

Lettre n°25

Que pouvons-nous attendre de la Présidence Biden ?

« C'est le fait d'un homme sage que de tirer profit de ses ennemis ». Xénophon

Le seul réel précédent à l'invasion du Capitole de début janvier, c'est l'assaut lancé par les troupes britanniques en 1814, l'incendie du bâtiment sous la présidence de James Madison. Un assaut étranger et non d'une fraction d'opposants. En d'autres termes, cette polarisation de la société américaine n'a pas d'équivalent dans l'histoire du pays et on comprend la priorité d'un retour à l'unité énoncée par Jo Biden, inspiré peut-être par la maxime de Xénophon en incipit de cette Lettre. A cette ambition s'en ajoutent deux autres, l'une économique, tout faire pour oublier la récession, l'autre géopolitique, tout faire pour pacifier le camp occidental et restaurer le multilatéralisme. Ces trois points méritent des développements et permettront de réfléchir à la Bourse américaine, aux taux, à l'inflation et au \$.

1. L'économie :

La croissance économique moyenne durant les trois premières années du mandat de Trump a été de 2.5%, comparable à celle enregistrée sous l'ère Obama, 2.3%. Les créations d'emplois ont été similaires. 12.2 millions sous Obama, 6.6 millions sous Trump.

Mais la crise a cassé cette dynamique et, aujourd'hui, l'enjeu est double, corriger les erreurs de Trump qui, derrière une rhétorique libérale, a mis en œuvre des mesures protectionnistes et sortir le pays de la récession occasionnée par la Covid.

- Réparer les erreurs de politique économique de Trump :

C'est principalement deux choses : à court terme, abandonner le protectionnisme et, quand cela sera possible, rétablir l'équilibre budgétaire. En prônant le protectionnisme, Trump avait bousculé les Républicains, traditionnels avocats du libre-échange. En imposant des droits de douane sur l'acier, il avait agi contre le credo universel du libéralisme à savoir l'inutilité de la défense d'industries à terme condamnées, surtout si d'inévitables mesures de rétorsion pénalisent des industries à haute valeur ajoutée, porteuses d'avenir comme l'aéronautique ou la haute technologie.

Les déceptions du bilan sont patentes : les droits de douane imposés aux produits chinois ont au mieux provoqué des délocalisations d'usines de Chine vers le Vietnam ou le Bangladesh mais guère de rapatriements d'usines aux Etats-Unis. Les droits de douane sur $\frac{3}{4}$ des importations américaines de Chine n'ont pas freiné les exportations chinoises vers les Etats-Unis. Trump affichait haut et fort sa détermination à réduire voire supprimer le déficit commercial avec la Chine. Bien au contraire, il a augmenté en 2020 de 7% à \$317 milliards. L'industrie de l'acier qu'il voulait protéger, ce n'est que 150000 salariés pour une population active de 165 millions. Les relocalisations souhaitées par Trump ont été modestes, les emplois industriels ont diminué de 165000 depuis janvier 2017, la relance ambitionnée du charbon n'a pas empêché la poursuite des fermetures... Toujours, sous l'angle commercial, la sortie de l'accord TPP, TransPacifique, signé par Obama avec une pléiade de pays représentant 45% des échanges internationaux et destiné à encercler économiquement la Chine a été une grossière faute, car seuls, les Etats-Unis, ne peuvent guère obtenir beaucoup de concessions de la Chine. La Chine s'est habilement enfoncée dans la brèche pour négocier un accord de libre-échange avec les pays asiatiques. Biden, avocat d'un ordre international libéral, devrait faire évoluer la situation.

Le rétablissement de l'équilibre budgétaire, quand la situation économique le permettra, doit être un objectif affiché. Trump a abaissé les impôts, abrogé l'impôt plancher pour les particuliers et pour les entreprises, apportant ainsi satisfaction au camp Républicain mais il n'a pas réduit les dépenses et ainsi, en 2019, en haut de cycle, les Etats-Unis affichaient un déficit de 4.6% du PIB, un record. La dette publique fédérale, après augmentation de \$7000 milliards sous Trump, dont \$4000 milliards en 2020 à \$21600 milliards, hors entités fédérées, est à 101% du PIB. Ceci, avant prise en compte des plans récents de \$900 milliards, puis \$1900 milliards et en attendant celui annoncé pour février. Le ratio d'endettement va sensiblement s'accroître car le déficit budgétaire, \$5300 milliards cette année, selon les estimations du Congrès, représentera comme en 1945, 25% du PIB, après 16% en 2020.

