

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWSEt si les démocrates parvenaient à faire passer
l'impôt sur les plus-values ?

Didier BOROWSKI,
Responsable Global Views



Pierre BLANCHET,
Responsable Investment
Intelligence

Les démocrates ne se soucient pas de trouver un compromis avec les républicains

Depuis l'élection de Joe Biden, la plupart des observateurs ont été surpris par le fait que les démocrates ont réussi à faire adopter des mesures fiscales importantes malgré leur faible majorité. Nous pensons que la hausse de l'impôt sur les plus-values a de fortes chances d'être adoptée, en dépit de l'opposition des républicains. L'incidence des hausses de taxes précédentes sur les marchés à court et à long terme n'est pas évidente. Toutefois, combinée au ralentissement de la dynamique économique et aux craintes de durcissement de la Fed, son impact pourrait constituer un obstacle à court terme pour les actions américaines au quatrième trimestre de 2021.

Lors de l'élection de Joe Biden en novembre dernier, les démocrates ne disposaient pas de la majorité au Sénat. Le consensus était alors que la nouvelle administration chercherait un compromis avec les républicains sur la politique budgétaire. Lorsque les démocrates remportèrent la majorité au Sénat début janvier, la conviction des observateurs ne changea pas. La majorité démocrate était considérée comme trop étroite pour faire passer toutes les promesses électorales d'autant que certains élus démocrates centristes étaient ouvertement opposés à certaines d'entre elles.

Ce n'est donc pas sans surprise que l'administration Biden parvint à faire passer son plan de relance de 1 900 milliards de dollars sans faire de compromis, alors que la plupart des observateurs tablaient sur un paquet entre 1 100 et 1 300 milliards de dollars. La seule proposition à laquelle les démocrates durent renoncer fut une mesure visant à augmenter le salaire minimum fédéral, car la procédure de « réconciliation » ne pouvait pas être utilisée pour faire passer une mesure qui n'affectait pas directement le budget.

Peu après, Joe Biden présenta son plan d'investissement en infrastructures, l'« American Jobs Plan », qui reprend nombre de ses engagements pris lors de la campagne présidentielle. Ce projet, qui représente près de 2 250 milliards de dollars sur 8 ans, devrait être financé par une augmentation équivalente de l'impôt sur les sociétés, mais sur une période de 15 ans. Joe Biden présenta ensuite la deuxième partie de son plan

de relance, doté de 1 800 milliards de dollars en nouvelles dépenses sociales sur 10 ans, financées par une hausse des impôts sur les ménages les plus riches. En parallèle, l'administration entend supprimer les avantages fiscaux accordés aux gérants du capital-investissement¹. Enfin, Joe Biden signa un décret visant à faire passer le salaire horaire minimum de 10,95 à 15 dollars dans les entreprises sous contrat avec le gouvernement fédéral.

Concrètement, les démocrates ne se soucient pas de trouver un compromis avec les républicains, qui sont naturellement très opposés à tous ces projets, notamment sur les questions de fiscalité.

Les conclusions du dernier recensement montrent que le pouvoir politique se déplace des États du Midwest et du Nord-Est vers ceux du Sud et de l'Ouest, puisque les sièges du Congrès et du Collège électoral sont réattribués en fonction de la population de chaque État. Nous pensons que cela devrait renforcer les démocrates dans leur stratégie. En effet, selon nos calculs, les États à dominante démocrate perdront trois sièges à la Chambre des représentants en 2022, tandis que les États à dominante républicaine en gagneront trois. Cela signifie que les démocrates pourraient perdre le contrôle de la Chambre avec cette nouvelle division en novembre 2022 : un signal d'alarme à ne pas négliger pour les démocrates.

Le recensement devrait donc les encourager à tenir leurs promesses

¹ En plus des salaires, ces gérants comptent fortement sur une part de l'appréciation des actifs (appelée *carried interest*). Ces bénéfices sont actuellement imposés en tant que plus-values sur le capital, à un taux bien inférieur au taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu appliqué aux salaires. Le plan Biden supprimerait cet avantage fiscal.

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

électorales afin de consolider leur base électorale. Or l'une des mesures les plus emblématiques du programme démocrate **est la hausse de l'impôt sur les plus-values**, dont les effets distributifs sont significatifs. Dans ce contexte, nous pensons, contrairement à la plupart des observateurs, que cette mesure a de fortes chances d'être adoptée d'ici la fin de l'année.

L'impôt sur les plus-values pourrait-il pénaliser le marché boursier américain ?

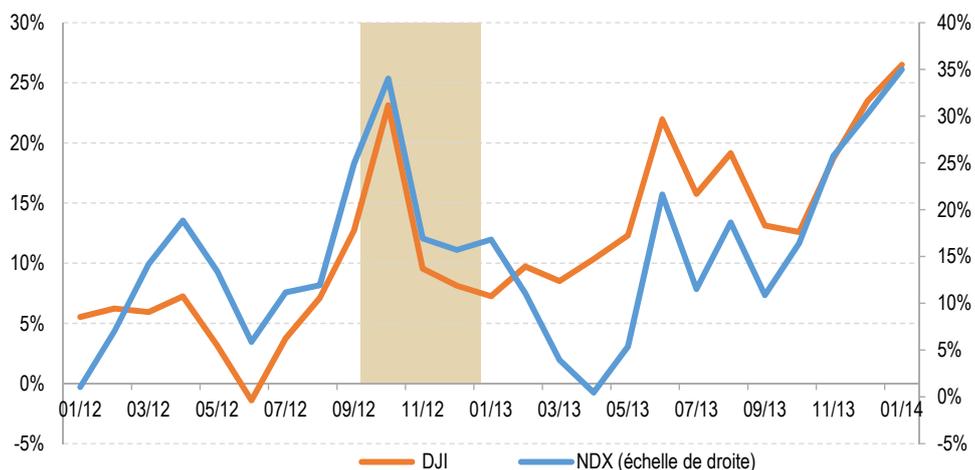
Il y a eu quatre hausses de l'impôt sur les plus-values aux États-Unis dans le passé récent : en 1969, 1976, 1987 et 2013. La hausse de 1976 s'était limitée à moins de 4 % alors que les trois autres ont avoisiné les 9 %, c'est-à-dire qu'elles sont comparables à celle actuellement envisagée par les démocrates. 1969, c'était il y a plus de 50 ans ! À l'époque, le taux d'épargne des ménages américains était de près de 10 % contre 2,5 % aujourd'hui et les actions américaines étaient en plein cycle baissier. Par conséquent, la comparaison avec la situation actuelle n'est peut-être pas très pertinente. Nous pouvons en revanche utiliser 1987 et 2013 comme points de référence.

Si l'on observe les performances du Dow Jones Industrial Average (DJI) et du Nasdaq 100 (NDX), on constate un point d'inflexion trois mois avant la date d'entrée en vigueur de l'impôt sur les plus-values, qui pourrait être lié (entre autres facteurs) à la décision

des investisseurs de prendre leurs bénéfices avant l'entrée en vigueur du nouveau taux d'imposition. Le NDX perdit 5 % au cours des trois derniers mois de 2012 contre 2 % pour le DJI. Un scénario similaire se répéta avant l'augmentation de l'impôt sur les plus-values en 1987, le NDX et le DJI perdant leur dynamique positive au cours des trois derniers mois de 1986, malgré une performance légèrement positive. Pourtant, en 2013 et en 1987, les deux indices se redressèrent rapidement, enregistrant des performances positives au premier semestre de l'année. Par conséquent, à supposer que la hausse d'impôt soit le principal facteur expliquant ces changements de performance, celle-ci n'aura joué qu'un rôle ponctuel avec des effets à court terme.

Si l'on présume une même dynamique de prises de bénéfices en cas de nouvelle hausse le 1^{er} janvier 2022, le marché boursier américain pourrait être confronté à des pressions baissières d'octobre à décembre 2021. Les investisseurs privés pourraient ensuite rétablir leurs positions au cours du premier trimestre, l'impact à plus long terme s'avérant plutôt marginal. À titre d'exemple, trois ans après les hausses de 1987 et de 2013, le DJI et le NDX étaient tous deux en hausse de 30 % à 76 %. On ne peut donc pas dire qu'à elle seule, l'augmentation des impôts ait eu un impact important. En revanche, combiné à un ralentissement de la dynamique économique et aux

Le dernier recensement montre que le pouvoir politique se déplace

1/ Performances des indices Dow Jones Industrial (DJI) et Nasdaq100 (NDX) (en GA %, mensuel, de janvier 2012 à janvier 2014)

Source : Recherche Amundi - Données au 25 mai 2021

THÉMATIQUE
GLOBAL VIEWS

Une hausse de l'impôt sur les plus-values pourrait avoir un impact sur les actions, en particulier sur celles ayant connu une forte hausse de leur cours

craintes de durcissement de la Fed, son impact pourrait s'avérer bien plus marqué.

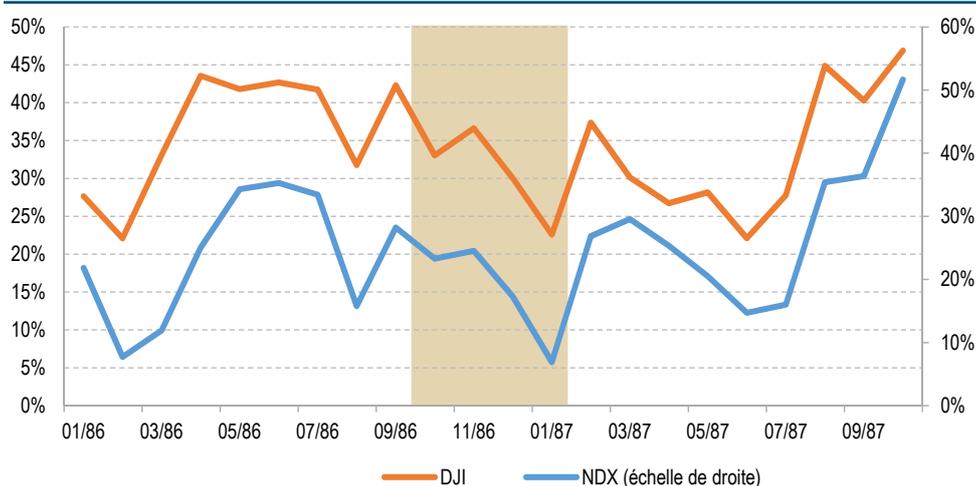
Une analyse de la performance des actions individuelles lors de la hausse de l'impôt sur les plus-values de 2013 (en utilisant les composants de l'indice Dow Jones Industrial) montre que certaines des valeurs les plus performantes de l'année 2012 subirent un repli entre octobre et la fin de l'année. Il existe toutefois plusieurs contre-exemples. Si l'on considère les performances des actions sur 1, 3, 5 et 10 ans avant l'événement, on constate que sur les 17 actions qui avaient enregistré une performance positive sur toutes les périodes, c'est-à-dire les actions dont la probabilité de gains cumulés importants était la plus élevée, seules 9 enregistrèrent une performance négative au cours des trois derniers mois de l'année. Parmi celles-ci figurent des entreprises comme Apple, McDonald's, Wall Mart ou Disney, sans parti pris sectoriel spécifique. 50 % est insuffisant pour tirer des conclusions, on notera néanmoins que la plupart des actions dont les performances avaient été décevantes avant la hausse des impôts surperformèrent l'indice au cours de la période de trois mois. Nous considérons donc qu'il y a un certain impact.

Une hausse de l'impôt sur les plus-values pourrait avoir un impact sur les actions ou les secteurs du marché américain qui ont enregistré de très bonnes performances au cours des dernières années. Cet impact pourrait être plus marqué au niveau des titres individuels que des indices. Certaines valeurs comme Tesla ou Apple, par exemple, pourraient en souffrir. Son impact devrait toutefois être limité et de courte durée et, si l'histoire se répète, rien n'indique que cette hausse aura un impact négatif à long terme sur le marché boursier américain.

Mais le problème est peut-être ailleurs. L'impôt sur les plus-values sera limité aux revenus supérieurs à 1 million de dollars par an, soit 0,7 % des ménages américains. Ces investisseurs ont accès aux marchés boursiers, bien sûr, mais aussi à un large éventail de produits d'investissement tels que les fonds de capital-investissement ou les fonds alternatifs, de plus, les bonnes performances des obligations souveraines et du crédit pourraient également entrer dans l'équation. Il est donc possible que la taxe sur les plus-values déclenche un mouvement de sortie des marchés actions.

Achévé de rédiger le 25 mai 2021

2/ Performances des indices Dow Jones Industrial (DJI) et Nasdaq 100 (NDX) (en GA %, hebdomadaire, de janvier 1986 à octobre 1987)



Source : Recherche Amundi - Données au 25 mai 2021

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 Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
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.msicibarra.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 ni à 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 - PM Images

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

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux et Crédit

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Responsable FX Marchés Développés, Stratégie Recherche Cross Asset

DELBO' Debora, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

CARULLA POL, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

DI SILVIO Silvia, Macrostratégiste Recherche Cross Asset

DROZDZIK Patryk, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

GEORGES Delphine, Stratégiste Senior Taux

HERVÉ Karine, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

HUANG Claire, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents

LEONARDI Michele, Analyste Recherche 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

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit