

LE THÈME DU MOIS

Élections américaines de mi-mandat : programmes économiques potentiels et répercussions pour les marchés

PARESH UPADHYAYA, Responsable de la Stratégie changes, gérant de portefeuilles US

Finalisé le 21/09/2018

L'essentiel

À l'approche des élections américaines de mi-mandat qui se tiendront le 6 novembre prochain, beaucoup anticipent une division du Congrès, selon laquelle le Parti démocrate prendrait le contrôle de la Chambre des Représentants et le Parti républicain garderait la mainmise sur le Sénat. Mais d'autres scénarios sont également possibles, notamment avec un Congrès qui resterait sous contrôle républicain, ou encore dans le cas où les Démocrates remporteraient à la fois la Chambre des Représentants et le Sénat. Dans cet article, nous étudierons pourquoi la division du Congrès est l'issue la plus probable. Nous nous pencherons ensuite sur les programmes économiques des deux Partis et les problématiques qui pourraient être soulevées lors de leur mise en application. Enfin, nous analyserons l'impact potentiel sur les marchés boursiers et obligataires américains.

Une lutte difficile pour les Républicains

Selon les fondamentaux politiques, le contexte est plus favorable à ce que les Démocrates reprennent le contrôle de la Chambre des Représentants. À l'heure actuelle, les Républicains disposent d'une majorité dans les deux chambres du Congrès, avec 237/193 sièges pour la Chambre des Représentants (et 5 sièges vacants) et 51/49 pour le Sénat. Les Démocrates devront par conséquent obtenir 23 nouveaux sièges à la Chambre des Représentants et 2 au Sénat afin d'y prendre le contrôle.

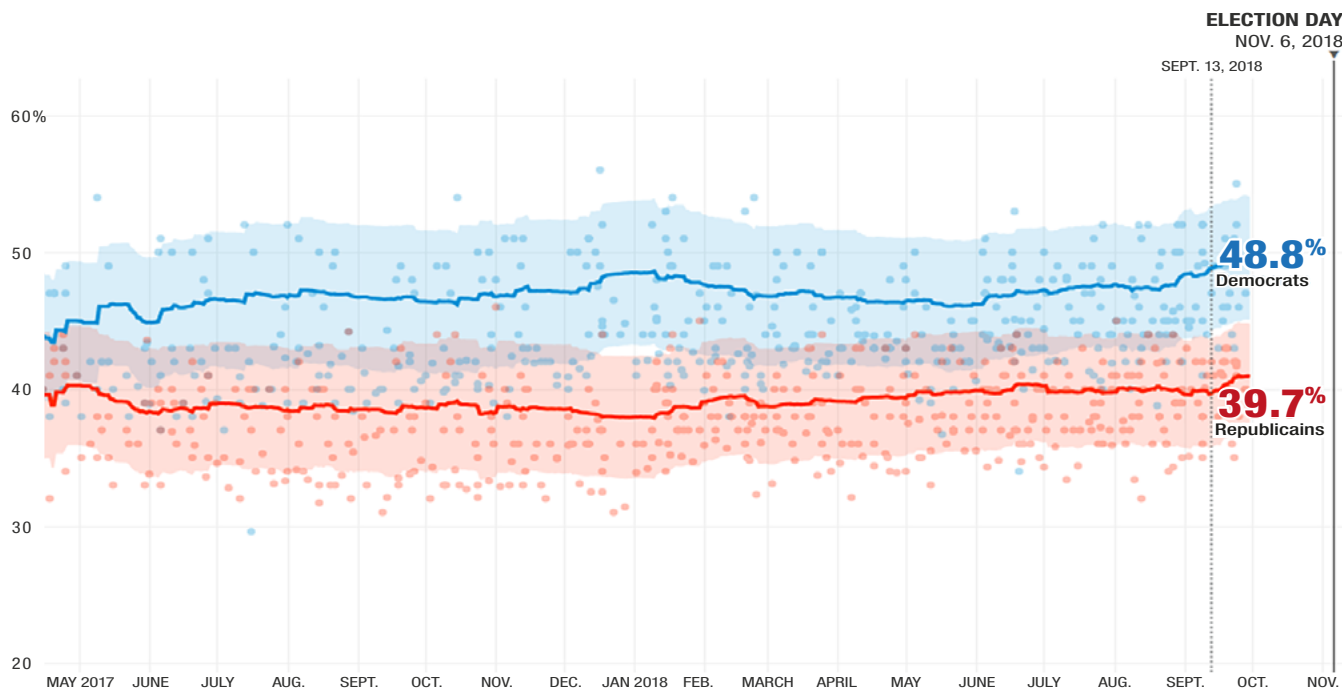
La Chambre des Représentants est plus encline que le Sénat à changer de camp dans la mesure où les circonscriptions électorales à faible majorité sont plus nombreuses du côté des Républicains que des Démocrates. En 2016, 23 districts ont voté pour le candidat républicain et la Secrétaire d'État Hillary Clinton à la Chambre des Représentants, contre seulement 7 districts qui ont voté pour le candidat démocrate et Donald Trump. En revanche, les Démocrates, qui sont clairement sur la défensive au Sénat, devront défendre 26 des 35 sièges en statut de réélection. En outre, les Démocrates qui se présentent dans des États à majorité républicaine tenteront de remporter les élections dans des États où la marge de victoire pour Donald Trump était égale ou supérieure à 20 % (Missouri, Indiana, Montana, Dakota du Nord et Virginie-Occidentale).

Les Démocrates devraient remporter la Chambre des représentants : explications

Intentions de vote

Les Démocrates disposent d'une solide avance dans les intentions de vote. Les intentions de vote reposent sur des sondages demandant aux électeurs quel Parti – démocrate ou républicain – ils souhaitent soutenir lors des élections au Congrès. Certains stratégestes politiques pensent qu'en raison du découpage électoral (*gerrymandering* en anglais, pratique consistant à déterminer la circonscription électorale des districts en fonction du Parti au pouvoir), les Démocrates doivent disposer d'une avance d'environ 7 % dans les intentions de vote afin de remporter la majorité à la Chambre des Représentants. Selon les intentions actuelles, leur avance sur le Parti républicain s'élève à 8,5 % (graphique 1).

Graphique 1: Solide avance des Démocrates dans les intentions de vote

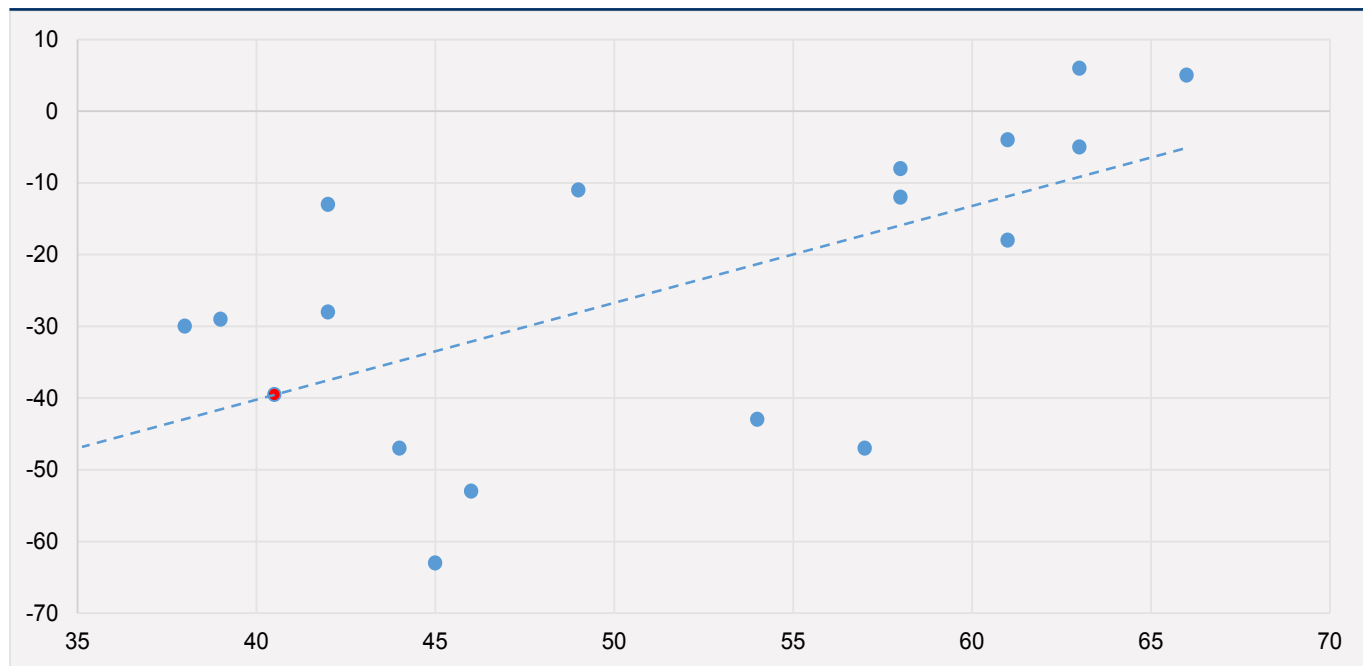


Source: FiveThirtyEight, au 13 septembre 2018

Taux de satisfaction de D. Trump

Historiquement, lorsque le taux de satisfaction d'un Président est inférieur à 50 %, le Parti au pouvoir perd en moyenne au minimum 25 sièges à la Chambre des Représentants. Si l'on en croit les derniers sondages, le taux de satisfaction de Donald Trump a atteint 40,5 % au 9 septembre 2018. Selon notre coefficient de corrélation entre le taux de satisfaction et le nombre de sièges changeant de camp à la Chambre des Représentants, le taux de satisfaction actuel de Donald Trump induit une perte potentielle de près de 40 sièges (graphique 2).

Graphique 2: Gain ou perte de sièges à la Chambre des Représentants vs. popularité du Président



Source: Amundi Pioneer, données au 10 septembre 2018

Levée de fonds

Enfin, les levées de fonds constituent un autre indicateur stratégique sur la solidité d'un Parti. Les candidats démocrates ont surpassé leurs homologues républicains dans 71 des 101 circonscriptions électorales. Plus important encore, les Républicains au pouvoir accusent un retard en la matière dans deux tiers de ces districts.

Répercussions sur le plan politique: une nouvelle impasse politique

Les deux Partis proposent des programmes économiques bien distincts. Le Parti démocrate a dévoilé un projet économique intitulé *A Better Deal*, qui consiste à augmenter les dépenses publiques, relever le salaire minimum et étendre les soins de santé. De son côté, le Parti républicain entend baisser les dépenses, introduire de nouvelles réformes fiscales et mettre un terme à l'Obamacare.

Programme économique des Démocrates

- Augmentation des dépenses publiques. Les Démocrates souhaitent dépenser 1000 milliards de dollars dans le cadre d'un plan d'infrastructures à long terme afin de reconstruire les routes, ponts, systèmes de transport, voies ferrées, etc. Ils espèrent en outre allouer 100 milliards de dollars à l'éducation et 70 milliards de dollars à la construction de logements à loyer modéré.
- Révision à la hausse du salaire minimum. Bien que le programme *A Better Deal* n'apporte aucune précision, un projet de loi proposé l'an passé au Sénat par les Démocrates visait à relever le salaire horaire minimum de 7,25 dollars à 15 dollars d'ici 2024, l'indexant pour la suite à la croissance médiane du salaire.
- Santé. Les Démocrates prévoient de poursuivre l'Obamacare et cherchent à étendre les programmes Medicaid, Medicare et la sécurité sociale. Dans le cadre de *A Better Deal*, ils espèrent réduire le coût des médicaments sur ordonnance.
- Fiscalité. Les Démocrates souhaitent annuler les réductions d'impôt accordées aux entreprises et aux revenus élevés.
- Divers. Mise en place de congés familiaux et maladie payés. Garde d'enfants/prématurée universelle.

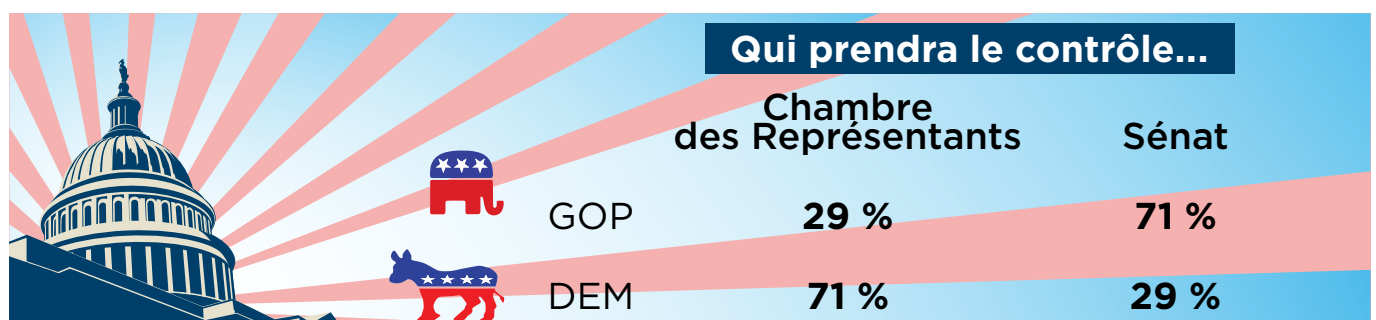
Programme économique des Républicains

- Réforme 2.0 sur les réductions d'impôt et les emplois (Tax Cuts and Jobs Act 2.0 (TCJA 2.0)). La prochaine étape des réductions d'impôt consiste à rendre permanentes les réductions d'impôt sur le revenu et à mettre en place des avantages fiscaux pour la retraite et l'innovation en entreprise.
- Abrogation et remplacement de l'Obamacare. Le Parti tentera une nouvelle fois de remplacer l'Obamacare par un système de soins axé sur les marchés.
- Réforme des aides sociales. Les Républicains entendent réduire les dépenses destinées aux aides sociales, ce qui pourrait se traduire par un renforcement des exigences de travail et une baisse des financements aux États.
- Plus-values. Indexer les plus-values sur l'inflation.
- Immigration. Développer une solution pour l'Action différée pour les enfants arrivants (Deferred Action for Childhood Arrivals / DACA), et allouer davantage de fonds à la sécurité des frontières et à la construction d'un mur entre les États-Unis et le Mexique.
- Infrastructures. Augmenter les dépenses en infrastructures, mais pas nécessairement via des partenariats publics/privés.

Analyse des scénarios

Scénario de base : Chambre des Représentants démocrate et Sénat républicain

Selon les marchés, le scénario le plus probable est la division du Congrès. Au 21 septembre 2018, les investisseurs pariant sur des élections hypothétiques, les marchés à terme ont intégré dans leurs cours une probabilité à 71 % pour une Chambre des Représentants démocrate et également à 71 % la probabilité d'un Sénat contrôlé par les Républicains.



Source: Predictit.org au 21 septembre 2018

Ce scénario pourrait suivre l'une des deux principales trajectoires.

- Dans la plus optimiste, Donald Trump pourrait trouver un terrain d'entente avec la Chambre des Représentants (contrôlée par les Démocrates). Le plafond du budget pourrait être relevé. L'on peut par ailleurs espérer une hausse modeste de 200 milliards de dollars pour les dépenses en infrastructures. Des mesures pourraient également être envisagées pour réformer la justice criminelle, étudier les questions sur la rémunération du congé familial, dont Jared Kushner et Ivanka Trump ont fait la promotion, et répondre aux problématiques en matière de santé publique, notamment en augmentant les financements pour lutter contre les overdoses par opioïdes.
- Selon la trajectoire la moins optimiste, le programme législatif de Donald Trump pourrait être bloqué, notamment par des enquêtes agressives à son encontre et son cercle proche, et nous pourrions même assister à la perspective d'une destitution. Une telle évolution entraverait toute possibilité de terrain d'entente sur le plan politique.

La trajectoire de ce scénario dépendra de nombreux facteurs, notamment l'ampleur de la majorité démocrate, le résultat de l'enquête Mueller, et les exigences de l'extrême gauche de la base démocrate. À l'heure actuelle, puisque les sondages suggèrent une division du Congrès, la trajectoire la moins optimiste semble la plus probable.

Statu Quo: Chambre des Représentants républicaine et Sénat républicain

Dans ce scénario de statu quo, les Républicains tenteront de faire adopter une nouvelle vague de réformes fiscales (TCJA 2.0). Sa réussite semble plus probable que l'abrogation et le remplacement de l'Obamacare. Néanmoins, il se pourrait que le vote soit, une fois encore, serré au Sénat. En outre, le Parti essaiera une nouvelle fois d'augmenter les dépenses dédiées à la sécurité des frontières, y compris via le financement d'un mur le long de la frontière entre les États-Unis et le Mexique et le recrutement de nouveaux agents de douane et d'immigration. Par ailleurs, certaines propositions de loi portent sur une réforme des aides sociales, notamment en renforçant les exigences de travail des allocataires. Enfin, ce scénario pourrait modifier la fiscalité des plus-values, qui seront indexées sur l'inflation.

Victoire totale: Chambre des Représentants démocrate et Sénat démocrate

Il s'agit probablement du scénario le plus sous-estimé. Le marché table sur la probabilité d'une victoire démocrate totale de seulement 29 %, tandis qu'elle pourrait être en réalité plus proche des 40 %. Historiquement, lors d'une victoire écrasante, les deux branches du pouvoir législatif s'inversent. En effet, depuis 1952, chaque fois que la Chambre des Représentants a changé de camp (à 5 reprises), le Sénat en a fait de même, hormis une seule fois en 2010. Au vu du grand nombre de Démocrates dans des États à majorité républicaine, la marge d'erreur est mince. Dans ce scénario, les Démocrates chercheront à étendre l'Obamacare, relever le salaire minimum, introduire la garde d'enfants/prématurée universelle, annuler les réductions d'impôts accordées aux entreprises et aux revenus élevés et réorienter les dépenses publiques vers des secteurs non liés à la défense. Il est cependant très peu probable que l'une de ces propositions ne soit réellement adoptée, car les Démocrates ne seront pas en mesure de rassembler suffisamment de voix pour passer outre le veto du Président.

Issue peu probable: Chambre des Représentants républicaine et Sénat démocrate

C'est le scénario le moins probable. La Chambre des Représentants dispose de nombreux sièges républicains ouverts, ce qui les rend pour la plupart hautement compétitifs. Ce n'est pas le cas pour le Sénat, où l'environnement est plus favorable au Parti républicain, où de nombreux sénateurs démocrates opèrent dans des États profondément républicains. Dans ce scénario, nous devrions assister à une profonde division du gouvernement. Auquel cas, il est probable que les Républicains cèdent quelques sièges à la Chambre des Représentants, ce qui signifie que le groupe parlementaire Freedom Caucus, de sensibilité conservatrice sur le plan budgétaire, plaiderait en faveur d'un durcissement budgétaire. Au Sénat, les Démocrates chercheront à assouplir ladite politique budgétaire, entraînant de ce fait une traditionnelle impasse.

Maison-Blanche

Les perspectives d'une impasse politique sont nombreuses au sein d'un gouvernement divisé. Face à des Démocrates qui chercheront probablement à freiner le programme du gouvernement, quelle réponse pouvons-nous attendre de l'administration de Donald Trump ?

- Veto présidentiel. Le droit de veto permet au président d'empêcher l'adoption du programme démocrate. Il rend aussi peu probable l'abrogation des législations mises en place par Donald Trump lors des deux premières années de son mandat (réformes fiscales, notamment).
- ALÉNA et échanges commerciaux. Le président a le droit d'imposer de manière unilatérale des droits douaniers ou des sanctions, comme il l'a démontré à de multiples occasions, ce qui a eu un impact sur le bois de construction,

les lave-linges, les panneaux solaires, la renégociation de l'ALÉNA et les droits douaniers sur les biens chinois. Les perspectives de nouvelles législations étant faibles, Donald Trump pourrait désormais davantage concentrer ses efforts sur les problématiques d'ordre commercial en imposant par exemple de nouvelles taxes sur les biens en provenance de Chine ou en ciblant d'autres pays, tels que le Japon.

- Affaires étrangères. Ce domaine relève également du pouvoir exécutif. Historiquement, les présidents américains qui ont été confrontés à des impasses politiques, ou qui sont des « canards boiteux » (représentant dont le mandat arrive à terme), se tournent vers le reste du monde. Donald Trump pourrait continuer d'axer sa politique sur des sujets géopolitiques épineux tels que la dénucléarisation de la Corée du Nord, et donner un nouveau tour de vis dans les sanctions à l'encontre de l'Iran. Le président devrait également tenter de relancer les discussions pour la paix dans le conflit israélo-palestinien et envoyer à nouveau des troupes américaines en Syrie.

Conséquences en termes d'investissement

Obligations

Dans le cas du scénario de base, le contexte économique demeurera solide, marqué par une surchauffe de l'économie et l'augmentation des écarts de production négatifs qui se traduiront par une hausse des pressions inflationnistes. Selon la trajectoire la plus optimiste, la perspective d'un programme de dépenses modestes en infrastructures donnerait un coup de fouet supplémentaire à une économie d'ores et déjà au plein emploi. Ce contexte permettrait que la Fed poursuive son cycle de resserrement progressif et signalerait la possibilité d'un durcissement qui ne serait plus neutre. L'ampleur du programme de dépenses en infrastructures et l'état de l'économie détermineraient le niveau de tolérance de la Réserve fédérale face à une courbe de taux probablement plate ou inversée. Nous tablons sur des pics périodiques des taux à 10 ans, avec des périodes plus soutenues à plus de 3 %. Les marchés des obligations Investment Grade et à haut rendement devraient se maintenir à flot et offrir des coupons réguliers.

Toutefois, dans le cas d'une trajectoire moins optimiste, du scénario le moins probable et d'une victoire totale des Démocrates, caractérisé par une impasse politique, l'affaiblissement du coup de pouce budgétaire pourrait ralentir l'activité économique américaine à un rythme proche de sa tendance d'ici le T4 2019. Ce qui limiterait probablement la hausse de l'inflation des prix à la consommation. La Fed signalerait ainsi l'interruption ou le ralentissement de son cycle de resserrement. Parallèlement, les banques centrales des pays du G-10 pourraient enfin commercer à relever leurs taux d'intérêt, entraînant ainsi la convergence des politiques monétaires à l'échelon mondial. Un tel scénario reflèterait une hausse généralisée des taux mondiaux et limiterait la probabilité d'un rebond durable des bons du Trésor américains. Le ralentissement de la croissance américaine ainsi que la croissance inférieure au potentiel telle qu'anticipée par les marchés, pourraient renforcer les craintes des défauts et se traduire par une correction des marchés des obligations Investment Grade et à haut rendement. Ainsi, selon nous, la réaction des marchés serait semblable à celle d'un scénario de statu quo, avec une politique budgétaire sans incidence sur la croissance. Enfin, la hausse des dépenses dédiées à la sécurité des frontières serait compensée par la réduction des dépenses discrétionnaires.

Actions

Dans le cas d'une impasse politique (trajectoire la moins optimiste du scénario de base et scénario de victoire totale), les investisseurs en actions ne pourront compter sur le programme des réformes des Républicains pour soutenir la hausse des cours des actions. En effet, leurs opinions d'investissement porteront davantage sur la croissance des bénéficiaires des entreprises. Si nous sommes convaincus que les bénéficiaires des entreprises américaines peuvent gagner au minimum 10 % en 2019, le taux de croissance en 2018 pourrait être près de moitié moins élevé que celui anticipé en l'absence de nouveaux avantages fiscaux. En outre, certains risques pèsent sur les prévisions de bénéfices si la hausse plus marquée que prévu de l'inflation (soutenue par la mise en place de droits douaniers et l'augmentation des salaires) pénalise les marges bénéficiaires. Pour cette raison, nous tablons sur des rendements actions modestes dans le meilleur des cas.

Dans le cas d'un scénario de base et de statu quo, néanmoins, les marchés boursiers pourraient s'apprécier. Selon le scénario de base, l'augmentation des dépenses en infrastructures devrait permettre de compenser une partie de l'affaiblissement du dernier coup de pouce budgétaire, permettant ainsi à l'économie américaine de poursuivre une croissance supérieure à la moyenne. Par ailleurs, les dépenses en infrastructures devraient permettre de stimuler le secteur américain des infrastructures et les producteurs de ciment mondiaux disposant tournés vers les États-Unis. Selon l'article publié par HSBC « *Élections américaines de mi-mandat : Les éléments à surveiller et les éléments en jeu, 5 septembre 2018* », une hausse des dépenses en infrastructures de l'ordre de 30 milliards de dollars par an permettrait de doper la production de génie civil de quelque 9 points de pourcentage et la consommation de ciment de quelque 6 points de pourcentage en 2019.

Dans le cas du scénario de statu quo (où les Républicains conservent la mainmise sur les deux chambres du Congrès), la probabilité de nouvelles réformes budgétaires, notamment la réduction des impôts sur les plus-values, constitue le scénario le plus favorable aux cours des actions à court terme, si l'on suppose que la croissance des bénéfices est conforme aux prévisions et que les problématiques commerciales ne provoquent pas de ralentissement économique.

Dollar américain

L'impact des élections de mi-mandat sur le dollar américain (USD) dépendra de l'adoption ou non des réformes budgétaires favorables à la croissance. Selon notre scénario de base optimiste, le dollar devrait s'apprécier, car la hausse potentielle du taux neutre des *Fed funds* devrait entraîner un différentiel de taux en faveur du billet vert. Dans le cas d'un scénario de statu quo, l'adoption de nouvelles réformes fiscales pourrait se traduire par des entrées de capitaux au sein des marchés boursiers et obligataires américains, ce qui serait également favorable pour le dollar. Néanmoins, dans tout autre scénario (et notamment dans le scénario le moins optimiste), nous anticipons une dépréciation du dollar car le thème de la convergence des politiques monétaires mondiales domine les marchés et le différentiel de taux d'intérêt se resserre face au dollar. La perspective d'un gouvernement divisé devrait avoir un impact neutre sur la devise américaine. À plus long terme, l'évolution du dollar dépendra de la politique monétaire et des perspectives économiques aux États-Unis.

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéficiaires) et autres. (www.msclbarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1 086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo: iStock by Getty Images — dkfielding

Directeur de la publication**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****ITHURBIDE Philippe**, Directeur de la Recherche**Rédacteurs en chef adjoints****BOROWSKI Didier**, Responsable de la Recherche Macroéconomique**DEFEND Monica**, Responsable de la Stratégie, Adjointe au Directeur de la Recherche**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoît**, équipe de Recherche