

Septembre 2020

Un point de vue européen sur les élections américaines





Nadège Dufossé

Deputy Global Head of Multi-Asset



Florence Pisani

Global Head of Economic Research

Jamais le fossé qui sépare Républicains et Démocrates n'a été aussi large et l'élection présidentielle qui se profile a toutes les chances d'accentuer encore la division du pays. Selon une enquête réalisée début août par le Pew Research Center¹, plus de huit électeurs sur dix pensent aujourd'hui qu'il est « vraiment important » de savoir qui va l'emporter, un chiffre au plus haut depuis 20 ans (en 2000, cette part était de 50 %). Que la principale raison du soutien à Joe Biden soit l'opposition à Donald Trump est tout aussi éloquent. Cette polarisation accrue de l'électorat, la montée de ce que la politologue Amy Chua appelle le « tribalisme », menace l'unité même de la Nation.

Où en sont les États-Unis de Donald Trump ?

Lors de sa campagne électorale de 2016, Donald Trump avait promis de redynamiser la croissance, assurant que le PIB pouvait croître au moins de 3 % l'an... « et même bien plus vite » ! Les superlatifs dont il usait fin 2019 pour décrire l'état de l'économie ne manquaient pas d'emphase : « formidable »,

« florissante », « géniale », « meilleure conjoncture de l'HISTOIRE ». Croissance solide, chômage en baisse... le bilan économique de Donald Trump avant la crise du coronavirus était-il vraiment exceptionnel ? Dans quelle mesure sa politique économique y avait-elle contribué ?

2017-19 : un lent retour au plein emploi

Ininterrompue depuis la fin de la Grande Récession (2007-2009), la croissance s'est poursuivie pendant les trois premières années du mandat de Donald Trump, faisant de ce cycle le plus long de l'après-guerre. L'inhabituelle longueur de cette phase d'expansion ne peut toutefois masquer son manque de vigueur : après avoir brièvement dépassé les 3 % en 2018, à la faveur de baisses d'impôts massives et, surtout, d'une hausse des dépenses publiques, la croissance était revenue fin 2019 à un niveau proche de 2 %, plus conforme au potentiel de croissance de l'économie.

Loin des « 3 % ou plus » annoncés, cette croissance n'en a pas moins permis au marché du travail de poursuivre son redressement. Des créations d'emplois continues ont ainsi fini par faire baisser le taux de chômage à 3,5 % en décembre 2019, niveau qui n'avait plus été atteint depuis la fin des années soixante. Mieux, ce rythme soutenu des créations d'emplois a favorisé le retour sur le marché du travail d'une partie de la population qui s'en était retirée, comme en témoignait la remontée du taux de participation des personnes âgées de 25 à 54 ans et, plus globalement, la baisse

¹Pew Research Center (2020), « Election 2020: Voters Are Highly Engaged, but Nearly Half Expect To Have Difficulties Voting », août 13.

des indicateurs de sous-emploi. Le taux « U6 », qui en donne la mesure la plus large, était même passé fin 2019 sous ses niveaux d'avant la Grande Récession pour retrouver ceux du début des années 2000.

Cette lente amélioration de la situation du marché du travail a permis une accélération générale des hausses de salaires. Les plus élevés ont certes augmenté plus rapidement que la moyenne. Mais la situation s'est aussi clairement améliorée au bas de l'échelle des revenus. Dans un contexte de marché du travail tendu, les revendications salariales, portées notamment par les syndicats et les travailleurs de la restauration rapide ou de la grande distribution, ont trouvé un terrain favorable. À défaut d'un relèvement du salaire minimum fédéral (à 7,25 dollars de l'heure, ce minimum n'a pas été réévalué depuis 2009), une vingtaine d'États ont procédé à des revalorisations régulières depuis 2017. En favorisant le retour à l'emploi d'une partie toujours plus importante de la population et en créant

les conditions d'une accélération durable des salaires, l'expansion de l'activité, continue depuis dix ans, a contribué à améliorer la situation des moins favorisés : le taux de pauvreté a poursuivi sa baisse pour atteindre 10,5 % en 2019, son niveau le plus faible depuis le début des années 2000.

Cette amélioration générale des revenus des ménages américains doit toutefois être relativisée. D'abord, il aura fallu treize ans pour que les revenus (avant impôts et transferts) des ménages du bas de l'échelle (les 20 % qui gagnent le moins) retrouvent leur niveau de 2006. Ensuite, le marché de l'emploi était loin d'être aussi tendu qu'il n'y paraissait : le taux de participation des hommes du cœur de la population active (ceux âgés de 25 à 54 ans) peinait toujours, début 2020, à remonter². Enfin, contrairement à la politique menée par Barack Obama, celle de Donald Trump a contribué à accroître des inégalités déjà criantes.

La « grande » réforme fiscale ou les illusions de l'économie de l'offre

La politique économique de Donald Trump a reposé sur deux piliers : une « grande » réforme fiscale – qui devait relancer l'investissement des entreprises – et une guerre commerciale – censée faire revenir les emplois industriels et rééquilibrer le déficit commercial des États-Unis.

Plus discrètement, mais avec une efficacité certaine, l'Administration Trump s'est aussi, au nom du principe de liberté, lancée dans une entreprise quasi-systématique de déréglementation dans les domaines de l'énergie ou de l'écologie, mais aussi

dans le domaine social ou encore financier. Quant à la promesse d'un grand plan d'investissements en infrastructures, qui figurait en bonne place dans son programme électoral, elle a été rapidement oubliée.

² La faiblesse du taux de participation des hommes s'explique pour une part au moins par la disparition massive d'emplois manufacturiers, majoritairement occupés par des hommes, mais aussi par la crise des opiacés : un cinquième des hommes de 25 à 54 ans restés en dehors de la population active éprouvaient au milieu des années 2010 des difficultés à marcher ou à monter un escalier et la moitié prenait quotidiennement des analgésiques [Krueger, 2017].

Premier pilier de la politique de Donald Trump, la réforme fiscale de 2017 (*Tax Cuts and Jobs Act* ou TCJA) a été rondement menée : cinquante jours ont suffi là où de longs mois de négociation avaient été nécessaires en 1986 pour que le *Tax Reform Act* (TRA) de Ronald Reagan puisse voir le jour. La logique de la réforme voulue par le Président Donald Trump a aussi été très différente : en 1986, pour alléger la fiscalité des ménages sans trop dégrader l'équilibre budgétaire, des niches fiscales sur les entreprises avaient été supprimées. Cette fois, il s'est agi d'abord d'alléger la fiscalité sur les entreprises ; la baisse du prélèvement sur les ménages, normalement temporaire (la plupart des mesures doivent expirer en 2025), a le plus souvent été minime sauf... pour les plus fortunés. Les 20 % du haut de la distribution des revenus ont ainsi bénéficié des deux-tiers des baisses d'impôts. Les réductions

“ Cette fois, il s'est agi d'abord d'alléger la fiscalité sur les entreprises ; la baisse du prélèvement sur les ménages, normalement temporaire (la plupart des mesures doivent expirer en 2025), a le plus souvent été minime sauf... pour les plus fortunés. ”

d'impôts se sont élevées à plus de 51 000 dollars en moyenne en 2018 pour le 1 % des ménages du haut de l'échelle... contre un allègement moyen d'environ 40 dollars pour ceux dont le revenu était inférieur à 25 000 dollars par an. Rapportés à leurs revenus, les gains ont aussi été nettement plus importants pour les plus riches : ceux qui gagnent plus de 500 000 dollars par an ont vu leurs revenus après impôts augmenter de 3,5 % à 4 % quand ceux qui gagnent moins de 20 000 dollars ont vu les leurs progresser de... 0,2 %. Espérer qu'une telle politique stimule beaucoup la demande des ménages était donc vain.

Le principal volet de la réforme fiscale était toutefois autre : la baisse du taux d'impôt sur les sociétés de 35 % à 21 % et un dispositif d'amortissement accéléré devaient stimuler l'investissement des entreprises, accroître la productivité et permettre à l'économie de renouer avec une croissance durablement supérieure à 3 %. Là encore, la réalité a été très différente des attentes. Le rythme de croissance a peu augmenté et son accélération, très temporaire, a été largement imputable à la hausse des dépenses publiques décidée début 2018 par le Congrès. Surtout, la réponse de l'investissement productif à ces incitations fiscales a été décevante. Alors qu'en 2018 le taux effectif de l'impôt sur les sociétés a été réduit de moitié (il est passé de 17,2 % en 2017 à 8,8 % en 2018) et que les entreprises ont rapatrié près de 800 milliards de dollars de revenus de l'étranger (plus que durant les cinq années précédentes), leur investissement a à peine accéléré. Quant aux salariés

ils n'ont pas non plus beaucoup profité de la baisse du taux d'impôt sur les sociétés. Certes, selon une enquête, en 2018 une petite partie (4,4 milliards de dollars) des baisses d'impôts semble leur avoir été versée sous forme de primes. Divisée par le nombre d'emplois, cela représente toutefois moins de 30 dollars par travailleur... A défaut d'investir dans l'économie réelle, les entreprises ont, comme il fallait s'y attendre [Brender et Pisani, 2018], utilisé l'essentiel des baisses d'impôts et des profits rapatriés pour racheter leurs actions (à hauteur de plus de 800 milliards de dollars en 2018 pour les entreprises du S&P500 contre 520 milliards en 2017) ou distribuer des dividendes. Enfin, contrairement aux promesses, la réforme a été loin de s'autofinancer : elle a largement contribué à alourdir le déficit public qui entre 2016 et 2019 est passé de 585 milliards de dollars... à près de 1 000 milliards.

Une guerre commerciale ni « bonne » ni « facile à gagner »

Parallèlement à la réforme fiscale, la ré-industrialisation des Etats-Unis était l'autre grande promesse de campagne de Donald Trump.

Pour y parvenir, le Président avait annoncé qu'il désengagerait les Etats-Unis de l'accord de partenariat Trans-Pacifique (TPP), renégocierait le traité de l'ALENA (Accord de Libre Echange Nord-Américain) et, si besoin, augmenterait les droits de douane. Promesses tenues : l'Administration Trump est sortie du TPP, a renégocié avec le Mexique et le Canada « l'accord commercial le plus important de l'histoire » – appelé Accord Canada–États-Unis–Mexique (ACEUM ou USMCA en anglais) – et s'est engagée dans une guerre tarifaire, avec la Chine en particulier.

Les effets escomptés tant en matière de rééquilibrage du solde commercial que de créations d'emplois industriels ont toutefois été assez éloignés des promesses initiales. Un demi-million d'emplois ont certes été créés dans le secteur manufacturier, mais la part de l'emploi manufacturier dans le total de l'emploi non agricole, après être un peu montée en 2018, a de nouveau baissé à partir du printemps 2019, retombant à son niveau le plus bas (8,1 %), en l'occurrence celui du début du mandat de Donald Trump. Surtout, malgré une politique budgétaire expansionniste, la guerre

commerciale a nettement freiné l'investissement et les exportations des Etats-Unis. La seule montée de l'incertitude engendrée aurait coûté 0,8 point de PIB à la croissance sur la première moitié de l'année 2019 [Caldera *et al.*, 2019³]. Bien sûr la guerre commerciale n'est pas seule responsable du ralentissement de l'activité américaine : les difficultés internes à la Chine et d'autres pays émergents y ont aussi contribué. Elle n'en va pas moins laisser des traces profondes. Cette guerre a traduit en effet nombre d'inquiétudes latentes aux Etats-Unis, notamment la peur d'une dépendance vis-à-vis de la Chine dans des domaines stratégiques ou touchant à la sécurité nationale. Pour cette raison, elle aura des effets durables sur les relations internationales et la trêve conclue début janvier 2020 n'y changera rien.

Le climato-scepticisme moteur de la déréglementation

Un dernier volet de la politique économique de Donald Trump est passé plus inaperçu : à côté de la réforme fiscale et de la guerre commerciale, un décret présidentiel signé dès la première semaine de son arrivée au pouvoir (*Executive Order 13771*) exigeait que les agences fédérales suppriment deux mesures réglementaires pour toute nouvelle mesure adoptée (« one in, two out »).

En quatre ans, les « allègements réglementaires » ont été spectaculaires : annulation de l'obligation pour les sociétés pétrolières et gazières de déclarer les émissions de méthane ; suppression du droit de la Californie d'établir ses propres normes d'émissions, plus exigeantes, pour les véhicules légers ; remplacement du *Clean Power Plan* mis en place sous Barack Obama, qui fixait des limites strictes aux émissions de carbone des centrales au charbon et au gaz, par une nouvelle version qui laisse aux États le soin de fixer leurs propres règles ; révocation d'un décret qui fixait un objectif de réduction de 40 % en

³ Caldera D., Lacoviello M., Molligo P., Prestipino A. et Raffo A., 2019, « Does Trade Policy Uncertainty Affect Global Economic Activity? », *FEDS Notes*.

dix ans des émissions de gaz à effet de serre par le gouvernement fédéral... Au total, près de soixante-dix règles de protection de l'environnement ont été supprimées et une trentaine sont en passe de l'être⁴.

L'environnement n'a pas été le seul secteur concerné par la déréglementation⁵. Faute d'avoir réussi à abroger l'Obamacare⁶ qui avait fait baisser le nombre de personnes sans assurance santé de 46,5 millions en 2010 à 26,7 millions en 2016, l'Administration Trump est revenue sur un aspect essentiel de la réforme – le caractère obligatoire de l'assurance – en annulant la pénalité à payer en cas d'absence d'assurance. Elle a aussi autorisé les Etats à demander aux bénéficiaires d'apporter la preuve qu'ils sont en emploi – ce qui s'avère parfois difficile même pour ceux qui travaillent⁷. Entre 2016 et 2018, le nombre de personnes sans assurance santé a augmenté de plus d'un million. Les conditions d'accès à l'assistance alimentaire (*Supplemental Nutrition Assistance Program*)

étaient aussi en passe d'être durcies. Jusqu'à présent, dans les zones où le taux de chômage était supérieur à la moyenne nationale, les Etats pouvaient décider d'accorder une aide aux personnes sans emploi. L'Administration souhaitait leur retirer cette liberté. Si ce durcissement de la réglementation s'était appliqué en 2018, 3,7 millions de personnes auraient perdu l'accès au SNAP [Wheaton, 2019]. Sous le feu des critiques, l'Administration Trump a décidé au printemps 2020 qu'elle attendrait la fin de l'urgence nationale pour durcir les règles d'accès.

“ Entre 2016 et 2018, le nombre de personnes sans assurance santé a augmenté de plus d'un million. ”

⁴ <https://www.nytimes.com/interactive/2020/climate/trump-environment-rollback.html>

⁵ Le domaine des télécommunications a aussi fait l'objet d'une déréglementation. La *Federal Communications Commission* (FCC) a par exemple allégé les règles de neutralité du Net adoptées sous l'administration Obama – notamment celles relatives à confidentialité du haut débit – et a supprimé des subventions au haut débit nouvellement accordées dans le cadre du programme fédéral *Lifeline* pour les plus démunis. Une exception récente à cette déréglementation du secteur est le décret présidentiel visant à « limiter la protection juridique des plateformes de médias sociaux s'ils ne respectent pas le principe de neutralité ». En ligne de mire, Twitter et Facebook qui avaient qualifié de « trompeuses ou fausses » certaines affirmations de Donald Trump.

⁶ Malgré un Congrès contrôlé par les Républicains, les divisions au sein du *Grand Old Party* n'ont pas permis à Donald Trump d'abroger l'Obamacare.

⁷ Certains pourront être contraints d'apporter chaque mois la preuve qu'ils sont en emploi et une confirmation de leur employeur pourra même parfois être exigée.

Des munitions gâchées

Si la croissance des Etats-Unis a été soutenue sur les trois premières années du mandat de Donald Trump et a permis au taux de chômage de continuer à baisser, les marges de politique économique se sont pendant ces années considérablement réduites.

La politique monétaire en particulier a été contrainte de s'ajuster au climat d'incertitude créé par le Président : après avoir augmenté ses taux jusqu'à la fin de l'année 2018 pour ralentir une économie menacée de surchauffe par la réforme fiscale, l'incertitude engendrée par la guerre commerciale a contraint la Réserve fédérale à les rebaisser pour « s'assurer » contre un ralentissement excessif de l'activité. L'ambiance délétère créée par la Maison Blanche et les tweets assassins du Président contre « J. Powell⁸ et les crétins de la Fed » n'a pas facilité sa tâche. En desserrant graduellement sa politique monétaire tout au long de l'année 2019, la Réserve fédérale a en effet pu donner l'impression de céder à la pression politique. Elle n'en a pas moins eu raison, tirant les leçons des expériences passées, d'être prudente.

Sur le plan budgétaire, des munitions ont là aussi été gâchées. La réforme fiscale de 2017 comme les hausses de dépenses décidées en 2018 et en 2019 ont en effet considérablement accru le déficit de l'Etat fédéral : le *Congressional Budget Office* estimait

que le seul TCJA allait alourdir la dette publique de plus de 2 000 milliards de dollars à horizon 2028 (en supposant que les baisses d'impôts sur les revenus des ménages expirent bien, comme prévu, en 2025). Le gouvernement américain a ainsi abordé le choc lié au Coronavirus avec un passif financier plus lourd qu'il n'aurait dû l'être.

⁸ Jerome Powell est depuis 2018 le président de la Réserve fédérale.

Face au Covid-19, les limites de la préférence pour le libéralisme

Si Donald Trump a longtemps tergiversé sur l'attitude à adopter face à l'épidémie de Coronavirus, la Réserve fédérale a, elle, rapidement compris qu'il lui fallait agir sans tarder.

Dès la mi-mars, elle a non seulement ramené son taux directeur à zéro, mais aussi lancé un programme d'achat d'obligations publiques dont la taille initialement fixée à 700 milliards de dollars a vite été relevée pour devenir... « illimitée ». Elle a aussi, en urgence, ouvert plusieurs fenêtres d'intervention : à chaque fois qu'un segment du marché du crédit a menacé de se bloquer, elle a fait effort pour apaiser les tensions en fournissant la liquidité, voire en acceptant de décharger les acteurs financiers des risques qu'ils ne pouvaient plus porter, jouant son rôle « d'acheteur en dernier ressort ». Certains n'ont pas manqué de dénoncer un sauvetage caché des banques. L'analyse est erronée : la crise ne trouve pas cette fois son origine dans l'imprudence du système financier, mais bien dans l'économie réelle. Si des secteurs représentant deux-cinquièmes d'une économie restent inactifs pendant plusieurs semaines, voire plusieurs mois, le coup de frein ne peut être que brutal. Sans mesures de soutien, nombre d'entreprises seront forcées de mettre la clé sous la porte et la contraction de l'activité s'accéléralant, la récession se transformera en dépression. En outre, la détérioration du marché de l'emploi fera perdre aux populations les plus fragiles leur assurance santé.

Le Congrès a lui aussi compris l'urgence de la situation : alors que depuis les élections de mi-mandat, Démocrates et Républicains ne parvenaient

plus à s'entendre, un accord bipartisan a été trouvé en un temps record, et un Budget de ... plus de 2 000 milliards de dollars (porté à 2 700 milliards par la suite) a été voté ! La somme est impressionnante comparée à celle mobilisée en Europe. Mais le filet social est ici beaucoup moins généreux et nécessite, lors de chocs dépressifs, le vote de mesures supplémentaires⁹. Comme dans la plupart des autres pays développés, le plan américain vise également à permettre aux entreprises de continuer à avoir accès au crédit. Il comporte aussi des incitations à préserver l'emploi ou au moins à maintenir aux salariés le bénéfice de leur assurance santé. Ce plan tente enfin d'indemniser les ménages pour les revenus qu'ils pourraient perdre. Chaque adulte a ainsi reçu 1 200 dollars (plus 500 dollars par enfant). Les indemnités chômage sont devenues plus généreuses : la loi a prévu treize semaines d'allocations supplémentaires et l'ouverture de droits pour des travailleurs antérieurement non éligibles.

⁹ Cf. Jérémie Cohen-Setton et Jean Pisani-Ferry (2020), "When More Delivers Less: Comparing the US and French COVID-19 Crisis Responses", <https://www.piie.com/system/files/documents/pb20-9.pdf>.

Les salariés licenciés ont aussi reçu 600 dollars par semaine en sus de l'indemnité « normale » (en moyenne 372 dollars par semaine). Si l'on ajoute les indemnités versées par les Etats, ils auront perçu en moyenne entre 900 et 1300 dollars par semaine, soit plus que la rémunération hebdomadaire médiane des travailleurs à temps plein (elle s'élevait fin 2019 à 933 dollars).

“ Et si savoir qui sera le prochain Président est important, savoir s'il disposera d'une majorité suffisante au Congrès pour mettre en œuvre son programme l'est tout autant. ”

Ces aides sont toutefois temporaires. Les indemnités chômage d'urgence de 600 dollars par semaine ont pris fin en juillet dernier. Or, à l'approche des élections, les dissensions partisans ont ressurgi. Mi-septembre, un accord n'avait toujours pas été trouvé au Congrès sur l'extension de l'indemnité exceptionnelle de 600 dollars par semaine¹⁰ ni sur l'aide à apporter aux Etats et collectivités locales dont les budgets ont été mis à mal par la crise. Si les quatre décrets pris par Donald Trump devraient permettre de gagner du temps, ils ne suffiront pas à remettre l'économie sur ses rails. Dans ce contexte, les programmes économiques des candidats revêtent une importance plus grande qu'à l'accoutumée. Et si savoir qui sera le prochain Président est important, savoir s'il disposera d'une majorité suffisante au Congrès pour mettre en œuvre son programme l'est tout autant.

¹⁰ Donald Trump vient de prendre un décret (executive order) permettant de verser 400 dollars par semaine d'indemnités chômage supplémentaires (contre 600 dollars dans le CARES Act) : le gouvernement fédéral versera 300 dollars et les Etats qui le pourront les 100 dollars restant. La part fédérale proviendra du Department of Homeland Security's Disaster Relief Fund (DRF), qui dispose actuellement de 70 milliards de dollars. Ces indemnités arrêteront d'être versées lorsque le DRF ne disposera plus que de 25 milliards de dollars ou au plus tard le 6 décembre 2020. Le versement d'une indemnité de 300 dollars coûterait environ 50 milliards de dollars par mois : les ressources du DRF pourraient donc être épuisées dès la fin du mois d'août !

Les enjeux économiques de l'élection

Comme souvent, l'économie joue un rôle important dans la campagne. Près de huit électeurs sur dix déclarent aujourd'hui que les questions économiques seront essentielles dans leur choix (viennent ensuite le système de santé, les nominations à la Cour suprême, l'épidémie de Covid ; les inégalités et le changement climatique arrivent loin derrière !). Cette proportion est, notons-le, assez proche de celle observée lors des élections précédentes, de celle de 2016 en particulier. Mais c'est moins l'état de la conjoncture américaine qui sera déterminant pour le résultat de l'élection¹¹, que la capacité des candidats à porter un projet politique qui réponde notamment à la « peur du

déclassement » d'une fraction toujours plus large de la population. Or s'ils visent tous les deux à redynamiser l'activité et creusent le déficit – l'un par une hausse des dépenses, l'autre par une baisse des recettes – ces programmes traduisent la direction très différente dans laquelle chaque candidat souhaite engager les Etats-Unis sur la prochaine décennie. Donald Trump se présente en alternative à des élites qui seraient de plus en plus éloignées du peuple et incapables de le protéger face aux forces de la mondialisation. Joe Biden veut lui s'opposer au « laisser-faire » et lutter contre les inégalités de toutes sortes créées par un capitalisme laissé trop longtemps à lui-même.

Le programme Démocrate : un programme « social-démocrate »

Le programme de Joe Biden s'inscrit dans la tradition sociale-démocrate. Il propose de financer par des hausses d'impôts – sur les revenus des ménages¹² et sur les profits des sociétés – des dépenses d'infrastructures, d'éducation, de santé et de mettre en place un système de chômage partiel inspiré du modèle allemand.

Le prélèvement de l'impôt sur les revenus des ménages porte largement sur les 5 % des ménages les plus aisés et parmi eux essentiellement les 1 % du haut de l'échelle (graphique 1).

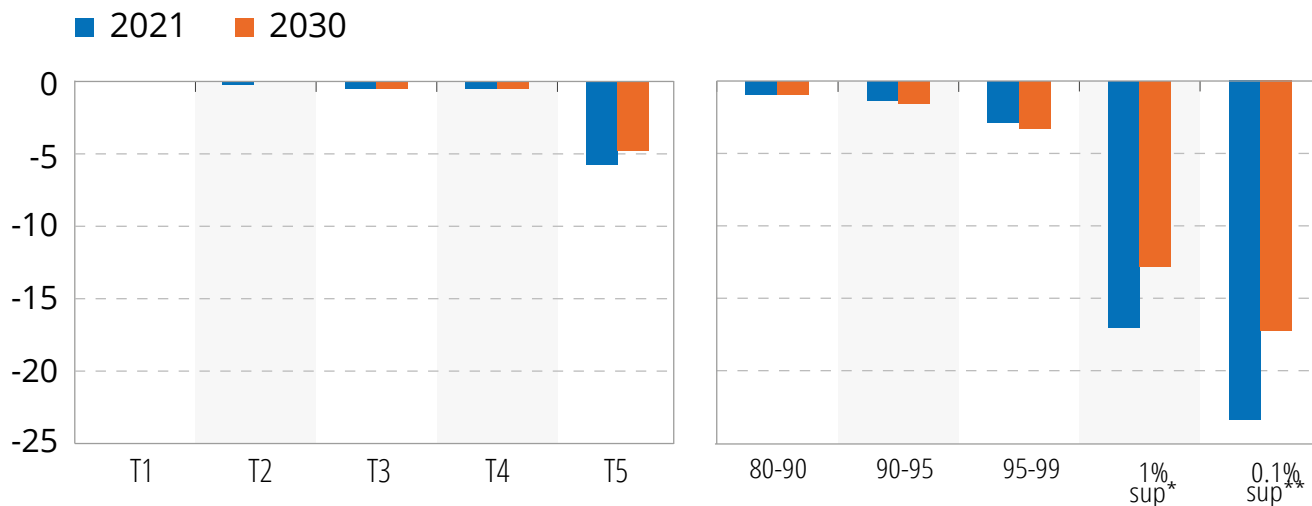
Parallèlement, un relèvement progressif à 15 dollars du salaire horaire minimum ferait, lui, progresser le pouvoir d'achat des travailleurs les moins bien payés.

¹¹ En 2016, Hillary Clinton avait perdu contre Donald Trump alors que le taux de chômage n'avait cessé de baisser passant même en dessous de 5 % à la fin du second mandat de Barack Obama.

¹² Outre une remontée des taux d'imposition sur les revenus des ménages, le programme démocrate prévoit une hausse du taux d'imposition des plus-values de cession de valeurs mobilières pour les ménages qui gagnent plus de 1 million de dollars.

Graphique 1 : Impôts sur le revenu des ménages

% de variation du revenu après impôt par quintile

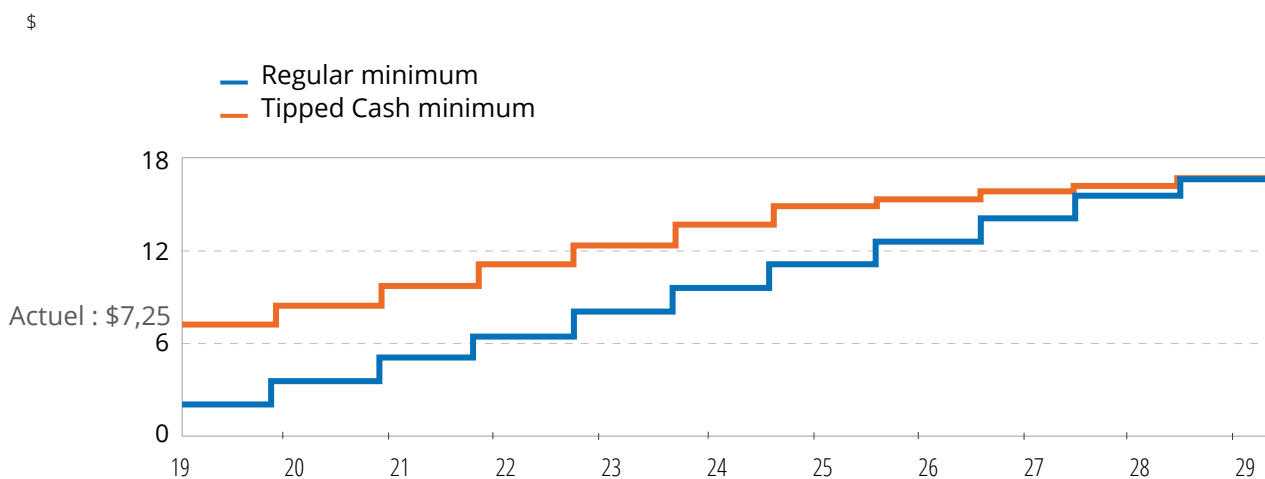


* revenu du 1%: sup > \$837,000
 ** 0,1% sup > 3.7mn

Source : CRFB

A ces propositions pourrait venir s'ajouter, dans les semaines qui viennent, celle de sa colistière K. Harris qui vise à redonner du pouvoir d'achat à la classe moyenne (cf. encadré 1).

Graphique 2 : Salaire horaire minimum

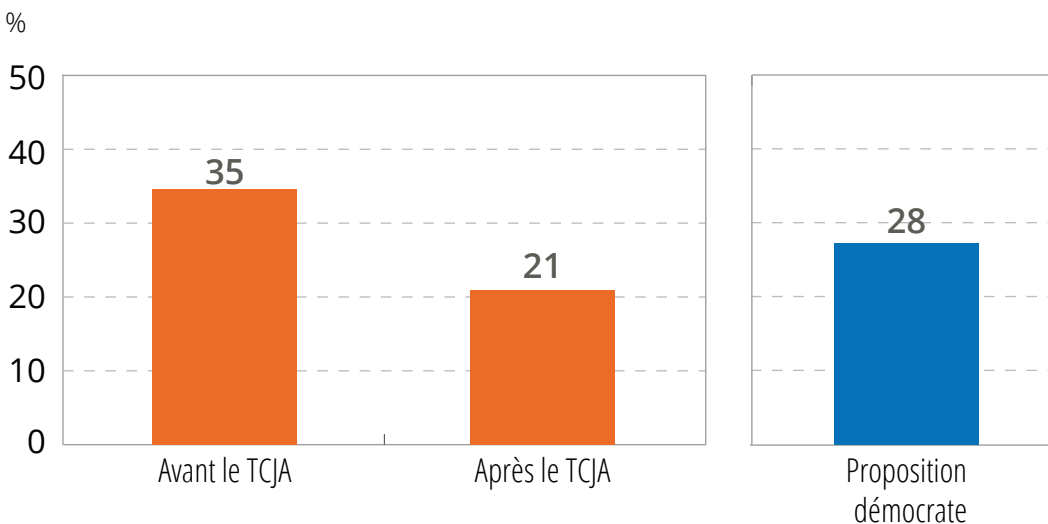


Source : Candriam

Le candidat démocrate propose également une hausse significative des dépenses d'infrastructures (2000 milliards de dollars sur quatre ans), reprenant dans son programme une partie des aspirations du *Green New Deal* porté par Bernie Sanders. Il propose ainsi de rénover pendant son mandat des millions de bâtiments et d'atteindre la neutralité carbone dans la production d'électricité d'ici à 2035, d'investir 100 milliards de dollars pour la modernisation des écoles, 50 milliards pour la

réparation des routes et des ponts... L'objectif est de moderniser des infrastructures dont le vieillissement inquiète l'*American Society of Civil Engineers* depuis de longues années maintenant. Ces dépenses soutiendraient fortement la croissance : le *Congressional Budget Office*, un organisme non partisan, estimait en 2015 que pour chaque dollar dépensé dans des infrastructures le bénéfice économique pouvait aller jusqu'à 2,2 dollars¹³.

Graphique 3 : Taux fédéral d'impôt sur les sociétés



Source : Candriam

Joe Biden propose aussi de soutenir le secteur manufacturier américain : le gouvernement fédéral s'engagerait à consacrer 400 milliards de dollars à l'achat de produits fabriqués aux États-Unis et investirait 300 milliards de dollars dans la recherche et le développement pour les voitures électriques, l'intelligence artificielle... Son « Buy American » est bien sûr une réponse à « l'America First » de Donald Trump.

Il est difficile d'évaluer le montant total des dépenses et des recettes du programme du candidat démocrate, car à l'approche des élections les promesses se sont multipliées. Le CRFB estime que, sur dix ans, la réforme de la santé augmenterait les dépenses de 2 250 milliards de dollars (avec un coût net pour le Budget de 1 800 milliards) et son programme pour l'éducation (notamment la préscolarisation

¹³ CBO (2015), "Estimated Impact of the American Recovery and Reinvestment Act on Employment and Economic Output in 2014"

universelle des enfants de trois et quatre ans) coûterait 850 milliards de dollars. A ces dépenses, il faut ajouter 2 000 milliards de dollars au titre du plan d'infrastructures et 300 milliards de dollars au titre du programme Innovate in America. Au total, le programme du candidat augmenterait de quelque 5 000 milliards de dollars de dépenses ; il ne serait qu'en partie financé par les 3 500 milliards de dollars de hausses des recettes¹⁴.

Une Administration Biden-Harris s'orienterait aussi probablement vers une plus grande réglementation du secteur technologique. Cela pourrait inclure une politique de concurrence et une application des règles antitrust moins favorable au secteur, ainsi qu'une politique de protection de la vie privée et de cybersécurité plus stricte.

Encadré 1 : LIFT (*Livable Incomes for Families Today*) the Middle Class Act

En 2018, alors Sénatrice de la Californie, Kamala Harris avait proposé de redonner du pouvoir d'achat à la classe moyenne par le biais d'un crédit d'impôt pouvant aller de 3000 dollars pour un célibataire à 6 000 dollars pour un couple. Le mécanisme proposé est calqué sur l'EITC (*Earned Income Tax Credit*).

L'EITC* est un crédit d'impôt accordé par l'Etat fédéral aux ménages aux revenus faibles (26 Etats et le District de Columbia ajoutent leur propre crédit d'impôt à celui de l'Etat fédéral). Le montant du crédit d'impôt dépend du statut marital, du nombre d'enfants et du revenu du bénéficiaire : à partir du premier dollar de revenu, il croît jusqu'à un certain seuil, puis décroît pour tomber à zéro lorsque le revenu dépasse un montant donné. Lorsque le montant du crédit d'impôt est supérieur à celui de l'impôt dû, la différence est versée au ménage. En 2017, le crédit d'impôt moyen pour une famille avec enfant était d'un peu plus de 3 000 dollars (mais il était de moins de 300 dollars pour une famille sans enfant). Le mécanisme est destiné à encourager le travail à temps le plus complet possible des salariés aux rémunérations les plus faibles. En 2018, il a évité à 5,6 millions de personnes d'avoir un revenu situé en dessous du seuil de pauvreté. Une famille de deux enfants comprenant un seul travailleur à temps plein rémunéré au salaire minimum (12 500 dollars par an environ en 2016), ne se situera en effet au-dessus de ce seuil que si elle bénéficie effectivement de l'EITC... et du SNAP, l'assistance alimentaire !

En permettant aux ménages gagnant jusqu'à 100 000 dollars de bénéficier d'un crédit d'impôt (contre 55 000 dollars pour l'EITC), la proposition de Kamala Harris vise à accroître le pouvoir d'achat des classes moyennes. Sa mise en œuvre soutiendrait aussi les revenus les plus bas en comblant une des lacunes de l'EITC : les célibataires sans enfants pourraient recevoir jusqu'à 3000 dollars de crédit d'impôt, contre un maximum de 529 dollars en 2019 avec l'EITC.

* Sur ce point, voir « The earned income tax credit », Policy Basics, Center on Budget and Policy Priorities, décembre 2019.

¹⁴ Selon le CRFB, le plan fiscal du président Biden permettrait de lever entre 3,35 billions et 3,67 billions de dollars sur une décennie. In « Understanding Joe Biden's 2020 Tax Plan ». <http://www.crfb.org/papers/understanding-joe-bidens-2020-tax-plan>.

Le programme de Donald Trump : dans la suite de 2016...

Le programme économique de Donald Trump est plus vague, mais il reprend les mêmes thèmes qu'en 2016 : le « Make America great again » a été transformé en « Keep America great ». Les mesures évoquées laissent penser que sa politique économique continuera ainsi d'être un mélange de mercantilisme commercial, de libéralisme réglementaire et de baisses d'impôts.

Le Président a ainsi promis de pérenniser les baisses d'impôts de 2017 et de transformer la suspension du paiement des cotisations employés entre août et décembre 2020 (prise par décret présidentiel) en annulation. Donald Trump reste également favorable à une hausse des dépenses d'infrastructures – une promesse déjà en bonne place dans son programme de 2016 –, mais les Républicains y sont en majorité opposés. Faute d'y être parvenu lors de son premier mandat, en raison aussi de la crise sanitaire, Donald Trump semble avoir mis entre parenthèse l'idée d'abroger la réforme de la santé d'Obama (*Affordable Care Act*).

Climato-sceptique convaincu, D. Trump poursuivra certainement sa politique environnementale. Enfin en matière commerciale, Donald Trump a toutes chances de poursuivre sa « guerre » avec la Chine bien sûr, mais sans doute aussi avec l'Europe. Cette guerre vise d'abord à répondre aux inquiétudes latentes de son électorat. Elle répond aussi aux craintes d'une dépendance croissante vis-à-vis de la Chine dans des domaines stratégiques ou touchant à la sécurité nationale. Sur ce front, il n'est pas sûr que les Démocrates aient une position très différente, mais une Administration Démocrate offrirait sans doute une opportunité de réparer la relation transatlantique en désamorçant les tensions commerciales avec l'Europe et favoriserait la recherche de solutions multilatérales.

Son équipe de campagne a d'ailleurs déjà insisté sur le fait que l'approche du candidat démocrate s'inscrit dans le cadre des règles de l'Organisation Mondiale du Commerce, même si son Administration cherchera à modifier l'accord existant garantissant une ouverture mutuelle des marchés publics.

Au total, le programme de Donald Trump, libéral en matière réglementaire et protectionniste en matière commerciale, est le même que celui qui lui avait permis de l'emporter en 2016. Il avait alors joué sur la peur du déclassement, mais aussi sur la colère contre la mondialisation, le multiculturalisme et l'immigration. Or, avec un taux d'emploi plus faible qu'au creux de la récession de 2009, la crise sanitaire du début d'année n'a pu que raviver les craintes de déclassement : le taux d'emploi des hommes du cœur de la population active (ceux âgés de 25 à 54 ans) en particulier a chuté de plus de dix points entre février et avril et il était en juillet toujours sept points plus bas qu'en début d'année.

Une course plus serrée qu'il n'y paraît

Mi septembre, Joe Biden arrive largement en tête dans les sondages : 51 % des électeurs se disent prêts à voter pour lui, contre 42% pour Donald Trump. Ce dernier semble aussi perdre du terrain dans plusieurs des États clés qu'il avait gagnés en 2016, comme le Michigan.

Pour remporter l'élection, un candidat a besoin d'obtenir la majorité au collège électoral¹⁵, soit 270 voix sur les 538. Dans la plupart des États, les élections sont déjà jouées comme en Californie, largement démocrate, ou en Oklahoma, largement républicain. Environ 45 % de la population américaine vit toutefois dans les États où les résultats sont plus incertains, dont un peu plus de 20 % dans des « swing States », ces États susceptibles de basculer d'un côté ou de l'autre. Mi-septembre, Joe Biden semblait disposer d'une avance confortable avec 268 voix au collège électoral contre 169 pour Donald Trump¹⁶, mais il faut rappeler qu'en 2016 ces mêmes sondages donnaient Hillary Clinton largement gagnante.

“ *Malgré des sondages favorables à Joe Biden, l'élection est donc loin d'être jouée.* ”

Malgré des sondages favorables à Joe Biden, l'élection est donc loin d'être jouée. Donald Trump bénéficie d'un très fort soutien de son électorat (deux-tiers de ses partisans disent le soutenir « fortement », contre moins de la moitié des partisans de Biden). Avec plus de 80 millions d'abonnés sur Twitter (contre 6 millions pour son rival), le Président dispose aussi d'une arme de communication redoutable qu'il avait

¹⁵ La présidentielle américaine est une élection au scrutin indirect ; les électeurs désignent des représentants qui sont ensuite chargés d'élire le président et le vice-président.

¹⁶ Sur ce point, voir <https://www.npr.org/2020/09/16/912004173/2020-electoral-map-ratings-landscape-tightens-some-but-biden-is-still-ahead>.

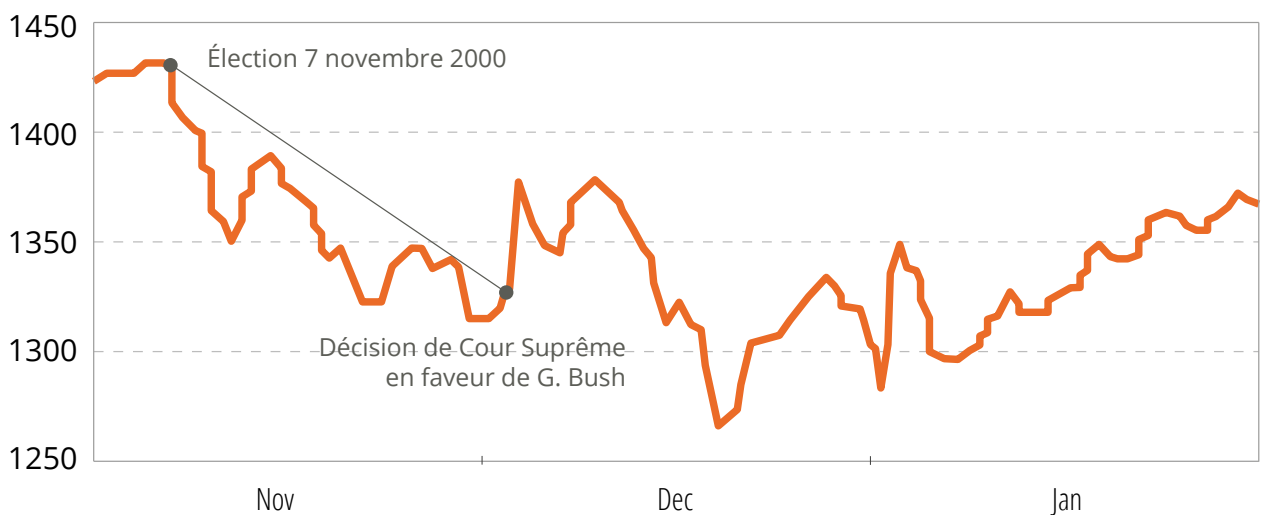
déjà largement utilisée lors de la campagne de 2016 (« J'ai mon propre média. Je n'ai pas besoin de m'en remettre aux faux médias »). Le problème du vote par correspondance – « la plus grande fraude de l'histoire » selon Donald Trump ! – pourrait aussi jouer un rôle important dans cette élection : début août, la moitié des électeurs – 60 % chez les Démocrates et 35 % chez les Républicains – anticipaient des difficultés à voter en novembre prochain [Pew research, op. cit.],

contre seulement 15% en octobre 2018, juste avant les élections de mi-mandat. Or, une forte augmentation des votes par correspondance pourrait conduire à une répétition du scénario de novembre 2000, où il avait fallu attendre de longues semaines avant de connaître le résultat de l'élection : dans l'intervalle, la Bourse avait sensiblement baissé (graphique 4).

