

# Insight

Par Esty Dwek, Responsable de la Stratégie de Marchés, Natixis Investment Managers Solutions

## Accros à la relance?

Il est clair depuis un certain temps que les actifs risqués, et les marchés actions en particulier, sont « accros » aux mesures de relance monétaire. Depuis le « taper tantrum », les marchés ont démontré qu'ils nécessitaient des liquidités abondantes et des taux bas de la part de la Réserve fédérale.

Confrontés à une pandémie mondiale, les gouvernements ont copié les banquiers centraux et ont également annoncé des mesures de relance au-delà des attentes du côté budgétaire. Elles étaient censées être temporaires, mais beaucoup ont déjà été prolongées, et tous les yeux sont désormais tournés vers le Congrès américain pour le CARES Act 2.

Aujourd'hui, ce soutien est nécessaire – et pas seulement pour les marchés – mais il y a aussi des conséquences à long terme que les investisseurs choisissent d'ignorer. Dans ce contexte, sommes-nous tous (économies et marchés) devenus accros aux plans de relance ?

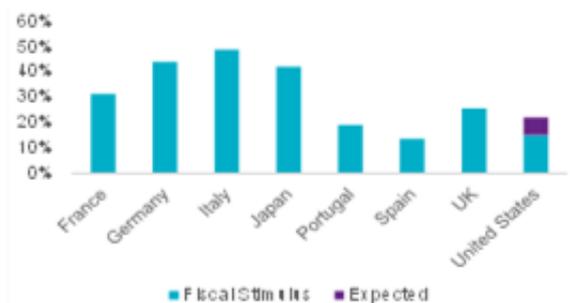
### Jusqu'à présent tout va plutôt bien

La première vague de soutien budgétaire était déjà massive, atteignant l'équivalent d'environ 14 % du PIB aux États-Unis, 33 % en Allemagne et 48 % en Italie. Les estimations sont que globalement, le soutien budgétaire 2020 est de ~ USD20 mille milliard. Ces mesures comprenaient des prêts, des garanties, des subventions, des allocations de chômage, des reports, des réductions d'impôts et des investissements. Couplées à un stimulus monétaire massif, elles ont réussi à éviter le pire scénario et à restaurer la confiance.

La deuxième vague de soutien a commencé, avec l'Allemagne qui a ajouté ~ 4 % de son PIB et 10 milliards EUR pour soutenir le marché du travail. La France a ajouté 4 % de PIB et 35 milliards EUR pour la protection de l'emploi. D'autres pays européens devraient suivre le même chemin. De plus, le prochain Fonds européen pour la relance devrait débuter en 2021 et durer deux ans, déboursant EUR750 milliards en prêts et en subventions en fonction des pays les plus nécessiteux.

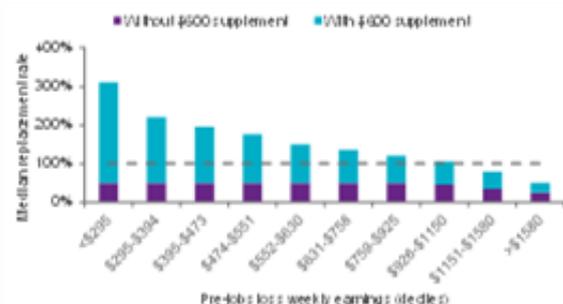
En Asie, le Japon a annoncé un deuxième plan de relance d'une valeur d'environ 21 % du PIB (après un premier plan également d'environ 21 %). Et bien que la Chine n'ait pas mis en place de plans de relance massifs, les responsables politiques se sont concentrés sur le retour du secteur manufacturier aux niveaux de 2019, bien que la consommation ait été plus lente à se reprendre.

Les mesures de relance ont été massives



Source Bruegel, Natixis IM Solutions, 21 septembre 2020

Aux États-Unis, les trois premières phases sont réalisées pour un montant total de USD3 mille milliard. La phase 4 est encore en cours de négociations, mais lorsque les indemnités de chômage sont arrivées à échéance fin juillet, le président Trump a publié des décrets prévoyant un financement temporaire (pour une durée maximale de 6 semaines) des indemnités de chômage de 300 USD par semaine. Toutefois, les lois sur le budget fédéral restreignent le montant des fonds pouvant être redirigés sans l'approbation du Congrès, de sorte que le CARES Act 2 est nécessaire.



Source Benker Friedman Institute, Natixis IM Solutions, 21 septembre 2020

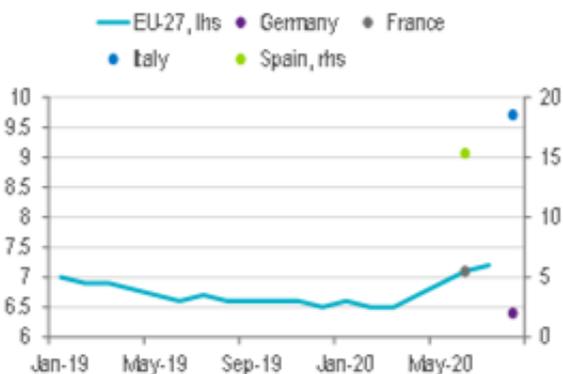
## Accros à la relance

### Il en faut plus

Alors que le soutien a été massif et sur une échelle au-delà de 2008-2009, de nombreux arguments plaident encore en faveur de la croissance mondiale et nous ne sommes pas encore sortis de cette crise. En effet, nous n'avons pas encore vaincu le virus, suggérant qu'il faudra du temps pour revenir à la normale, même si un vaccin devient disponible plus tard cette année ou au début de 2021. Ainsi, un certain nombre de secteurs ne se redresseront pas complètement pendant de nombreux trimestres, et le chômage devrait donc rester élevé pendant un certain temps encore. Les entreprises pourraient ne pas survivre. Et les gouvernements doivent s'assurer qu'ils évitent les vagues de faillites et de chômage. Celles-ci pourraient conduire à une crise financière bien plus aiguë que celle de 2009.

Bon nombre des mesures européennes visaient avant tout la protection de l'emploi, en laissant les gens disloqués ou employés dans des programmes de travail à court terme. En effet, plus de 30 % de la main d'œuvre en France, en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni (45 millions d'emplois) est couverte par un programme de subventions à l'emploi. Un certain nombre de pays ont déjà prolongé ces allocations, mais le chômage devrait augmenter dans les mois à venir, suggérant qu'un soutien continuera d'être nécessaire. De ce fait, bon nombre des nouveaux plans devraient fonctionner bien en 2021, parfois en 2022. En outre, si le Fonds de relance de l'UE a constitué un pas important vers une plus grande intégration et coopération au sein de l'UE, l'échelle pourrait encore ne pas être suffisante.

La persistance d'un chômage élevé est un sujet de préoccupation



Source Bloomberg, Natixis IM Solutions, 21 septembre 2020

Aux États-Unis, plus de 20 millions de personnes ont perdu leur emploi, et moins de la moitié ont été récupérées (le chômage s'élève encore à 8,4 %), ce qui souligne la nécessité d'un soutien continu. Le problème est que les 600 USD d'allocations de chômage précédemment accordés étaient plus importants que ce que beaucoup de gens faisaient travailler, et les

négociations sont donc en cours pour réduire le chiffre global. Jusqu'à présent, la consommation a relativement bien résisté depuis fin juillet car suffisamment d'économies ont été accumulées lors des lock-downs, mais cela ne peut durer que si longtemps. En effet, les ventes au détail pour août ont été inférieures aux attentes, ne progressant que de 0,6 % par rapport à juillet (contre 1 % attendus).

S'il n'y a pas de CARES Act 2, nous prévoyons une forte baisse de la consommation au cours des prochains mois et trimestres, mettant ainsi un frein à la reprise économique. En effet, le CARES Act 1, via le chèque de 1200 USD et les indemnités de chômage de 600 USD, a permis une hausse du revenu disponible de plus de 7 % depuis mars, par rapport aux niveaux d'avant la crise. Si elles ne sont pas renouvelées dans une certaine mesure, la baisse des dépenses finira par se produire.

La consommation américaine résiste, pour l'instant



Source Bloomberg, Natixis IM Solutions, 21 septembre 2020

Cela dit, nous nous attendons à ce que le CARES Act 2 arrive, mais cela pourrait ne pas se produire avant les élections. Alors que le siège de la Cour suprême devrait occuper le devant de la scène lors des élections, le prochain paquet de mesures fiscales est probablement encore à quelques mois. Il s'agit donc d'un risque pour la reprise américaine – même si nous pensons que la consommation va se maintenir – et pour les marchés, où le risque à court terme est plus important selon nous.

### Quand cela sera-t-il suffisant ?

La grande question est de savoir quand le stimulus sera jugé suffisant. À notre avis, il ne s'agit pas seulement d'échelle et de portée, bien qu'elles aient une grande importance. La question est de savoir quelles mesures contribueront à évaluer le succès.

Les mesures du chômage sont traditionnellement utilisées, mais les structures divergentes des marchés du travail en Europe et aux États-Unis suggèrent des chemins très différents. En Europe, les régimes

## Accros à la relance

d'allocations chômage ont réussi à maintenir une grande partie de la population active, alors qu'aux États-Unis, l'idée était d'encourager les entreprises à réembaucher leurs employés au fur et à mesure de leur réouverture. La préoccupation, surtout en Europe, est qu'un certain nombre de secteurs vont mettre tant de temps à se redresser, en particulier dans l'industrie des services, que le chômage va augmenter, ou que les programmes d'emploi à court terme devront être constamment étendus. Aux États-Unis, le chômage pourrait ne pas revenir longtemps sur les estimations de la Fed du plein emploi (~ 4 %).

Si l'on prend l'économie américaine comme exemple, la consommation des ménages est probablement l'un des indicateurs clés. Associée à la confiance des consommateurs et des entreprises, elle a été jusqu'à présent un succès. La baisse des taux d'intérêt à long terme a également contribué à doper le marché immobilier. Malgré la fin du CARES Act 1, la confiance reste forte, mais pour combien de temps ? La situation du virus n'étant toujours pas résolue, les contraintes de croissance vont persister.

### **Nécessité à court terme, conséquences à long terme**

Un certain nombre de risques découlent de cette expansion budgétaire. Le premier est l'inflation, mais, comme évoqué dans des articles précédents, nous ne considérons pas l'inflation comme un risque pour le moment. Certes, le stimulus est massif, mais sur le plan budgétaire, c'est le remplacement des revenus, et non l'augmentation, et sur le plan monétaire, la vitesse de la monnaie reste faible même si le stock a augmenté de manière significative. De plus, la Réserve fédérale, avec sa nouvelle cible d'inflation symétrique, a indiqué qu'elle resterait inchangée même si l'inflation dépasse les 2 %, de sorte que la crainte d'une hausse des taux n'est nulle part à l'horizon.

En outre, la question des niveaux de dette et de déficit devrait préoccuper les marchés. Pour l'instant, cependant, étant donné qu'il s'agit d'une tendance mondiale et absolument nécessaire, certains pays ne seront probablement pas punis. À un moment ou à un autre, il sera important de réduire ces chiffres, mais cela pourrait durer des années. Néanmoins, nous soulignons que l'Europe ne pourra pas se permettre le même déficit que les États-Unis, étant donné le rôle du dollar américain en tant que monnaie de réserve, et étant donné qu'un certain nombre de pays européens périphériques sont déjà entrés dans cette crise avec des niveaux d'endettement trop élevés.

En fin de compte, nous pensons que le grand risque est que les économies deviennent tellement dépendantes des mesures de soutien à l'emploi et à la consommation qu'elles devront être continuellement prolongées – ou qu'une récession se profilera à l'horizon. Du point de vue du marché, la nécessité d'un plan de relance monétaire est évidente. Aujourd'hui, et alors que la crise du COVID se prolonge, les marchés auront également besoin d'un soutien budgétaire continu pour combler les lacunes, à commencer par le CARES Act 2 américain. Plus loin, cette nécessité peut durer jusqu'à ce que nous assistions à une croissance autonome après la pandémie.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France** : le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**En Suisse** : le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

**Au Luxembourg** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique** : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruelles, Belgium.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations. La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document

**NATIXIS INVESTMENT MANAGERS**

RCS Paris 453 952 681 - Capital : €178 251 690  
Société anonyme au capital de €178 251 690  
Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris  
[www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)

**NATIXIS INVESTMENT MANAGERS INTERNATIONAL**

Société anonyme au capital de 51 371 060,28 euros euros - 329 450 738 RCS Paris  
Agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), sous le numéro GP 90-009  
Financiers (French Financial Markets Authority - AMF) under no. GP 90-009.  
Siège social : 43, avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris  
[www.im.natixis.com](http://www.im.natixis.com)