

Lettre n°19

Les élections américaines et la Bourse

« Ne rien affirmer audacieusement, ne rien nier à la légère » Montaigne

En 2016, Trump, tout à ses outrances et son outrecuidance, s'est fait élire sur une thématique « America first », une thématique développée dans les années 30 contre Franklin Roosevelt. Il laisse une Amérique politiquement divisée et économiquement affaiblie par une mauvaise gestion de la crise de la Covid avec plus de 220 000 morts et une prévision de recul du PIB de 4.3% selon le FMI.

Suivons le conseil de Montaigne, cité en exergue, et admettons-le, Trump ne peut se voir reprocher tous les maux de l'Amérique. Si, depuis 1980, le PIB, a été multiplié par trois, le PIB/habitant a seulement doublé, le niveau de vie de la plupart des américains n'a guère augmenté depuis 40 ans, la croissance, d'une décennie à l'autre, ralentit. Les inégalités se sont aggravées, l'espérance de vie régresse pour les blancs, le nombre de pauvres dépasse 40 millions, celui des ménages et notamment l'endettement des étudiants sont problématiques.

Autant de facteurs utiles pour dessiner le cadre structurel mais suivons le conseil d'**Hannah Arendt** «*Penser l'événement pour ne pas succomber à l'actualité* » et, avant le 4 novembre, concentrons-nous sur les élections, sous différents angles, boursier, économique, budgétaire, industriel, politique et international.

Sous l'angle boursier :

La performance hors dividendes de l'indice S&P500 avait été de 42% lors du premier mandat d'Obama, 46% sous le deuxième et elle a été de 67% durant l'ère Trump. Doit-on conclure à la supériorité d'une administration républicaine pour la performance boursière ? Non car chacun est tributaire de la conjoncture économique. Obama a commencé son mandat au cœur d'une crise boursière prolongée jusqu'en mars 2009, Trump connaît, en fin de mandat, semblable mésaventure.

Si Trump a longtemps associé son bilan à la performance de la Bourse, les raisons d'en douter sont multiples :

Premièrement, la baisse de l'impôt sur les sociétés de 35% à 21% ne s'est pas traduite par une augmentation du taux d'investissement et de la productivité des entreprises et en 2019 le taux de marge a enregistré une érosion.

Deuxièmement, si on détaille la performance boursière de 80%, dividendes inclus, enregistrée depuis l'élection de Trump, près de 40% est imputable au *secteur de la technologie*, 10% au secteur de la communication grâce à Alphabet pour 2.7 points, Facebook pour 2 points, Netflix pour un point. 13% résulte de la hausse du secteur de la consommation discrétionnaire porté par la hausse de 320% du cours d'Amazon, une contribution de 5.7 points de contribution à la performance globale. Autant de secteurs souvent critiqués par Trump et portés par une dynamique interne. Ainsi, depuis trois ans, Apple s'est appréciée de 357% et à elle seule explique 9% de la performance de l'indice sur la période et Microsoft de 300% pour une contribution de 7,5 points.

En revanche, les *valeurs de l'industrie pétrolière*, particulièrement celles des pétroles de schistes, tant favorisées par Trump, baissent fortement en Bourse et beaucoup d'entreprises sont très endettées, contraintes à des fusions (exemple de Pioneer) voire exposées à la faillite. Le cours de Schlumberger, une valeur réputée solide a perdu 77% depuis l'élection de Trump. Occidental Petroleum est une pétrolière fragilisée et son cours a perdu 80%. Exxon a abandonné 50% de sa capitalisation et a été sorti de l'indice Dow Jones. A cause de l'effondrement des prix du brut, de l'abandon de nombreux puits, la grande thématique « trumpienne » de l'indépendance énergétique est compromise. Toute la filière pétrolière, soit 5% du PIB et 7 millions de salariés,

est fragilisée et plusieurs projets de pipeline ont été récemment abandonnés. Point n'est question de retrouver la dépendance observée en 2006, avec alors 60% des besoins importés, mais le pays ne sera plus exportateur de brut en 2021.

