

Lettre n°69

Les nouveaux visages de la mondialisation (1) : Etats-Unis, 11 avantages à exploiter.

« Ils sont très durs les Américains, ils sont voraces, ils veulent un pouvoir sans partage sur le monde. C'est une guerre inconnue, permanente, sans mort apparemment et pourtant une guerre à mort ». François Mitterrand dans un entretien avec Georges Marc Benhamou en 1994.

Ce propos de Mitterrand, allié inconditionnel des Etats-Unis lors de la guerre du Golfe, atlantiste convaincu, reflète bien la relation d'attraction et de rejet suscitée par la puissance américaine.

Aussi, en s'appuyant sur les chiffres allons-nous essayer d'arriver à une conclusion objective, de démontrer que l'économie américaine n'est pas en déclin et que la prime sur le marché boursier américain, l'écart de plusieurs points entre le PER, Price earning ratio, du marché américain et des autres marchés, est justifiée.

Pour étayer ces affirmations, on s'appuiera sur les 11 points ci-dessous :

- ***L'avantage de la résilience :***

L'économie américaine est plus résiliente que les autres économies de la planète. En 2020, lors de la crise de la Covid, le PIB avait reculé de 3.4% aux Etats-Unis, 6.4% en Europe. En 2009, le PIB américain avait baissé de 2.6%, le PIB européen de 4.6% et les économies européennes avaient rechuté en 2011-2012 lors de l'épisode de la crise grecque. Et, on pourrait multiplier les comparaisons en remontant dans le temps.

Depuis 1945, le pays a subi une douzaine de phases de récession, celle qui est escomptée par les marchés devrait être de faible ampleur.

- ***L'avantage d'une croissance supérieure :***

La croissance est plus forte aux Etats-Unis qu'en Europe : ces deux dernières décennies, selon les statistiques récentes de l'Eurogroup, le PIB/habitant s'est accru de 29% aux Etats-Unis contre 22% en Europe.

Le PIB chinois, d'ici 2030, va certes dépasser le PIB américain mais l'essentiel pour un peuple, c'est le PIB/habitant, quatre à cinq fois supérieur aux Etats-Unis. La Chine n'a pas et n'aura peut-être jamais le PIB/habitant d'un pays riche car il reste plus de 300 millions de pauvres. La Chine, dans le monde, n'est qu'au 75^{ème} rang pour le PIB/habitant.

Aujourd'hui, en dépit de 8 hausses de taux, le marché de l'emploi reste bien orienté. Il y a encore 10.7 millions d'offres d'emplois non satisfaites en novembre. Le taux de chômage est toujours bas à 3.7% contre 6.5% en Europe.

- ***L'avantage du premier marché boursier :***

L'année boursière est mauvaise, l'indice américain enregistre une performance bien plus négative que l'Europe, le Japon et nombre de marchés asiatiques. Mais, depuis 1945, le pays a connu 15 épisodes de baisse supérieure à 20% en moins d'un an et à chaque fois le rebond a été rapide.

Les Etats-Unis représentent moins d'un quart du PIB mondial mais près des deux tiers de la capitalisation boursière mondiale contre 10% pour la Chine. A fin octobre, au creux du marché, elle était ainsi tombée à \$42000 milliards, avant de remonter. Mais, sur l'année, le Nasdaq perd toujours quelque \$7000 milliards.

Si le nombre de sociétés cotées aux Etats-Unis, depuis le pic de 1997 à 7500 est tombé à 3600 en 2016, c'est la conséquence de nombreuses fusions-acquisitions, facteur d'animation du marché. 7/10 des plus grosses capitalisations mondiales sont américaines et 59 des 100 premières sociétés mondiales sont américaines contre 13 pour la Chine.

Dans les secteurs de pointe, l'avantage est encore plus manifeste : dans la santé, 7/10 des plus grandes sociétés sont américaines, dans la technologie, ce sont 6/10.

- ***L'attractivité du marché américain :***

Avant même l'adoption de l'IRA, l'Inflation Reduction Act, les Etats-Unis, en 2021, sont redevenus la première terre d'accueil des IDE, Investissements directs de l'étranger, avec \$506 milliards, portant le total, selon le FMI, à \$4977 milliards, montant à comparer avec la Chine, \$3578 milliards.

