



BANQUE
ERIC STURDZA

LES ETATS-UNIS APRES L'ELECTION

*« Les hommes aiment changer de maître, espérant chaque fois trouver mieux »
Machiavel*



Bruno Desgardins

Le 10 novembre 2016

Depuis 2008, la contribution des Etats-Unis à la croissance mondiale ne représente que le tiers de celle de la Chine, 12% contre 36% et cela inquiète nombre d'américains qui croient déceler une perte d'influence de la première puissance mondiale. En cause, une reprise économique plus faible que lors des cycles précédents, une érosion du pouvoir d'achat des classes moyennes, une aggravation des inégalités, une inquiétude sur la pérennité du cycle, un ressentiment contre une mondialisation jugée destructrice d'emplois auront contribué à faire basculer les Etats-Unis. Au fil des mois de cette campagne, l'in vraisemblable est devenu l'éventuel, puis le possible, le probable et finalement la réalité. Certains s'étonneront, s'indigneront, déploreront voire condamneront ; on peut comprendre, partager, poursuivre avec Machiavel qui ajoutait à la citation en exergue « ...à peine en ont-ils abattu un et élevé un autre qu'ils déchantent en s'apercevant qu'ils avaient troqué un cheval borgne contre un cheval aveugle ». Mais, sans minimiser les risques et les inconvénients de cette présidence, sans complaisance et sans aveuglement, essayons d'analyser les perspectives qui, objectivement, s'offrent à l'économie américaine et qui se présentent pour les marchés.

Cette note a pour but de synthétiser d'une part, les grandes lignes du programme de Donald Trump et leurs implications, d'autre part de montrer que l'économie américaine n'est pas à la veille d'une récession ; la Fed doit pouvoir augmenter les taux d'intérêt.

- ***Les grandes lignes du programme de Trump : « Je me méfie de l'esprit de système qui est l'ennemi de la probité » Nietzsche.***

- Ce mot de Nietzsche résume bien l'esprit avec lequel Monsieur Trump a conduit sa campagne. L'alternance est une constante de la vie politique américaine. Mis à part la fin de la présidence Reagan, jamais un parti n'a conservé le pouvoir après deux mandats. Obsédés par l'idée d'un déclin, hantés par la perspective qu'en 2050, la langue espagnole sera la plus parlée dans le pays, beaucoup d'américains de la classe moyenne ont exprimé leur humeur dans ce vote pour un homme qui n'appartenait pas au parti Républicain et n'avait pas fait de politique auparavant.
- Politique budgétaire : Des deux candidats, c'est Donald Trump qui avait la politique budgétaire la plus expansionniste puisqu'il évoquait un plan de \$1000 milliards pour les infrastructures, sans précision sur le calendrier d'exécution. Globalement, il projette d'accroître les dépenses publiques de près de trois points de PIB, soit \$500 milliards/an, donc d'aggraver le déficit budgétaire. Il inquiète sur le financement car, potentiellement, \$9500 milliards de recettes fiscales manqueraient à l'horizon de dix ans.
- Politique fiscale : Donald Trump a séduit Wall Street quand il a évoqué l'idée d'une « flat tax » à 15% contre un impôt sur les sociétés actuellement de 35%, a gagné des votes quand il a



BANQUE ERIC STURDZA

suggéré de simplifier l'impôt sur les revenus, de réduire le taux maximum de 39.5% à 35% et de diminuer, de sept à trois le nombre de tranches, 12/25/35% et quand, à l'instar de Madame Clinton, il a proposé de faciliter le rapatriement des \$1000 à \$2000 milliards de liquidités détenues à l'étranger par les multinationales américaines. On le voit, pour l'impôt sur le revenu, les mesures de Donald Trump visent plus à une simplification qu'à une franche baisse car la tranche la plus imposée est actuellement de 39.5%.

- Politique salariale : Donald Trump a proposé de majorer le salaire minimum fédéral de près de 40% de \$7.25 à \$10/heure. Il devra également penser aux 40 millions d'actifs américains qui ne bénéficient d'aucun système de retraite et au sous-provisionnement des retraites qui atteindrait, selon les estimations, \$10 000 milliards.
- Politique industrielle : Donald Trump a annoncé vouloir renforcer l'indépendance énergétique, c'est-à-dire stimuler la production du charbon et celle du pétrole.
- Politique commerciale : Même si le pays est peu ouvert sur l'extérieur, Donald Trump trouble quand il agite les idées d'une sortie de l'Organisation mondiale du commerce, d'une rupture du récent partenariat Transpacifique avec onze Etats régionaux, d'un retour au protectionnisme, de taxes très élevées, 45%, sur l'importation de produits chinois, et 35% sur l'importation des produits mexicains, deux pays qui représentent le quart du commerce américain, dont un, la Chine, explique la moitié du déficit commercial américain.

Incontestablement, des mesures protectionnistes pourraient induire un surcroît d'inflation et fondamentalement, on ne peut qu'être surpris de voir une économie dominante prêcher pour le protectionnisme.

Historiquement, le protectionnisme est revendiqué par des économies en phase de décollage, l'Allemagne au XIXème à l'instigation de *Friedrich List*, des économies émergentes au XXème. Aujourd'hui les Etats-Unis pourraient y gagner pour protéger des secteurs en déclin mais y perdraient pour tous les secteurs de pointe qui seraient exposés à des mesures de rétorsion ou subiraient un renchérissement des prix sur les composants importés.

On sait que les américains exportent quatre fois moins vers la Chine qu'ils ne lui achètent et que, pour les chinois, les exportations vers les Etats-Unis représentent un cinquième de leurs ventes à l'extérieur. Mais, imaginons l'incidence d'un boycott par la Chine de l'aéronautique civile américaine ou d'une interruption des livraisons des 4% de composants de l'iPhone d'Apple produits en Chine. Imaginons que les américains ne puissent plus exporter leur soja parce que les chinois décideraient d'un embargo. Imaginons que les chinois renoncent à acheter la dette américaine et vendent leur stock d'obligations américaines évalué à \$1300 milliards. Et, globalement, Donald Trump ne pourra ignorer que plus d'un tiers du chiffre d'affaires des sociétés du S&P500 est réalisé avec l'étranger. On sait que le Président américain peut, seul, décider de mesures unilatérales, droits de douane ou quotas, mais on espère que Donald Trump renoncera à remettre en cause 80 ans d'une politique de libéralisation, favorable aux Etats-Unis



BANQUE ERIC STURDZA

et ne reviendra pas aux mauvaises heures du tarif Smoot-Hawley, fixé au début des années 30. Adopter le protectionnisme détruirait plus d'emplois dans des secteurs porteurs que n'en seraient protégés dans des secteurs en difficulté.

- Politique monétaire : Donald Trump inquiète quand il envisage un remplacement de madame Yellen qui pourrait signifier une perte d'indépendance de la Fed. Mais, ici et là, le sujet est en débat. On se souvient que *Larry Summers*, qui a servi sous l'administration de Bill Clinton, s'est récemment interrogé sur ce sujet.
- Politique bancaire : il envisage de supprimer la réglementation Dodd-Frank, ce qui devrait favoriser le secteur bancaire.
- Politique de la défense : Donald Trump a proposé d'accroître de 15% le budget de la défense aujourd'hui de 3.3% du PIB, soit ajouter \$80 milliards mais il irrite ses partenaires quand il dit vouloir confiner l'OTAN à la sécurité des Etats-Unis, quand il souhaite laisser le Japon et la Corée du Sud construire un arsenal nucléaire pour assurer leur défense, quand il veut louer aux européens l'assistance américaine et quand il marque une préférence pour un Saddam Hussein ou d'autres autocrates.

S'agissant de la défense européenne, pour aller dans le sens de Monsieur Trump et militer en faveur d'une politique européenne de la défense, on rappellera que l'OTAN, dans ses statuts, prévoyait que chaque Etat membre doit consacrer 2% de son PIB à la défense. Aujourd'hui, rares sont ceux qui honorent cet engagement. On pense à la Grèce, au Royaume-Uni et à la Pologne et, proche de ce niveau, la France. Les autres dépensent insuffisamment. A ce stade, on ne pourra donc que méditer le mot de *Montesquieu* « *Les Etats n'ont pas d'âme, ils n'ont que des intérêts* ».

- Politique migratoire : une restriction de l'immigration, si elle est effective, créerait des tensions sur le marché de l'emploi et aggraverait l'inflation salariale puisqu'il veut reconduire 11 millions d'immigrants.

- *La déception sur la croissance économique :*

- La croissance annuelle moyenne des Etats-Unis fut, malgré plusieurs récessions, de 3.5%/an entre 1948 et 2007. Depuis 2010, en dépit de \$3000 milliards injectés par la Fed et de \$1000 milliards empruntés par le Trésor, la croissance annuelle moyenne n'a été que de 2.1%. Calculée par habitant, la croissance du revenu réel était 5x plus élevée sous la présidence Clinton que sous la présidence Obama et ne parlons pas de la présidence Kennedy car alors, le ratio était dix fois supérieur.
- Certains, incorrigibles optimistes, objecteront que, depuis le creux du printemps 2009, le cycle n'a jamais été aussi long avec 87 mois d'expansion, de loin supérieur aux cycles moyens



BANQUE ERIC STURDZA

d'expansion de 58 mois enregistrés depuis 1945. D'autres, argueront que plus de 14 millions d'emplois ont été créés depuis 2010, que dès la fin 2013, l'emploi salarié privé avait retrouvé le niveau de l'année 2007 à 116 millions (aujourd'hui 123 millions), que le taux de chômage, 4.9%, est proche d'une situation de plein emploi et que les salaires croissent de 2.8% sur douze mois, plus encore pour les personnes employées dans le secteur de la distribution et les personnes peu qualifiées.

- La déception sur l'emploi et les salaires :
 - Un essoufflement des gains de productivité/heure travaillée : ils étaient de 2.8%/an entre 1994 et 2003, 1.3% ensuite jusqu'en 2010, 0.4%/an depuis 2011 et même un recul ces trois derniers trimestres.
 - Une aggravation des inégalités : elle est préjudiciable à la consommation car si les 90% les plus pauvres ont un taux d'épargne de 0, les 5% les plus aisés affichent un taux proche de 50%. On savait, depuis Keynes, que la propension marginale à consommer diminue avec la croissance du revenu, on dispose avec Emmanuel Saez d'un chiffre.
 - L'évolution du revenu médian : On pourrait se réjouir des statistiques fournies par le Census bureau montrant une croissance du revenu médian de 5.7% en 2015 mais force est de rappeler qu'il reste inférieur de 2.5% à celui de 1999 et cela, malheureusement, est plus significatif. Entre 1973 et 2015, une stagnation, +0.1%/an, du salaire horaire médian ajusté de l'inflation (Economic Policy institute) est enregistrée. Jamais dans l'histoire, le pourcentage de 18-34 ans vivant chez leurs parents, un tiers, n'a été aussi élevé et cela est révélateur d'une faiblesse de revenus.
 - La faiblesse du taux de participation : elle n'est que de 62.6% à comparer avec 66% en 2007. Les deux tiers des emplois créés ces dernières années ont été à temps partiel. 5.8 millions de salariés ne trouvent rien de mieux qu'un travail à temps partiel. Le taux de chômage réel est ainsi de 9.5%, proche du niveau européen et très au-dessus du creux de 7.9% en décembre 2006.
- La déception sur l'emploi industriel :
 - L'emploi : depuis la signature des accords NAFTA, en 1992, le fameux accord, Etats-Unis, Canada, Mexique, dénoncé par Donald Trump, un emploi industriel sur quatre a disparu. Cela représente 4,5 millions d'emplois dont 1,5 million depuis la crise de 2007. On pourrait percevoir dans la création d'emplois industriels, 122 000 en 2009, 310 000 en 2015 et plus encore en 2016, un renouveau industriel d'autant que les personnes recrutées sont aujourd'hui plus qualifiées mais l'industrie manufacturière ne représente que 12% du PIB. Aujourd'hui les créations d'emplois, aux Etats-Unis, sont dans les services.



BANQUE ERIC STURDZA

- Les volumes : La production manufacturière, en volume, est encore inférieure de 6% au niveau atteint en 2007.
- La part de marché mondiale : Les Etats-Unis ne réalisent plus que 18% de la production industrielle mondiale, loin de la part de 22% qu'ils détenaient en 2005.
- Là où Donald Trump se trompe dans l'analyse, c'est quand il impute ces pertes d'emplois au libre-échange, à la concurrence de pays émergents comme la Chine. La cause principale est l'automatisation, la substitution du capital au travail et cette tendance va se poursuivre. Et, incidemment, on peut conjecturer des pertes d'emplois industriels bien supérieures dans les pays émergents. Indépendamment de tout protectionnisme, la robotisation, à l'œuvre dans les pays développés est un atout formidable à l'heure où les salaires croissent rapidement en Chine.

- Les taux et la politique de la FED :

Si l'hésitation, les réticences à augmenter les taux sont réitérées d'une réunion à l'autre, si la FED conserve \$4000 milliards à son bilan, c'est parce que les indicateurs économiques sont contrastés. En faveur d'une hausse des taux, les indicateurs de confiance, les créations d'emplois, le taux de chômage, des signes d'accélération de la hausse des salaires, 2.8% sur un an, particulièrement visible pour ceux qui changent d'emploi (+4% sur un an selon la Fed d'Atlanta), le dynamisme de l'innovation dans les firmes et l'inflation des prix immobiliers dans le secteur commercial qui inquiètent certains membres du conseil de la FED ou l'inflation du prix des services, 3.1%, supérieure à l'inflation « core » de 2.2%. En mitigé, la baisse récente des commandes de biens durables et des ventes au détail mais surtout l'érosion des marges, la hausse des taux de défaut et la faible croissance de l'investissement.

L'indépendance de la FED pourrait être menacée si Donald Trump décide de ne pas renouveler le mandat de madame Yellen en février 2018 et s'il nomme un président plus favorable à la hausse des taux.

- Le marché : *Beaucoup d'investisseurs le jugent cher mais il faut nuancer :*

- La méfiance est induite par une appréciation du S&P500 qui, depuis 1981 est trois fois supérieure à celle du PIB en valeur. Ajoutons, un PER moyen supérieur à 17x, un recul des bénéfices depuis plus de quatre trimestres, des rachats d'actions qui approchent \$600 milliards/an, une mauvaise qualité des résultats, masquée par ces rachats qui pénalisent l'investissement et la croissance à long terme, une dégradation des ratios d'endettement des entreprises, une aggravation des taux de défaut pour les obligations spéculatives, 5.5% selon



BANQUE ERIC STURDZA

Moody's, un taux plus du double de celui constaté en Europe. L'autre sujet épineux est la dette des étudiants, \$1260 milliards qui, depuis 2008, a plus que doublé et dont 11% est en défaut.

- Mais l'économie américaine n'est pas menacée par une récession prochaine : 6 points
 - Sous un angle domestique, l'économie demeure très ouverte à l'innovation et portée par la consommation, 70% du PIB, comme en témoignent les ventes automobiles, 17.4 millions, toujours élevées (pour mémoire, 10.9 millions en 2009),
 - Le secteur immobilier : les prix immobiliers, après des baisses de près de 30%, approchent les points hauts observés en juillet 2006. Une appréciation qui résulte d'une insuffisance de l'offre et non d'une forte demande. L'investissement dans l'immobilier ne représente même pas 4% du PIB contre 6% en 2006. Les permis de construire, approximativement 1.1 million, ne sont qu'à la moitié de 2007. Les stocks à vendre sont au plus bas depuis l'an 2000 alors que les besoins de construction sont évalués à 1.4 million. Le pourcentage de propriétaires, 62.9%, est très inférieur au pic de l'année 2004, 69.2% et, en fait, il est au plus bas depuis 50 ans. Les ventes de maisons neuves ne risquent pas de s'effondrer, comme entre le plus haut de juillet 2005, 1.40 million de transactions, et le plus bas de février 2011, 270 000. Les loyers augmentent de près de 4% sur un an, ce qui améliore les rendements pour les propriétaires.
 - La dette des ménages : A \$12 200 milliards (dont \$9500 milliards dans l'immobilier), soit 110% du revenu brut disponible, elle est très inférieure à celle de pays comme le Royaume Uni, 155%, ou même celle des Etats-Unis en 2007 à 134%. Cette baisse, entre 2007 et cette année, résulte largement de l'expulsion de 11 millions de foyers de leurs logements mais grâce à l'appréciation des marchés boursiers et immobiliers, le patrimoine, 5x le PIB, est au plus haut depuis 1999. Grâce aux taux bas, le service de la dette des ménages n'équivaut plus qu'à 10% du revenu disponible, très inférieur aux 13% observés en 2011. Grâce à la croissance des salaires, la demande devrait rester positive. Et à cause des taux bas, les ménages ont un taux d'épargne, 5.1%, satisfaisant au regard des moyennes récentes.
 - La dette publique : elle va atteindre un nouveau record à la fin de 2016, \$19 150 milliards, soit 105% du PIB, une dérive de \$8300 milliards depuis le début de la présidence Obama, un pourcentage plus élevé qu'en France ou en Espagne. Mais, le service de la dette, comme ailleurs, est modéré, le déficit budgétaire, 3.2% escompté cette année, \$590 milliards, n'est pas plus inquiétant que celui de la France.
 - La situation des entreprises et des banques : elle ne présente pas de risques majeurs. Les banques sont mieux capitalisées qu'en 2007 et le taux de défaut des entreprises sur les prêts est faible à 2.1%.



BANQUE ERIC STURDZA

- La sensibilité à la conjoncture chinoise : une récession en Chine impacterait moins les Etats-Unis que d'autres grands pays, les exportations à destination de la Chine, ne représentent que 1% du PIB, soit un pourcentage moitié moindre de celui de l'Allemagne et du Japon.
- **Le marché boursier :**
 - La trésorerie des entreprises, fin 2015, selon Moody's, s'élevait à \$1700 milliards mais les rachats d'actions, \$500 milliards chaque année l'équivalent de 15% de la capitalisation boursière depuis 2009, sont dommageables aux perspectives industrielles car ils absorbent une partie du cash-flow voire aggravent les ratios d'endettement et ils ne créent pas de valeur pour les actionnaires. En outre, la dette des entreprises, sur un an, a crû de \$850 milliards à \$6600 milliards.
 - La rotation sectorielle profite aux valeurs pharmaceutiques, récemment pénalisées par la perspective d'une élection de Madame Clinton et dont les PER relatifs sont aujourd'hui attractifs. Egalement, les valeurs d'infrastructures, les sociétés de construction liées aux infrastructures, les banques dans la perspective d'une suppression du Dodd-Frank act, les sociétés d'exploration pétrolières américaines.

Conclusion : « *Ce grand aveuglement où chacun est pour soi* » *Molière*

Au terme de cette note, on espère que Donald Trump saura méditer ce mot de Célimène à Arsinoé dans le Misanthrope et ainsi éviter les écueils qui se dressent devant lui. A cette condition, on pourra rester optimiste sur l'avenir des Etats-Unis et s'inscrire dans une vision à plus long terme : Pourquoi le marché américain est-il le plus résistant quand les marchés décrochent ? Depuis 120 ans, les Etats-Unis sont la première économie mondiale avec près d'un quart de la production mondiale. Même si la Chine affiche bientôt un PIB plus élevé que les Etats-Unis, cela restera peu significatif car le PIB/habitant restera le cinquième de celui des Etats-Unis. Les Etats-Unis conservent de solides atouts : la démographie avec une population de 450 millions escomptée en 2050, contre 310 millions aujourd'hui et 40 millions en 1870, la recherche avec une part prééminente des brevets déposés et l'éducation avec la persistance de la domination des universités américaines sur la scène internationale.