Il en est de même des *valeurs industrielles*. Trump n'a cessé ses exhortations à une réindustrialiser l'Amérique et a multiplié les droits de douane à l'encontre de la Chine ou de l'Union Européenne pour faciliter le développement des acteurs américains ou la réindustrialisation. En vain. General Electric, longtemps emblème de l'industrie américaine, a perdu 71% depuis l'élection de Trump, Raytheon a abandonné 12% et si Caterpillar s'est appréciée de 121%, sa contribution à la performance globale ne dépasse pas 0.3%. En dépit des droits de douane sur l'aluminium, l'appréciation d'Alcoa, dans l'aluminium, est seulement de 24%.

Le *secteur des financières*, avantagé par rapport au secteur européen car Trump a favorisé un allègement des contraintes réglementaires des banques, montre une appréciation de 40% sur la période mais n'explique que 6 points des 80 points de l'appréciation de l'indice.

Le *secteur de la santé* s'est apprécié de 73%, dividendes inclus, durant le mandat de Trump et explique ainsi 13% de la performance de l'indice S&P500 mais Trump n'a pas eu d'action particulière sinon une influence négative en fin de mandat avec l'évocation d'une baisse des prix imposée des médicaments.

Le montant record des dividendes \$1430 milliards en 2019, la poursuite des rachats d'actions, un facteur expliquant jusqu'à 20% de la performance annuelle de la Bourse, et la poursuite de la réduction du nombre de valeurs cotées en Bourse ont joué un rôle dans l'appréciation du marché. De ces dividendes ou rachats d'actions, on peut avoir deux lectures. L'une favorable à Trump car il a facilité le rapatriement des capitaux placés à l'étranger moyennant une taxe faible, l'autre défavorable à Trump car les entreprises n'ont pas utilisé cet argent à une augmentation de l'investissement.

Sous l'angle économique :

Trump s'était fait élire sur plusieurs promesses :

La promesse d'une croissance annuelle de 4% mais, même en faisant abstraction de l'année 2020, la croissance moyenne, 2.5%, est en ligne avec celle du deuxième mandat d'Obama, 2.4%. Plus inquiétant, après la stimulation sans lendemain de la baisse des impôts en 2017, le ralentissement observé en 2018 et en 2019. En cause, la guerre commerciale avec la Chine, un coût évalué à 1 point de PIB, un pouvoir d'achat des ménages américains amputé par un surcroît d'inflation de 0.5 point, une érosion de la marge et de la compétitivité des entreprises américaines affectées par les tarifs douaniers et les sanctions, enfin, les hausses de taux d'intérêt, de 0.5% pour les TBills début 2016 à 2.5% en décembre 2018. Telles sont les conséquences de la politique de la stimulation en haut de cycle menée par Trump et de sa politique commerciale.

La promesse du Président d'un effacement du déficit commercial a laissé place à une aggravation de ce déficit notamment avec le Mexique et le Canada, deux partenaires clés et le multilatéralisme a été battu en brèche. Globalement, de 480\$ milliards en 2016, le déficit commercial est passé à \$577 milliards en 2019.

Difficile d'escompter une reprise des investissements, sans croissance de la demande, car la dette des entreprises a sensiblement augmenté et la note de crédit des entreprises a été beaucoup dégradée. Ces dix dernières années, l'encours de dette BBB a doublé à \$3000 milliards. La dette BB atteint \$1200 milliards, la dette B est de \$1600 milliards. En revanche, les dettes de qualité sont réduites à portion congrue : \$1600 milliards pour A, \$300 milliards pour AA, et seulement \$70 milliards pour AAA.

Difficile d'éviter une dépréciation du \$ car le « twin déficit » avec un déficit courant passé de 2.1% à 3.5% du PIB et un déficit budgétaire à plus de 16% du PIB en 2020 atteint un niveau record, attestant de l'insuffisance d'épargne du pays et de sa dépendance envers l'épargne internationale. Tout au plus, cette baisse sera-t-elle freinée à court terme si Biden élu, lance un vaste plan de relance qui occasionnerait une tension sur les taux longs.

Sous l'angle budgétaire et financier :

Trump, durant ses quatre années à la Maison Blanche, a augmenté la dette publique de \$4800 milliards, plus de 20 points de PIB ! La réduction d'impôts décidée en 2017 n'a pas stimulé durablement la croissance. Elle coûtera 1900 milliards de dollars sur 10 ans, tempéré par l'effet Laffer.

