

Comprendre la nouvelle surperformance de Wall Street



ÉTIENNE DE CALLATAY

Cofondateur et économiste d'Orcadia Asset Management

L'investisseur belge ne va évidemment pas faire grise mine devant la performance exceptionnelle de la bourse de ce côté-ci de l'Atlantique: l'indice MSCI de la zone euro a progressé de plus de 25%.

Toutefois, il sera encore plus satisfait s'il a aussi investi aux Etats-Unis. En effet, Wall Street a fait encore mieux que les places européennes, avec un surcroît d'appréciation de quelque 5%. Et ceci a exacerbé la différence d'évolution des cours de bourse entre les deux côtés de l'Océan sur la décennie écoulée, alors que, pourtant, la «Grande Crise Financière» trouve son origine aux Etats-Unis davantage qu'en Allemagne ou en France!

Pourquoi un tel écart entre l'Europe et les Etats-Unis?

L'écart spectaculaire dans les performances boursières interpelle l'économiste. En effet, les capitaux circulent et les idées aussi, et la mondialisation comme la technologie devraient ne pas avoir des effets fort différenciés entre l'Ancien et le Nouveau Monde.

La première explication à laquelle on songe pour cette «anomalie» est d'ordre économique: la croissance tend à être plus soutenue aux Etats-Unis qu'en Europe. La zone euro a certes cru marginalement plus

vite que les Etats-Unis en 2016 et 2017, mais l'Oncle Sam, à la différence de la «Vieille Europe», a échappé à la récession de 2012-2013 et a encore progressé de 1 point de PIB de plus tant en 2018 qu'en 2019.

On pourrait penser cette différence de croissance vient, à son tour, du contraste entre une Amérique en plein boom d'innovation technologique face à une Europe tournée vers le passé.

Les statistiques de la productivité rejettent cette image d'Épinal. Selon le FMI, sur la période 2010-2020, la productivité aura progressé en moyenne annuelle de 1,1% dans la zone euro et de 0,3% seulement aux Etats-Unis.

Et ce n'est pas non plus une affaire de compétitivité salariale. Sur la même période, les salaires ont augmenté, en moyenne, de 2,3% aux Etats-Unis et de 1,7% dans la zone euro.

Cela signifie, en combinant salaires et productivité, que les coûts salariaux par unité produite ont progressé, sur cette décennie toujours, de 0,6% ici et de 2% là-bas!

Si ce n'est pas l'innovation et les coûts, qu'est-ce qui peut expliquer la surperformance boursière américaine?

Premièrement, il y a des effets sectoriels. Les Etats-Unis ont connu un net rétablissement de la santé boursière de leur secteur financier, qui tranche avec le sort des actionnaires des entreprises financières européennes, sans même ici avoir à évoquer le sort plus particulier de ceux qui avaient investi dans Fortis, Dexia et compagnie.

Autre dimension sectorielle, plus évidente, le poids du secteur technologique est beaucoup plus élevé aux Etats-Unis. L'emballement des profits et plus encore des cours boursiers des géants de la technologie, au pouvoir de marché d'ailleurs perturbant, joue un rôle de premier plan.

Deuxièmement, l'exposition géographique des marchés boursiers reste très différente, malgré l'intégration mondiale des entreprises.

Par rapport à ce qui est observé au Ja-

pon et aux Etats-Unis, le chiffre d'affaires des entreprises cotées de la zone euro est nettement plus internationalisé, et avec, notamment, un poids des marchés émergents beaucoup plus important (1). Le ralentissement de la croissance en Chine affecte plus la bourse allemande que Wall Street!

D'autres éléments doivent être rappelés ici dans l'examen de la surperformance de la bourse américaine. Il s'agit notamment des mesures fiscales prises par Donald Trump au bénéfice des entreprises améri-

caines. Il s'agit aussi des pratiques d'optimisation du bilan des entreprises et des rachats d'actions propres, sensiblement plus fréquents aux Etats-Unis. Se marque également un écart significatif dans la rentabilité des entreprises, avec un écart de marges bénéficiaires prononcé en faveur des entreprises américaines.

Moins de différences qu'il y paraît...

La conclusion est simple mais rarement évoquée: entre Europe et Etats-Unis, les différences sont beaucoup plus marquées dans les indices boursiers et dans les pratiques financières des entreprises que dans les fondamentaux macroéconomiques.

La surperformance boursière américaine n'est pas la validation d'une supériorité absolue du modèle économique américain. Prenons garde aux illusions.

Ainsi, les statistiques relatives au dynamisme entrepreneurial invalident l'idée fréquemment entendue d'une société vibrante là-bas et sclérosée ici.

Et soulignons que ce qui a longtemps été le premier atout des Etats-Unis pour croître plus vite est appelé à s'estomper. Il s'agit de la démographie, qui a longtemps été plus porteuse outre-Atlantique. Un des traits majeurs de la décennie écoulée aux Etats-Unis est la baisse du taux de fertilité, qui est revenu, en 2017, à moins de 1,8 par femme.

(1) Voir Les Cahiers verts, 2 janvier 2020