La reprise de l'économie intervenue, Biden pourrait en application de son plan, et dans un souci d'équilibre budgétaire, majorer le taux d'impôt sur les sociétés de 21% à 23% ou 25%, imposer un taux plancher pour ne pas permettre à certaines sociétés d'échapper à l'impôt, accroître les prélèvements de sécurité sociale sur les salaires supérieurs à \$400 000. Il lui faudra obtenir une majorité au Sénat, mais ces mesures n'auraient pas d'incidence boursière.

- Sortir le pays de la crise :

Entre 2009 et 2019, les Etats-Unis étaient parvenus à créer 22 millions d'emplois et, en février 2020, le taux de chômage, 3.5%, était à un plus bas historique. Aujourd'hui nous sommes à 6.7%, soit 10.7 millions de chômeurs, un chiffre supérieur au pic de 2009, chiffre auquel s'ajoutent 6.2 millions en travail partiel imposé et 7.3 millions, sortis du marché du travail mais désireux d'y revenir. Récemment, les inscriptions hebdomadaires au chômage augmentent, 965 000 le 9 janvier, les ventes de détail, en décembre, ont baissé mais nous anticipons une amélioration dans quelques mois et pensons qu'à la différence de la crise de 2007-2009, il ne faudra pas six ans pour retrouver le taux de chômage d'avant la crise. Dans l'intervalle, l'exceptionnel niveau d'épargne, 12.9% en novembre à comparer avec 7.5% un an plus tôt et la stabilité des revenus en 2020, permise grâce aux aides budgétaires, offrent un potentiel de rebond à la consommation.

Des \$1900 milliards prévus dans le plan d'aides, la moitié sont des compléments de revenus et la moitié destinés à gérer la crise de la Covid et ses incidences. Dans ce pays, sans beaucoup d'amortisseurs sociaux, car l'Etat Providence ne représente que 18% du PIB contre 26% en Allemagne et 31% en France, ces dépenses s'imposent car, selon les chiffres officiels, un américain sur sept, même un sur cinq parmi les hispaniques et les noirs, ont des difficultés à se nourrir et, selon le Conseil des gouverneurs de la FED, 40% des américains ne peuvent faire face à un imprévu supérieur à \$400. En février, un nouveau plan, « Build Back Better », à la tonalité rooseveltienne, devrait être présenté pour investir dans les infrastructures et la lutte contre le réchauffement climatique.

Le sujet de la dette est, selon certains économistes, secondaire car les Etats-Unis ont le privilège de s'endetter dans leur devise mais on ne peut ignorer le déficit structurel d'épargne du pays, 18.3% du PIB, en rapport du taux d'investissement à 21.5% du PIB. Il ne faudrait pas assister à une défiance envers le \$ car, avec une dette extérieure nette, déjà à 68% du PIB, la monnaie pourrait se déprécier sensiblement.

A ce jour, le problème ne se pose pas car les Etats-Unis attirent l'épargne mondiale : les achats nets d'actions par les non-résidents représentent 2% du PIB/an et les achats nets d'obligations par les non-résidents dépassent 5,5% du PIB et, ainsi, on comprend le bas niveau des taux à 30 ans, à moins de 2%.

Pour freiner les hausses de taux, la FED va poursuivre ses rachats au rythme de \$120 milliards/mois dont \$80 milliards de Treasuries et \$40 milliards de MBS (Mortgage Backed Securities). Depuis le début de la crise, le bilan de la FED a augmenté de plus de \$3000 milliards car elle a acquis près de 60% de la dette émise. Ainsi, nous ne croyons pas à une envolée des taux longs, même si, de 0.50% en juillet pour les taux à 10 ans, on est passé à 1.15% récemment, pour le plus grand bénéfice des valeurs bancaires en Bourse.

2. Le politique :

Les fractures ne datent pas d'hier, l'histoire américaine, de Lincoln en 1865 à Kennedy en 1963, compte en un siècle quatre présidents assassinés, le Capitole de Californie a été pris d'assaut par les Black Panthers en 1967, un immeuble fédéral a été pris pour cible en 1995 à Oklahoma city.