Entre 2019 et 2022, selon une étude sur l'investissement industriel dans le monde par **McKinsey**, le pourcentage réalisé aux Etats-Unis est passé de 20 à 30% et, avec l'IRA, on peut escompter une accélération de la tendance. La part de l'Europe est restée stable à 13%, celle de l'Asie a un peu diminué.

L'adoption en août 2022 de l'IRA restera comme le grand moment de la présidence Biden, même si le montant est très inférieur à son projet initial de Build Back Better, de \$3500 milliards.

Un plan de \$370 milliards de crédits sur dix ans et de subventions pour décarboner l'économie. Un plan dont la planète doit se réjouir car il s'agit de promouvoir les énergies renouvelables, l'éolien, l'hydrogène, les panneaux solaires, les voitures électriques. Un plan pour tenter de réduire de 50% leurs émissions d'ici 2030. Un plan indispensable pour un pays qui, derrière la Chine, un tiers des émissions de gaz à effet de serre, figure au 2^{ème} rang mondial des pollueurs avec 12.5% des émissions de GES. Un plan qui doit sonner comme un réveil pour les pays concurrents, européens notamment, car il offre des avantages substantiels aux industriels produisant sur le sol américain. Un plan dénoncé comme protectionniste par les uns, mais présenté par les Américains comme un plan de relance de l'industrie.

Pour obtenir un crédit d'impôts lors de l'achat de véhicules électriques, il faut une part importante de composants américains. Concrètement, l'octroi d'une subvention de \$7500 à l'achat d'un véhicule électrique suppose que les batteries contiennent au moins 40% de minerais extraits localement. Les subventions peuvent atteindre \$13000 si la voiture électrique est assemblée par des ouvriers américains syndiqués. Il y a là indéniablement une concurrence sévère pour le Mexique et le Canada.

Les subventions inquiètent également les pays européens, déjà pénalisés par le différentiel des prix énergétiques entre les deux rives de l'Atlantique.

Les Américains justifient ces mesures protectionnistes par la nécessité d'assurer la sécurité internationale et rappellent que les 2/3 des importations américaines sont en franchise de droits de douane.

- ***L'avantage dans l'agriculture :***

Seulement 1.5% population active est employé dans l'agriculture mais cela suffit à faire du pays le 1^{er} exportateur mondial.

- ***L'avantage dans les matières premières :***

Depuis la mise en production des gisements de pétrole de schiste, les Etats-Unis ont une production de pétrole comparable à celle de l'Arabie Saoudite et légèrement supérieure à celle de la Russie. L'Arabie Saoudite ayant décidé de réduire sa production, les Etats-Unis sont même le premier producteur mondial.

L'avantage est encore plus probant dans le gaz, les prix du gaz américain à disposition des industriels américains sont 3 à 4 fois inférieur au prix du gaz offert aux Européens ; un avantage indubitable dans des secteurs sensibles aux coûts de l'énergie, tel le papier, la chimie, l'acier...

- ***L'avantage dans la technologie :***

Les Etats-Unis comptent 5/10 des plus prestigieuses universités mondiales, les plus gros budgets de recherche.

Les Etats-Unis ont l'avantage de dépenses de recherche, 3.2% du PIB, un pourcentage supérieur à ceux de l'U.E et de la Chine, entre 2 et 2,3% du PIB.

Entre 2016 et 2022, l'Amérique du Nord a accueilli 30% des investissements dans les semiconducteurs, l'Europe, seulement 7%, l'Asie, principalement la Corée du Sud et Taiwan, 63%, selon l'Institut de la réindustrialisation en France.

Le « Chips Act », concocté également par l'administration Biden, va permettre de donner \$50 milliards aux industriels américains des semiconducteurs. Avec le Chips Act, les Etats-Unis vont reconquérir des positions perdues ces dernières décennies. Ils viennent d'obtenir de la société taiwanaise, TSMC, leader mondial du secteur, un triplement de son projet d'investissement à \$40 milliards, dans son usine d'Arizona.

Les GAFAM disposent d'une formidable force de frappe financière et pour maintenir ou renforcer leurs positions ont augmenté leurs investissements de 30% chacune des deux années 2020 et 2021 et encore de 20% sur les 9 premiers mois 2022. Apple, seule, a dépensé \$100 milliards pour la recherche entre 2016 et 2021.

- ***L'avantage du \$ comme monnaie de réserve :***

L'avantage d'une monnaie de réserve, c'est de pouvoir accumuler des déficits, laisser éventuellement se déprécier la devise et d'en faire porter le fardeau sur les autres économies.

Le général de Gaulle, dans les années 60, dénonçait déjà le privilège exorbitant du \$, l'€ a été conçu comme une possible alternative à terme au \$, les chinois entendent promouvoir le rôle du Yuan, exercice délicat car le Yuan n'est toujours pas convertible, les Russes, l'Iran ne cessent de critiquer la prééminence du \$ mais elle ne devrait pas disparaître prochainement.

Topique est l'évolution cette année. En février, Chinois et Russes, voire Indiens, manifestaient leur détermination à se passer du \$ mais force est de constater une tendance inverse. En ces temps de crise, le \$ a été, comme toujours, le refuge, le \$ s'est apprécié contre presque toutes les devises, le poids du \$ dans les transactions internationales a légèrement augmenté à 59.5% dans le même temps, le poids de l'€ a stagné à 19.8% comme celui du Yuan à 2.8%. Nous sommes loin d'une révolution monétaire.

- ***L'avantage démographique :***

Les Etats-Unis disposent d'un avantage de croissance démographique, 0.5%/an à comparer avec une stagnation en Europe et un déclin en Chine, supérieur à 0.5%/an.

Les Etats-Unis ont toujours été une terre de migrants et le dynamisme du capitalisme en profite. Comme l'a observé **Philippon**, les trois laboratoires les plus performants dans la mise au point des vaccins contre la Covid sont dirigés par trois immigrés : un couple turc a fondé BioNtech, un Libanais d'origine arménienne a créé et dirige Moderna, un Grec dirige Pfizer. Exemples d'une diversité que la Chine ne peut s'offrir.

- ***Un rôle à nouveau actif sur la scène internationale :***

Au nationalisme de Trump, Biden oppose l'universalisme, au mépris de la démocratie affiché par Trump, il oppose un respect des valeurs, à l'unilatéralisme il oppose un retour au multilatéralisme.

La parenthèse néfaste de Trump étant refermée, Jo Biden, à raison, s'est employé à renforcer la cohésion du bloc démocratique sur la scène internationale.

On peut donc analyser successivement la relation avec la Chine, avec les autres démocraties, avec l'Afrique et le Moyen-Orient :

Entre les Etats-Unis et la Chine, la guerre est avant tout économique et technologique. Biden a maintenu les taxes sur l'acier décidées par Trump même si aux Etats-Unis, elles mécontentent les constructeurs automobiles fâchés du renchérissement de l'acier et les consommateurs fâchés de payer plus pour les véhicules achetés. Ces taxes sur l'acier auront tout au plus permis l'implantation de quelques unités chez Nucor, US Steel, mais pas de révolution sur la compétitivité et la rentabilité d'un secteur en proie à des surcapacités.

Le déficit commercial américain avec la Chine n'a pas diminué ces dernières années. Au cours des 10 premiers mois, les exportations vers la Chine ont augmenté de 8% à 124 milliards et les importations ont augmenté de 13,6% à \$462 milliards. A cela s'ajoutent les achats des Etats-Unis au Vietnam et au Bangladesh, des achats hier faits à la Chine.

Biden souhaite élargir le G7 à l'Australie, l'Inde, la Corée du Sud. Il entend renforcer la présence américaine en Asie.

Si les Américains souhaitent un alignement des européens, des Japonais et des Sud-coréens dans leur politique de fermeté à l'égard de la Chine, il leur faudrait faire des concessions, par exemple, rendre éligibles à l'IRA les véhicules électriques européens ou coréens.

Biden renoue avec l'Afrique et a invité à Washington une cinquantaine de chefs d'Etat. Si le commerce Chine-Afrique atteint aujourd'hui \$260 milliards et si la Chine a réalisé sur le continent \$700 milliards de prêts ou d'investissements, le commerce américain avec l'Afrique n'excède pas \$80 milliards mais les Américains s'engagent à apporter \$55 milliards d'aides ces trois prochaines années. Les Américains sont notamment intéressés par les réserves de lithium et de cobalt et Biden veut séduire les 45 millions d'Afro-américains.

