

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : L'impôt du monde d'après

L'heure est encore aux mesures, tant monétaires que budgétaires, de soutien à l'activité économique mais il convient de s'interroger sur l'orientation des politiques publiques quand l'économie mondiale sera sortie de la récession. Sur le plan monétaire, les marchés sont convaincus que la normalisation des taux d'intérêt sera plus que lente, voire que la situation actuelle de taux au plancher constituera la nouvelle normalité. C'est une anticipation forte, notamment en ce qu'elle suppose que les autorités sauront gérer les dommages collatéraux liés à un tel loyer de l'argent. Considérons ici l'autre dimension, qui est celle des finances publiques d'après crise, et en particulier interrogeons-nous sur l'évolution de la fiscalité, avec, en perspective, l'impact sur la rentabilité des entreprises cotées en bourse. Le propos se veut ici général, et non en lien avec la situation d'un pays en particulier.

Des impôts en hausse

En marge du plan de relance européen de EUR 750 milliards, des pistes fiscales pour en assurer le financement ont été avancées par la Commission européenne. Parmi celles-ci, figurent l'assujettissement de secteurs additionnels au régime ETS dit des « permis de polluer », en visant les transports aériens et maritimes. Il y a aussi l'introduction d'un mécanisme d'ajustement carbone à la frontière de l'Union. Il s'agirait d'une taxe sur les importations européennes à due concurrence de l'avantage que les producteurs extra-européens ont en raison de règles environnementales plus légères.

De son côté, l'OCDE avance sur deux projets. Il s'agit, d'une part, d'un niveau minimum de taxation des entreprises et, d'autre part, d'assujettir les entreprises multinationales à un impôt minimum dans les pays où elles sont actives. Ce sont ici les GAFAM et autres géants pouvant aisément déplacer leurs bases imposables qui sont en ligne de mire.

Au niveau national, l'idée de « taxe carbone » largement promue par la communauté des économistes continue de gagner du terrain, de même que d'autres formes de taxes environnementales. On observe aussi un élargissement du champ politique de ceux qui annoncent un alourdissement de la taxation du patrimoine. Ainsi, Peter Praet, ancien Membre du Directoire et Chief Economist de la Banque centrale européenne, s'est-il récemment prononcé sur un tel impôt.

Vers l'austérité ? Non

Mises bout à bout, toutes ces orientations pourraient laisser penser que nous devrions nous préparer à une baisse, pour raison fiscale, de la rentabilité des entreprises, ce qui rendrait l'investissement en actions moins intéressant. Nous ne nous inscrivons pas dans cette perspective, et cela pour deux raisons.

D'abord, il ne s'agit pas de voir dans ces changements les signes d'un net resserrement budgétaire en devenir. Nous l'avons vu, les marchés financiers se sont facilement accommodés de larges déficits des comptes publics. Or, là réside, de facto, la clef de la dette publique. Les gouvernements n'augmentent la pression fiscale globale que dos au mur, sous la pression. Or, avec la Covid, nous avons appris que cette pression ne viendra pas des opérateurs de marché. Et la pression des règles budgétaires nationales et internationales, telles celles qui prévalent en Europe depuis Maastricht, s'est fortement relâchée avec le temps, déjà avant la Covid et plus encore depuis.

Peurs trompeuses

Ensuite, les propositions, non pas forcément chacune d'entre elles, mais prises globalement, sont de nature à stimuler l'activité économique de manière durable. Certes, elles pourraient conduire à un transfert de charge au détriment des revenus du capital et des recettes tirées des productions plus polluantes, mais il ne faut pas en rester là dans l'analyse. Personne n'a rien à gagner d'un monde où les exigences environnementales sont sacrifiées à l'autel de la profitabilité immédiate. Depuis le rapport Stern (2006), nous savons que l'inaction environnementale est nettement plus coûteuse qu'une politique environnementale ambitieuse. Un monde durable demande une responsabilisation par des taxes environnementales. Loin de s'en inquiéter, il faut souhaiter leur déploiement.

De même, l'économie est perdante si certaines entreprises peuvent faire jouer la concurrence fiscale et aboutir à une course au moins-disant. En effet, cela est source de distorsion de concurrence et de pouvoir de marché, ce qui nuit à l'innovation et aux gains de productivité. En outre, nous avons tout à gagner à voir les pouvoirs publics disposer des moyens pour assurer correctement éducation, santé, protection sociale ou infrastructure. Bien sûr, l'Etat souffre d'inefficacités mais réduire ses ressources, c'est peut-être forcer à couper davantage dans ce qu'il fait bien que dans ce qu'il fait mal !

Gestion

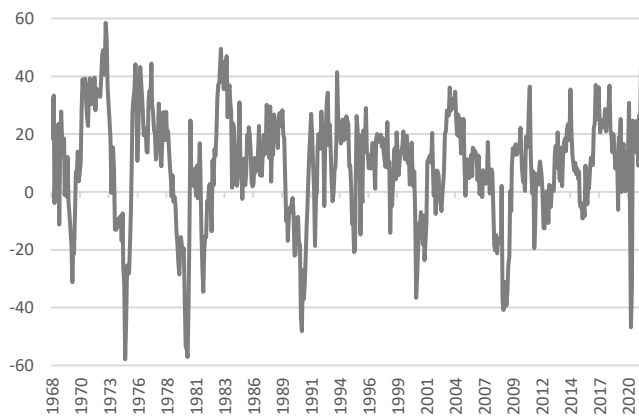
Au total, la perspective de nouveaux impôts ou du relèvement d'impôts existants, même si le chiffre d'affaires de certains secteurs et l'optimisation fiscale doivent s'en ressentir, ne doit pas vue comme une raison de se détourner de l'investissement en actions.

Etienne de Callatay – etienne.decaltatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

L'optimisme économique continue de croître ...

L'optimisme à l'égard des perspectives économiques a été conforté au cours des derniers mois. Aux États-Unis, par exemple, les attentes des entreprises telles qu'exprimées dans l'indicateur **Philly Fed**, un indicateur avancé agrégé de l'activité économique, ont atteint leur **plus haut niveau en un demi-siècle**.



Source : Federal Reserve de Philadelphia

Les industriels américains étaient déjà devenus nettement plus positifs ces derniers mois. Récemment, et même si certains sous-secteurs continuent de souffrir, les opérateurs dans le domaine des services affichent eux aussi une nette amélioration de ce à quoi s'attendre. D'après l'indicateur ISM services, l'optimisme n'a jamais été aussi élevé au cours du dernier quart de siècle.



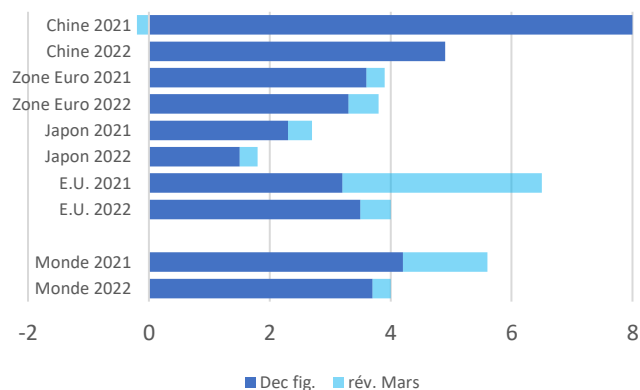
Source: Bloomberg – ISM Services

... entre autre grâce au support gouvernemental supplémentaire ...

L'optimisme des producteurs américains a une double explication. Tout d'abord, il y a la diminution significative du nombre de cas positifs à la Covid et d'hospitalisations subséquentes. La campagne de vaccination réussie joue évidemment un rôle important à cet égard : à ce jour, plus de 100 millions d'Américains ont déjà eu une première dose et près de 60 millions (17% de la population) sont déjà entièrement vaccinés. En outre, il y a le « **stimulus Biden** » qui

booste encore davantage l'économie américaine. Le fait que ce plan additionnel (de près de 2000 milliards de dollars) a été approuvé presque dans son intégralité et à une vitesse record a aussi été positivement reçu. C'est en partie la raison pour laquelle l'OCDE a **considérablement rehaussé ses prévisions de croissance** économique pour les États-Unis et pour l'économie mondiale, tant pour cette année que pour 2022.

OCDE Prévisions de croissance



Source: OCDE, Orcadia A.M.

En Europe – avec le Royaume-Uni comme exception à la règle – la campagne de vaccination est moins réussie. Cela entraîne non seulement une troisième vague, et ses conséquences économiques immédiates comme des confinements dans plusieurs pays, mais c'est également de nature à retarder de plusieurs mois la reprise économique du continent. Toutefois, nous constatons également une augmentation sensible de l'optimisme chez les industriels. Parce qu'ils s'attendent à pouvoir exporter davantage vers les États-Unis et la Chine, le chiffre PMI de la zone euro est presque aussi élevé qu'aux États-Unis, et en Allemagne, avec son économie orientée vers la grande exportation, l'optimisme est encore plus élevé qu'aux États-Unis.

... mais aussi suite aux dépenses attendus du consommateur

Outre les aides d'État, on s'attend – ce que nous croyons justifié – à ce que le consommateur, une fois qu'il aura recouvré la liberté de faire des emplettes comme il l'entend, dépense au moins une partie des économies qu'il a été contraint de constituer l'année écoulée. Les économistes estiment que les « économies excédentaires » aux États-Unis s'élèvent à environ 2 000 milliards de dollars. Même si seulement une partie était dépensée, ce serait un coup de pouce important pour l'économie. Une estimation de ce « gisement d'épargne » n'est pas disponible pour l'ensemble de la zone euro, mais l'injection potentielle de dépenses supplémentaires est susceptible de se chiffrer en centaines de milliards d'euros.

Le support massif peut mettre de la pression sur les prix...

JP Morgan estime le soutien monétaire et budgétaire mondial combiné de l'année écoulée à quelque 20.000 milliards, soit plus de 20 % du PIB mondial. On ne peut exclure que ces sommes colossales exercent une pression à la hausse sur les prix, surtout si la demande est confrontée à une capacité de

production qui ne fonctionne toujours pas de manière optimale. Récemment, cela a déjà été perceptible, par exemple dans l'augmentation des prix des matières premières dans l'industrie et la construction, mais aussi au travers d'une pénurie mondiale de chips. Actuellement, une écrasante majorité (au plus haut niveau des 20 dernières années) des **industriels américains** interrogés disent **voir les prix augmenter**. Certes, c'est dans une moindre mesure, mais le **secteur des services signale une pression similaire** sur les prix, ce qui est quand même plus surprenant compte tenu de la situation difficile dans laquelle se trouvent de nombreuses composantes de ce pan de l'économie.



Source: Bloomberg – "ISM Prices Paid"

... sans qu'il faille s'attendre à un resserrement monétaire

Nous nous préparons à ce que cette pression sur les prix déclarée par les producteurs se traduise par **une inflation supérieure à la moyenne** au cours des prochains trimestres. Toutefois, **nous ne pensons pas que l'inflation va s'emballer**. Corollaire, le fait que l'augmentation restera sous contrôle permettra à la **FED de continuer à mettre l'accent sur le plein emploi** dans le cadre de son double mandat, un plein emploi qui ne sera pas atteint immédiatement. Après tout, bien que 916 000 nouveaux emplois aient été créés le mois dernier – plus que prévu par les économistes –, il reste, en net, que plus de 8 millions d'emplois ont été perdus l'an dernier. **Une première hausse des taux d'intérêt n'est donc pas à prévoir dans l'immédiat**. Dans la **zone euro**, avec ses défis spécifiques, il semble **encore moins probable** que les taux d'intérêt à court terme remontent significativement dans les années à venir.

Des taux en hausse ...

Que le « *plan Biden* », d'annonce politique, puisse devenir réalité presque entièrement et sans délais a été l'élément déclencheur d'une **hausse notable des taux d'intérêt à long terme** aux États-Unis. Cependant, celle-ci doit être mise en perspective. D'un **point de vue historique**, les taux d'intérêt à 10 ans aux États-Unis **restent très bas**.



Source: Bloomberg – taux 10 ans aux Etats-Unis

Une sous-pondération obligatoire reste appropriée, mais nous pensons que la politique de taux d'intérêt de la Fed (taux d'intérêt à court terme qui restera historiquement bas et achats mensuels d'obligations de 120 milliards de dollars) freinera la hausse des taux d'intérêt à long terme. Réduire la sous-pondération obligatoire par **l'achat de titres souverains américains ne nous semble pas être une mauvaise idée** aux niveaux actuels. Dans la zone euro, nous avons également constaté une hausse des taux d'intérêt depuis le début de l'année, mais sensiblement inférieure à celle des États-Unis. Dans la **zone euro**, les anticipations d'inflation restent nettement inférieures à celles des États-Unis, ce qui rend les **obligations indexées sur l'inflation plus attractives** ici.

... ne doivent pas inquiéter un investisseur en actions

Le fait que les taux d'intérêt nominaux ont augmenté au premier trimestre n'est pas inquiétant pour les placements en actions. Cette **augmentation** est due à **une bonne raison**, à savoir aux **perspectives économiques (très) favorables**, qui profiteront à la rentabilité des entreprises. Comme les attentes d'inflation ont augmenté, ce qui ne nous inquiète pas, les taux d'intérêt réels (taux nominaux dont on déduit l'inflation attendue) aux États-Unis ont à peine augmenté. Dans la zone euro, les taux réels ont même atteint de nouveaux planchers. Comme dans la durée les placements diversifiés en actions protègent relativement bien de l'inflation, l'attrait des actions américaines n'a guère été affecté par la hausse des taux d'intérêt alors que les marchés européens ont même gagné en attractivité. Compte tenu des circonstances, **une pondération neutre** des actions nous semble **appropriée** pour le moment. Une **éventuelle correction** de 5 à 10 % serait **une bonne occasion d'envisager une surpondération des actions** au sein d'un portefeuille.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.