La victoire de Biden est incontestable et Donald Trump, en dépit de tous les efforts déployés, de toutes les pressions exercées et de toutes les allégations diffusées sur Twitter, n'a eu gain de cause dans aucune de ses procédures devant les tribunaux, pourtant souvent contrôlés par des Républicains. 51.3% pour Biden, 46.5% pour Trump, 81 millions de voix pour le premier, 74 millions pour le second, c'est le plus gros écart enregistré depuis 2008.

Indéniablement, le système électoral américain est obsolète, qu'il s'agisse de l'octroi de tous les grands électeurs d'un Etat au vainqueur et non, à l'exception du Maine et d'un autre Etat, à la proportionnelle, qu'il s'agisse de l'avantage conféré, pour les sénatoriales, aux régions rurales peu peuplées de tradition Républicaine par rapport aux Etats côtiers, peuplés, de tradition Démocrate et qu'il s'agisse, enfin, de l'absence de limites aux budgets de campagne (\$1.6 milliard pour Biden, \$1 milliard pour Trump), choquante car elle peut gêner la liberté d'action des élus.

A l'étranger, du Zimbabwe à Poutine en passant par la Chine, beaucoup ont daubé sur la démocratie en Amérique. Indéniablement l'image est abîmée et il sera longtemps malaisé aux Américains de faire des leçons à différents Etats sur leurs élections mais on doit se féliciter de la résistance de la démocratie américaine, de l'alternance permise et du rejet par l'opinion de Trump après cette triste journée de début janvier. Le sondage mené par Pew Research Center est sans appel. De tous les présidents, Trump, avec 29%, quitte la Maison Blanche avec le plus faible pourcentage de satisfaits et 68% ne souhaitent pas une nouvelle candidature de sa part.

Néanmoins, le pays est fracturé, la majorité à la chambre des Représentants n'excède pas quatre sièges et au Sénat, la voix de Kamala Harris offre un avantage léger aux Démocrates. Le chef des Républicains au Sénat, Mc Connell, a pris ses distances avec Trump, comme un certain nombre de Républicains susceptibles de voter certaines mesures Biden mais il y aura une fraction d'irréductibles opposants emmenés par Ted Cruz et quelques autres.

Le rêve américain, pour reprendre l'expression d'un historien américain, James Adams dans un livre publié en 1931 « Epic of America » d'offrir les mêmes chances à chacun est singulièrement écorné. la méritocratie ne joue plus. Selon une étude d'Harvard, les enfants nés avant 1940 aux Etats-Unis avaient 9 chances sur 10 de gagner plus que leurs parents, ceux nés fin des années 90 n'ont que 50%. Et, comme le note Stiglitz, prix Nobel dans « People, pouvoir et profit », le revenu par habitant a pratiquement stagné aux Etats-Unis ces quarante dernières années alors qu'il a été multiplié par dix en Chine.

En résumé, Biden a raison de prêcher l'unité et il est probablement très bien dans ce rôle, il dispose d'une équipe expérimentée et composée de modérés, mais ce n'est pas gagné. Il a cent jours de grâce et dans un an commencera la course pour les élections de mi-mandat. La priorité affichée, c'est la lutte contre la Covid, 100 millions de personnes vaccinées dans les cent jours car le pays qui ne représente que 4% de la population mondiale enregistre 400.000 morts, soit 20% des morts de cette maladie dans le monde et d'ici mi-février, il y aura 100 000 morts supplémentaires à déplorer. Plus fondamentalement, il lui faudra revenir sur la politique de la santé. On saura prochainement si la Cour Suprême suit Trump dans sa volonté de démanteler la loi Obamacare mais la première économie du monde, le pays qui, en pourcentage du PIB, dépense le plus pour sa santé, 17% du PIB, ne peut tolérer une diminution de l'espérance de vie à 75,8 ans pour les 330 millions d'américains, contre 77 ans pour les chinois et plus encore pour les européens. Et, on ne peut tolérer avec des dépenses aussi élevées d'avoir 30 millions de personnes sans assurance maladie. Il faut promouvoir l'assurance, développer les génériques, réduire les coûts de fonctionnement. Ensuite, il va falloir investir dans l'éducation car les Etats-Unis, malgré une forte inflation des coûts, perdent leur primauté.