Les déficits budgétaires se sont envolés parce qu'il y a eu baisse d'impôts et hausse des dépenses militaires. Les Etats-Unis affichent ainsi le plus fort déficit du monde occidental. L'administration fédérale a encaissé des recettes équivalentes à 16% seulement du PIB, niveau le plus bas depuis la 2e guerre mondiale. Le déficit budgétaire est élevé mais les dépenses américaines pour les programmes sociaux sont parmi les plus faibles des pays de l'OCDE et il y a toujours 29 millions d'américains sans assurance santé.

Il y a eu l'erreur d'une stimulation en haut de cycle, un déficit budgétaire à plus de 6% du PIB selon les calculs du FMI. Du jamais vu car, habituellement en haut de cycle, les gouvernements cherchent à générer des surplus et réduire l'endettement. Soumis à cette hérésie budgétaire, le pays se trouve aujourd'hui obligé d'accroître sa dette fédérale de plus de \$2200 milliards en 2020, obligé de tripler son déficit budgétaire à \$3100 milliards, 16% du PIB, un nouveau record au passif de la politique menée par Trump ces dernières années.

Sous l'angle global, public et privé, la dette américaine excède 3x le PIB, approche \$65000 milliards et, selon *Attali*, 63 des 75 plus grandes villes ne peuvent faire face à leurs charges d'emprunt. A cela, il faudrait ajouter les dettes de fonds de pension non provisionnées qui en 2000 ne dépassaient pas 15% et, désormais, atteignent 50%.

Sous l'angle industriel et de l'emploi :

Autant le protectionnisme est envisageable dans des pays émergents soucieux de protéger une industrie naissante et *List* en a été un des théoriciens, autant le protectionnisme est dénué de sens dans une économie dominante comme les Etats-Unis. Aussi avons-nous toujours dénoncé les mesures préconisées par Trump car il est vain de croire à la renaissance d'industries condamnées et il est plus opportun de soutenir des secteurs porteurs. Au mieux, on freine les destructions d'emplois dans les secteurs en difficulté, au pire, on s'attire les foudres de pays comme la Chine qui, à titre de rétorsion achèteront Airbus au lieu de Boeing.

Après 4 ans de présidence Trump, on peut voir le verdict du marché sur cette politique et les chiffres sont en ligne avec notre appréhension de 2016. Le protectionnisme défendu par Trump dans certains secteurs industriels n'a pas permis une réindustrialisation et l'emploi manufacturier ne compte que 12,1 millions de salariés sur plus de 150 millions d'actifs. Constatons la poursuite du recul de l'emploi industriel dans le Wisconsin et la Pennsylvanie, observons depuis l'élection de Trump la diminution de 30% de la production de charbon dans le Wyoming, terre de 40% de la production américaine. Autant d'Etats où les candidats républicains pourraient perdre leurs sièges aux élections car les promesses n'ont pas été tenues.

Autre remarque, les allègements d'impôts ne se sont pas traduits par une augmentation de la marge opérationnelle. Autour de 13.4% pour les sociétés du S&P500 en 2017, elle était inférieure à 13% en 2019 et la croissance de la productivité, 1.8% en 2019, est restée modeste.

Seul point positif du bilan de Trump, mais tous les grands pays l'ont eu en partage et Obama l'avait initié, le plus long cycle de croissance de l'après-guerre avait permis au taux de chômage de tomber à 3.5% en février 2020 et cela avait rendu possible, pour la première fois depuis de nombreuses années, des hausses de salaires des personnes les moins qualifiées. Mais Trump a fait moins bien qu'Obama, 2.6 millions d'emplois créés chaque année durant le deuxième mandat d'Obama, 2.2 millions/an durant les trois premières années de Trump. En 2020, ces bénéfices sont perdus et le taux de chômage atteint 7.9% en septembre.

Sous l'angle de la gestion de la Covid :

L'effort budgétaire, plus de \$2000 milliards, a déjà atteint 12% du PIB, un pourcentage substantiellement supérieur à celui de l'Union Européenne car la faiblesse de la protection sociale, la durée d'indemnisation chômage, variable selon les Etats mais toujours inférieure à 26 semaines, le bas plafond d'indemnisation, exemple \$2200/mois à New York dans l'Etat le plus généreux, l'absence d'amortisseurs sociaux de la crise obligent à des mesures supplémentaires de soutien.

