

THÉMATIQUE



Valentine AINOUCZ, CFA,
Responsable adjointe de la
Recherche Stratégie des Marchés
Développés



Mickael BELLAICHE,
Stratégiste Taux et Crédit



Delphine GEORGES,
Stratégiste Senior Taux

Ne rien faire n'est pas
une option (Joe Biden)

Évolution structurelle post-Covid dans les marchés développés : la volonté politique d'investir est forte aux États-Unis

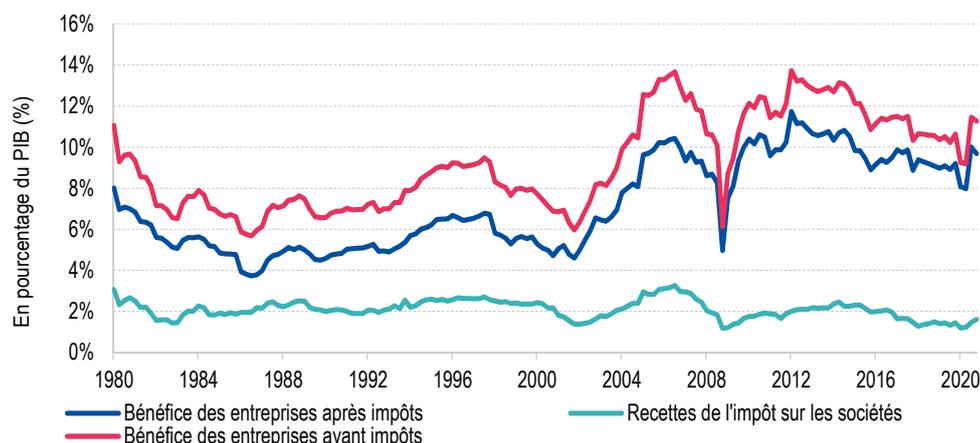
L'environnement macro-financier qui prévaudra après le fort rebond attendu de l'économie et de l'inflation attendu au second semestre est primordial pour les investisseurs obligataires. Ceux-ci doivent se demander si l'évolution des prix à la consommation est transitoire ou s'il s'agit d'un changement de régime, mais ils doivent avant tout se concentrer sur la durabilité de la croissance économique et notamment sur l'évolution des dépenses d'investissement. Or, la croissance économique américaine à long terme pourrait bénéficier d'une politique d'investissement (publique et privée) énergique et en fort contraste avec les politiques européennes. Nous nous pencherons donc ici sur l'implication de ces politiques pour les investisseurs en obligations.

Le message de Joe Biden est clair : l'investissement est une priorité absolue. Selon le président, en l'absence d'investissements la position des États-Unis en tant que puissance mondiale prééminente serait menacée par la Chine : « ne rien faire n'est pas une option ». Pour Joe Biden, ne pas aller de l'avant est inacceptable : « l'Amérique a perdu son statut de leader mondial parce que nous n'investissons pas ». La Chine « compte sur le fait que la démocratie américaine est trop lente, trop bridée et trop divisée pour maintenir le rythme » et « nous ne pouvons pas nous permettre de leur donner raison ».

- **Après des années de sous-investissement dans les infrastructures et l'éducation, l'administration américaine propose un plan en deux parties, doté de plus de 4 000 milliards de dollars sur 10 ans et appelé « Build Back Better »**

(BBB). En effet, les infrastructures et l'éducation sont les ingrédients de base de la croissance à long terme. Ce plan pourrait donc avoir des répercussions importantes sur la trajectoire de la croissance et de la productivité à long terme. La première partie du plan, l'*American Jobs Plan*, représente plus de 2 000 milliards de dollars en dépenses et incitations fiscales et s'articule autour de quatre axes : 1) les investissements traditionnels en infrastructures (routes, ponts, ports et infrastructures numériques) 2) les infrastructures environnementales (eau et énergie) 3) la production industrielle, les chaînes d'approvisionnement et les initiatives de R&D (véhicules électriques, semi-conducteurs) et 4) la protection sociale (investissements dans le logement, les structures d'accueil pour enfants, la modernisation des écoles et des *community colleges*). La deuxième partie du plan, l'*American Families*

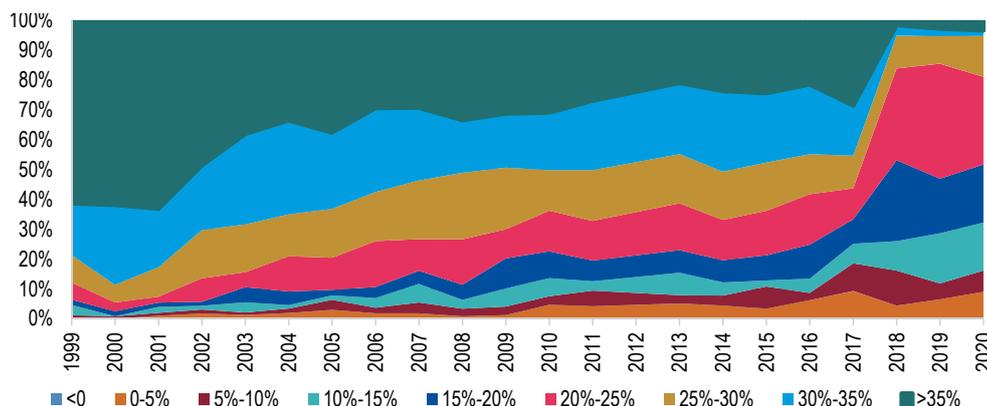
1/ Bénéfice des entreprises et impôts en pourcentage du PIB



Source : Datastream, Recherche Amundi - Données au 31 décembre 2020

THÉMATIQUE

2/ Répartition du taux d'imposition effectif dans US IG



Source : Bloomberg , Recherche Amundi - Données au 31 décembre 2020

Plan, prévoit 1800 milliards de dollars sur 10 ans en nouvelles prestations et crédits d'impôt axés sur la garde, la nutrition et l'éducation des enfants. Ces nouvelles dépenses porteraient le total des investissements en infrastructures à environ 4,5 % du PIB, soit leur niveau le plus élevé depuis les années 1970. Les politiques d'infrastructure sont les politiques budgétaires dont les multiplicateurs sont parmi les plus élevés.

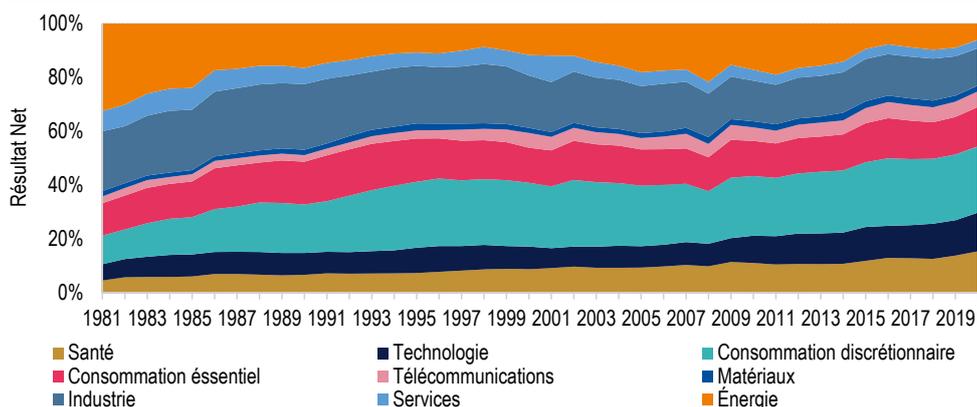
- **La nouvelle administration propose également une réforme fiscale visant à améliorer l'efficacité économique par une meilleure allocation des capitaux.** Le président Joe Biden est partisan d'une hausse de l'impôt sur les sociétés pour financer le plan d'infrastructure. Toutefois, nous ne pensons pas que cela pénalisera l'investissement privé. Premièrement, les recettes provenant de l'impôt sur les sociétés se font de plus en plus faibles et la part des recettes fédérales provenant de l'impôt sur les sociétés se situe désormais en dessous de 10 %.

À l'inverse, la part des recettes tirées de la taxation du travail n'a cessé de croître et représente aujourd'hui plus de 80 %. Deuxièmement, nous pensons que la demande globale pèse davantage sur les perspectives d'investissement que l'évolution du taux d'imposition. Troisièmement, rien ne prouve que la loi fiscale de 2017 ait contribué de manière significative à la croissance économique à long terme. En effet, l'augmentation du solde disponible des entreprises a principalement servi à financer les rachats d'actions et les versements de dividendes aux actionnaires. De fait, le récent bond des rachats d'actions est venu presque exclusivement d'entreprises dont le taux d'imposition avait été réduit.

Nous observons en outre une reprise de l'investissement privé dans les secteurs de la technologie et de la consommation non cyclique. L'évolution du schéma politique de la Fed apporte un soutien important à l'économie

La Fed est disposée à laisser l'économie tourner à plein régime

3/ S&P500 : Résultat net par secteur aux États-Unis (% Total)



Source : Datastream, Recherche Amundi - Universe : S&P500 ex. Financière et Immobilier
Données au 31 décembre 2020

THÉMATIQUE

La politique budgétaire expansionniste actuelle des États-Unis pourrait, à long terme, entraîner une hausse du taux d'intérêt réel d'équilibre

4/ Taux de démission (en %, corrigées des variations saisonnières)



Source : Datastream, Recherche Amundi - Données au 31 mars 2021

américaine. Nous avons en effet observé un fort rebond des investissements des entreprises américaines, à la faveur de l'environnement de taux d'intérêt très bas.

- **Les entreprises bénéficient de conditions de financement plus attractives que jamais.** En 2008, la récession fut provoquée par un choc financier endogène, qui entraîna une période prolongée de conditions de financement sévères et de désendettement du secteur privé. Cette fois, la situation est bien différente: la politique monétaire de la Fed a fait baisser le coût de la dette à des niveaux exceptionnellement bas et l'activité sur le marché primaire de la dette d'entreprises reste très vigoureuse. D'une part, la faiblesse sans précédent des coûts de financement a permis de réduire la charge de la dette et d'améliorer la solvabilité des entreprises. Les entreprises les plus fragiles (notes peu élevées, crise du Covid) profitent

des taux bas pour refinancer leur dette et en diminuer le coût moyen. D'autre part, les entreprises solides et bien capitalisées profitent du coût très bas de la dette pour accélérer leur développement.

- **Les liquidités figurant au bilan des entreprises du S&P 500 ont atteint le niveau record de 2 700 milliards de dollars.** Les réserves de liquidités et l'amélioration des flux de trésorerie pourraient susciter davantage de dépenses en capital, de dividendes et de rachats d'actions, mais aussi d'investissements. Les liquidités se concentrent principalement dans les secteurs de la technologie, de la santé et de la consommation.
- **L'activité de fusions-acquisitions se maintient aux États-Unis et en Asie malgré la crise.** Les fusions-acquisitions se sont fortement accélérées au cours du second semestre de 2020 pour finir la période avec un volume supérieur à celui de tous les seconds semestres

5/ Volume des fusions et acquisitions (glissant sur quatre trimestres en USD)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 30 avril 2021

THÉMATIQUE

depuis 2015. Ce rebond de l'activité de fusions-acquisitions a été porté par les secteurs de la technologie, de la consommation non cyclique et de la communication. Les entreprises de ces secteurs ont surperformé au cours des dernières années, ont été les grands gagnants de la crise et sont pour la plupart bien notées et bien capitalisées. Elles mènent des stratégies offensives et poursuivent une croissance externe pour gagner en taille et en diversité (produit, région, client). En Europe, en revanche, l'activité de fusions-acquisitions reste modeste.

- **Les dépenses d'investissement aux États-Unis sont l'un des segments qui ont surpris par leur capacité de résistance au cours du dernier trimestre de 2020.** Si les dépenses d'investissement augmentent dans la plupart des secteurs de l'économie, deux secteurs se distinguent : la technologie et les énergies renouvelables.

De manière générale, la dynamique des secteurs de la technologie, de la santé et de la consommation discrétionnaire reste solide. Ces secteurs, qui étaient déjà le moteur de l'économie américaine au cours de la dernière décennie, sont les grands gagnants de la crise. Sur le marché du travail, il est intéressant de noter que la situation est totalement différente de celle de 2008. Malgré le taux de chômage élevé, nous constatons déjà des tensions sur le marché du travail.

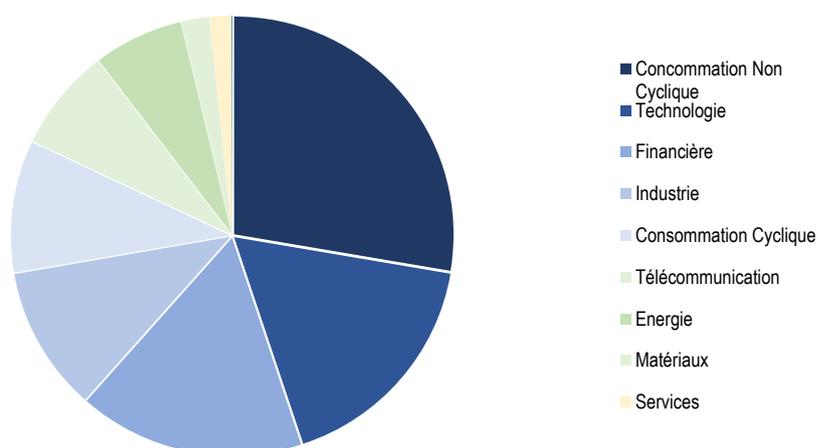
Les données d'avril de l'indice NFIB d'optimisme des petites entreprises révèlent que 44 % des entreprises interrogées avaient un ou plusieurs postes qu'elles ne parvenaient pas à pourvoir tandis que le nombre de personnes à démissionner volontairement est déjà revenu à son niveau d'avant-Covid.

La forte croissance et l'inflation soutenue entraîneront, à court terme, une hausse des principaux rendements souverains. La réponse coordonnée des politiques monétaires et budgétaires face au choc du Covid a été d'une ampleur sans précédent en temps de paix, notamment aux États-Unis.

À long terme :

- **Aux États-Unis, la politique budgétaire expansionniste actuelle (BBB) et la croissance des investissements sont susceptibles de pousser le taux d'intérêt réel d'équilibre à la hausse.** Après des décennies de baisse, le taux d'intérêt réel d'équilibre aux États-Unis est désormais estimé entre 0 % et 0,5 %. Celui-ci pourrait augmenter au cours des prochaines années, compte tenu de la plus grande tolérance à l'égard des déficits budgétaires, de la politique monétaire non conventionnelle et des mesures structurelles visant à promouvoir l'investissement privé, qui devraient déboucher sur un nouveau régime macroéconomique et une diminution du risque de stagnation à long terme.

6/ Activité des fusions et acquisitions en Amérique du Nord (au cours des 12 derniers mois)



Source : Bloomberg, Recherche Amundi - Données au 30 avril 2021

THÉMATIQUE

- **La hausse des principaux taux européens restera limitée en raison de la fragmentation économique des pays de la zone euro.** Le fonds de relance de l'UE (750 milliards d'euros) et les politiques budgétaires expansionnistes ont permis à certains pays comme l'Italie et l'Espagne de se doter de plans d'investissement solides. Toutefois, les mesures de relance gouvernementales ne sont pas aussi ambitieuses que celles prévues aux États-Unis et l'investissement privé est jusqu'à présent resté discret. La taille du fonds de relance de l'UE n'est pas suffisante pour compenser des années de sous-investissement. La dernière décennie a ainsi été marquée par une forte disparité des dépenses de R&D dans les pays développés et le ratio R&D/PIB en Europe se situe désormais autour de 2 %, soit nettement moins qu'aux

États-Unis, au Japon, en Corée du Sud ou à Singapour. Les dépenses de recherche et développement ont été particulièrement faibles dans les pays périphériques. En l'absence de hausse significative des anticipations de croissance, la BCE est seule pour tenter de limiter la fragmentation financière. La capacité de la BCE à stabiliser les marchés est donc essentielle. Malgré la hausse des déficits, les politiques budgétaires ne pourront être efficaces que si les rendements souverains restent faibles et stables. Sans cela, les divergences internes à la BCE risquent de s'accroître avec le début de la reprise économique et le débat autour des « conditions de financement favorables » qui reste sur la table.

Achévé de rédiger le 20 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 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 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