Sur les GAFAM, soutien électoral de Biden, il est peu probable d'assister à un démantèlement mais éventuellement des avancées sur la protection des données ou sur un contrôle des intrusions étrangères, des appels à la violence et de la désinformation. Sur le climat, une taxe carbone est improbable, des mesures sur une réduction de la consommation de carburant sont possibles. Significativement, les deux meilleurs secteurs en Bourse depuis l'annonce de l'élection sont la technologie et l'énergie.

Comme dans notre Lettre du 9 novembre, nous pensons que Trump ne sera pas président en 2024 car d'autres visages vont apparaître au parti républicain mais, dans l'intervalle, fort des \$250 millions de soutien reçus récemment, il pourrait alimenter les débats et entretenir les polémiques. « Sans les tweets je ne serais pas là » déclarait-il au Financial Times en 2017. Aujourd'hui, coupé du lien avec ses supporters, lâché par Fox News qui a jugé le discours de Biden, comme le meilleur de l'histoire, il va lui falloir trouver un autre canal d'expression.

3. La géopolitique :

Indubitablement, l'équipe de Biden est désireuse de renouer les liens avec le camp occidental, Europe et Asie. Mais, ne rêvons pas car la guerre économique pour les parts de marché est une réalité et les pays occidentaux sont les premiers concurrents des groupes américains. Si, depuis 2008, par exemple les banques européennes ont dû acquitter aux américains \$16 milliards d'amendes, si Airbus a dû verser \$3.6 milliards, si Alstom a dû payer \$800 millions, demain ne sera pas sans risques de nouvelles amendes. Points déjà au crédit de cette nouvelle administration, l'opinion favorable à une taxe sur les GAFAM dans le cadre de l'OCDE, l'entrée à nouveau de l'Amérique dans les accords de Paris sur le climat, le retour dans les différentes instances multilatérales de l'ONU. Autant d'initiatives réjouissantes et appréciées des marchés financiers, hostiles aux foudres intempestives.

Envers la Chine, on peut se demander si Biden réussira à forger un front uni, si le partenaire américain sera considéré comme fiable, s'il prendra le risque de se priver des potentialités du marché chinois ? Quelles perspectives pour les droits de douane sur \$370 milliards d'importations de Chine ? Quid de l'accord chinois, non tenu, d'un achat accru de produits américains ? Quid de la liste des participants au sommet des nations démocratiques qu'il désire organiser ? Faut-il inviter Taiwan, inclure l'Inde qui bafoue chaque jour un peu plus la démocratie... Beaucoup de questions auxquelles il est tôt pour répondre.

Autre ambition de Biden, faire rentrer l'Iran dans l'accord nucléaire de 2015, amendé pour tenir compte de l'évolution de la situation. On en mesurera prochainement l'impact pour le marché pétrolier.

Conclusion : « *J'ai une idée claire des américains après la guerre : un souci fort de sécurité, un combat pour la démocratie, l'intention d'être le chairman du système économique international* ». De Gaulle en 1942.

Telle semble être à 80 ans d'intervalle, l'ambition de Biden pour les années à venir. A l'horizon 2022, on affichera deux points :

- Optimisme macro-économique sur la croissance américaine en 2021 et 2022 :

A court terme, la Covid impacte l'économie mais si un tiers de la population est vacciné d'ici quatre mois, alors les personnes les plus âgées, les plus à risque, seront immunisées, la mortalité provoquée par cette maladie chutera et les hôpitaux seront désengorgés. La croissance, proche de 5%, sera favorisée par l'utilisation de l'épargne accumulée ces derniers mois et par une ampleur sans précédent des plans de relance, souvenons du plan Obama en 2009 à « seulement » \$1900 milliards. Autant de facteurs au bénéfice des entreprises et donc de la Bourse.

- Optimisme micro-économique sur la réactivité américaine :

A l'échelle planétaire, les américains ont été les plus rapides à produire des vaccins et les sociétés gagnantes de cette mutation du capitalisme, les sociétés du numérique, spécialement Amazon ou Zoom, sont américaines.

La performance du Nasdaq depuis le début de cette crise n'est pas un hasard. On peut critiquer la tendance oligopolistique du capitalisme américain mais le terreau de l'innovation demeure et, fortes de \$3400 milliards de liquidités les entreprises devraient multiplier les acquisitions. Autant de facteurs d'animation du marché boursier.

Genève, le 25 janvier 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.