Un déroulement plus chaotique encore ne peut être exclu. A l'époque, Al Gore avait, après quelques

Graphique 4 : Le S&P 500 en novembre et décembre 2000

Bush v. Palm Beach County Canvassing Bd.



Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

semaines, fini par concéder sa défaite. Certains observateurs craignent aujourd'hui que l'élection de 2020 ressemble plus à celle de... 1876. Cette dernière opposa le Républicain Rutherford Hayes au Démocrate Samuel Tilden. Dans trois Etats du Sud alors dominés par les Républicains, des commissions électorales se réunirent et invoquèrent diverses raisons douteuses pour invalider les résultats dans

plusieurs circonscriptions. Après contestation par les Démocrates, une commission finit par être créée à la Chambre des Représentants. Mais il fallut de longues semaines de débats houleux pour qu'un compromis – peu glorieux !¹⁷ – soit trouvé : Rutherford Hayes fut finalement élu Président le 4 mars 1877 avec 185 votes (contre 184 pour son adversaire¹⁸)... et à peine 48 % du corps électoral.

¹⁷ Les Démocrates concédèrent la Présidence. En retour, ils obtinrent « le retrait des troupes fédérales des États du Sud, la fin de la Reconstruction – les réformes qui suivirent la guerre de Sécession – et l'assujettissement des citoyens noirs à un siècle d'oppression violente », in E. Lach (2020), "What happen if Donald Trump figths the election results », The New Yorker.

¹⁸ Cf. A. Coutant (2012), « Les Présidents minoritaires aux États-Unis », *Revue française de droit constitutionnel*, n°90.

Comment construire un portefeuille ?

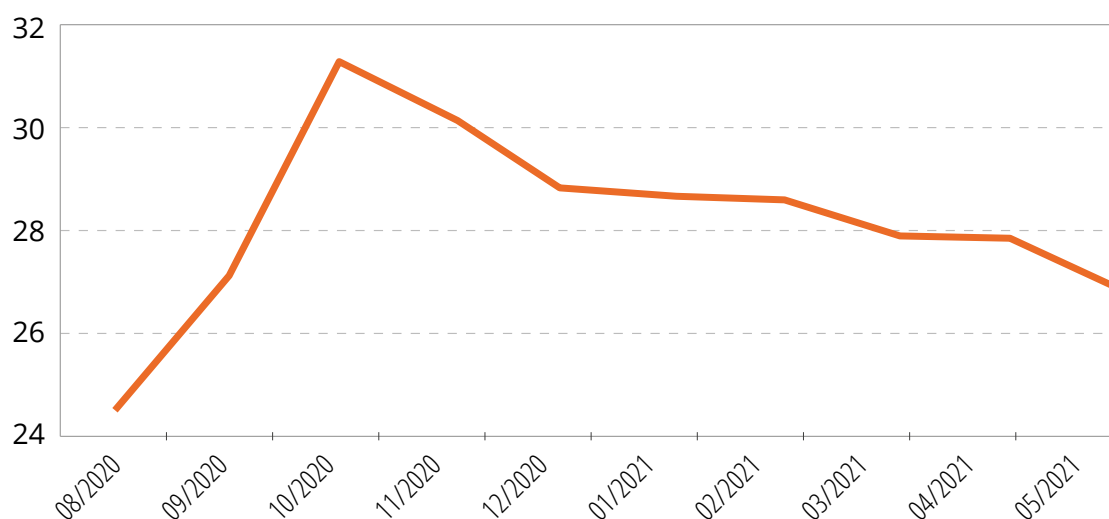
Un niveau d'incertitudes élevé qui risque de perdurer

Les élections américaines s'ajoutent sur les marchés cette année à d'autres sources d'incertitudes qui vont influencer sur les performances d'ici la fin de l'année. La gestion de la crise sanitaire liée à la Covid-19 reste le premier déterminant pour l'économie mondiale et l'évolution des marchés financiers. L'élection américaine n'en reste pas moins le deuxième déterminant d'importance compte tenu des répercussions possibles en interne et en externe en fonction du nom du président et de la composition du congrès.

La polarisation extrême observée pour cette élection rend les anticipations de marché particulièrement délicates, surtout dans un contexte de crise sanitaire. Le premier enjeu est celui de la date à laquelle nous connaissons le nom du nouveau président américain. Dans le cas d'un résultat serré entre les deux candidats, il sera probablement contesté.

Les marchés devraient répondre à cette incertitude par une hausse de la volatilité. Elle est déjà en partie anticipée par les investisseurs jusqu'à la date des élections au moins, comme le montrent l'évolution des *futures* sur le VIX (volatilité anticipée sur le S&P 500 à différentes échéances).

Graphique 5 : Courbe des *futures* sur la volatilité attendue sur le S&P 500 (VIX)



Source : Candriam

Comment s'en protéger ?

- Nous avons fait le choix de conserver des protections optionnelles sur les actions américaines et européens afin de réduire l'impact sur nos performances d'une volatilité accrue au cours des semaines à venir. Nous affichons ainsi pour le moment une légère sous-pondération sur les actions en intégrant ces protections.
- Nous avons augmenté notre exposition sur l'or, qui offre un rôle protecteur efficace dans ce contexte.
- Les risques sur les actifs américains s'accroissent et peuvent peser sur leur valorisation à l'approche des élections. La région constitue moins une valeur refuge que lors des crises passées (le risque politique peut peser sur la valorisation de la devise américaine et des actifs risqués américains). Nous avons par conséquent décidé de sous-pondérer les actions américaines et le dollar américain. Nous avons temporairement réduit notre exposition aux valeurs technologiques américaines. Leur forte performance et leur valorisation relative élevée les rendent désormais plus vulnérables à une correction. Comme nous restons structurellement positifs sur ce thème, nous profiterions d'une correction pour renforcer notre exposition au secteur technologique.

Quel président ? Quel Congrès ? Unifié ou divisé ? L'impact sur l'économie et les marchés est une équation à plusieurs inconnues

Le prochain président américain sera potentiellement disruptif ! Joe Biden sera disruptif sur la politique interne qui ne s'inscrira pas dans la continuité du président actuel alors que Donald Trump continuera à être disruptif sur la scène internationale. Indépendamment du président élu, la composition du congrès est un facteur que nous devons prendre en compte.

Un congrès unifié permettrait d'anticiper plus clairement la politique qui sera menée par le nouveau gouvernement

- De manière générale, avec un congrès unifié, l'incertitude sera moins grande sur la politique qui sera suivie. Les investisseurs pourront se positionner plus rapidement par rapport aux conséquences domestiques et internationales des programmes des candidats.
- Dans un contexte de crise économique, la réponse apportée par le gouvernement pourra être plus tranchée et plus massive, même si républicains et démocrates n'apportent par le même type de soutien.
- Une trajectoire de croissance plus soutenue pourrait amener à une pentification plus importante de la courbe des taux. La hausse des taux restera néanmoins contenue compte tenu du changement de stratégie que la Réserve fédérale vient d'annoncer. Les actifs risqués (actions et crédit) devraient également réagir positivement à des perspectives de croissances accrues. L'impact sur la devise américaine est moins clair, il dépendra également de la trajectoire de croissance des autres grandes économies.
- Un programme politique et économique avec une direction plus claire... pour le meilleur ou pour le pire. L'agenda du Président Biden serait plus favorable à une économie plus verte (objectif de zéro émission nette d'ici 2050), mais serait également plus disruptif pour les actifs domestiques (impact de hausses d'impôts ?). Donald Trump de son côté continuera sûrement à exacerber les tensions en interne comme en externe, maintenant un niveau d'incertitude politique plus élevé.

A l'inverse un congrès divisé (une Chambre des représentants démocrate et un Sénat républicain) pourrait représenter un risque pour la croissance dans l'hypothèse d'une victoire de Joe Biden

Faute de majorité au Congrès, le Président ne peut mettre en œuvre qu'une partie de son programme. Le cas de figure potentiellement le plus négatif serait celui d'une victoire démocrate à la présidence, devant composer avec un congrès divisé. Les Républicains pourraient dans ce

cas, s'opposer à une partie du programme économique : hausse des dépenses financées par des hausses d'impôts. Si Donald Trump était réélu, un Congrès divisé pourrait néanmoins avoir un aspect positif dans la mesure où ce contre-pouvoir constituerait un élément modérateur.

Notre scénario économique central est compatible avec une victoire de l'un ou l'autre des candidats qui ne conduirait pas à une trop forte disruption interne ou externe de nature à déstabiliser la reprise économique engagée.

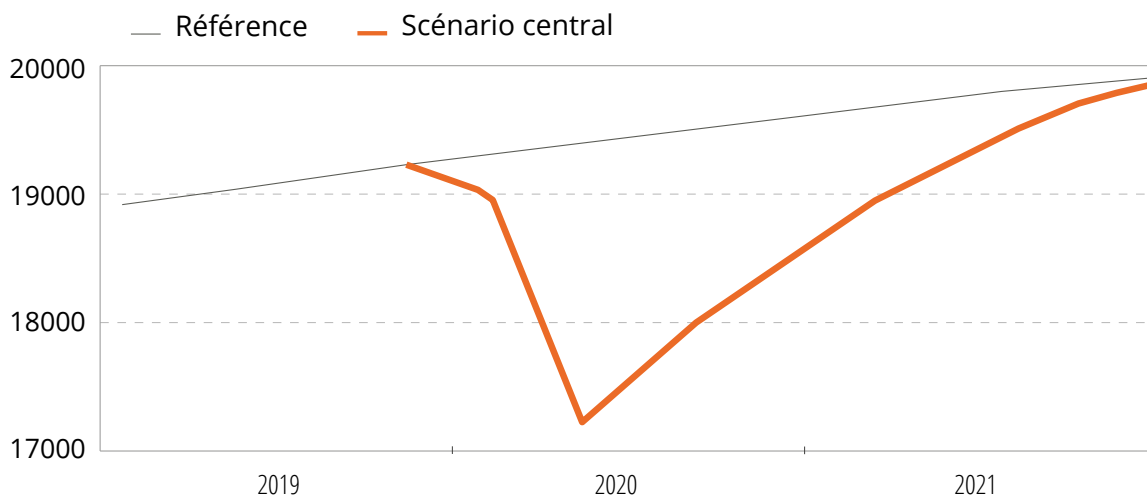
Notre scénario central – un retour graduel de l'économie vers sa tendance de référence – suppose un soutien budgétaire supplémentaire modéré à la fin de l'été

(300 dollars d'allocations chômage hebdomadaires supplémentaires jusqu'à décembre 2020) et une atténuation marquée de la distanciation sociale à fin 2021.

Graphique 6 : Scénario central

Niveau du PIB

Dollars constants



	Croissance du PIB		Perte cumulée d'activité* en 2020 et 2021
	2020	2021	
Scénario central	-5,1	7,0	4,4



* Perte par rapport à la tendance de référence

Impact sur le niveau du PIB en 2020 en % par rapport à la tendance de référence

	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept	Oct	Nov	Dec
Scénario central	-5	-14	-11	-9	-9	-8	-8	-7	-6	-5

Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

Quel sera l'impact des programmes républicains et démocrates sur les différentes classes d'actifs ?

	Réélection de Donald Trump 	Élection de Joe Biden 
Programme électoral	Son programme électoral est le même qu'en 2016	Son programme peut produire des revirements importants sur le marché domestique.
	La politique intérieure s'inscrira dans la continuité avec comme points clés: baisses d'impôts, poursuite de la dérégulation, limitation de l'immigration. Sa politique éloignerait les risques réglementaires pour les entreprises du secteur pétrolier ou de la santé.	L'élection de Joe Biden sera plus déstabilisante pour le marché domestique américain que pour le reste du monde. Le soutien à l'économie sera très présent, mais s'appliquera différemment : hausses d'impôts, hausse du salaire minimum, plan d'investissement dans les infrastructures, prise en compte du climat et d'un développement plus durable. Le domaine de la santé est également un point de divergence majeur (extension prévue d'Obamacare), le mouvement de dérégulation devrait s'arrêter.
	La politique extérieure reste le principal sujet d'incertitudes tant le comportement du président américain s'est révélé imprévisible au cours de son premier mandat. Seul point d'ancrage, nous anticipons toujours moins de multilatéralisme et une attitude stricte envers la Chine.	Les relations extérieures américaines pourront à l'inverse retrouver un fonctionnement plus traditionnel et moins chaotique, avec un retour du multilatéralisme. Dans ce scénario, le dialogue stratégique autant qu'économique et commercial serait renoué avec l'Europe.
Quels Impacts pouvons-nous anticiper sur les marchés ?	La politique extérieure a été au cours du premier mandat déstabilisante pour les actifs non américains. Les actifs risqués en Chine, dans les pays émergents et en Europe pourront souffrir des pressions protectionnistes américaines comme ce fut le cas au cours des 4 dernières années. Le risque politique continuera à être un élément clé pour les marchés financiers.	L'impact sectoriel pour le marché domestique américain sera probablement plus important. Il sera positif sur les secteurs liés aux infrastructures et transport, sur les énergies renouvelables et plus globalement sur les thématiques liées au développement durable. L'impact sera à l'inverse plus négatif sur le secteur de la santé, sur l'énergie (pétrole et gaz).
	Sur le marché domestique américain, la réélection de Donald Trump pourrait favoriser une réduction de la prime de risque sur les secteurs de l'énergie et de la santé.	Les actifs non américains pourraient bénéficier de relations plus constructives et moins chaotiques. L'Europe et les pays émergents ne devraient pas voir leur performance pénalisée par l'imprévisibilité d'un risque politique.

Notre allocation restera flexible et opportuniste et pourra bénéficier de périodes correctives pour renforcer notre exposition aux actifs risqués (actions et obligations) si notre scénario économique reste valide.

CANDRIAM

A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY



128 Mds €
d'actifs sous gestion
au 30 juin 2020



550
experts
à votre service



25 ans
Leader dans l'investissement
responsable

Ce document est fourni à des fins d'information uniquement et peut contenir l'opinion de Candriam et des informations propriétaires. Les opinions, analyses et points de vue exprimés dans ce document sont fournis à titre d'information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

Le présent document n'est pas une recherche en investissement telle que définie à l'article 36, §1 du règlement délégué (UE) 2017/565. Candriam précise que l'information n'a pas été élaborée conformément aux dispositions légales promouvant l'indépendance de la recherche en investissements, et qu'elle n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant la diffusion de la recherche en investissements.

Ce document n'est pas destiné à promouvoir et/ou à offrir et/ou à vendre un produit ou un service quelconque. Le document n'est pas non plus destiné à solliciter une quelconque demande de prestation de services.



www.candriam.com

CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.