Enfin, Biden reconnaît ne pouvoir abandonner le Moyen Orient, si c'est pour le livrer à la Chine.

- *L'avantage dans la défense :*

Certains parlent d'un déclin américain mais c'est faire fi des chiffres. A eux seuls les Américains, \$730 milliards, dépensent davantage que les huit pays suivants.

A l'heure où Poutine met l'économie en état de guerre, réquisitionne des entreprises civiles pour la production d'armements, porte son budget de \$50 à \$70-75 milliards, les Etats-Unis votent au Congrès un accroissement de 10% du budget, \$75 milliards, à \$825 milliards. L'écart est flagrant et encore n'évoque-t-on pas la plus grande précision des armes américaines.

Les grands groupes américains de défense -Northrop Grumman, General Dynamics, Boeing, Lockheed Martin et Raytheon Technologies- devraient profiter de l'image donnée par les plus de \$60 milliards d'aides américaines à l'Ukraine.

Conclusion : « Les américains s'arrangent toujours pour faire ce qu'il y a de mieux à faire » Churchill.

Le mot de Churchill sonne juste et il n'est ni le premier, ni le dernier, à dénoncer l'égoïsme d'une nation à la recherche permanente de son intérêt. Le constat est exact mais avouons-le, toutes les nations font de même et c'est une des missions des dirigeants politiques. Venant de la première puissance mondiale, c'est juste plus voyant.

Si on ne peut ignorer l'ampleur du déficit commercial américain, \$970 milliards en 2021, \$166 milliards sur les neuf premiers mois 2022 avec l'UE en dépit des ventes de gaz, \$338 milliards avec la Chine également au cours des neuf premiers mois ; si on ne peut ignorer l'importance de la dette américaine dans les mains étrangères, si on ne peut ignorer la mauvaise image des Etats-Unis dans de nombreux pays, force est de reconnaître leur primauté et l'attrait de leur marché.

Si, avec ***Thomas Phillipon***, on doit observer que les Etats-Unis ne sont plus le pays le plus concurrentiel au monde car, dans de nombreux secteurs, le transport aérien, les télécom, la concentration s'y est développée et

les prix sont plus élevés, les perdants sont les consommateurs et les gagnants, les entreprises, parfois moins innovatrices mais bénéficiaires de taux de profit plus élevés.

Si le taux de croissance du PIB réel par habitant a baissé : 3,1%/an dans les années 1960, 2,1%/an dans les années 1970, 2% dans les années 1990, 0,8% dans les années 2000, 0,6%/an entre 2010 et 2017, c'est un phénomène observé ailleurs car les nouvelles vagues de progrès technique ont moins d'incidences sur la productivité.

A l'heure où la Chine affiche un raidissement idéologique et est désormais incapable de maintenir le rythme de croissance, supérieur à 10%/an, constaté entre 1980 et 2010, à l'heure où la Russie s'affaiblit et ternit son image de puissance, aucun pays ne semble devoir fragiliser la primauté américaine.

Cette année, le marché américain (S&P – 18%, Nasdaq – 30%) réalise, comme nous l'attendions, une moins bonne performance que l'UE (EuroStoxx – 11%, CAC 40 – 9%) ou le Japon (-4%), les introductions en Bourse en 2022 ont chuté de 78% en nombre et de 90% en volume, montant le plus faible des 20 dernières années.

Mais, à l'aune des différents points analysés dans cette Lettre 69, anticipons rapidement une nouvelle surperformance du marché américain qui, fin 2023, sera sans doute le premier à amorcer une baisse des taux.

Genève, le 20 décembre 2022

Bruno Desgardins

Bruno Desgardins
CIO
Switzerland



SingAlliance Pte Ltd

20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA

16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 908C, 9/F Dah Sing Financial Centre
248 Queen's Road East
Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd
(DIFC Representative Office)**

The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC
PO Box 121208 Dubai, UAE
T: +971 (0) 4 401 9158
E: info.dubai@singalliance.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.