économie, tous les blocs ont des intérêts divergents et seront donc en compétition.

Achévé de rédiger le 31 mars 2021

¹ Voir www.nscai.gov

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com). Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé à une sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com
Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - piola666

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELHAJJAM Inès, stratégeste

BELLAICHE Mickael, Stratégeste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégeste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégeste Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégeste, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DROZDZIK Patryk, Macrostratégeste, Marchés émergents

DRUT Bastien, Responsable de la Macro Stratégie Thématique - CPR AM

GEORGES Delphine, Stratégeste Senior Taux

HERVE Karine, Macrostratégeste, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégeste, Marchés Émergents

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

MIJOT Eric, Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés

PERRIER Tristan, Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

STRENTA Aurélien, Analyste Marchés émergents

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior, Recherche Cross Asset

VARTANESYAN Sosi, Analyste Souverains Senior

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit