

**the
day
after**

*Les
Inégalités
dans le
contexte de
la crise du
Covid-19*



Amundi
ASSET MANAGEMENT

Les auteurs



**Jean-Jacques
BARBÉRIS**

Directeur de la clientèle
institutionnelle et
entreprises



Bastien Drut

Stratégiste senior
Chez CPR AM



**Théophile
POUGET ABADIE**

Business Solutions
et Innovation

Depuis plusieurs années, nous faisons valoir que le thème social, et en particulier la question des inégalités sociales, devient un enjeu majeur pour beaucoup d'économies mondiales ainsi que pour les investisseurs, tant institutionnels que retail.

Dans cet article, nous expliquons pourquoi et comment nous anticipons que la crise du COVID-19 accélèrera ce phénomène dans les mois et les années à venir, et présentons également des leviers d'action pour les investisseurs. En effet, COVID-19, comme toutes les grandes pandémies de ce siècle risque d'accroître les inégalités, dans un contexte où celles-ci devenaient déjà un enjeu majeur pour les sociétés, pour les économies et donc pour les investisseurs. Ceci est crucial car les réponses à court terme des responsables politiques, si elles sont implémentées, vont sans aucun doute remodeler le paysage économique, en termes de politique budgétaire et de redistribution, de politique salariale, de régulation, d'habitudes de consommation, etc. Dans cet environnement, les investisseurs devront intégrer la dimension « inégalité » dans leur analyse des entreprises, ainsi que leur politique d'engagement.

Dans une prochaine publication, nous étudierons les raisons pour lesquelles la crise du COVID-19 pourrait se traduire par la fusion des questions sociales et environnementales, et la manière dont les investisseurs peuvent déjà prendre en compte cette nouvelle tendance.

Les inégalités sociales, un thème d'actualité avant même le COVID-19

L'inégalité sociale est devenue un enjeu majeur pour les investisseurs. Dans une précédente publication (Drut, 2020) ¹, nous avons démontré que :

- La croissance des inégalités sociales est un fait économique stylisé qui accompagne la troisième vague de mondialisation depuis le début des années 1980 ;

- La croissance des inégalités sociales, et surtout des inégalités de revenus, a surtout

concerné les démocraties libérales développées, comme en témoigne le fameux

graphique de l'éléphant (Milanovic, Lakner 2013)². Face à la pandémie actuelle, ce phénomène devait se poursuivre dans les années à venir (Branko Milanovic décrit un phénomène de « vagues de Kuznets »³).

- Les positions des pays diffèrent, en fonction de la progressivité de leurs systèmes fiscaux et du poids des impôts et des transferts sociaux dans le PIB (comme l'a montré l'OCDE dans un document de 2015⁴) ; et
- La littérature économique a largement couvert les impacts négatifs des inégalités sur la croissance, qui sont : (I) un potentiel de croissance plus faible⁵ ; et (II) des risques politiques et macroéconomiques induits, la montée des inégalités sociales entraînant des tensions qui peuvent nuire au fonctionnement des démocraties libérales.

Compte tenu de ce qui précède, le thème social devenait déjà extrêmement pertinent pour les investisseurs. Récemment, plusieurs initiatives l'ont démontré.

Par exemple, sur la période 2016-2019, nous avons montré que le critère « S » de sélection des entreprises (via une approche ESG « best in class ») a un impact réel sur les cours des sociétés cotées, notamment en Europe (Roncalli et al, 2019).⁶ En effet, un portefeuille combinant des positions acheteuses sur les sociétés les mieux notées (top 20 %) et des positions vendeuses sur les sociétés les moins bien notées (bottom 20 %) aurait généré des rendements annualisés de +2,9 % dans la zone euro et de +1,6 % en Amérique du Nord sur 2018-2019.

Par ailleurs, nous sommes les premiers à avoir développé une méthodologie de sélection des titres fondée sur une évaluation de la participation relative des entreprises à la réduction des inégalités sociales dans leur pays d'origine (voir ci-dessous). Nous démontrons notamment qu'un tel univers d'investissement

offre une performance au moins en ligne avec celui d'un univers plus large (en l'occurrence le MSCI World).

D'autres études ont démontré un lien négatif entre l'écart de la rémunération des PDG avec les salaires médians et la performance boursière.⁷

Pour résumer, la croissance des inégalités sociales depuis les années 1980 est un fait économique majeur dont les conséquences économiques sont désormais bien connues. Les investisseurs avaient déjà commencé à intégrer de tels thèmes dans leurs décisions d'investissement avant la crise du coronavirus.

Jusqu'à cette crise du COVID-19, la mobilisation des investisseurs sur les inégalités sociales avait toutefois été (très) limitée par certains facteurs :

- D'abord, un manque de consensus mondial (et parfois régional ou local) sur les niveaux d'inégalité jugés acceptables d'un point de vue social et économique. Entre l'Europe et le monde anglo-saxon, par exemple, les différences sont criantes. Il est intéressant de noter qu'en réponse à la pandémie, les pays anglo-saxons ont privilégié la préservation de la capacité économique par rapport à la réponse sanitaire ;
- Deuxièmement, et en partie en raison de ces divergences, les investisseurs manquent d'outils méthodologiques et techniques pour intégrer cette dimension dans leurs politiques d'investissement.

La pandémie, point de bascule des inégalités ?

Nous pensons que la pandémie nous permettra de franchir une étape. Si les niveaux d'inégalité devaient augmenter de manière significative dans le monde, la question du consensus deviendrait obsolète. De plus, de nouvelles méthodologies sont en cours d'élaboration pour pallier le manque d'outils à la disposition des investisseurs.

La combinaison de ces deux facteurs devrait accélérer l'intégration des inégalités dans les pratiques et les politiques d'investissement des investisseurs.

Premièrement, la crise sanitaire dans la plupart des pays développés a placé la question des inégalités sociales au centre de l'attention politique et médiatique à travers deux canaux principaux :

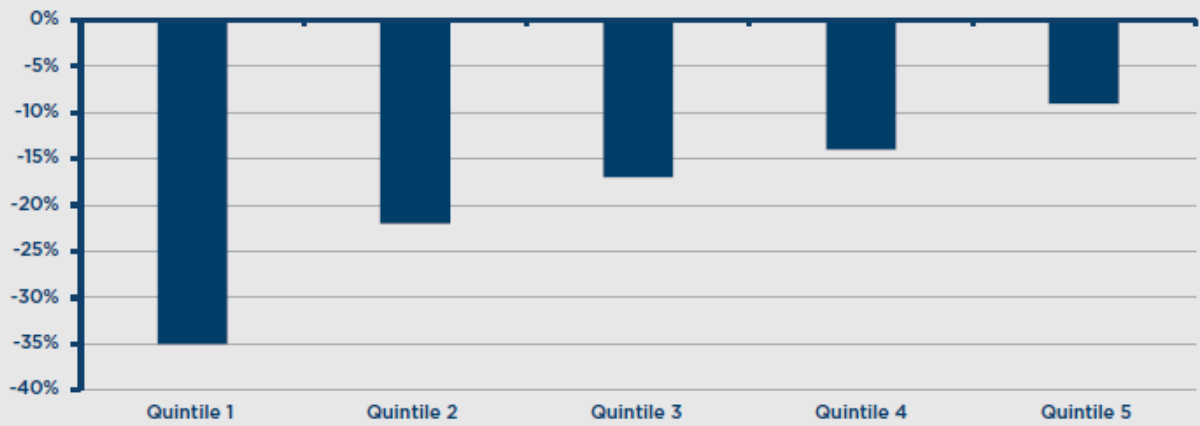
- Le caractère flagrant de l'inégalité sociale ancrée dans l'épidémie elle-même en raison:⁸ (a) de l'inégalité face à la maladie, les groupes sociaux et les régions les plus défavorisés payant le prix le plus lourd;⁹ (b) des inégalités en termes d'accès aux soins dans certains pays ; et c) des inégalités dans les mesures mises en place face à la maladie, les groupes sociaux les plus défavorisés étant les plus durement touchés par les mesures de confinement, accentuant encore les inégalités (notamment par la déscolarisation partielle des enfants issus de familles aux revenus les plus faibles) ; et
- Un revirement symbolique particulièrement marqué¹⁰ d'une hiérarchie sociale fondée sur l'enseignement supérieur et des emplois à forte valeur intellectuelle à une organisation sociale valorisant les travailleurs manuels (dans l'industrie, les services et l'agriculture), qui constituaient la bouée de sauvetage de la vie sociale et économique sous confinement.

Ce double revirement aura des conséquences, notamment en ce qui concerne la redistribution de la valeur ajoutée.

Ensuite, la crise sanitaire et économique aura des conséquences sociales majeures, contribuant à court terme à accroître les inégalités relatives de la manière suivante :

- Une augmentation massive du chômage dans la plupart des pays développés (près de 37 millions de personnes ont demandé des allocations de chômage aux États-Unis entre début mars et le 9 mai), la baisse de l'emploi étant essentiellement concentrée parmi les travailleurs à bas salaires¹¹ ;
- Une augmentation associée de l'extrême pauvreté et de l'exclusion sociale (banques alimentaires dépassées dans de nombreux pays). Aux États-Unis, les taux d'insécurité alimentaire observés en avril 2020 sont nettement plus élevés qu'à n'importe quel autre moment pour lequel il existe des données comparables (de 2001 à 2018)¹² ;

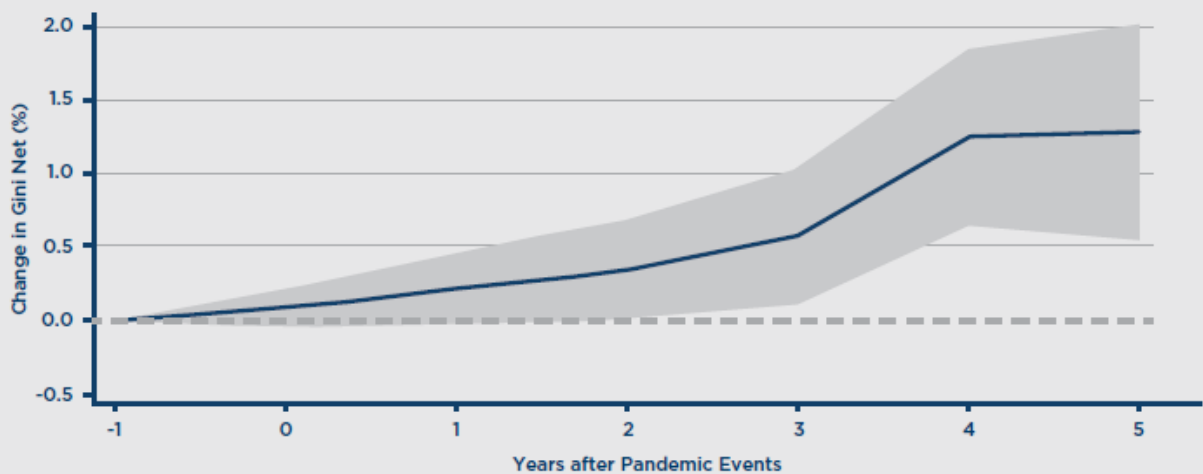
Figure 1: US: employment changes by initial wage quintile (between mid-February and mid-March)



Source: CPR AM, Cajner et al. (2020)

- Une diminution du revenu relatif d'une grande partie de la population, combinée à une hausse du chômage, ainsi qu'une possible inflation des prix dans les années à venir (politique monétaire et réorganisation économique plus localisée, poussant les prix à la hausse) ; et
- bien que les inégalités relatives de richesse pourraient diminuer en raison de la baisse de la valeur des actifs financiers, il est peu probable qu'elles compensent les inégalités accumulées au cours des dernières décennies, notamment en raison d'une convergence progressive entre les hauts revenus du travail et l'accumulation de capital (voir, par exemple, Global Inequality, 2016) ;

Figure 2: Impact of pandemics on inequality¹³



Source: VoxEU. Notes: The figure shows the impulse response (and 90% confidence bands) of the net Gini to a pandemic for five years after the event for 175 countries over the period 1961-2017. The baseline specification includes two lags of the dependent variable and current and two lags of the pandemic dummy variable. Gini coefficients are from the Standardized World Income Inequality Database. See Furceri et al. (2020) for details.

Ce serait cohérent avec les exemples historiques, qui montrent que les inégalités se sont accrues après les pandémies.

La réponse politique face à la montée des inégalités

Il est possible qu'une réponse politique et économique se produise pour faire face à l'augmentation de la pauvreté par :

- La mise en œuvre de politiques sociales, associées en particulier à des transferts budgétaires massifs vers les groupes les plus défavorisés ;
- Des incitations à ou l'organisation de politiques de revalorisation des salaires pour les revenus les plus faibles, en particulier pour les entreprises impliquées dans le revirement symbolique décrit plus haut ; et enfin
- La mise en œuvre de politiques qui visent à accroître la contribution des groupes économiques et sociaux les plus favorisés à l'effort de reconstruction, tant pour des raisons budgétaires (financement des mesures précitées) que pour des raisons symboliques, nécessaires à la cohésion sociale (c'est-à-dire la contribution des plus nantis à l'«effort de guerre»). En témoignent les premiers débats sur la distribution de dividendes ou le contrôle des rémunérations ;

D'un point de vue macroéconomique, cela devrait se traduire par :

- Une augmentation des transferts fiscaux et sociaux dans la plupart des pays développés ;
- Le maintien des taux d'imposition dans le sens d'une plus grande progressivité (dans la plupart des pays développés, les impôts sur le revenu et sur le capital sont en baisse pour les déciles supérieurs)¹⁵;
- Une hausse relative des impôts sur le revenu, sur la fortune et sur les sociétés (aux États-Unis, le taux marginal d'imposition sur les plus hauts revenus¹⁶ était de 94 % à la fin de la Seconde Guerre mondiale, s'est stabilisé à environ 70 % pendant la période d'après-guerre avant de tomber progressivement depuis les années 1980 à 36 % aujourd'hui, le taux d'impôt sur les sociétés étant passé

de 50% dans les années 1950 à 16% aujourd'hui)¹⁷ ;

- une redistribution relative de la valeur ajoutée entre le capital et le travail en faveur de ce dernier facteur, dont l'impact peut être amplifié par une hausse de l'inflation qui réduit encore la valeur des actifs, notamment financiers.

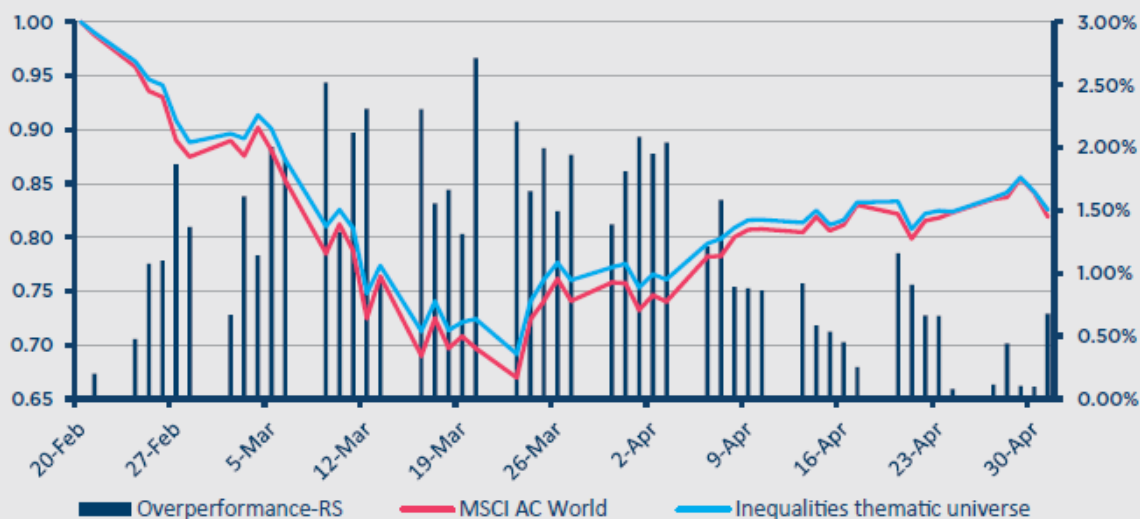
Ces évolutions devraient être soutenues par la synchronisation de la crise dans tous les pays, limitant le risque éventuel de « perte de compétitivité » fiscale . En un sens, puisque tous les pays sont confrontés au même défi, il est tout à fait possible que l'argument du risque de fuite des capitaux pour ne pas mettre en œuvre ce type de politique soit désormais moins recevable.

Le rythme de ces changements est évidemment difficile à évaluer et dépendra fortement de l'évolution politique des différents pays. À cet égard, deux principaux types de scénarios sont possibles : (I) l'adoption rapide par les gouvernements existants d'agendas sociaux ambitieux (le modèle du « New Deal ») ; et (II) la poursuite initiale de politiques «business as usual» par les gouvernements en place, rapidement remises en cause par des mouvements sociaux à grande échelle conduisant à l'arrivée au pouvoir de nouvelles forces politiques (« populistes » ou non) sur des agendas sociaux et/ou anti-élites.

Quelles conséquences pour les investisseurs ?

Les implications de ces développements pour les investisseurs seront évidemment essentielles. Il est intéressant de noter que dans une approche ESG de sélection des entreprises, le facteur «S» a relativement plus contribué à la performance financière depuis le début de la crise du coronavirus, notamment aux États-Unis. En effet, notre recherche ESG montre que le meilleur critère de performance « ESG » depuis le début de la crise est le pilier « S » en Amérique du Nord. A noter également que l'univers d'investissement que nous avons construit, basé sur la contribution relative des entreprises aux inégalités sociales, a surperformé son indice de

Figure 3: Inequalities universe overperformance over the crisis



Amundi internal calculation on PMS (Portfolio Management System). Inequality thematic universe is based on an assessment of the relative participation of companies in reducing social inequalities in their country of origin.

119 points de base sur la période février-avril 2020 ;

D'un point de vue macroéconomique, les investisseurs font face à deux enjeux majeurs:

- *A priori, plus un pays était concerné par les inégalités avant la crise, plus la réponse pourrait être massive après celle-ci : Les investisseurs devraient donc pleinement tenir compte de ce facteur dans leur évaluation de la situation économique relative des différents pays ;*
- De manière générale, les rendements du capital devant baisser en raison de ces changements, une nouvelle hiérarchie des classes d'actifs devrait voir le jour, ce qui sera abordé dans une prochaine publication ;

D'un point de vue microéconomique, et en termes d'évaluation des entreprises, nous pensons que les investisseurs devraient :

- Intégrer la question des inégalités dans leur évaluation des entreprises, notamment selon : I) leur contribution aux finances publiques ; II) leurs politiques salariales pour les plus hauts revenus ; et (iii) leurs politiques salariales et leurs politiques de participation aux bénéfices.

Du seul point de vue du risque stylisé, il se pourrait qu'une grande entreprise dont le modèle repose sur une politique de bas salaires pour les salariés moyens, des écarts de rémunération massifs, un manque de dispositifs d'intéressement des salariés et l'optimisation massive de ses revenus puisse voir ce modèle remis en cause par les sociétés et les systèmes politiques dans les années à venir.

Ce phénomène est déjà apparu en Europe, avec Laurent Berger, secrétaire général de la CFDT (le plus grand syndicat français) et de la Social Market Foundation au Royaume-Uni demandant une refonte du « contrat social » dans les premières semaines de la crise, et le Danemark suspendant toutes les aides liées au coronavirus aux entreprises enregistrées dans des paradis fiscaux¹⁸ ;

- Participer par leur engagement et leur politique de vote à une intégration active de ces questions par les entreprises.

En conclusion, nous pensons que la question sociale, qui était déjà de plus en plus importante aux yeux des investisseurs, va devenir un sujet central dans les années à venir.

Notes

1. « Rising inequalities : A Real Threat for the Economy » , Bastien Drut, janvier 2020, CPR AM Focus Sustainable Development.
2. « Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession », Christoph Lakner, Branko Milanovic, décembre 2013, World Bank Policy Research Paper.
3. « Global Inequality : A New Approach for the Age of Globalisation », Branko Milanovic, avril 2016, Harvard University Press.
4. « In It Together : Why Less Inequality Benefits All », mai 2015, OCDE.
5. « Trends in income inequality and its impact on economic growth », 2014, document de travail de l'OCDE sur les questions sociales, l'emploi et les migrations.
6. « ESG investing in recent years: new insights from old challenges » , Roncalli et al, 2019, Amundi Working Papers.
7. « Equity Market Reaction to Pay Dispersion : Evidence from CEO Worker Pay Ratio Disclosure « , Pan et al., février 2020.
8. « COVID-19, inequality, and gig economy workers », Stabile et al, 2020, VoxEU. « The large and unequal impact of COVID-19 on workers », Adams Prassl et al, 2020, VoxEU.
9. « Data Suggests Many New York City hoods Hardest Hit by COVID-19 Are Also Low Income Areas », 5 avril 2020, Time Magazine.
10. « The Road to Somewhere », David Goodhart, 2017, C Hurst & Co. « L'Archipel français », Jérôme Fourquet, 2019, Seuil.
11. « The U.S. Labor Market during the Beginning of the Pandemic Recession » , mai 2020, document de travail du NBER 27159.
12. « The COVID-19 crisis had already left too many children hungry in America », mai 2020, Brookings Institution.
13. « COVID-19 will raise inequality if past pandemics are a guide » Davide Furceri, Prakash Loungani, Jonathan D. Ostry, Pietro Pizzuto 8 mai 2020.
14. Aux Etats-Unis, la loi HEROES votée par la Chambre des représentants propose de créer un fonds « héros » de 200 Md \$ pour accroître les rémunérations et aider au recrutement de travailleurs « essentiels ».
15. « The Triumph of Injustice: How the Rich Dodge Taxes and How to Make Them Pay », Gabriel Zucman, Emmanuel Saez, 2019, W.W. Norton.
16. Top 0,1 %.
17. Ibid.
18. « Denmark Extends Business Aid to increase Spending By \$15 billion », 18 avril 2020, Bloomberg.



Informations Importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 22 mai 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Date de première utilisation : 25 mai 2020.