



**Amundi**  
Investment Solutions

La confiance, ça se mérite

**Amundi Investment  
Institute**

# Élections américaines 2024 : perspectives macro, géopolitiques et d'investissement

ÉCONOMIE ET MARCHÉS

OCTOBRE 2024 • Documentmarketing réservé aux investisseurs professionnels



## SOMMAIRE

<b>En bref</b> .....	<b>3</b>
<b>Infographie : Scénarios autour des élections américaines et implications pour le marché</b> .....	<b>4</b>
<b>Politique intérieure et implications macroéconomiques : K.Harris vs D.Trump</b> .....	<b>5</b>
Notre évaluation de l'impact économique des deux programmes .....	6
<b>Les états-clés</b> .....	<b>7</b>
<b>Politique étrangère et commerce extérieur</b> .....	<b>8</b>
Comparaison de la politique étrangère de K.Harris et de D.Trump .....	9
<b>Comment les élections américaines pourraient influencer les économies des pays émergents</b> .....	<b>11</b>
<b>Implications en matière d'investissement</b> .....	<b>12</b>
Quel pourrait être l'impact sur les marchés obligataires ? .....	12
Quelles sont les implications pour le dollar américain ? .....	13
Quelles sont les attentes sur les actions ? .....	13
Quelles sont les implications pour les marchés émergents ? .....	15
Quelles sont les principales implications pour les investisseurs ? .....	16
<b>Auteurs</b> .....	<b>17</b>
<b>Éditeurs</b> .....	<b>17</b>
<b>Hypothèses</b> .....	<b>19</b>
<b>Références</b> .....	<b>20</b>
<b>Amundi Investment Institute</b> .....	<b>21</b>

## En bref

À l'approche des élections américaines, les marchés se concentrent de plus en plus sur les programmes des candidats et leurs implications pour l'économie et les marchés. La fiscalité, le commerce extérieur, l'immigration et la politique fiscale sont au premier plan des programmes des candidats. K.Harris plaide pour une augmentation des impôts sur les sociétés et les personnes aisées afin de financer des initiatives sociales et des politiques vertes, tandis que D.Trump prône des réductions d'impôts, la déréglementation et l'augmentation de la production pétrolière.

L'analyse du programme de tarification douanière est particulièrement pertinente au regard perspectives géopolitiques, économiques et d'investissement. Une administration D.Trump qui poursuivrait les propositions énoncées lors de sa campagne poserait des risques plus élevés de perturbation économique et pourrait mettre les alliances à rude épreuve. Les conséquences de ces actions sont difficiles à prévoir, en particulier dans un monde en pleine mutation géopolitique, où toute action peut provoquer des réactions de la part d'autres puissances mondiales. Par exemple, la Chine est susceptible de réagir aux droits de douane et d'ajuster ses mesures de relance en fonction des résultats des élections. D'autre part, une administration K.Harris peut être considérée comme moins perturbatrice et pourrait voir les puissances adverses s'aligner plus étroitement.

Il faudra attendre l'après élections pour savoir quelles politiques seront mises en œuvre - au-delà de la rhétorique électorale - ou si le Congrès acceptera de les promulguer, selon qu'il détiendra ou non une majorité suffisante. Cela devrait avoir également un impact sur le calendrier de mise en œuvre effective.

Pour les investisseurs, nous voyons cinq points principaux à retenir :

**Tout d'abord, à court terme, le sentiment du marché sera probablement motivé par la baisse de l'impôt sur les sociétés proposée par D.Trump** par rapport au risque d'offre défavorable et aux conséquences inflationnistes des droits de douane, ainsi que par sa promesse d'expulser les immigrés sans papiers. En attendant, **l'administration Harris devrait être dans la continuité de celle de Biden**, surtout si les démocrates n'ont pas la majorité à la Chambre des représentants, ce qui apaiserait les craintes d'un impôt sur la fortune et peut-être aussi d'un impôt sur les sociétés plus élevé.

**Deuxièmement, le programme "Make America Great Again" pourrait offrir des opportunités sur le marché des actions américaines, avec des implications variables au niveau sectoriel en fonction des différentes politiques.** Le rallye devrait s'étendre davantage, profitant aux petites capitalisations et à des secteurs tels que les banques sous D.Trump. **Un scénario avec une victoire de K.Harris pourrait être plus mitigé pour les actions, avec une préférence pour les infrastructures, la construction et les entreprises vertes.**

**Troisièmement, les opportunités d'investissement seront fonction des évolutions géopolitiques, en particulier pour les marchés émergents.** Et ceci dans un contexte de délocalisations de la chaîne d'approvisionnement entraînées par les droits de douane et la course à la suprématie technologique. L'Asie pourrait être davantage sous pression sous une administration D.Trump, mais la Chine pourrait également tenir compte du résultat des élections américaines dans l'évaluation de ses mesures de relance. D'autres marchés émergents, comme le Mexique, pourraient bénéficier des délocalisations.

**Quatrièmement, l'augmentation des dépenses budgétaires devrait devenir un thème important, avec des implications possibles sur le plan des attentes en matière d'inflation.** Nous pourrions assister à une nouvelle **pentification de la courbe des taux** et à une probabilité accrue de régimes d'inflation plus élevés, ce qui inciterait les investisseurs à considérer l'inflation comme un élément clé de leur allocation d'actifs. Les obligations des pays émergents pourraient être confrontées à des défis dans un environnement de volatilité accrue de l'inflation dans le cadre d'un scénario D.Trump. L'inflation étant toujours à l'ordre du jour, les **matières premières et les actifs liés à l'inflation** devraient être privilégiés en tant que sources de diversification.

**Enfin, nous pensons que le dollar pourrait être entré dans une tendance structurelle baissière, que seule une politique commerciale dure ou une forte réaccélération de l'inflation des prix aux États-Unis pourrait être en mesure de retarder, voire d'inverser.** À cet égard, un scénario D.Trump est susceptible d'offrir une meilleure opportunité pour un dollar plus fort, compte tenu du potentiel de divergence de politique en faveur de la Fed et d'une augmentation de la prime de risque.



**VINCENT MORTIER**  
Directeur des Gestions du Groupe  
Amundi

*En cette période électorale, les investisseurs devraient chercher l'équilibre entre les opportunités sectorielles à court terme et les risques d'inflation à long terme, tout en surveillant de près les changements géopolitiques qui pourraient remodeler la dynamique du marché.*



**MONICA DEFEND**  
Directeur d'Amundi  
Investment Institute

Infographie : Implications des élections américaines pour les investisseurs | OCTOBRE 2024

Infographie : Scénarios des élections américaines et implications pour les marchés

	 <b>HARRIS</b>	<b>SCÉNARIOS ÉLECTORAUX</b>		 <b>TRUMP</b>
	<b>Vague démocrate</b>  <b>Présidence de K. Harris</b> <b>Chambre démocrate</b> <b>Sénat démocrate</b>	<b>K. Harris : un gouvernement divisé</b>  <b>Présidence de K. Harris</b> <b>Chambre démocrate</b> <b>Sénat républicain</b>	<b>D. Trump : un gouvernement divisé</b>  <b>Présidence D. Trump</b> <b>Chambre démocrate</b> <b>Sénat républicain</b>	<b>Vague républicaine</b>  <b>Présidence D. Trump</b> <b>Chambre républicaine</b> <b>Sénat républicain</b>
<b>Politique intérieure</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prolongation partielle de la TCJA de 2017</li> <li>Augmentation de l'impôt sur les sociétés</li> <li>Réforme de l'immigration</li> <li>Pas de consolidation fiscale.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prolongation partielle de la TCJA de 2017</li> <li>Augmentation de l'impôt sur les sociétés</li> <li>Contrôles de l'immigration</li> <li>Différends concernant l'augmentation des dépenses.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prolongation partielle de la TCJA de 2017</li> <li>Augmentation de l'impôt sur les sociétés</li> <li>Différends concernant l'augmentation des dépenses.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prolongation de la TCJA 2017</li> <li>Réduction de l'impôt sur les sociétés</li> <li>Contrôles de l'immigration</li> <li>Pas de consolidation fiscale.</li> </ul>
<b>Politique commerciale</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Statu quo</li> <li>Maintien difficile des relations actuelles avec la Chine</li> <li>Renégociation de l'ACEUM en 2026.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Statu quo</li> <li>Maintien difficile des relations actuelles avec la Chine</li> <li>Renégociation de l'ACEUM en 2026.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Droits de douane universels à 10 %</li> <li>Réciprocité bilatérale en matière de droits de douane</li> <li>Droits de douane de 60 % sur certaines importations chinoises.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Droits de douane universels à 10 %</li> <li>Réciprocité bilatérale en matière de droits de douane</li> <li>Droits de douane de 60 % sur certaines importations chinoises.</li> </ul>
<b>Politique étrangère</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Statu quo sur la guerre Russie-Ukraine, sur le Moyen-Orient et sur la situation entre la Chine et Taiwan.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Statu quo sur la guerre Russie-Ukraine, le Moyen-Orient et sur la situation entre la Chine et Taiwan</li> <li>Le soutien financier à l'Ukraine est plus limité.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La politique intérieure étant restreinte, l'accent est mis sur la politique étrangère.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Plus nationaliste</li> <li>Moins de soutien à l'Ukraine et à Taiwan</li> <li>La politique commerciale façonne la politique étrangère.</li> </ul>
<b>Politique de la Fed</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les pressions exercées par la politique budgétaire conduisent à un resserrement de la politique monétaire à moyen terme.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La politique budgétaire relativement stricte impose à la Fed d'apporter un soutien monétaire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les craintes sur l'inflation liées aux droits de douane et à de nouvelles réductions d'impôts incitent la Fed à ne pas trop assouplir sa politique monétaire en 2025.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La politique budgétaire souple doit être compensée par une politique monétaire plus stricte afin d'atteindre l'objectif d'une inflation de 2%.</li> </ul>

IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS

<b>Actions</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Baisse des actions en raison de la perspective d'une hausse des impôts</li> <li>Les infrastructures, la construction et les entreprises vertes se comportent bien.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>L'évolution du cours des actions est fonction de la croissance organique des bénéfices et de l'économie.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Plus de volatilité dans le prix des actions</li> <li>Moins de marge de manœuvre sur le programme fiscal</li> <li>Incertitude concernant les droits de douane sur les bénéfices.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>À court terme, les actions progressent grâce aux perspectives d'une nouvelle réforme fiscale et d'une accélération des fusions et acquisitions</li> <li>Opportunités dans les petites capitalisations et les valeurs bancaires.</li> </ul>
<b>Obligations</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>L'augmentation des déficits entraîne une hausse des taux.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Une politique budgétaire relativement stricte et une politique monétaire accommodante sont favorables aux obligations.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>L'inflation plus élevée due aux tarifs douaniers pèse sur les taux d'intérêt.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Les taux d'intérêt risquent d'augmenter si les réductions d'impôts et la politique budgétaire accommodante ne sont pas compensées par des réductions des dépenses.</li> </ul>
<b>Devises</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>Défavorable au dollar américain (USD)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Défavorable à l'USD</li> <li>Politique budgétaire relativement stricte et politique monétaire accommodante.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Volatilité accrue sur le marché des changes et renforcement de l'USD à plus long terme.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Initialement haussier pour l'USD (assouplissement de la politique budgétaire + resserrement de la politique monétaire), pour s'affaiblir ensuite si la courbe des taux se pentifie (croissance plus forte que l'inflation).</li> </ul>

Source : Amundi Investment Institute, Amundi US à partir d'octobre 2024. TCJA : Tax Cuts and Jobs Act (loi sur les réductions d'impôts et les emplois). ACEUM : Accord États-Unis-Mexique-Canada. RdM : reste du monde. USD : Dollar américain.

## Politique intérieure et implications macroéconomiques : K.Harris vs D.Trump

Les grandes lignes des programmes respectifs des candidats se précisent, même si les coûts liés à leurs propositions spécifiques ne sont pas encore clairs. Plus important encore, il faudra attendre les élections pour savoir quelles politiques ils souhaitent mettre en œuvre - en l'absence de rhétorique électorale - ou si le Congrès acceptera de les mettre en œuvre (cela dépendra de la majorité qu'ils obtiendront).

### Différences politiques en bref :



**Fiscalité : K.Harris est favorable à une augmentation de l'imposition** des entreprises et des ménages les plus riches afin de financer des dépenses sociales plus importantes, un soutien accru aux logements sociaux et la poursuite de l'agenda vert. En revanche, le candidat **D.Trump réduirait l'impôt sur les sociétés**, diminuerait les dépenses publiques, poursuivrait la déréglementation et augmenterait la production de pétrole.



**Commerce extérieur :** c'est sur ce point que leurs programmes divergent de manière significative. **K.Harris poursuivrait la politique de l'administration actuelle en matière de droits de douane stratégiques**, principalement dirigés contre la Chine. **D.Trump souhaite un protectionnisme plus généralisé :** un droit de douane général de 60 % sur toutes les importations en provenance de Chine et un droit de douane de 10 à 20 % sur les importations en provenance de tous les autres pays. Dans la pratique, beaucoup soupçonnent que face à d'éventuelles représailles et négociations avec les partenaires commerciaux, les droits de douane effectifs sous une présidence D.Trump seraient beaucoup plus bas.



**L'immigration :** Si **D.Trump envisage sérieusement d'expulser les immigrés sans papiers** - plus de 10 millions de travailleurs américains - parallèlement à ses propositions tarifaires, cela **constituerait un choc matériel de l'offre**, entraînant une baisse de la croissance et une hausse de l'inflation. **Des contrôles encore plus stricts de l'immigration réduiraient l'offre de main-d'œuvre américaine.**



**Dettes et déficits :** **Aucun des deux candidats ne se montre très préoccupé par la dette et les déficits**, un problème important à moyen terme pour les États-Unis (et le monde). Le consensus semble s'aligner sur le fait que sous K.Harris, le déficit augmenterait d'environ 2 à 3000 milliards de dollars sur dix ans, et de 6 à 7000 milliards de dollars sous le programme de D.Trump. Il s'agit là d'une préoccupation importante pour les investisseurs, étant donné que la dette publique américaine devrait augmenter pour atteindre environ 50 milliards de dollars d'ici 2034, contre 35 milliards de dollars actuellement.

L'impact économique de leurs politiques respectives ne peut être évalué qu'à partir de leurs grandes lignes.

### Figure 1 : Attentes des économistes quant à l'impact des politiques de K.Harris et de D.Trump



K.Harris

**Proposition :** Mme K.Harris propose d'**augmenter l'impôt sur le revenu des sociétés de 21 % à 28 %** et d'introduire éventuellement un **impôt sur la fortune** et un **impôt sur les plus-values latentes** (aucun de ces deux types d'impôt n'est réalisable). Elle propose également de réglementer les prix de certains biens et services afin de limiter les prix abusifs. Ses projets en matière de **dépenses sociales** ne mentionnent que des domaines d'attention, mais pas de montants.

**Impact économique :** Si l'on prend le programme au pied de la lettre (hypothèse audacieuse), **les économistes estiment qu'une administration K.Harris n'aurait qu'un impact marginal sur la croissance - la croissance** tendancielle des États-Unis est estimée à environ 2 % pour les dix prochaines années, en grande partie en raison de la démographie et de la productivité.



D.Trump

**Proposition :** De même, avec D. Trump, il n'y a pas de détails sur le montant des dépenses publiques qui seront réduites ou sur le montant des recettes qui pourront être générées par des droits de douane plus élevés. Sa proposition de **réduire le taux d'imposition des sociétés de 21 % à 15 %** pourrait coûter environ 800 milliards de dollars.

**Impact économique :** Le programme de D. Trump (à première vue) entraînerait **une baisse de la croissance de l'ordre de 0,5 à 0,8 %**, mais il est difficile d'évaluer un éventuel coup de pouce positif à la croissance découlant de la déréglementation. Si elle est pleinement mise en œuvre, **sa proposition de droits de douane réduirait le revenu disponible moyen des États-Unis de 5 %** et aurait des répercussions négatives sur de nombreux autres pays.

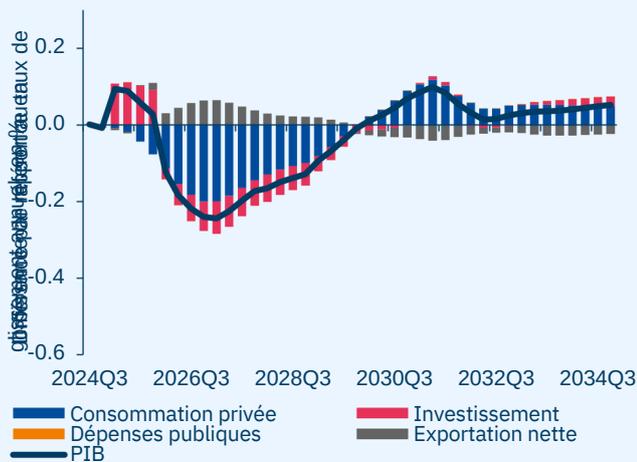
*À court terme, le sentiment du marché américain sera alimenté par la baisse de l'impôt sur les sociétés de D.Trump face au risque de conséquences négatives sur l'offre et l'inflation des droits de douane et de l'expulsion des immigrés sans papiers. Entre-temps, K.Harris devrait être considéré comme une administration de continuité, en particulier si les démocrates ne sont pas majoritaires à la Chambre des représentants, ce qui apaisera les craintes concernant l'impôt sur la fortune et un éventuel taux d'imposition des sociétés plus élevé.*

## Notre évaluation de l'impact économique des deux plateformes

Nous avons simulé l'impact macroéconomique à court terme des deux plateformes, telles qu'elles se présentent actuellement, ce qui est une hypothèse audacieuse (voir page 18 pour plus de détails). Nous sommes conscients du fait qu'elles finiront probablement par être édulcorées si, comme c'est possible, elles rencontrent des contraintes. Sur l'ensemble d'un mandat présidentiel, les deux plateformes pourraient réduire la croissance du PIB en glissement annuel de 0,1 à 0,2 % en moyenne. Toutefois, comme le montrent les graphiques ci-dessous, le calendrier et les canaux de cet impact diffèrent et pourraient être plus négatifs, plus prononcés et plus visibles dans le scénario D.Trump - s'il est pleinement mis en œuvre - que dans le scénario K.Harris. L'impact négatif du programme de D.Trump découle principalement des pressions inflationnistes (liées aux droits de douane), tandis que dans le cadre de K.Harris, il découle de la baisse des investissements des entreprises (en raison de l'augmentation des impôts).

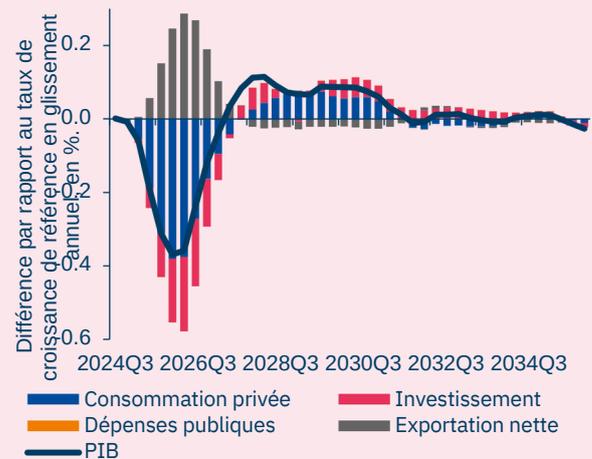
Figure 2 : Notre simulation de l'impact sur les composantes du PIB, approche par la demande

### K.Harris - Victoire démocrate



- **Impact sur la croissance** : Sous K.Harris, le principal impact économique proviendrait des taux d'imposition des sociétés plus élevés qui réduiraient les investissements, ce qui ne serait que partiellement compensé par des investissements publics plus élevés au cours des premières années et par le soutien de l'IRA. La consommation serait également marginalement plus faible en raison d'un chômage plus élevé et d'une croissance des revenus plus faible, mais dans une moindre mesure que sous D.Trump, car l'inflation ne serait pas matériellement différente par rapport à notre scénario de base. Cela permettrait à la Fed d'être plus accommodante l'année prochaine.
- **Impact sur le chômage** : Le taux de chômage est plus élevé que nos projections de base. Sous K.Harris, où l'impact économique est plus faible et plus tardif, le taux de chômage augmenterait moins et plus tardivement que sous D.Trump.
- **Impact sur le budget** : L'impact positif de l'augmentation des dépenses sociales et des crédits d'investissement pour les petites entreprises compenserait en partie l'impact négatif de l'augmentation des taux d'imposition des sociétés. Des impôts plus élevés permettraient probablement de contenir l'augmentation du déficit et du solde primaire grâce à des recettes plus élevées que sous D.Trump.

### D.Trump - Victoire républicaine



- **Impact sur la croissance** : L'impact négatif sur la croissance proviendrait principalement des **tarifs douaniers et de la pression sur les salaires**, qui font plus que compenser l'impact positif de la baisse des impôts. Une fois qu'ils seront mis en œuvre - on suppose qu'ils entreront en vigueur au début de 2026 - les droits de douane se répercuteront dans l'économie en augmentant les coûts des intrants et l'inflation, et réduiront le pouvoir d'achat et la consommation. Une **inflation plus élevée au cours des premières années** du mandat maintiendrait les taux directeurs de la Fed à un niveau plus élevé, ce qui entraînerait une réduction des investissements résidentiels et non résidentiels. Globalement, l'essentiel de l'impact négatif sur la croissance du PIB se concentrerait sur les premières années.
- **Impact sur le chômage** : Le taux de chômage augmenterait davantage que dans nos projections de base - la croissance serait davantage touchée en amont - et davantage que dans le cas de K.Harris. Cet impact négatif s'estompe vers la mi-2029.
- **Impact sur le budget** : Les réductions d'impôts (taux d'imposition des sociétés ramené à 15 %) auraient un impact positif sur la croissance, mais elles seraient contrebalancées par l'impact négatif des droits de douane. Le solde primaire s'améliorerait légèrement lui aussi, mais l'impact global sur le déficit serait atténué en raison de l'augmentation des charges d'intérêt.

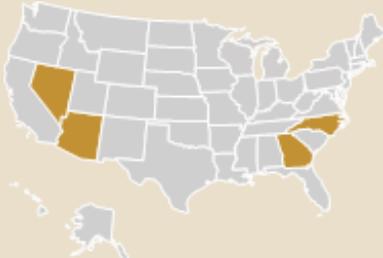
## Les états-clés

Mme K.Harris a bénéficié d'un élan depuis sa nomination en tant que candidate démocrate et elle est actuellement en tête des sondages nationaux. Toutefois, les élections présidentielles sont décidées par les collèges électoraux, un système de vote pondéré, et non par le vote populaire. Par conséquent, les "swing states" sont essentiels, car chaque État américain dispose d'un certain nombre de voix au collège électoral par rapport à sa population. Il existe de nombreuses combinaisons d'États qui pourraient permettre à K.Harris ou à D.Trump de franchir le seuil des 270 voix du collège électoral nécessaires pour gagner.

**En supposant que les sondages nationaux actuels se confirment, ni K.Harris ni D.Trump n'ont besoin de remporter les sept États du champ de bataille.**

Les sondages indiquent que les élections de 2024 se dérouleront dans tous les États clés.

Figure 3 : Les "swing states" sont la clé de la victoire

États	L'histoire	Les questions les plus importantes selon les sondages
<p><b>Les États de la "Blue wall" (Pennsylvanie, Wisconsin, Michigan)</b></p> 	<p><b>La Pennsylvanie</b> est bleue depuis 1992, à l'exception de l'élection de 2016, où D.Trump l'a emporté avec une marge de 0,7%.</p> <p><b>Le Wisconsin</b> est bleu depuis 1988, à l'exception de l'élection de 2016, où D.Trump l'a emporté avec 0,7%.</p> <p><b>Le Michigan</b> est bleu depuis 1992, à l'exception de l'élection de 2016, où D.Trump l'a emporté avec une avance de 0,2%.</p>	<p><b>Pennsylvanie</b> : 47% économie, 12% menaces pour la démocratie, 11% immigration, 7% soins de santé.</p> <p><b>Wisconsin</b> : 43% économie, 11% menaces pour la démocratie, 9% accès à l'avortement, 9% immigration, 8% logement abordable.</p> <p><b>Michigan</b> : 51% économie, 11% menaces pour la démocratie, 8% logement abordable, 7% soins de santé.</p>
<p><b>Les États "Sunbelt" (Géorgie, Caroline du Nord, Arizona) et le Nevada.</b></p> 	<p><b>Le Nevada</b> vote démocrate depuis 2008, avec une avance sûre d'au moins 2%.</p> <p><b>La Géorgie</b> vote républicain depuis 1996 jusqu'en 2020, où M. Biden l'a emporté avec une avance de 0,2%.</p> <p><b>La Caroline du Nord</b> vote républicain depuis 1980, à l'exception des élections de 2008, où les démocrates l'ont emporté avec 0,3% d'écart.</p> <p><b>L'Arizona</b> vote républicain depuis 1976 ; seuls Clinton en 1996 et Biden en 2020 l'ont fait basculer (ce dernier avec une avance de 0,3%).</p>	<p><b>Nevada</b> : 36% économie, 15% logement abordable, 13% immigration, 11% menaces pour la démocratie.</p> <p><b>Géorgie</b> : 47% économie, 10% menaces pour la démocratie, 8% immigration, 8% logement abordable, 7% soins de santé.</p> <p><b>Caroline du Nord</b> : 44% économie, 10% immigration, 9% logement abordable, 9% éducation.</p> <p><b>Arizona</b> : 30% immigration, 24% économie, 11% menaces pour la démocratie, 10% logement abordable, 10% accès à l'avortement.</p>

Source : Amundi Investment Institute, Emerson College Polling ; Amundi Investment Institute, Emerson College Polling. Données au 10 octobre 2024.

**Les sondages ne sont pas concluants et sont parfois contradictoires.** Environ 43% des personnes interrogées considèrent que D.Trump est le candidat le plus digne de confiance pour gérer l'économie américaine, contre 41% pour K.Harris, selon le sondage de l'Associated Press et du NORC Center for Public Affairs Research (réalisé du 12 au 16 septembre). Un sondage similaire réalisé pour le Financial Times et la Ross School of Business de l'Université du Michigan a révélé que 44% des Américains préféreraient K.Harris à D.Trump pour diriger l'économie. Un autre sondage, plus récent, axé sur les "swing states", place Donald Trump comme le candidat le plus fiable sur les questions économiques (à l'exception de l'Arizona) et d'immigration (à l'exception du Wisconsin), tandis que K.Harris est le candidat le plus fiable sur les questions d'intégrité électorale dans l'ensemble des "swing states".

## Politique étrangère et commerce extérieur

D'une manière générale, les deux administrations se recoupent dans certains domaines de la politique étrangère, notamment dans leur attitude à l'égard du Moyen-Orient et de la Chine. Les deux camps ont des tendances isolationnistes et poursuivent des politiques de type "Make America Great Again" qui visent à réindustrialiser les États-Unis. Ils estiment également que l'Europe devrait s'impliquer davantage dans les questions de défense.

La plus grande divergence dans leurs opinions liées aux affaires étrangères concerne leurs attitudes à l'égard du commerce, du changement climatique et des combustibles fossiles, de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, des alliés des États-Unis et du multilatéralisme. On a tendance à penser que K.Harris offrirait des perspectives géopolitiques plus stables que D.Trump.

**Si les alliés des États-Unis sont susceptibles de se sentir plus en sécurité sous la présidence de K.Harris, c'est D.Trump qui est le plus susceptible de réduire certaines des sources actuelles de tensions géopolitiques, du moins à court terme.**

On entend souvent dire que D.Trump "1.0" n'a pas pu mettre en œuvre nombre de ses idées politiques parce que les pragmatiques de son administration les ont bloquées et que D.Trump "2.0" serait confronté à moins de contraintes. Cette affirmation est très probablement erronée, car un second mandat de D.Trump serait influencé par divers facteurs : les différents "camps de politique étrangère" au sein du parti républicain (voir figure 4), les expériences vécues par D.Trump au cours de son premier mandat, le personnel qu'il nommera à des postes clés et sa propension à conclure des accords. Tous ces éléments façonneront sa politique étrangère. Par exemple, au cours de son premier mandat, D.Trump espérait parvenir à un plan de paix et à une solution à deux États entre Israéliens et Palestiniens, ce qui a finalement échoué et a entraîné une rupture de confiance entre le Premier ministre israélien Benjamin Netanyahu et D.Trump. Ces expériences influenceront la manière dont il traitera les tensions actuelles au Moyen-Orient.

Figure 4 : Courants républicain en matière de politique étrangère



Source : Amundi Investment Institute : Amundi Investment Institute, sur la base d'entretiens avec des experts et de recherches menées par le Europe Council on Foreign Relations.

En bref, une deuxième administration D.Trump sera probablement confrontée à des contraintes dans la mise en œuvre des idées politiques formulées par D.Trump dans le cadre de la campagne présidentielle. Par conséquent, une présidence Trump 2.0 serait probablement confrontée à une combinaison d'influences idéologiques et pragmatiques.

## Estimation de l'impact du plan tarifaire de D.Trump



Selon notre analyse du plan tarifaire de D.Trump, la mise en œuvre complète des droits de douane pourrait effacer le gain de croissance résultant des réductions d'impôts, en réduisant le PIB de 1,7% en dix ans, ce qui n'est pas très éloigné des estimations de l'institut The Tax Foundation<sup>III</sup>, selon lesquelles environ 0,8% proviendrait de l'augmentation des droits de douane sur la Chine à 60 % et à 10% sur tous les autres pays ; 0,5% supplémentaire si les droits de douane sur tous les autres pays étaient portés à 20 %. Toutes ces estimations dépendent de la réaction des autres pays. Les représailles (estimées à 0,4% du PIB sur le même horizon de dix ans) pourraient réduire la croissance américaine si elles sont suffisamment fortes ou conduire l'administration D.Trump à atténuer l'ampleur et la portée de ce qui est actuellement proposé.

## Comparaison de la politique étrangère de K.Harris et de D.Trump

Après avoir examiné les différentes influences, nous résumons ci-dessous les positions de D.Trump en matière de politique étrangère et de commerce extérieur, ainsi que les positions probables de Kamala Harris en examinant son parcours politique à ce jour et l'entourage qui la conseille. Examinons maintenant les implications politiques individuelles probables :

Figure 5 : Implications individuelles probables en matière de politique étrangère

	K.Harris	D.Trump
 <p><b>Intervention militaire</b></p> 	<p>Politique étrangère traditionnelle des démocrates, mais <b>moins d'interventionnisme.</b></p>	<p><b>Éviter les interventions militaires ;</b> "la paix par la force".</p>
 <p><b>Alliés/OTAN/Europe</b></p> 	<p><b>Soutien à l'OTAN et aux alliés européens,</b> mais demande des contributions plus importantes en matière de défense et une moindre dépendance vis-à-vis des États-Unis ; recherche un alignement plus fort sur la Chine de la part de l'UE.</p>	<p><b>Faire pression sur les alliés pour qu'ils réduisent leur dépendance à l'égard des États-Unis. Négociations difficiles avec l'Europe.</b> Pression pour acheter davantage de produits américains ; tarifs douaniers et menaces pour la sécurité, mais peu de chances d'abandonner l'Europe en raison des tensions avec la Chine ; les exportations de gaz américain vers l'Europe peuvent constituer un levier politique.</p>
 <p><b>Russie-Ukraine</b></p> 	<p><b>Plus optimiste à l'égard de la Russie,</b> plus enclin à "attendre que Poutine parte", à soutenir l'Ukraine pour qu'elle tienne bon et à être ouvert à un cessez-le-feu temporaire afin de gagner du temps.</p>	<p><b>Tenter de négocier un cessez-le-feu.</b> Si l'Ukraine refuse, arrêt du soutien des États-Unis. Si la Russie refuse, doubler le soutien à l'Ukraine.</p>
 <p><b>Moyen-Orient</b></p> 	<p><b>Statu quo, mais pression accrue sur Netanyahu ;</b> accent mis sur le cessez-le-feu et la solution à deux États, soutien aux accords d'Abraham.</p>	<p><b>Soutien continu à Israël ;</b> influence accrue de l'Arabie saoudite au Moyen-Orient.</p>
 <p><b>L'Iran</b></p> 	<p>Diplomatie.</p>	<p>Tenter de négocier un nouvel accord avec l'Iran, et non de relancer le JCPOA. Menace de force et de sanctions économiques punitives.</p>
 <p><b>Mexique</b></p> 	<p>Chercher à renégocier l'USMCA avant son expiration en 2026.</p>	<p><b>Rétablissement du droit de rester au Mexique ;</b> geste symbolique sur les importations, mais susceptible d'être exempté de droits de douane ou de voir des réductions lorsque le Mexique augmentera ses droits de douane sur la Chine (par exemple, droits de douane récents sur l'acier importé de Chine afin de réduire la probabilité de droits de douane américains sur le Mexique).</p>

	K.Harris	D.Trump
 <p><b>Chine</b></p>	<p><b>Politique économique : statu quo</b> ; poursuite des contrôles à l'exportation dans les secteurs technologiques clés ; priorité à l'IA.</p> <p><b>Politique de sécurité : statu quo</b> ; renforcement des alliances avec l'APAC.</p>	<p><b>Politique économique</b> : tarifs universels bas dans tous les domaines ; <b>tarifs élevés dans les secteurs sensibles.</b> <b>Politique de sécurité</b> : incertitude quant à la protection de Taïwan ; statu quo en mer de Chine méridionale.</p>
 <p><b>Tech</b></p>	<p><b>L'accent est davantage mis sur les menaces technologiques, la guerre du futur et l'intelligence artificielle.</b></p>	
 <p><b>Politique commerciale/industrielle</b></p>	<p><b>Soutient le multilatéralisme</b> et l'ordre fondé sur des règles ; <b>s'oppose aux droits de douane</b>, mais est protectionniste (contre le TPP, l'ALENA, l'USMCA) ; plus de dispositions relatives au travail et au climat.</p>	<p><b>Les droits de douane sont largement utilisés</b> pour inciter les pays à acheter davantage de produits américains.</p>

### Aperçu de la politique étrangère et du commerce de D.Trump et de K.Harris

En résumé, D.Trump et K.Harris présentent tous deux des risques à la hausse et à la baisse pour la stabilité géopolitique. **L'inconvénient d'une administration D.Trump serait une perturbation économique**, car les droits de douane contre les alliés et les ennemis deviendront un outil plus important, entraînant des mesures de rétorsion. L'alliance occidentale et les relations transatlantiques risquent d'en pâtir. **Du côté positif, un cessez-le-feu en Ukraine est un peu plus probable sous une administration D.Trump**, ce qui pourrait à son tour réduire le risque géopolitique découlant des liens croissants avec la Russie, l'Iran, la Corée du Nord et la Chine.

**Une administration K.Harris est susceptible de maintenir le statu quo**, où les États-Unis gèrent la transition de l'hégémonie vers un monde multipolaire avec le moins de perturbations possible. **L'avantage est que cette approche se concentrera sur le maintien de l'ordre mondial actuel** et maintiendra le système international aussi ouvert que possible. **L'inconvénient est que les objectifs géopolitiques de la Russie, de l'Iran, de la Corée du Nord et de la Chine risquent davantage de se chevaucher.**

12

## Comment les élections américaines pourraient influencer les économies des pays émergents

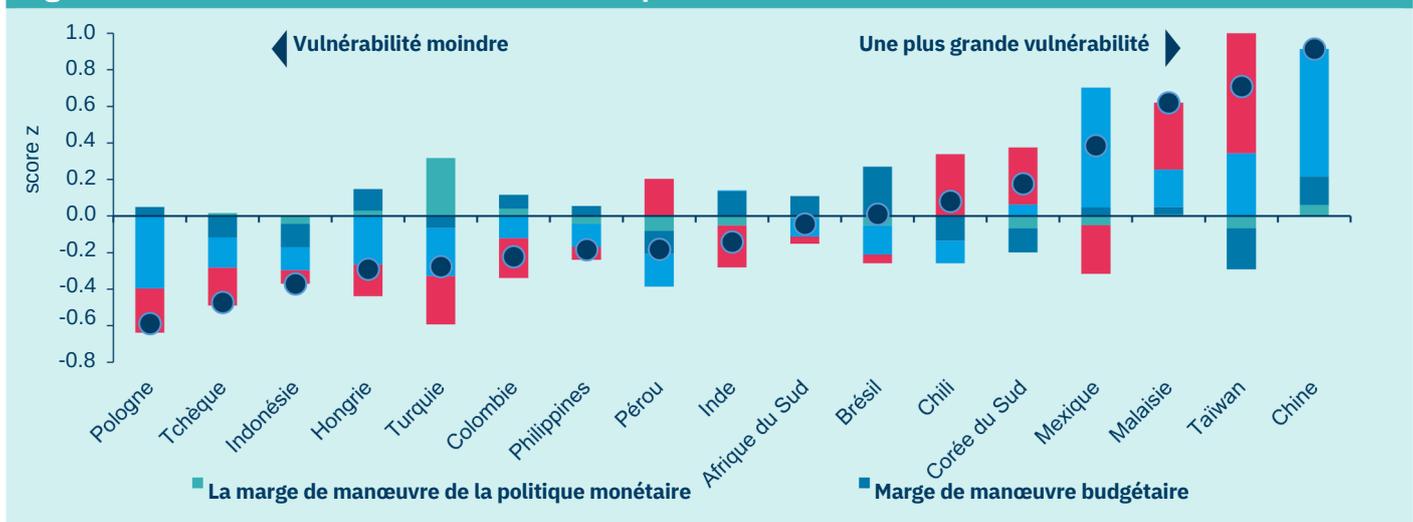
Lorsque l'on évalue l'impact potentiel des élections américaines sur la macroéconomie et les marchés financiers des pays émergents, il convient d'analyser leurs approches contrastées en matière de droits de douane. D.Trump préconise une position plus agressive sur les droits de douane, tandis que K.Harris penche pour une approche plus modérée ou de statu quo. Les programmes des deux candidats ont en commun l'absence d'ajustement budgétaire, ce qui implique un risque possible à moyen terme de hausse des rendements de base et des primes de terme, avec des conséquences sur la politique monétaire et les valorisations des classes d'actifs des pays émergents, sans qu'il n'y ait de différenciation significative entre les deux candidats. D'un point de vue théorique, les tarifs douaniers radicaux de D.Trump devraient avoir de fortes conséquences sur la croissance, l'inflation et la politique monétaire au niveau mondial, avec des effets d'entraînement sur la macroéconomie et les classes d'actifs des pays émergents.

**Les politiques de K.Harris sont généralement plus favorables à la croissance des pays émergents, dont la croissance du PIB devrait dépasser celle de D.Trump entre la fin de 2025 et 2028.**

La croissance devrait culminer vers la mi-2026 avant de converger vers la trajectoire de D.Trump d'ici la fin de l'année 2028. Le moteur de cette surperformance est la résilience économique de la Chine sous K.Harris, tandis que les politiques de D.Trump pourraient initialement freiner la croissance des pays émergents, en particulier en Asie, avant de rebondir les années suivantes. En revanche, le Mexique devrait bénéficier des politiques commerciales de D.Trump.

Sous D.Trump, l'impact serait particulièrement négatif pour les pays émergents asiatiques, tels que Taïwan, la Thaïlande et surtout la Chine. La Malaisie et l'Inde subiraient également des effets négatifs, mais dans une moindre mesure. Le Mexique et la Hongrie pourraient en sortir relativement gagnants. Le Mexique, en particulier, pourrait tirer parti des déplacements de la chaîne d'approvisionnement de la Chine vers l'Amérique du Nord. En revanche, sous une administration K.Harris, la croissance et la volatilité de l'inflation devraient être moindres, grâce au multilatéralisme, aux investissements dans les énergies vertes et au développement des infrastructures.

Figure 6 : Indice de vulnérabilité de l'Union européenne



Source : Amundi Investment Institute, CEIC, S&P, OCDE ; Amundi Investment Institute, CEIC, S&P, OCDE. Données au 10 octobre 2024. Il s'agit d'une mesure relative de la vulnérabilité basée sur la somme des scores z pondérés.

### Dynamique de l'inflation

**Dans un scénario où les États-Unis seraient dirigés par D.Trump, l'inflation EM connaîtrait un pic temporaire,** augmentant de plus de 0,5pp à la fin de l'année 2025 et restant élevée pendant la majeure partie de l'année 2026. Ce choc inflationniste devrait se normaliser au fil du temps, pour finalement revenir aux niveaux légèrement inférieurs observés sous K.Harris. L'Asie serait la région la plus touchée, la Chine, Taïwan, la Malaisie et la Thaïlande subissant les pressions inflationnistes les plus importantes. Le Mexique devrait connaître un effet désinflationniste. L'une des principales préoccupations est de savoir si les banques centrales des pays émergents devront intervenir pour freiner l'inflation au détriment de la croissance ou si l'inflation se stabilisera naturellement en raison de l'ancrage des anticipations inflationnistes.

**Les politiques de K.Harris devraient favoriser un environnement inflationniste plus stable,** avec moins de volatilité dans l'ensemble de la zone euro, principalement en raison d'une position commerciale mondiale plus coopérative et de l'accent mis sur la stabilité économique. En revanche, les politiques commerciales protectionnistes de D.Trump, associées à une politique étrangère imprévisible, sont susceptibles d'introduire une plus grande volatilité de l'inflation, en particulier sur les marchés asiatiques. En outre, la dépréciation de la monnaie sous D.Trump pourrait exacerber les pressions inflationnistes, car les monnaies servent à la fois d'amortisseurs et d'outils concurrentiels.

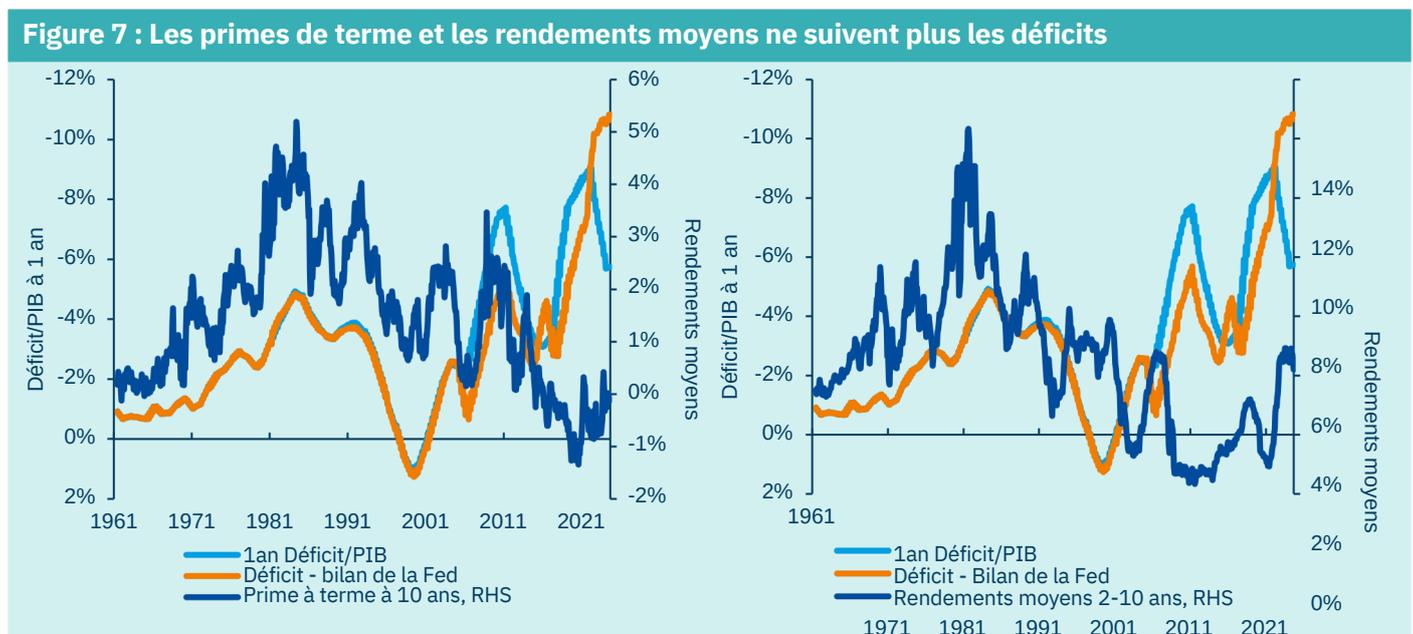
## Implications en matière d'investissement

### Quel pourrait être l'impact sur les marchés obligataires ?

Les investisseurs se concentreront sur les impacts liés à la mise en œuvre des choix politiques du prochain président sur les perspectives de croissance et d'inflation, mais aussi sur la manière dont ils affecteront le déficit.

Le graphique de droite ci-dessous montre la moyenne sur un an du ratio déficit fédéral/PIB, rapportée au niveau moyen des rendements dans la zone 2-10 ans de la courbe du Trésor. Le graphique de gauche montre le même déficit rapporté à l'estimation de la prime de terme à 10 ans de la Fed de New York. L'augmentation des déficits dans les années 1970 et 1980 a eu tendance à coïncider avec une hausse des rendements obligataires et une pentification de la courbe. Toutefois, cette relation s'est interrompue après le départ du président Clinton (et de son stratège James Carville). Les déficits de la période 2008-2009 et de la période 2020-21 n'ont pas accentué la courbe ni fait grimper les rendements. Plusieurs facteurs ont pu contribuer à la rupture de cette relation, notamment l'assouplissement quantitatif (même si la dette a augmenté plus rapidement que le bilan de la Fed, comme le montre la ligne orange de la figure 7). Toutefois, compte tenu de l'augmentation sans précédent de la taille de la dette, et des projections de la dette fédérale en territoire inconnu, il existe un risque important que nous revenions à la relation des années 80 plutôt qu'à celle d'un passé récent.

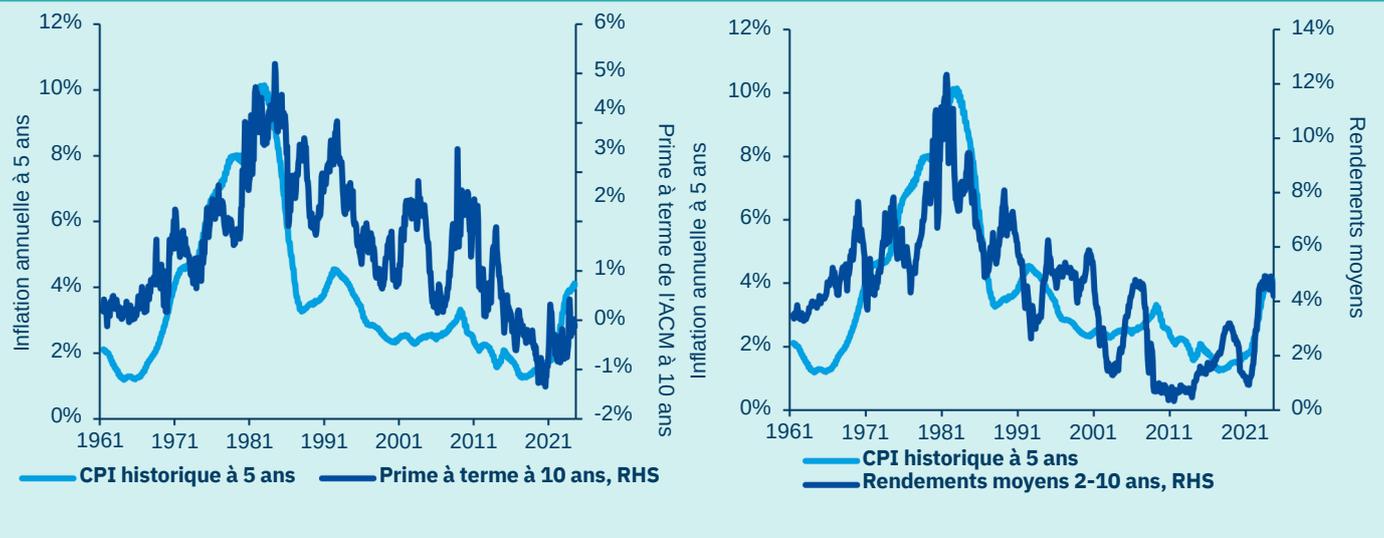
**En outre, un déficit budgétaire expansionniste risque d'attiser les craintes d'inflation.**



La période entre l'entrée de la Chine dans l'OMC et la crise de Covid-19 a connu des taux d'inflation très bas, ce qui a pu réduire l'impact des déficits fédéraux sur les rendements obligataires. Les graphiques de la page suivante montrent les rendements moyens et la prime de terme à dix ans par rapport au taux d'inflation historique à cinq ans, qui est un indicateur des attentes en matière d'inflation. Dans les deux périodes - les années 1960-2000 et les années 2000-2019 - l'impact de l'inflation sur le niveau et la pente de la courbe a été considérable.

**La question clé pour les investisseurs obligataires n'est donc pas seulement de savoir si le déficit fédéral va augmenter ou diminuer, mais aussi de connaître l'impact de ce déficit sur l'inflation.**

Nos économistes estiment que si les démocrates ou les républicains remportent la Maison Blanche et les deux chambres du Congrès, le déficit augmentera (davantage sous D.Trump) et entraînera une hausse plus inquiétante de l'inflation sous D.Trump. Un second mandat de Donald D.Trump, même avec une chambre démocrate, déclencherà probablement l'inflation, car le président serait en mesure d'imposer des droits de douane, au moins à la Chine. Les investisseurs détenant des obligations devront être particulièrement attentifs à ce risque.

**Figure 8 : La prime de terme et les rendements moyens suivent la mémoire de l'inflation**

Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 10 octobre 2024.

## Quelles sont les implications pour le dollar américain ?

À l'approche des élections américaines, un large éventail de choix en matière de politique commerciale, fiscale et réglementaire est susceptible d'affecter la perception qu'a le marché de la croissance économique, de l'inflation et de la politique monétaire. Cela reflète l'anxiété des investisseurs quant à la direction que peut prendre le dollar, en particulier compte tenu de la bataille entre la continuité et l'incertitude des politiques que les propositions des deux candidats mettent en évidence. Selon nous, quel que soit le résultat des élections américaines, il faudra peut-être une hausse substantielle de la prime de risque pour soutenir le dollar à partir de ses niveaux actuels.

***Nous pensons que le billet vert est entré dans une tendance structurelle à la baisse, que seule une politique commerciale rigoureuse ou une forte réaccélération de la hausse des prix aux États-Unis pourrait retarder, voire inverser.***

Pour l'instant, les scénarios D.Trump et K.Harris n'offrent pas d'éléments convaincants pour des fonctions de réaction trop divergentes de la Fed, étant donné la menace qu'un "régime de taux élevés" fait peser sur la stabilité financière et les finances publiques. Avec une Fed dovish, alignée sur les autres grandes banques centrales, la force récente du dollar pourrait ne pas être maintenue trop longtemps. Toutefois, la situation pourrait rapidement changer si la nouvelle administration optait pour des politiques fiscales imprudentes et un protectionnisme accru.

***Un scénario D.Trump offrira probablement une meilleure opportunité pour un dollar plus fort, par rapport à notre scénario de base.***

Hormis le scénario d'une victoire écrasante du camp républicain, nous nous attendrions à une plus grande volatilité des devises dans le cas d'un gouvernement divisé. Le défi auquel D.Trump pourrait être confronté en matière de politique intérieure devrait le rendre plus ferme sur le plan commercial, et les États-Unis seraient plus isolés, compte tenu de la nature de leur économie (plus fermée par rapport au reste du monde).

Si les républicains remportent le Congrès, nous nous attendons à ce que le dollar se renforce dans un premier temps en raison des attentes d'un assouplissement de la politique budgétaire et d'un resserrement de la politique monétaire. Cependant, nous pensons que la croissance, les transactions en début de cycle et le sentiment positif à l'égard du risque pourraient finir par dominer (historiquement négatif pour le dollar), à moins que l'inflation n'augmente de manière significative. En attendant, dans un scénario de victoire de K.Harris, nous trouvons peu de mauvaises nouvelles pour soutenir le billet vert. L'assainissement budgétaire et une approche moins hostile à l'égard du commerce et des droits de douane font d'une Fed dovish le lien vers la dépréciation du dollar.

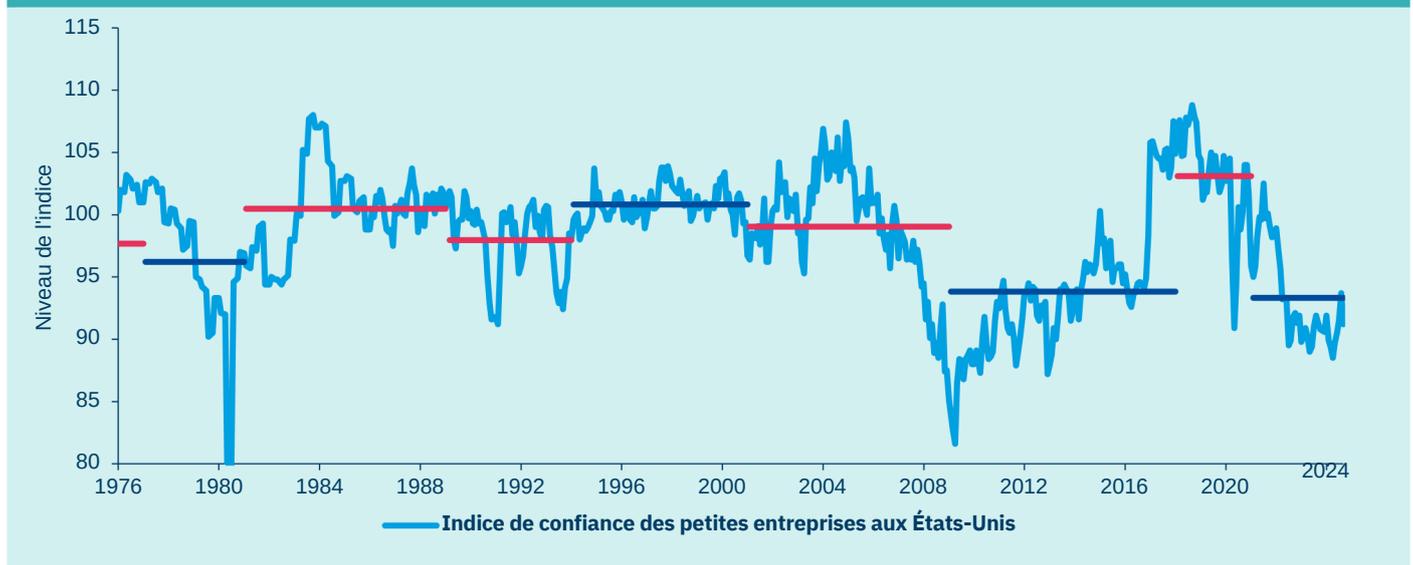
## Quelles sont les attentes sur les actions ?

L'une des différences les plus marquées entre les programmes de D.Trump et de K.Harris concerne les impôts. Le président D.Trump réduirait l'impôt sur les sociétés et rendrait permanentes les réductions d'impôt sur le revenu de 2017, tandis que le président K.Harris augmenterait l'impôt sur les sociétés.

***Les marchés d'actions préféreront probablement le président D.Trump au président K.Harris. Il est également probable qu'il y ait des différences importantes pour les secteurs et les zones géographiques, en particulier sous une deuxième présidence D.Trump.***

Par ailleurs, les petites entreprises préfèrent Donald Trump. C'est du moins ce qui ressort de l'enquête sur l'optimisme de la National Federation of Independent Business. Le graphique ci-dessous présente l'enquête, réalisée depuis le milieu des années 1970, et montre que la préférence pour un président républicain est relativement récente. Au milieu des années 70, Gerald Ford a suscité un peu plus d'optimisme que Jimmy Carter, mais les petites entreprises étaient plus optimistes sous Bill Clinton que sous l'un ou l'autre des Bush ou même sous Ronald Reagan. Le changement radical s'est produit sous Barack Obama, où l'optimisme est tombé à son niveau le plus bas (bien qu'il ait encore baissé depuis sous Joe Biden). En revanche, l'optimisme des petites entreprises a atteint sa moyenne la plus élevée sous Donald Trump.

**Figure 9 : Les petites entreprises préfèrent Donald Trump**



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 10 octobre 2024.

Les performances des marchés boursiers ont commencé à refléter les changements de confiance. Le tableau ci-dessous montre les performances annualisées des 2 000 plus petites entreprises de l'indice Russell, qui représentent les petites entreprises, et les performances des grandes entreprises de l'indice S&P 500. Pour la plupart des présidences, les performances des petites et des grandes entreprises sont plus élevées, et l'écart de performance annualisé sous l'ère Clinton n'a pas affecté la confiance. Toutefois, l'écart a été nettement plus important sous la présidence de Joe Biden. Le manque de confiance pourrait désormais affecter les performances des marchés boursiers.

**Figure 10 : Performance annualisée d'une sélection d'indices au cours des dernières présidences**

	Russell 2000	S&P 500	Écart entre les grandes et les petites entreprises	Confiance des petites entreprises
<b>Reagan</b>	10%	11%	1%	100.5
<b>GHW Bush</b>	12%	10%	-2%	97.9
<b>Clinton</b>	10%	16%	6%	100.8
<b>GW Bush</b>	-2%	-6%	-4%	99.0
<b>Obama</b>	15%	15%	0%	93.8
<b>Trump</b>	10%	10%	0%	103.1
<b>Biden</b>	1%	12%	11%	93.3

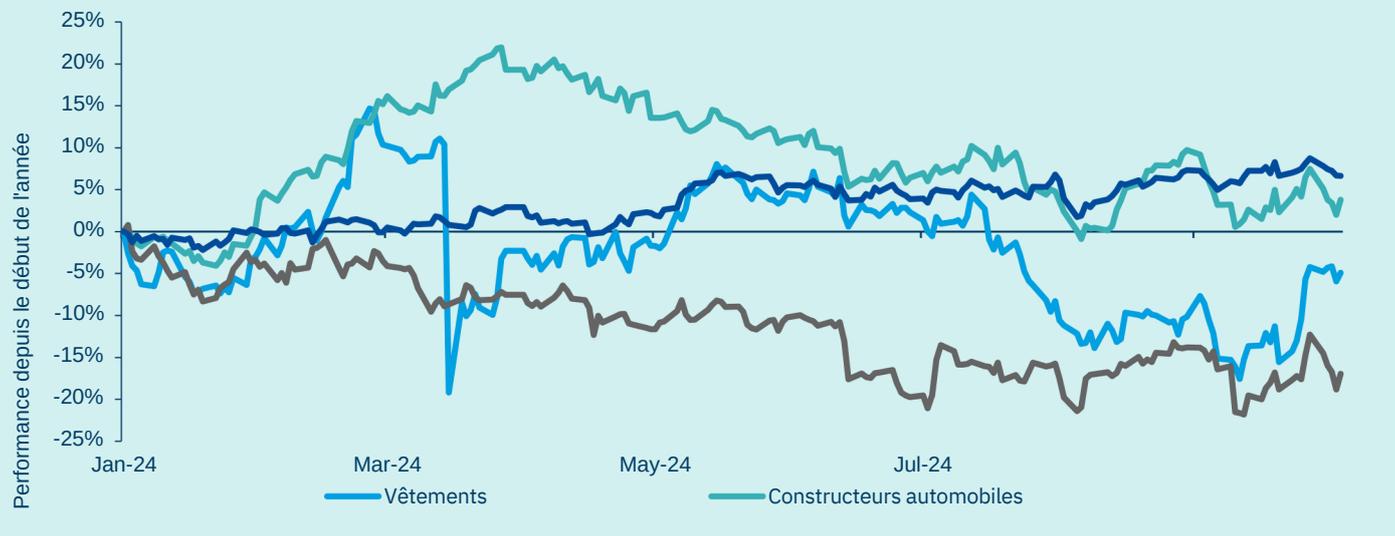
Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 10 octobre 2024.

Il est difficile de dire pourquoi les petites entreprises ont manqué de confiance sous les deux derniers présidents démocrates. La crainte de la réglementation - ou l'espoir d'une déréglementation - peut être un problème, les petites entreprises souffrant davantage des coûts de la réglementation. Quoi qu'il en soit, quelle qu'en soit la raison, il semble probable qu'un retour de Donald Trump permettrait aux petites entreprises de reprendre confiance et de réduire l'écart récent de leurs performances par rapport à celles des grandes entreprises. Au niveau sectoriel, la déréglementation de D.Trump pourrait soutenir les banques et stimuler les fusions-acquisitions, tandis que le sentiment positif du marché pourrait aider les secteurs de la consommation. K.Harris pourrait favoriser les énergies propres et les véhicules électriques, ainsi que les soins de santé.

Les marchés boursiers européens ont récemment vu une sous-performance des entreprises qui exportent vers les consommateurs.

Le graphique ci-dessous montre la performance des sous-indices à pondération égale des secteurs de l'automobile, des pièces détachées et de l'habillement par rapport à un indice à pondération égale de toutes les autres sociétés de l'Eurostoxx 600. Les pièces détachées et les équipements automobiles sont en tête des pertes, l'habillement est négatif pour l'année et les constructeurs automobiles ont abandonné leurs premiers gains. Cette faiblesse est due aux inquiétudes concernant la Chine, mais elle pourrait s'intensifier - et s'étendre aux exportateurs industriels - si Donald Trump met en œuvre ses politiques tarifaires.

**Figure 11 : Les exportateurs européens de biens de consommation souffrent**



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 10 octobre 2024.

***Si Donald Trump devient le prochain président, les investisseurs en actions pourraient juger prudent d'adopter une approche prudente à l'égard des exportateurs européens, tout en recherchant des opportunités dans les petites entreprises américaines.***

## Quelles sont les implications pour les marchés émergents ?

- La dette des pays émergents :** Selon K.Harris, la croissance américaine devrait être modérément plus élevée, tandis que les politiques de D.Trump entraîneraient une inflation nettement plus élevée, ce qui se traduirait par des anticipations de politique monétaire durablement plus restrictives. La hausse des rendements de base se traduira par une augmentation des rendements des obligations en monnaie locale des pays émergents (GBI-EM), en particulier au second semestre 2025, légèrement au-dessus du scénario de base de K.Harris. Dans le cas de D.Trump, les rendements resteraient contenus au premier semestre 2025, mais augmenteraient fortement au second semestre, ce qui créerait un environnement difficile pour la dette des pays émergents.
- Écarts de taux en devises fortes :** Les écarts devraient s'élargir sous D.Trump en raison de la hausse des rendements du Trésor américain et d'une croissance plus faible des pays émergents. Les politiques de K.Harris devraient maintenir les écarts relativement neutres, avec peu d'écart par rapport à la ligne de base.
- Actions des pays émergents :** Sous K.Harris, les actions des pays émergents devraient afficher une performance modérée, les stratégies fondées sur les valorisations restant favorables dans des régions comme la zone EMEA (Pologne), l'Amérique latine (Brésil) et l'Asie des pays émergents (Corée). Sous D.Trump, les actions sont confrontées à davantage de risques de baisse en Asie en raison des tarifs douaniers et des tensions commerciales. Les actions domestiques en Chine (actions A) pourraient bénéficier de mesures de relance supplémentaires par rapport aux actions H, qui devraient être affectées par l'intensification des risques externes.
- EM FX :** Sur les marchés des changes, les perspectives de base sont sélectivement positives pour les monnaies telles que le réal brésilien (BRL), le yuan chinois (CNY), le won sud-coréen (KRW), la roupie indonésienne (IDR) et le rand sud-africain (ZAR). Sous D.Trump, les monnaies de la région EMEA et de l'Amérique latine pourraient enregistrer des gains marginaux, tandis que les monnaies asiatiques pourraient subir des pressions en raison des tensions commerciales. Dans un scénario à la K.Harris, les monnaies asiatiques sont confrontées à des vents contraires, mais dans une moindre mesure que sous D.Trump.

Figure 12 : Répercussions des élections américaines sur les investissements dans les marchés émergents

Classe d'actifs	Base de référence	K.Harris	D.Trump
<b>Dette des pays émergents</b>	GBI-EM (monnaie locale) : poursuite de la tendance baissière des rendements locaux. EMBI (devise forte) : écarts légèrement plus importants.	Rendements légèrement plus élevés. Neutre, aligné sur la ligne de base.	Des rendements plus élevés que la ligne de base, en particulier en Asie. Des écarts plus importants en raison de l'augmentation des rendements du Trésor américain.
<b>Actions EM</b>	Neutre ; privilégier les valorisations dans la zone EMEA, en Amérique latine et en Asie.	Neutre.	Négatif pour les actions asiatiques (tarifs), positif pour les pays d'Amérique latine.
<b>EM FX</b>	Neutre ; privilégier les valorisations dans la zone EMEA, en Amérique latine et en Asie.	Négatif pour l'Asie, dans l'ensemble, plus négatif que le niveau de référence.	Marginalement positive pour l'EMEA et l'Amérique latine, négative pour l'Asie.

Source : Amundi Investment Institute : Amundi Investment Institute. Données au 10 octobre 2024.

## Quelles sont les principales implications pour les investisseurs multi-actifs ?

Si D.Trump est élu comme prochain président des États-Unis, nous pouvons différencier les potentiels mouvements entre le court et le moyen terme. À court terme, la mise en œuvre partielle ou totale des politiques qu'il a proposées pourrait susciter l'intérêt des investisseurs dans plusieurs secteurs, notamment l'énergie, les banques et la consommation discrétionnaire. En ce qui concerne les banques en particulier, le report de nouvelles vagues de réglementation bancaire pourrait constituer une perspective attrayante pour les investisseurs. Un autre secteur susceptible de susciter de l'intérêt est celui de la santé, principalement en raison d'un changement potentiel de leadership entre les grandes et les petites capitalisations. Comme indiqué précédemment, les moyennes et petites capitalisations américaines pourraient continuer à réduire l'écart de performance avec les grandes capitalisations. Il est réaliste de s'attendre à ce que certaines de ces transactions perdurent pendant trois à six mois.

Le scénario pourrait devenir légèrement stagflationniste à l'avenir, caractérisé par une augmentation des émissions d'obligations et une hausse de l'inflation à long terme due aux droits de douane, ce qui entraînerait une accentuation de la pente de la courbe. Par conséquent, les TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) à long terme pourraient devenir plus attrayants.

À l'inverse, une victoire de K.Harris pourrait entraîner une réaction plus modérée du marché à court terme, les actions pouvant être affectées par la perspective d'une augmentation des impôts. Les secteurs tels que les infrastructures, la construction et les entreprises vertes pourraient surperformer en raison de l'importance accrue accordée par le candidat à ces domaines.

## Auteurs



**ALESSIA  
BERARDI**

Responsable de la stratégie macro émergente, Amundi Investment Institute



**FEDERICO  
CESARINI**

Responsable DM FX, Amundi Investment Institute



**MAHMOOD  
PRADHAN**

Responsable Global Macro, Amundi Investment Institute



**ANNA  
ROSENBERG**

Responsable de la géopolitique, Amundi Investment Institute



**FRANCESCO  
SANDRINI**

Responsable des stratégies multi asset, Amundi



**GUY STEAR**

Responsable de la stratégie MD, Amundi Investment Institute



**PARESH  
UPADHYAYA**

SVP, directeur des stratégies de taux et de change aux États-Unis, Amundi US



**ANNALISA**

**USARDI, CFA**  
Économiste Senior, responsable de la modélisation des pays développés, Amundi Investment Institute

## Editeurs



**CLAUDIA  
BERTINO**

Responsable de l'investment insights et des Publications, Amundi Investment Institute



**UJJWAL  
DHINGRA**

Investment Insights et Client Division, Amundi Investment Institute



**LAURA FIOROT**

Responsable de la division Investment Insights et Client, Amundi Investment Institute



**FRANCESCA  
PANELLI**

Investment Insights et Client Division, Amundi Investment Institute

## Contributeurs

**MATTEO ALMICI**

Économiste junior, Amundi Investment Institute

**AMRI SAMY**

Stratégiste Cross Asset Junior, Amundi Investment Institute

## Hypothèses

### Hypothèses sur lesquelles repose notre évaluation de l'impact économique des deux programmes - page 6

**Scénario de base** : notre scénario de base pour les 18 à 24 prochains mois prévoit une transition de l'économie américaine vers une croissance plus lente, en raison d'une demande intérieure moins dynamique et d'un chômage plus élevé. L'inflation continuera à baisser, la Fed atteignant son objectif de 2 % en 2025. Cela devrait permettre à la Fed de réduire encore ses taux d'intérêt, qui sont actuellement restrictifs, pour les ramener à environ 3 % d'ici à la fin de l'année 2025.

Figure 13 : Notre scénario macroéconomique de base

Taux de croissance QoQ	Q4 2023	Q4 2024	Q4 2025
PIB	3.2%	3.2%	3.2%
Inflation IPC	2.1%	2.6%	2.6%
Indice des prix PCE de base	2.0%	2.1%	1.8%

**Dans les deux scénarios, le taux de chômage** est supérieur à nos projections de base et sa dynamique est principalement liée à l'impact sur la croissance. Il est important de noter que nous ne formulons aucune hypothèse spécifique sur l'évolution de l'offre de main-d'œuvre découlant des modifications des lois sur l'immigration ou de la proposition d'expulser les immigrés sans papiers.

**Leurs propositions fiscales laissent entrevoir des résultats très divergents.** Notre analyse suggère que l'impact des impôts n'est pas linéaire : des changements symétriques par rapport à la base de référence ne se traduisent pas par un impact symétrique sur le PIB. Des taux d'imposition plus élevés réduisent davantage le PIB qu'un taux d'imposition faible ne l'augmente.

Figure 14 : Hypothèses sur les politiques intérieures et commerciales

	Politique intérieure	Politique commerciale
<b>Victoire du camp démocrate</b>	<p><b>Dispositions relatives à l'impôt sur les sociétés, principaux aspects :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Augmenter le taux de l'impôt sur le revenu des sociétés de 21 % à 28 %.</li> <li>Augmenter le taux de l'impôt minimum alternatif des sociétés à 21 %.</li> </ul> <p><b>Principaux aspects des dispositions relatives à l'impôt sur le</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Personnes à hauts revenus : a) Augmenter le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu pour les personnes à hauts revenus ; b) appliquer l'impôt sur les revenus d'investissement nets aux revenus des entreprises intermédiaires ; c) augmenter le taux de l'impôt sur les revenus d'investissement nets et le taux de l'impôt supplémentaire sur Medicare.</li> <li>Changements dans le traitement de l'impôt sur les revenus du capital.</li> <li>Travailleurs à faibles revenus : a) augmenter le crédit pour enfants ; b) rétablir l'extension du crédit d'impôt sur le revenu gagné pour les travailleurs sans enfants à charge dans le cadre de l'American Rescue Plan.</li> <li>La prolongation du Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) de 2017 a limité les dispositions expirant à la fin de 2025 uniquement pour les revenus inférieurs à 400 000 euros.</li> </ul> <p><b>IRA</b> : Poursuite des politiques, avec des investissements élevés (30-35 milliards d'USD au-dessus du niveau de référence) et des coûts budgétaires élevés (20-25 milliards d'USD au-dessus du niveau de référence).</p>	Statu quo.

**Victoire du  
camp  
républicain****Dispositions relatives à l'impôt sur les sociétés, principaux aspects :**

- Augmenter le taux de l'impôt sur le revenu des sociétés de 21 % à 15 %.
- Prolongation des dispositions de la loi sur les réductions d'impôts et les emplois (TCJA) de 2017 expirant à la fin de 2025.

**IRA** : Les investissements sont supposés plus faibles (5 à 10 milliards USD de moins que le scénario de référence à partir de 2027, globalement en ligne avec le scénario de référence précédent), ce qui se traduit par des coûts fiscaux plus faibles (5 à 10 milliards USD de moins que le scénario de référence à partir de 2027).

- Augmentation des droits de douane sur les importations en provenance de Chine continentale (jusqu'à 60 %) et du reste du monde (jusqu'à 10 %) à compter de 2026, mais les exemptions reflètent ce qui s'est passé au cours de la période 2017- 2023 en termes de proportion.
- Représailles totales de la part des partenaires commerciaux.

Source : Amundi Investment Institute, S&P Global : Amundi Investment Institute, S&P Global. Données au 10 octobre 2024.

## Références

- I. Source : Committee For a Responsible Federal Budget (CFRB) et Congressional Budget Office (CBO).
- II. Estimations des multiplicateurs fiscaux par le Congressional Budget Office
- III. La Fondation pour les impôts. Plan fiscal de Donald Trump pour 2024 : Details & Analysis (taxfoundation.org).

## INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document est uniquement destiné à des fins d'information.

Ce document ne constitue pas une offre de vente, une sollicitation d'offre d'achat ou une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire dans votre juridiction.

Toute information contenue dans ce document ne peut être utilisée que pour votre usage interne, ne peut être reproduite ou rediffusée sous quelque forme que ce soit et ne peut servir de base ou de composante à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, rien dans ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont en date du 10 octobre 2024. La diversification ne garantit pas un profit et ne protège pas contre une perte. Ce document est fourni " en l'état " et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, d'une prévision ou d'une prédiction de performance future. Les opinions exprimées sur les tendances économiques et de marché sont celles de l'auteur et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et il n'y a aucune garantie que les pays, les marchés ou les secteurs se comporteront comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme un conseil d'investissement, une recommandation de titre ou une indication de négociation pour un produit d'Amundi. L'investissement comporte des risques, notamment des risques de marché, des risques politiques, des risques de liquidité et des risques de change.

En outre, aucune personne impliquée dans la production de ce document ne peut être tenue responsable des dommages directs, indirects, spéciaux, accessoires, punitifs, consécutifs (y compris, mais sans s'y limiter, le manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Comprend du contenu fourni par S&P GLOBAL ; Copyright © S&P GLOBAL, Tous droits réservés.

Date de première utilisation : 22 octobre 2024.

Document émis par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 143 615 555 € - Gestionnaire de portefeuille régulé par l'AMF sous le numéro GP04000036 - Siège social : 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

Crédit photo : ©iStock/Getty Images Plus - Robert Shafer

## Amundi Investment Institute

Dans un monde de plus en plus complexe et changeant, les investisseurs ont besoin de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement afin de définir leur allocation d'actifs et de contribuer à la construction de leurs portefeuilles.

Cet environnement recouvre des dimensions économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, de thèmes d'investissement et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi au sein d'une même entité : l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des publications de recherche et de Thought Leadership qui anticipent et innovent au bénéfice des équipes d'investissement et des clients.

### Obtenez les dernières mises à jour sur :



-  Géopolitique
-  Économie et marchés
-  Stratégie de portefeuille
-  Insights ESG
-  Capital Market Assumptions
-  Cross Asset Research
-  Actifs Réels et Alternatifs



[Visitez notre centre de recherche](#)

### RÉDACTEUR EN CHEF

#### MONICA DEFEND

Directrice d'Amundi Investment Institute

AII : Amundi Investment Institute

**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned