

Obama versus McCain : enjeux exceptionnels pour l'économie et les marchés

www.exanebnpparibas.com/economie

25 août 2008

Étude

Jean-Pierre Petit
+33 1 44 95 98 52
jean_pierre.petit@exane.com

- ▶ L'élection de novembre prochain constitue un événement capital pour l'économie et les marchés des prochaines années, pour plusieurs raisons.
- ▶ D'abord parce que les États-Unis concentrent près de 26 % du PIB mondial en dollars courants et 21,4 % en parité de pouvoir d'achat. La croissance des pays riches reste très largement dépendante de celle des États-Unis, comme les derniers chiffres de croissance de la zone euro l'ont montré. Par ailleurs, les États-Unis représentent un tiers de la capitalisation boursière mondiale et 43 % des encours obligataires mondiaux. De plus, la prééminence militaire et technologique américaine demeure (malgré un déclin relatif récent).
- ▶ Ensuite parce qu'il s'agit de l'élection la plus « ouverte » depuis 1928 au sens où, ni le Président, ni le Vice-Président sortants, ne se représentent.
- ▶ Également parce que les États-Unis font face à une double crise de confiance, interne et externe (de la part des non-américains). L'indice de confiance des ménages du Conference Board apparaît au plus bas depuis le début des années 80. L'image des États-Unis dans le reste du monde n'aura rarement été aussi détériorée.
- ▶ Enfin parce que la succession des deux mandats de G.W. Bush ne sera pas aisée. Il y a en effet aujourd'hui une forte probabilité pour que le bilan de ce dernier apparaisse aux yeux des historiens comme l'un des pires (avec ceux de J. Buchanan au XIXème siècle, C. Coolidge et GW. Harding au XXème siècle) parmi ceux des 43 Présidents qui se sont succédés depuis G. Washington.
- ▶ On analyse ici le « bilan » des années Bush (2001-2008) qui apparaît principalement comme une accumulation de « passifs » (Irak, économie, finances publiques, dégradation de la compétitivité, absence de réformes structurelles, ...). Ensuite, on regarde rapidement en quoi l'élection présidentielle peut constituer, sur un plan historique, un événement structurant pour l'économie et les marchés. On regarde également les propositions en présence des deux candidats puis on analyse les possibles implications pour le marché actions (tendance générale et impact sectoriel).

L'élection de novembre prochain constitue un événement capital pour l'économie et les marchés des prochaines années, pour plusieurs raisons.

D'abord parce que les États-Unis concentrent près de 26 % du PIB mondial en dollars courants et 21,4 % en parité de pouvoir d'achat. La croissance des pays riches reste très largement dépendante de celle des États-Unis, comme les derniers chiffres de croissance de la zone euro l'ont montré.

Par ailleurs, les États-Unis représentent un tiers de la capitalisation boursière mondiale et 43 % des encours obligataires mondiaux. De plus, la prééminence militaire et technologique américaine demeure (malgré un déclin relatif récent). Les États-Unis concentrent en effet 34 % des dépenses de recherche-développement mondiales et dépassent largement les investissements de tous les pays du G7 réunis. Enfin, le budget militaire américain est deux fois et demie supérieur à celui de l'Union Européenne à quinze, alors que la population de l'Union Européenne à vingt-sept s'élève à près de 500 millions d'habitants, contre un peu plus de 300 millions aux États-Unis.

Ensuite parce qu'il s'agit de l'élection la plus « ouverte » depuis 1928 au sens où, ni le Président, ni le Vice-Président sortants, ne se représentent.

Également parce que les États-Unis font face à une double crise de confiance, interne et externe (de la part des non-américains). L'indice de confiance des ménages du Conference Board apparaît au plus bas depuis le début des années 80. Cela reflète en grande partie l'état de probable (possible) récession aux États-Unis en 2008. Depuis le début du XX^{ème} siècle, la coexistence entre l'année de l'élection présidentielle et une récession s'est produite 5 fois : 1908, 1920, 1932, 1960 et 1980. À chaque fois, cela s'est traduit par des changements idéologiques et/ou politiques majeurs.

Rarement l'image des États-Unis n'aura été aussi détériorée dans le reste du monde. Les dernières études du Pew Global Project Attitudes portant sur près de 24 000 personnes dans 24 pays et réalisée au printemps 2008, montre que l'image des États-Unis et des américains reste négative même si elle enregistre un début d'amélioration depuis un an.

Enfin parce que la succession des deux mandats de G.W. Bush ne sera pas aisée. Il y a en effet aujourd'hui une forte probabilité pour que le bilan de ce dernier apparaisse aux yeux des historiens comme l'un des pires (avec ceux de J. Buchanan au XIX^{ème} siècle, C. Coolidge et G.W. Harding au XX^{ème} siècle) parmi ceux des 43 Présidents qui se sont succédés depuis G. Washington.

On analyse ici le « bilan » des années Bush (2001-2008) qui apparaît principalement comme une accumulation de « passifs » (Irak, économie, finances publiques, dégradation de la compétitivité, absence de réformes structurelles, ...).

Ensuite, on regarde rapidement en quoi l'élection présidentielle peut constituer, sur un plan historique, un événement structurant pour l'économie et les marchés.

On regarde également les propositions en présence des deux candidats puis on analyse les possibles implications pour le marché actions (tendance générale et impact sectoriel).

Enfin, on effectue une rapide conclusion.

1. Le bilan des « années Bush »

1.1. Le passif irakien

Au passif du Président Bush apparaîtront évidemment au plan diplomatique la gestion calamiteuse du conflit irakien ainsi que la dégradation de ses relations avec les pays alliés (Europe). Le double mandat de GW Bush aura abouti à éveiller et entretenir tous les stéréotypes et préjugés négatifs sur les États-Unis. Même si la situation en Irak s'améliore quelque peu depuis environ un an au plan militaire (nombreux cessez le feu avec les milices chiites, réduction du nombre d'attentats et de victimes,...), politique (début de normalisation des relations entre les 3 communautés, hausse de la crédibilité du gouvernement Maliki,...) et économique (hausse de la production pétrolière), le bilan d'ensemble de la gestion de ce pays depuis mars 2003 est clairement négatif.

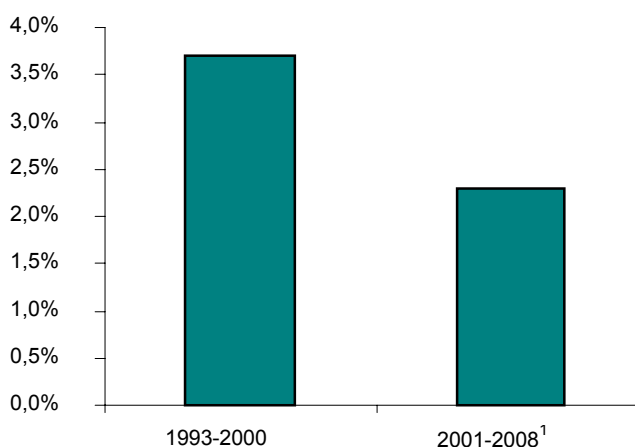
Outre le coût économique direct et indirect, il a affaibli la position diplomatique américaine sur des dossiers plus cruciaux comme l'Afghanistan. Selon Stiglitz et Bilmes¹, le coût total de la guerre en Irak avoisinerait entre 1 124 et 2 625 milliards de dollars. La première estimation suppose notamment² le retrait de toutes les troupes d'ici 2010 et la seconde estimation d'ici 2015. Il s'agit dans les deux cas d'une estimation large, intégrant l'impact budgétaire (déploiements de troupes, reconstruction, dépenses de santé, intérêts de la dette,...) et l'impact « économique » (décès, blessés, dépréciation du matériel, réservistes,...) ainsi que l'impact indirect (hausse du prix du baril à laquelle les auteurs attribuent 20 à 40 % à l'Irak ainsi que les effets de substitution sur les dépenses³).

1.2. Le passif économique

Au-delà, le « bilan » économique des années Bush apparaît peu reluisant.

La croissance depuis 2001 a été en moyenne annuelle de 2,3 % contre 3,7 % au cours de la période antérieure équivalente. Entre janvier 2001 et juillet 2008, l'économie américaine n'a créé que 5,1 millions d'emplois contre 21,5 millions d'emplois au cours de la période antérieure équivalente. Le différentiel de croissance n'explique pas tout. Le contenu en emplois de la croissance s'est également fortement détérioré.

Croissance moyenne annuelle aux États-Unis



¹ On reprend ici notre prévision 2008 pour la croissance américaine (1,5 %).

Source : OCDE

¹ L. Bilmes & J.E. Stiglitz « The Economic Costs of the Iraq War : An Appraisal Three years after the Beginning of the Conflict » 2006.

² Elle suppose aussi des hypothèses différentes concernant les intérêts de la dette et l'espérance de vie des blessés.

³ C'est-à-dire les effets de substitution à l'encontre de dépenses à plus forts effets de multiplication.

Création d'emplois aux États-Unis (en millions)

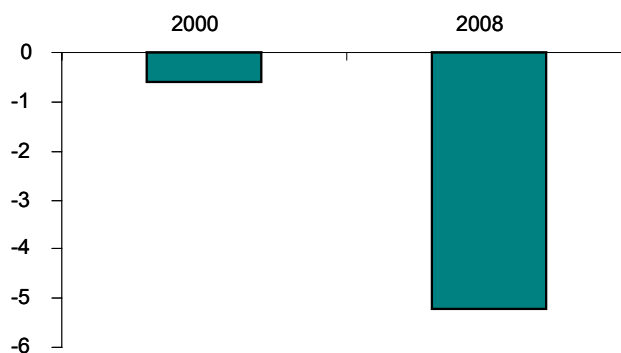


Source : BLS

1.3. Le passif financier

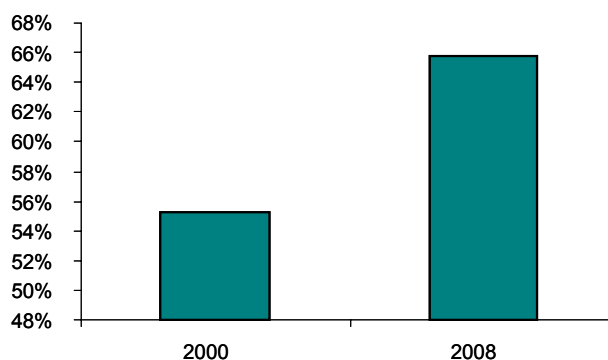
L'Administration Bush a clairement joué un rôle essentiel dans la dégradation des finances publiques (hausse des dépenses liées à l'Irak et à la réforme de Medicare de 2003, impact des baisses d'impôts). Selon l'OCDE, le solde structurel (corrigé des variations cycliques) des administrations publiques en pourcentage du PIB est passé de -0,6 % en 2000 à -5,2 % en 2008. La dette publique brute est passée au cours de la même période de 55,2 à 65,8 % du PIB (voir graphiques ci-dessous).

Solde public structurel aux États-Unis (en % du PIB)



Source : OCDE

Dette publique brute aux États-Unis (en % du PIB)

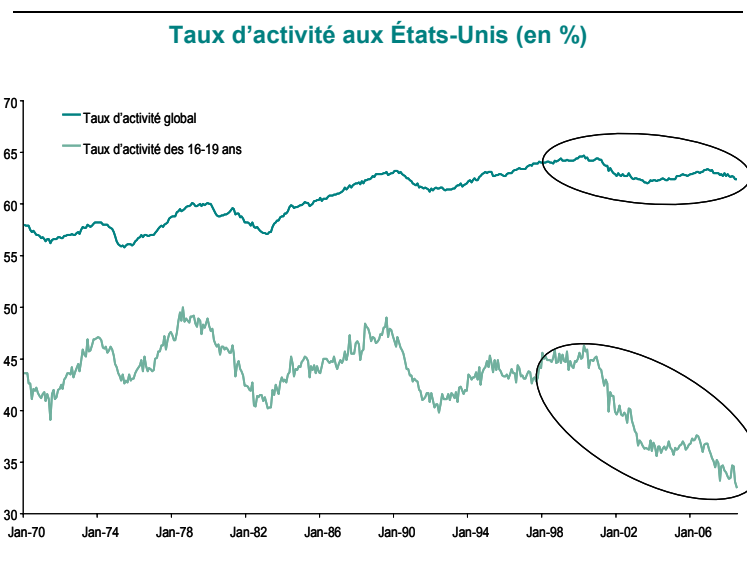


Source : OCDE

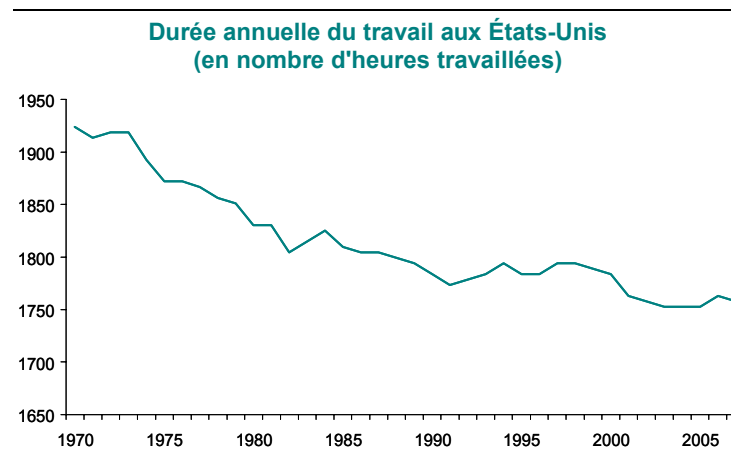
1.4. Le passif structurel

Au-delà de ces performances primaires, il faudra surtout retenir la baisse de la croissance potentielle et la dégradation de la compétitivité structurelle des États-Unis.

La croissance potentielle doit se situer à environ 2,5 % aujourd'hui, contre 3,5 % à la fin des années 90. D'un point de vue « technique », cette tendance s'explique non pas par un déclin de la productivité du travail mais par une baisse du taux d'activité (en particulier chez les moins de 25 ans) et, dans une moindre mesure, de la croissance de la population active et des heures travaillées (voir graphiques ci-dessous).



Source : BLS

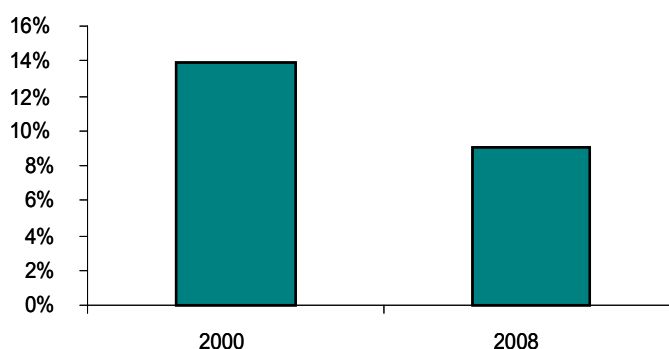


Source : Datastream

Au-delà, cette baisse de croissance potentielle s'explique probablement par les effets de la bulle immobilière (surinvestissement dans un secteur à faible productivité et protégé de la concurrence internationale comme la construction et la chaîne de l'intermédiation immobilière) et la hausse des prix des matières premières compte tenu du haut niveau de consommation d'énergie par habitant (2 fois plus élevé qu'en Europe).

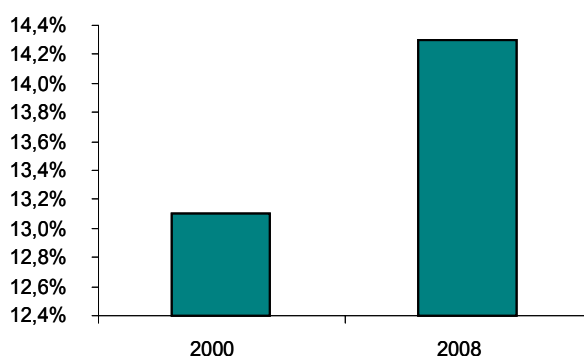
S'agissant de la compétitivité, les parts de marché des États-Unis dans le total des exportations de biens et services atteint aujourd'hui 9,1 % contre 13,9 % en 2000. Le taux de pénétration des importations de biens et services atteint (en % du volume des dépenses totales finales) 14,3 % en 2008 contre 13,1 % en 2000 (et 7,9 % en 1990) ; voir graphiques ci-dessous.

Parts de marché des États-Unis dans le total des exportations de biens et services



Source : OCDE

Taux de pénétration des biens et services en % du volume des dépenses totales finales aux États-Unis



Source : OCDE

Si la baisse du dollar a aidé à la compétitivité-prix, elle n'a pu empêcher une profonde détérioration de la compétitivité structurelle. Le déclin des industries traditionnelles s'est accentué notamment dans l'automobile où la part des « Big Three » sur le territoire américain est récemment passée sous les 50 %.

Mais plus significativement, l'avance américaine dans le high-tech s'est sensiblement érodée. La part des États-Unis dans les exportations high-tech mondiales est passée de 31 % en 1980 à 16 % en 2003.

Au-delà, les experts de l'association « The Task Force on the Future of American Innovation »⁴ s'inquiètent régulièrement du retard que commence à prendre l'Amérique en matière de recherche-développement. Leur dernière étude souligne notamment que depuis deux décennies, l'investissement en recherche fondamentale a stagné et que les États-Unis sont désormais passés derrière le Japon, mais aussi Israël, la Finlande ou la Corée du Sud pour la part de PIB consacrée à la R&D, laquelle plafonne autour de 2,4-2,7 % depuis 1991 tandis que la Chine fait des efforts pour rattraper son retard (avec une multiplication par 2 depuis 1995). Depuis 1995, le rythme de hausse en R&D en Chine, Inde et Corée du Sud représente 5 fois celui des États-Unis.

Une étude récente de Booz Allen Hamilton et de l'Insead⁵ montre également que l'essentiel des nouvelles décisions d'implantation d'unités de R&D sont localisées soit en Chine, soit en Inde. À la fin 2007, ces deux pays hébergeraient désormais 31 % de l'ensemble des équipes de R&D contre 19 % en 2004. Or, la localisation de la recherche tient moins au niveau des coûts qu'à la présence de la matière grise et à la qualité de la coopération des structures universitaires. Au total, les États-Unis accueilleraient en 2005, 52 % de sites de R&D contre 59 % en 1995.

Cette étude montre aussi que dans différents secteurs de pointe, qu'il s'agisse des semi-conducteurs (baisse de la part de marché des États-Unis), des nanotechnologies, de l'industrie de la défense et de l'espace, ou de la chimie, les États-Unis voient leur leadership de plus en plus remis en cause. Dans les puces de nouvelles générations par exemple, les capacités de production américaines ont sensiblement diminué alors que les firmes coréennes et taiwanaises progressent sensiblement.

Depuis 2001, les États-Unis importent globalement plus de produits high-tech qu'ils n'en exportent. En 1980, les exportations de l'industrie high-tech américaine représentaient 31 % des exportations mondiales de ces produits ; la part est tombée à 16 % en 2003. Dans le même temps, la part des économies émergentes d'Asie a été multipliée par 4 (28 % en 2003).

Certes, la responsabilité de l'Administration Bush n'est pas complète sur tous ces points et ce d'autant qu'il a perdu la majorité au Congrès aux élections du « mid-term » de l'automne 2006. La dégradation de la compétitivité et de la croissance potentielle ne lui incombe que très partiellement.

Le déclin de la compétitivité reflète ainsi des déficiences plus profondes encore. Ainsi en va-t-il de la faiblesse des infrastructures publiques ; les estimations de l'American Society of Civil Engineers évoquent un coût total de 1 600 milliards de dollars sur 2008-2010 pour assurer leur simple maintenance. Même remarque pour la qualité de l'enseignement primaire et secondaire. Non seulement la performance qualitative ne progresse pas mais aussi les élèves américains ne bénéficient plus d'un avantage comparatif supérieur aux autres pays en terme d'achèvement des études secondaires⁶. En ce qui concerne l'enseignement supérieur, il est vrai que les universités américaines figurent toujours dans le haut des classements internationaux. Mais on observe un certain mouvement de « renationalisation » des étudiants asiatiques. Les candidatures internationales ont baissé et un nombre croissant d'étudiants indiens retournent chez eux.

L'industrie financière américaine va de son côté connaître une pause dans sa croissance d'ici 2010 en raison de la crise de 2007-2008.

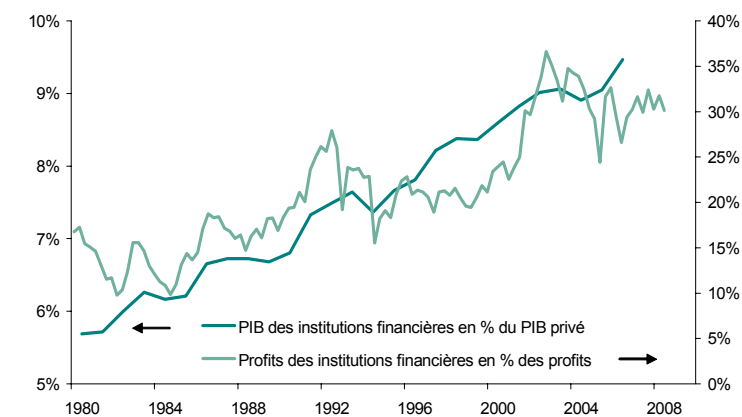
⁴ «Measuring the movement: Innovation, National Security and Economic Competitiveness?» (November 2006).

⁵ Booz Allen Hamilton et Insead, « Innovation: is global the way forward », 2006.

⁶ Source : Etudes Economiques de l'OCDE. Mai 2007.

Au milieu des années 2000, la part des institutions financières dans le PIB privé américain n'avait jamais été aussi élevée. Jamais le poids des profits des institutions financières n'avait non plus été aussi fort (voir graphiques ci-dessous). Même remarque pour la part des firmes financières dans la capitalisation boursière.

États-Unis : poids du PIB des institutions financières et des profits des institutions financières

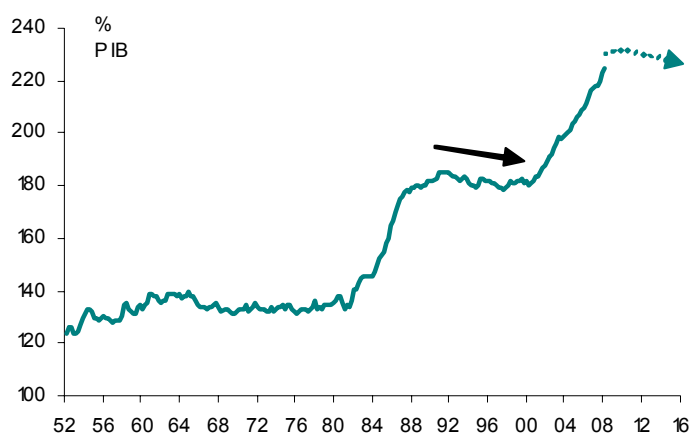


Sources : BEA, Exane BNP Paribas

Or, cet approfondissement financier de nos économies s'est en partie expliqué et accompagné de deux effets pervers.

Les banques américaines ont eu, on le sait, massivement recours à la titrisation au cours des 10 dernières années. Celle-ci a d'abord permis une explosion de l'endettement des ménages adossé au logement. Cela a ensuite conduit à une sous-estimation du risque pour un grand nombre d'actifs, en particulier les structures de crédit. Avec le dégonflement de la bulle immobilière, le désendettement à venir des ménages (voir graphiques ci-dessous) et, d'une manière générale, le repricing du risque, la purge financière est donc installée pour longtemps.

Poids de l'endettement domestique (hors institutions financières)¹ aux États-Unis depuis 1952 (en % du PIB)



¹ Endettement des ménages, entreprises non financières et collectivités publiques.

Sources : Fed, BEA

Dès lors, il faut s'attendre à ce qu'un certain nombre de métiers soient durablement touchés ; la titrisation proprement dite, la structuration de crédit, le crédit immobilier, l'activité de LBO, ...

G.W. Bush ne porte pas de responsabilité directe quant à la crise immobilière et financière de 2007-2008. On pourra néanmoins lui reprocher d'avoir au moins manifesté une coupable bienveillance à l'égard de la bulle immobilière américaine. En complicité avec A. Greenspan, les banques d'investissement et les professionnels de l'immobilier, celle-ci a été voulue pour combler les effets du « carnage » boursier et de la récession high-tech de 2000-2002 auxquels l'économie américaine avait à faire face au cours du 1^{er} mandat de Bush. N'oublions pas non plus que ce dernier a encouragé implicitement les américains à participer à la bulle en se faisant réélire en 2004 sur le thème de la " société de propriétaires ".

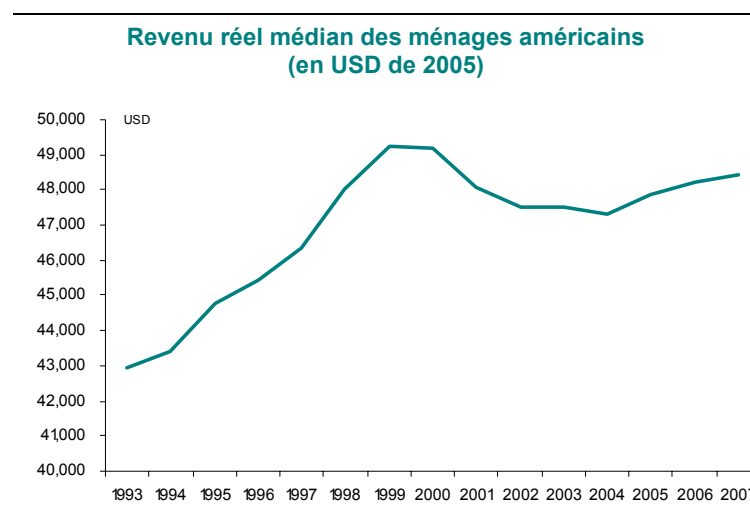
Au-delà, on pourra lui reprocher de ne pas avoir introduit de réelles réformes structurelles, y compris celles sur lesquelles il s'était engagé lors de la campagne présidentielle de 2004 sur des points-clé comme les retraites et la santé (privatisation partielle de la Social Security, création de comptes d'épargne-retraite et comptes d'épargne-santé, ...) ainsi que sur l'énergie (encouragement à la production nationale). Bref, de n'avoir pas engagé de solutions crédibles et durables face aux multiples défis auxquels fait face l'économie américaine ; dépendance énergétique (alors que les États-Unis représentent presque 22 % de la consommation d'énergie primaire dans le monde pour moins de 5 % de la population, ...), changement climatique, effets du vieillissement, en particulier sur la santé.

Les dépenses de santé représentent ainsi 15,3 % du PIB en 2006, soit plus que dans la moyenne OCDE (moins de 9 %) et qu'en France (11,1 %), pour une « rentabilité » plus faible (l'espérance de vie et la mortalité infantile étant moins favorables que dans la moyenne OCDE). De plus, le fonctionnement du système de santé apparaît peu flexible ; ainsi les assurances santé d'entreprises ne sont pas transférables et ne peuvent être conservées en cas d'inactivité ; de même, les prix des médicaments sont élevés et l'Administration ne les négocie pas.

1.5. Le passif social

À cela s'ajoutent un certain nombre d'indicateurs « sociétaux » montrant une détérioration durant les années 2000. La montée du taux de pauvreté illustre aussi une tendance clairement négative. Par exemple, le taux pour les célibataires gagnant moins de 10 500 dollars en 2006 s'élève à 12,3 % en 2006 (presque 40 millions de personnes) alors que la fin des années 90 avait abouti à une certaine amélioration (11,3 % en 2000).

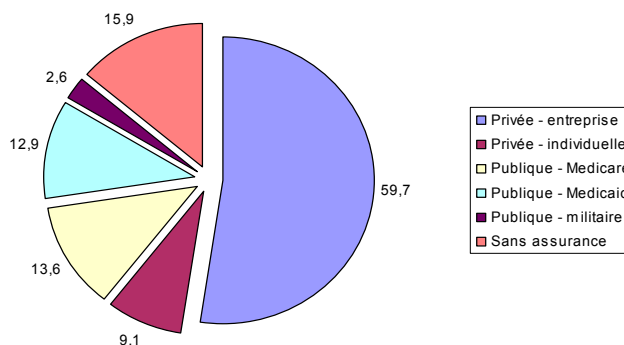
Même remarque pour la montée des inégalités de revenu. Certes, c'est une tendance qui remonte à 30 ans pour des raisons structurelles (progrès technique qui accroît la productivité des travailleurs les plus qualifiés, décélération de la hausse des niveaux de formation, mondialisation), mais elle a été renforcée par les mesures fiscales de l'Administration Bush. Durant les années 90, les revenus des 10 % les plus riches progressaient de 10 % l'an contre 2,4 % pour les 99 % restants. Entre 2002 et 2006, les proportions ont été creusées à respectivement 11 et moins de 1 %. Plus généralement, le revenu réel médian se situait en 2007 à un niveau inférieur à son niveau des années 1999-2000 (voir graphique ci-dessous).



Source : Census Bureau

À cela s'ajoute la montée du nombre de personnes ne disposant pas de couverture d'assurance-maladie, c'est-à-dire ne bénéficiant ni d'assurance privée (employeur ou individuelle), ni de Medicare (personnes de plus de 65 ans et certains handicapés et qui couvre 13,6 % de la population), ni de Medicaid (personnes les plus démunies et qui couvre 12,9 % de la population) : au total, 47 millions de personnes, soit 15,9 % du total (presque 6 millions de personnes de plus qu'en 2000). Mais c'est aussi une tendance qui prévalait déjà avant 2000. Parallèlement, la proportion d'Américains assurés par leur employeur est en baisse constante (59,7 % en 2006) ; (voir graphique ci-dessous).

**Couverture santé* par catégorie d'assurance
(en % de la population, 2006)**



* Les modes de couverture ne sont pas exclusifs.

Source : Census Bureau

2. Les élections présidentielles constituent-elles un évènement structurant pour l'économie et les marchés ?

2.1. Les marchés

Il faut faire attention aux fausses évidences statistiques qui n'ont guère d'intérêt opérationnel

Il se dit souvent que le marché actions apprécierait plus les Administrations démocrates (surtout vrai depuis 1945). Cela est « statistiquement » vrai mais cela est dû avant tout au hasard (« bear market » de 1929-32 sous Hoover, de 1969-74 sous Nixon, de 2001-2002 sous G.W. Bush, alors que la plus grande bulle boursière a eu lieu sous B. Clinton).

Le marché actions surperforme en effet nettement le marché obligataire et le marché du crédit sous les Administrations démocrates.

Le marché actions apprécierait également plus la "cohabitation" entre un Président démocrate et un Congrès républicain (2 fois la moyenne historique en terme de rendement). Attention, l'intérêt de cette constatation est quasi-nul dans la mesure où au cours des 100 dernières années, seuls trois Présidents démocrates ont exercé avec un Congrès républicain.

En revanche, il est vrai que le marché actions apprécie plus la reconduction du Président sortant (donc a priori peu favorable pour la situation actuelle). Il y a même une baisse du marché actions dans l'année qui suit la non-reconduction du Président sortant. Cela a un peu plus de logique (les marchés n'aiment guère l'incertitude) mais cela est aussi le reflet de la situation économique (réélection de D. Eisenhower en 1956, R. Reagan en 1984, B. Clinton en 1996, ...) et inversement (échec de G. Ford en 1976, de J. Carter en 1980).

De même, les obligations ont historiquement surperformé les actions la 1^{ère} année d'un nouveau cycle présidentiel (a priori peu favorable pour la situation actuelle puisqu'il s'agit en tout état de cause d'un nouveau cycle présidentiel).

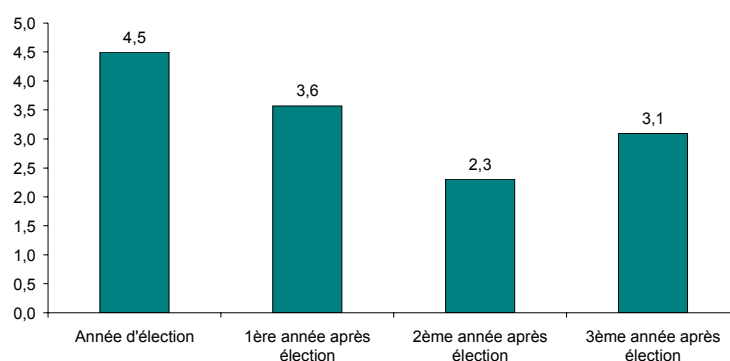
Le marché actions américain a aussi surperformé le marché mondial durant les administrations démocrates et inversement (avec toutefois une sous-performance la 1^{ère} année quelle que soit l'Administration).

Sous les Administrations démocrates, les secteurs de la santé, de la technologie, de la finance et (contrairement à l'idée reçue) de la défense ont surperformé. En revanche, les secteurs de la consommation, de l'énergie, des utilities et de l'industrie ont sous-performé. Les styles d'investissement growth ont également surperformé durant les périodes démocrates (et inversement pour les styles value).

2.2. L'économie

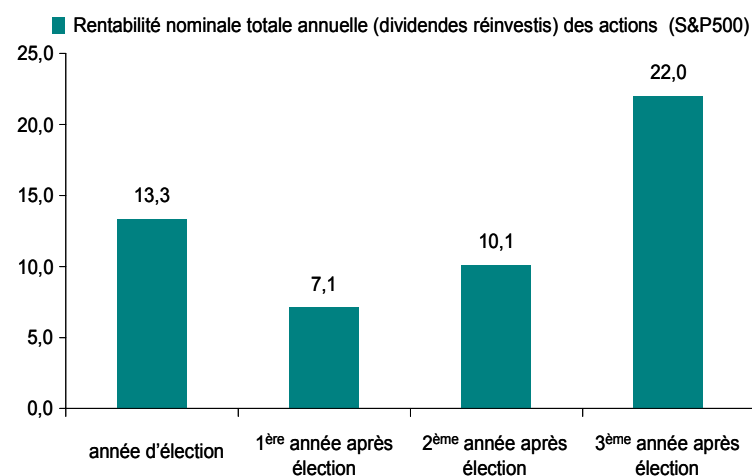
Croissance économique et cycle présidentiel sont, pour leur part, liés à une surperformance des années d'élections, suivis d'un ralentissement (peu favorable pour la situation actuelle). Les actions, comme d'habitude, sont en avance sur le cycle économique et électoral et surperforment donc la 3^{ème} année après l'élection.

Croissance réelle du PIB (en moyenne annuelle) de 1952 à 2007



Source : Exane BNPP

Cycles présidentiels (1948 à 2007)



Source : Exane BNPP

3. Les propositions en présence

On regarde ici les principales propositions concernant les finances publiques, la santé, la politique commerciale, le marché immobilier, le marché du travail et les revenus directs.

3.1. Les finances publiques

Avant toute chose, il faut rappeler trois préalables. D'abord que les baisses d'impôts de Bush arrivent à expiration à fin 2010. En d'autres termes, si rien n'est voté d'ici là, les taux d'imposition (impôt sur le revenu, dividendes, plus-values, ...) antérieurs s'appliqueront à partir de 2011, selon les termes qui suivent :

Biais par Défaut en Faveur de Taux d'Imposition Plus Élevés		
	Taux Actuel	Taux appliqué par défaut (après expiration 31/12/2010)
Taux Marginal Supérieur	35 %	39,6 %
Plus-value	15 %	20 %
Dividendes	15 %	39,6 %
Impôt Foncier	45 % (USD 2 millions d'exemptions en 2008, USD 3,5 millions en 2009, abrogé pour 2010)	55 % (USD 1 million d'exemptions)

Le second préalable est que le Congrès restera le plus probablement démocrate, ce qui rend l'adoption des propositions de J. McCain plus incertaine.

Le troisième préalable est que la politique budgétaire sera « encadrée » par le contexte économique (laborieux) et la situation budgétaire des États-Unis (avec un déficit fédéral d'environ 3 % du PIB en 2009). Cela laisse toutefois de la place pour une politique plus expansive au moins dans le court terme.

Partant de là, quelles sont les propositions des deux candidats ?

a) Pour B. Obama, il s'agit avant tout de rendre le système fiscal plus progressif (même si on ne compte pas le timing des mesures).

- Revenir sur les baisses d'impôts décidées par Bush : ramener les deux taux marginaux les plus élevés de l'IR à leur niveau de 2001 (de 35 % à 39,6 % et de 33 % à 36 %) et instituer une « payroll tax » sur les personnes gagnant plus de USD 250K.
- Relever la taxation des plus values (de 15 % à 24 %) et des dividendes (de 15 % à 24 %).
- Alléger les impôts des classes nécessiteuses : crédit d'impôt en faveur des foyers à bas revenus et en particulier des familles et des seniors.

Au total, les propositions d'Obama aboutiraient à alléger le revenu après impôt du quintile inférieur de 5 % environ et une hausse de 9 % chez le « top 1 % ». Du côté des dépenses, il s'agit d'investir de façon significative dans les technologies énergétiques (USD 150 milliards sur 10 ans) et les infrastructures routières.

Les moyens de financement sont peu précis si ce n'est de limiter le caractère électoraliste des dépenses, renforcer leur efficacité par des appels d'offres plus concurrentiels et des innovations (technologie, management, négociation commerciales) et de prôner la règle du « pay-as-you-go » (toute baisse d'impôt doit être financée par une hausse équivalente d'un autre impôt ou d'une baisse de dépense et vice-versa). On imagine aussi que le rapatriement des troupes d'Irak offrira des marges de manœuvre.

b) Quant à McCain, l'objectif primordial est la baisse de la fiscalité, avec notamment :

- Rendre permanent les allègements de Bush.
- **Baisse du taux d'imposition des entreprises : de 35 % à 25 % et incitations fiscales pour l'investissement en équipement et technologie** (l'assiette exacte de la mesure n'est pas connue).
- Suppression de l'AMT.
- Relèvement de l'exonération fiscale par personne dépendante (d'USD 3500 à USD 7000).
- Allègement des droits de succession : baisse du taux à 15 %, exonération en deçà d'USD 10 millions.
- Imposer une majorité qualifiée des trois cinquièmes pour l'adoption éventuelles de hausses des prélèvements obligatoires par le Congrès.
- À terme, simplifier drastiquement le système fiscal.

Les moyens de financement sont très flous et il n'y a pas d'adhésion à la règle du « pay-as-you-go ». **Dès lors, l'approche de McCain est clairement plus laxiste en terme de politique budgétaire.**

3.2. La santé

À partir d'un diagnostic à peu près similaire sur la situation actuelle, les deux candidats offrent des solutions fortement divergentes.

a) Obama : Objectif progression de la couverture de santé

- Mettre à disposition (sans que celle-ci soit obligatoire) de tous les ménages une couverture publique (au-delà des systèmes comme Medicare et Medicaid) : admissibilité garantie, coût modéré, possibilité de conserver cette assurance en cas de changement d'emploi.
- Subventions accordées aux ménages en deçà d'un certain niveau de revenu pour les inciter à se couvrir.
- Couverture obligatoire pour les enfants.
- Création d'un nouvel organisme : National Health Insurance Exchange pour aider les ménages à se munir d'assurances privées et contrôler ce marché en introduisant des règles et des standards de qualité pour en améliorer le rapport qualité/prix.
- Taxer les entreprises qui ne contribuent pas significativement à la couverture de leurs salariés, au-delà d'un certain chiffre d'affaires.
- Renforcer certains programmes publics via l'abaissement des seuils d'éligibilité (Medicaid, State Children's Health Insurance Program).

Quid des moyens de financement ?

- Parcours de soins mieux établis.
- Plus grande transparence sur les résultats et les coûts des opérateurs.
- Investissement dans les systèmes d'information.
- Renforcement de la concurrence sur le marché des médicaments et de l'assurance.

b) McCain : Continuer le système actuel en le consolidant

- Faciliter la souscription aux assurances privées (abaisser le coût de la souscription, rendre le marché plus concurrentiel et inciter les ménages à souscrire une assurance maladie directement et non pas par le biais de leur employeur comme c'est souvent le cas) : par de nouveaux crédits d'impôts (d'USD 2500 par personnes seule et d'USD 5000 par famille) et possibilité d'épargner le reliquat de crédit d'impôt sur un plan d'épargne santé.
- Développer un partenariat avec l'État pour une assurance à accès garanti (Guaranteed Access Plan) notamment pour les personnes qui présentent des risques médicaux.

Quid des moyens de financement ?

- Baisse du prix des médicaments par concurrence accrue, développement des génériques et importations.
- Amélioration de la prévention et du traitement des maladies chroniques.
- Meilleure coordination de soins.
- Utilisation accrue des technologies de l'information.
- Accroissement de la transparence des coûts et des performances.

3.3. La politique commerciale

Il nous semble que les différences relèvent ici plus de la rhétorique que du fond.

a) Obama : régulation limitée du libre échange

- Renégocier l'ALENA : responsable de pertes d'emploi dans le secteur industriel (les dernières déclarations d'Obama sont plus nuancées).
- Développer des relations commerciales d'avantage soucieuses des droits sociaux et des problèmes environnementaux.
- Lutter contre les barrières non tarifaires qui limitent les exportations américaines et les subventions qui touchent les exportateurs étrangers.

b) McCain : partisan du libre échange

- Abaissement des barrières commerciales.
- Signature de nouveaux accords commerciaux multilatéraux, régionaux ou bilatéraux.
- Très favorable à l'ALENA.

3.4. Le marché immobilier

Les deux candidats jugent que le marché du crédit hypothécaire doit être mieux surveillé et consentent à venir en aide aux ménages en difficulté sous certaines conditions.

a) Obama

- Améliorer les pratiques sur le marché hypothécaire via l'instauration d'un document simplifié permettant aux emprunteurs d'être conscients du coût de leurs crédits et de pouvoir comparer facilement plusieurs offres.
- Création d'un fonds pour aider les personnes en difficulté à refinancer leur crédit.

b) McCain

- Mettre en place un task force pour identifier les pratiques abusives en matière de crédits hypothécaires pour que la justice s'en saisisse.
- Substituer au crédit actuel un nouveau crédit à taux fixe sur 30 ans garanti par la FHA pour les ménages ayant des difficultés à rembourser leurs prêts hypothécaires et remplissant certaines conditions (souscrit après 2005 pour résidence principale solvable au moment de la souscription désormais incapable de faire face aux remboursements).

3.5. Le marché du travail et les revenus directs

Les principales différences concernent le salaire minimum et l'impôt négatif.

a) Obama

- Relèvement du salaire minimum et indexation sur l'inflation.
- Accroître le montant de l'Earned Income Tax Credit (impôt négatif) destiné aux ménages qui travaillent et disposent de revenus modestes.
- Protection des droits des salariés syndiqués et des salariés en grève.

b) McCain

- Reforme du système d'assurance chômage.
- Programme de formation des salariés au-delà de 55 ans.

4. Quid des conséquences pour le marché actions ?

4.1. Impact général

A priori, les propositions du sénateur Obama sont relativement plus négatives pour le marché actions, compte tenu de la fiscalité proposée (hausse des plus-values et surtout des dividendes). Une étude de la Fed en 2006 montrait que les baisses d'impôts de Bush n'avaient pas eu un impact significatif sur le marché mais qu'il avait favorisé à court terme les valeurs à haut rendement. Une victoire d'Obama serait donc ici négative, notamment pour les utilities.

Il est également vrai que la politique budgétaire a priori plus laxiste (pas de pay-as-you-go system) et plus expansive de J. McCain serait de nature à favoriser le cycle, au moins à court terme.

En revanche, une victoire de McCain face à un Congrès probablement démocrate pourrait ajouter de l'incertitude et de la volatilité.

De même peut-on penser que la victoire d'Obama serait de nature à détendre la prime de risque géopolitique.

4.2. Impact sectoriel

Le tableau ci-dessous mesure l'impact sectoriel probable en fonction des résultats en s'appuyant sur le programme et les déclarations (voir plus haut). Il nous apparaît qu'une victoire démocrate constituerait un facteur plutôt négatif pour les secteurs pétroliers, financiers, le nucléaire, les utilities, les biens d'équipement ou le tabac. Remarque inverse pour les énergies renouvelables et les consumer staples (biens de consommation de base). Mais tout ceci peut être amené à évoluer.

		Obama	McCain
Health care	Big Pharma	-	-
	Biotech	Impact négatif sur les Big Pharma et les Biotech car leurs réformes et leurs mesures sur les prix peuvent affecter la recherche dans le domaine : renforcement de la concurrence sur le marché des médicaments.	
	Generics	+	+
	Hospital stocks	+	=
		Les Démocrates semblent moins averses aux dépenses dans le domaine hospitalier.	
Financials	Student lenders	-	+
	Asset management	<ul style="list-style-type: none"> - Déduction fiscale éducation (défavorable aux Student lenders). - Les Démocrates vont favoriser une série de mesures fiscales qui impacteront négativement les formules de partnership dans les mutual funds : Private Equity et les hedge funds (carried interests) et vont rendre l'« épargne santé » moins attractive. - Relèvement de la taxation des plus values et des dividendes. 	Maintenir le taux d'imposition des plus values et des dividendes à 15 %.
	Banking/Brokerage		
GSEs	+	=	
		<ul style="list-style-type: none"> - Les démocrates semblent plus positifs pour les GSEs car ils souhaitent les utiliser pour résoudre le problème immobilier et maintenir le niveau de surveillance des organismes de régulation à son minimum. - Création d'un fond pour aider les personnes en difficulté à refinancer leur crédit. 	<ul style="list-style-type: none"> - Substituer au refinancement hypothécaire actuel un nouveau crédit à taux fixe sur 30 ans garanti par la FHA pour les ménages ayant des difficultés à rembourser leurs prêts hypothécaires et remplissant certaines conditions.
Energy	Ethanol industry	+	-
	Integrated Oil*	-	=
		<ul style="list-style-type: none"> - Obama souhaite supprimer les déductions d'impôt sur la production de pétrole américaine. - Taxation des profits des compagnies pétrolières. 	<ul style="list-style-type: none"> - Combattre l'imposition sur les profits exceptionnels. - suspendre les taxes fédérales sur les carburants entre le Memorial day (dernier lundi de mai) et le Labor day (premier lundi de septembre).
	Wind and solar energy	+	=
			<ul style="list-style-type: none"> - Incitation fiscale. - Investir de façon significative dans les technologies énergétiques : USD 150Mds sur 10 ans.
Nuclear	-	+ (favorable)	
Defense			=
			<ul style="list-style-type: none"> - Les dépenses seront réallouées de la guerre en Irak vers la sécurité nationale, il faudra donc porter son attention sur les compagnies de défense non-traditionnelles comme l'IT et les télécommunications. - Possible diminution du budget de la défense de l'ordre d'USD 30Mds d'ici 2010 (sources diverses).

	Obama	McCain
Utilities	-	+
	- Hausse de la taxation des dividendes.	- Rendre permanent les allègements de Bush.
Biens d'équipement	=	+
	Rien	- Incitations fiscales.
Telecom and Technology	=	+
	<ul style="list-style-type: none"> - Mesures anti-trust. - Le secteur pourrait être affecté par l'augmentation des taxes sur les dividendes prévues par les démocrates. - Les démocrates sont plus enclins à augmenter les crédits d'impôt sur la R&D et sont plus présents sur le sujet du financement de la recherche mais les augmentations d'impôts prévues pourraient réduire la demande. 	<ul style="list-style-type: none"> - Historiquement les investissements en télécommunication ont été plus favorisés par les républicains. - Baisse du taux d'imposition des entreprises : de 35 % à 25 % et incitations fiscales pour l'investissement en R&D.
Consumer staples (biens de consommation de base)	+	=
	<ul style="list-style-type: none"> - Relèvement du salaire minimum et indexation sur l'inflation. - Accroître le montant de l'Earned Income Tax Credit (impôt négatif) destiné aux ménages qui travaillent et disposent de revenus modestes. - Revenir sur les baisses d'impôts décidées par Bush : ramener les deux taux marginaux les plus élevés à leur niveau de 2001. - Alléger les impôts des classes moyennes et laborieuses. 	<ul style="list-style-type: none"> - Rendre permanent les allègements de Bush. - Abroger l'AMT (Alternative Minimum Tax) - Relèvement de l'exonération fiscale par personne dépendante (d'USD 3500 à USD 7000).
Tabac	-	=
	<ul style="list-style-type: none"> - Tabac: lois anti-tabac sont plus fréquentes sous administration démocrate. - Les démocrates pourraient abroger une loi sur la réduction des taxes sur le tabac votée par Bush. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tabac : historiquement les actions performant mieux sous administrations républicaines.

* Compagnies pétrolières américaines qui extraient et raffinent le pétrole.

Conclusion générale

La focalisation de l'attention sur les États-Unis à l'occasion des élections présidentielles et la mise en évidence de ses faiblesses contemporaines ne doit pas faire oublier que le déclin de l'Amérique est avant tout celui de l'Occident.

La crise de 2007-2008 a eu au moins le mérite de montrer que l'histoire n'était plus écrite dans les pays riches, comme nous l'avons souvent rappelé⁷.

Mais l'Europe est encore plus mal placée dans ce contexte.

L'Europe reste toujours « victime » de l'immobilisme en matière de réformes, de l'aversion au travail, d'un retard structurel dans l'économie de la connaissance et d'une faillite de la gouvernance politique.

Nous sommes persuadés que l'Amérique gardera pour sa part sa dynamique démographique (immigration), son dynamisme entrepreneurial, sa culture du risque, la qualité de la gouvernance politique (renouvellement, ouverture des élites politiques, cohérence des décisions, absence de règles contraignantes, pragmatisme, ...) et la mobilité géographique de ses salariés.

Ce sont les États-Unis (Administration, Congrès, Fed, ...) qui ont su réagir face à la crise de 2007-2008, alors que l'Europe a une fois de plus manifesté son impuissance, voire sa démission.

Notre sentiment est aussi que l'Amérique s'est choisi deux candidats de qualité pour affronter les défis de la prochaine décennie. Ce ne serait ainsi pas la 1^{ère} fois que les États-Unis se relèveraient. En d'autres temps, Roosevelt (face à la Grande Dépression et au nationalisme européen et japonais), puis Reagan (après l'affaiblissement stratégique des années 70) avaient ainsi su « montrer la voie ».

⁷ Voir notre flash « *L'histoire ne s'écrit plus dans les pays riches* » du 15 octobre 2007.

PARIS

Exane S.A.
16 Avenue Matignon
75008 Paris
France
Tel: (+33) 1 44 95 40 00
Fax: (+33) 1 44 95 40 01

FRANCFORT

Succursale d'Exane S.A.
Bockenheimer Landstrasse 23
60325 Francfort am Main
Allemagne
Tel: (+49) 69 42 72 97 300
Fax: (+49) 69 42 72 97 301

GENEVE

Succursale d'Exane S.A.
Cours de Rive 10
1204 Genève
Suisse
Tel: (+41) 22 718 65 65
Fax: (+41) 22 718 65 00

LONDRES

Exane Ltd
20 St. James's Street
Londres SW1A 1ES
Royaume-Uni
Tel: (+44) 20 7039 9400
Fax: (+44) 20 7039 9432 / 9433

MILAN

Succursale d'Exane S.A.
Via dei Bossi 4
20121 Milano
Italie
Tel: (+39) 02 89631713
Fax: (+39) 02 89631701

NEW YORK

Exane Inc.
640 Fifth Avenue
15th Floor
New York, NY 10019
États-Unis
Tel: (+1) 212 634 4990
Fax: (+1) 212 634 5171

SINGAPOUR

Succursale d'Exane Ltd
20 Collyer Quay
08-01 Tung Center
04139
Singapour
Tel: (+65) 6210 1909
Fax: (+65) 6210 1982

ZURICH

Bureau de représentation d'Exane S.A.
Lintheschergasse 12
8001 Zurich
Suisse
Tel: (+41) 1 228 66 00
Fax: (+41) 1 228 66 40

La recherche Exane est aussi disponible sur le site web (www.exanebnpparibas-actions.com) ainsi que sur Bloomberg (EXAA), First Call et Multex.

Important notice: Please refer to our complete disclosure notice available on www.exane.com/compliance

This research is produced by EXANE SA and / or EXANE LTD ("EXANE") on behalf of themselves. EXANE SA is regulated by the "Autorité des Marchés Financiers" (AMF) and EXANE LTD is regulated by the "Financial Services Authority" (FSA). In accordance with the requirements of FSA COB 7.16.7R and associated guidances "Exane's policy for managing conflicts of interest in relation to investment research" is published on Exane's web site (www.exane.com). Exane also follows the guidelines described in the code of conduct of the AFEI (Association Française des Entreprises d'Investissement) on "managing conflicts of interest in the field of investment research". This code of conduct is available on Exane's web site (www.exane.com).

This research is solely for the private information of the recipients. All information contained in this research report has been compiled from sources believed to be reliable. However, no representation or warranty, express or implied, is made with respect to the completeness or accuracy of its contents, and it is not to be relied upon as such. Opinions contained in this research report represent Exane's current opinions on the date of the report only. Exane is not soliciting an action based upon it, and under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy.

While Exane endeavours to update its research reports from time to time, there may be legal and/or other reasons why Exane cannot do so and, accordingly, Exane disclaims any obligation to do so.

This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and Exane accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

This report may not be reproduced, distributed or published by any recipient for any purpose. Any United States person wishing to obtain further information or to effect a transaction in any security discussed in this report should do so only through Exane Inc., which has distributed this report in the United States and, subject to the above, accepts responsibility for its contents.

BNP PARIBAS has acquired an interest in VERNER INVESTISSEMENTS the parent company of EXANE. VERNER INVESTISSEMENTS is controlled by the management of EXANE. BNP PARIBAS's voting rights as a shareholder of VERNER INVESTISSEMENTS will be limited to 40% of overall voting rights of VERNER INVESTISSEMENTS.