La gestion de la Covid a été, comme en Grande Bretagne, perturbée par la pénurie de lits d'hôpitaux, 2,8/1000 habitants contre 2,5 en Grande Bretagne, 6 en France et 8 en Allemagne, selon les statistiques de l'OCDE. Le débat se poursuit sur l'extension de Medicaid car un adulte sur sept ne se soignerait pas contre la Covid par crainte de coûts élevés et avec l'aggravation du chômage, de nombreux américains perdent leur couverture maladie. Les Etats républicains, hostiles à l'extension de Medicaid invoquent la chute de recettes fiscales.

Sous l'angle politique :

Les défis :

Comme le rappelle **Jared Diamond** dans **Bouleversement**, son dernier livre « Les Etats-Unis nient leurs graves problèmes : la polarisation politique, la faible participation électorale, les obstacles à l'inscription des électeurs sur les listes électorales, l'inégalité, la faible mobilité socio-économique ainsi que la diminution des investissements étatiques dans les biens publics ».

Les enjeux :

Pour la présidentielle, il y a 538 grands électeurs (dont 435 chambres des députés, 100 sénateurs et 3 pour Columbia). Il faut donc 270 pour gagner. A l'exception des Etats du Maine et du Nebraska qui attribuent les grands électeurs proportionnellement, les autres donnent tout au vainqueur. Aux extrêmes de population dans chaque Etat, on a le Wyoming avec 600'000 habitants, le Nebraska avec 3 grands électeurs pour 1.8 million et la Californie avec 55 grands électeurs pour 39 millions d'habitants.

En 2016, le géographe **Kotkin** a montré que Clinton avait gagné dans les Etats caractérisés par la prédominance de l'économie immatérielle et Trump dans les Etats spécialisés dans la production de biens tangibles. En 2020, parmi les « swing states », les Démocrates semblent avoir un clair avantage dans le Minnesota et le Wisconsin qui dénombrent chacun 10 grands électeurs et le Michigan 16 et un avantage plus tangent en Floride 29, Pennsylvanie 20, Géorgie 16, Caroline du Nord 15, Arizona 11, Nevada 6.

Au Sénat, il y a 35 sièges à renouveler dont 23 détenus par les Républicains. Les Républicains sont assurés de garder la Louisiane, le Mississippi, l'Arkansas, le Tennessee, l'Oklahoma, le Nebraska, le Wyoming, le Dakota du Sud, l'Idaho et la Virginie. En revanche, les Républicains pourraient perdre des sièges clés au Sénat en Caroline Nord, au Texas (38 grands électeurs, 2^{ème} plus important après la Californie) et en Arizona, dont la composition démographique a évolué avec l'afflux d'anciens urbains retraités, souvent démocrates, au Colorado, en Iowa, au Montana, dans le Maine et en Géorgie et ainsi, ils abandonneraient le contrôle du Sénat. Également, hautement symbolique la bagarre pour la Caroline du Sud entre le sortant Républicain, Lindsey Graham, proche de Trump et l'avocat afro-américain démocrate Jaime Harrison. Trump n'a pas répondu aux attentes des défavorisés mais à celles des plus riches. Les Démocrates devraient perdre l'Alabama mais pourraient gagner le Sénat.

Les scénarii :

Attendu qu'il paraît impossible de concevoir un scénario de victoire totale de Trump car il est peu probable pour lui de récupérer la majorité au Congrès, le risque serait alors, à nouveau, des discussions sans fin pour parvenir à des arbitrages financiers. Attendu que la conjoncture économique ne permettrait pas à un Trump réélu d'envisager de nouvelles baisses d'impôts sur les sociétés, le meilleur scénario à court terme pour la Bourse serait une large victoire de Biden, une victoire assurant aux Démocrates un contrôle du Congrès et du Sénat, une victoire permettant la mise en œuvre d'un plan de relance ambitieux de \$2000 milliards.

A l'inverse, l'hypothèse d'un résultat indécis ne serait pas favorable à la Bourse car il reviendrait à la Cour Suprême de devoir prononcer le résultat du scrutin comme en 2000 pour Bush contre Al Gore avec un second comptage des voix en Floride. Al Gore avait pourtant eu au niveau national 540'000 voix de plus que son rival. En 2016, Hilary Clinton eut 3 millions plus de voix que Trump mais si elle gagna la Californie avec 3.5 millions de voix d'avance, elle perdit le Michigan, le Wisconsin et la Pennsylvanie pour 80'000 voix. En d'autres termes, comme l'écrivait **Umberto Eco** dans « **N'espérez pas vous débarrasser des livres : « Si l'avenir est l'avenir, il est toujours inattendu »**. Au regard du découpage électoral, les Démocrates, pour gagner ont besoin de 4 à 5 points d'avance.

Le programme de Biden est-il mauvais pour la Bourse ?

Biden a pour objectif de financer \$2000 milliards sur 4 ans pour le « green deal » contre le réchauffement et de réintégrer l'Accord de Paris dont la sortie effective était prévue en 2021. Il préconise une taxation des revenus du capital à 39% contre 24% aujourd'hui si le montant excède \$1million, il envisage de porter le taux marginal de l'impôt sur le revenu de 37 à 39.6% et l'impôt sur les sociétés de 21 à 28%, soit \$4000 milliards de recettes fiscales sur dix ans. Mais ne nous inquiétons pas pour la Bourse car peu d'entreprises paient l'impôt au taux facial du fait de nombreuses possibilités d'amortissement et de déductions. Parallèlement, il veut accroître le salaire minimum fédéral de \$7.25/heure à \$15 là où il n'existe pas encore. Également, il prévoit \$1600 milliards sur 4 ans pour l'éducation et l'université, une nécessité aujourd'hui car les Etats-Unis sont distancés dans les classements PISA. Ajoutons des programmes ambitieux dans les infrastructures. Enfin, une extension de la taxe de 12% sur la Social Security (utilisée au financement de la santé et de la retraite) pour ceux dont les revenus excèdent \$400'000.

Si les démocrates obtiennent la majorité au Sénat, ils pourraient réfléchir à l'ajout de 3 membres à la Cour Suprême pour tempérer la majorité républicaine de 6 à 3 que Trump a pu constituer avec la nomination de trois membres. Les Démocrates pourraient également envisager la création de deux nouveaux Etats, Porto Rico et Colombus, et disposer ainsi de quatre sièges supplémentaires au Sénat.

Sous l'angle international : « La faiblesse de la force est de ne croire qu'à la force » Paul Valéry.

Telle a été la démarche d'un Trump, fantasque, clivant, tout à ses bravades, tout à ses foucades, à ses provocations pour bousculer la scène internationale. Il a été prompt à vanter ses succès mais, avec le recul, on mesure la petitesse du bilan, l'ampleur des fractures avec les alliés historiques et l'incidence des échecs avec la Chine. Examinons le bilan :

Echec en Afghanistan avec un retrait amorcé des troupes et une place laissée aux talibans désormais maîtres du jeu.

Echec en Corée du Nord : la dénucléarisation était souhaitée, Trump s'est très engagé. Le Président américain a effectué une visite improbable à l'un des Etats les plus pauvres et l'un des régimes les plus controversés. Sans succès et, pire, la semaine dernière Kim s'est permis de narguer les américains et de présenter un nouveau missile intercontinental.

Echec avec l'Iran : car la politique de Trump a permis aux conservateurs de se renforcer et a fragilisé Rohani. Si Trump est réélu, les conservateurs iraniens auront toute chance de l'emporter face aux modérés aux élections de 2021. Trump n'a pu obtenir à l'ONU la semaine dernière la prorogation de l'embargo sur les ventes d'armes. Trump, sans le vouloir, a poussé l'Iran à consolider ses liens avec la Russie et à négocier un partenariat de 25 ans avec la Chine, une opportunité pour les chinois d'acquérir du pétrole à bas prix. Si Biden est élu, l'Iran fera des concessions sur sa présence en Irak où elle est peu appréciée des nouveaux gouvernants, voire au Yemen et probablement sur l'enrichissement de l'uranium mais, en revanche, le pays voudra garder ses missiles.

Echec avec le Mexique pour la construction du mur. Moins de 200 des 800 kilomètres ont été construits et les mexicains ont refusé, à juste titre, de le financer.

Conséquences à envisager d'une éventuelle victoire de Biden, de moindres tensions avec les alliés et des rapports moins heurtés avec la Chine. Ne rêvons néanmoins pas à un monde idyllique. L'intégration européenne, ambition du tandem Macron-Merkel pourra être freinée par l'espoir de pays comme la Pologne de s'appuyer à nouveau derrière le parapluie américain. Avec la Chine, Biden illustrera la maxime de **Théodore Roosevelt** «*Parlez doucement mais brandissez un gros bâton* ». La politique sera moins brutale mais sans doute plus ferme avec un éventuel retour au TPP, l'accord TransPacifique initié par Obama pour opposer un front uni de toutes les démocraties asiatiques, aux ambitions chinoises. Au Moyen-Orient, le plus fragilisé serait MBS, jusqu'alors bénéficiaire d'un soutien sans faille de Trump.

Conclusion : « *Ne pas prévoir, c'est déjà gémir* » *Léonard de Vinci*.

Sous l'angle économique, Trump, pénalisé par sa mauvaise gestion de la Covid termine sur un bilan mitigé et dans sa lutte contre la Chine, cette dernière peut se targuer d'une reprise et d'un renforcement de son poids relatif dans l'économie mondiale.

Sous l'angle financier, les marchés de taux semblent anticiper une victoire de Biden et un plan de relance substantiel car les taux longs à 10 ans se sont récemment tendus. L'affaiblissement du \$ serait limité à court terme par l'attraction du différentiel de taux, les marchés actions seraient orientés à la hausse et, à l'horizon des prochains mois, nous escomptons toujours l'incidence positive d'un vaccin.

Sous l'angle boursier, l'histoire récente montre une meilleure performance des Bourses sous des présidences démocrates que républicaines, notamment avec Clinton entre fin 1992 et fin 2000 (+15%/an) et Obama entre fin 2008 et fin 2016 (+12%/an), une performance négative sous les deux mandats de Bush Jr et positive avec Trump.

Sous la présidence Trump, 227 valeurs de l'indice S&P500 dividendes inclus, ont enregistré des performances négatives ou des performances ne couvrant pas l'inflation. C'est un chiffre important pour relativiser la performance du marché. Dans le même temps, les fameuses 5 GAFAM expliquent 27.5% de la performance et si on additionne les secteurs de la technologie, de la communication et Amazon, classée dans la consommation discrétionnaire, on a 57% de la performance de la Bourse des quatre dernières années. Vu autrement, si on exclut les 5 GAFAM et Netflix, l'appréciation du marché n'aurait pas été supérieure à 46%.

L'appréciation de la Bourse est indéniablement concentrée et on comprend ainsi la sous-performance et les déceptions de beaucoup d'investisseurs.

Les dividendes représentent près de 20% de la performance boursière. Et, à cette contribution, ajoutons l'incidence des rachats d'actions, \$600 à \$800 milliards chaque année.

La hausse de la Bourse a accru les inégalités puisqu'1% des américains détiennent 56% des actions et 10% près de 90%.

Le meilleur cas de figure pour la Bourse serait une victoire totale du camp Démocrate, le contrôle des deux chambres et de la Présidence permettant la mise en œuvre d'un plan de relance audacieux. Les hausses d'impôts prévues par Biden devraient être différées pour cause de récession et les relations internationales apaisées. Le pire des cas serait un résultat d'élection contesté par Trump et un embrasement du pays. Chacun a pu s'étonner récemment du refus de Trump de dénoncer les suprémacistes blancs, un « **pacte avec le diable** » pour reprendre l'expression de *Stiglitz*. Entre les deux, un scénario gris sans majorité dans les deux chambres pour Biden ou pour Trump. Donc, à nouveau, une difficulté du Président à faire voter ses réformes, un blocage du système et des jeunes de moins en moins enclins à soutenir la démocratie selon *Yascha Mounk*, dans son excellent livre, « **Le peuple contre la démocratie** », ils ne seraient déjà plus qu'un tiers !

Genève, le 23 octobre 2020



Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion