

# MARKET UPDATE

## Dernière ligne droite – petit précis électoral



A moins de quatre semaines de l'élection présidentielle américaine du 3 novembre, le Démocrate Joe Biden bénéficie d'une avance confortable sur le Président Donald Trump dans les sondages. Subira-t-il le même sort qu'Hillary Clinton en 2016 ? Et s'il l'emportait, quels en seraient les effets sur l'économie et les marchés ?

### Synthèse

**La course à l'élection.** Joe Biden bénéficie d'une large avance sur Donald Trump dans les sondages d'opinion, ainsi que sur les marchés de paris et de prédiction en ligne, une avance plus large que ne l'était celle d'Hillary Clinton au même stade de sa campagne en 2016. Cependant, une majorité de voix à l'échelle nationale ne donne pas nécessairement une majorité au collège électoral. Un basculement des voix en faveur de D. Trump dans quelques grands Etats pourrait rapidement changer la dynamique de la course à l'élection. Nous estimons que J. Biden finira à la Maison blanche, mais avec une majorité plus étroite que les marchés ne l'anticipent, et que le Sénat pourrait rester aux mains des Républicains, faisant contrepoids aux initiatives politiques du Démocrate.

**Contexte électoral.** La pandémie de coronavirus a touché les Etats-Unis plus durement que la plupart des autres économies développées en termes de cas confirmés et de décès. Par ailleurs, malgré les exhortations du Président, les restrictions sur l'activité demeurent relativement élevées et les mesures de mobilité sont bien en deçà de la normale. La Réserve fédérale a promptement réagi en procédant à des baisses des taux et à des achats d'actifs, et devrait poursuivre une politique accommodante dans les années à venir. Après un effondrement spectaculaire au T2, l'activité s'est redressée assez rapidement dans un premier temps, avant de marquer le pas ces dernières semaines. Avec la disparition imminente des allocations de chômage supplémentaires, de nouvelles mesures de relance fiscale sont nécessaires, mais les négociations au Congrès n'ont fait aucun progrès. Un accord semble peu vraisemblable avant l'élection.

**Positions politiques.** La campagne de Donald Trump s'appuie sur ses antécédents en matière de baisse des taux, de déréglementation et de préférence accordée à des relations bilatérales plutôt qu'à des institutions multilatérales. Le programme politique de Joe Biden est beaucoup plus détaillé, comme il sied au challenger. Le candidat démocrate projette d'inverser en grande partie les baisses d'impôts accordées par D. Trump aux entreprises, d'améliorer l'Obamacare, de relever le salaire minimum, mais aussi d'augmenter les dépenses d'investissement « vertes », la R&D dans les technologies et les achats fédéraux auprès des entreprises américaines, un programme qui aggraverait les déficits, mais stimulerait les perspectives de croissance à long terme.

**Impact sur les marchés.** Les programmes politiques des deux candidats ne sont vraisemblablement pas positifs pour le dollar, celui de J. Biden étant susceptible de faire peser plus de pressions baissières sur le billet vert que celui de D. Trump. Les politiques de J. Biden sont plus hostiles aux entreprises, en particulier la priorité qu'il accorde à une hausse des impôts et à un durcissement des réglementations. Néanmoins, la mise en application de toutes ses promesses est peu vraisemblable, à moins que les Démocrates ne gagnent les deux Chambres au Congrès. Les marchés actions ont toutefois tendance à progresser au lendemain des élections, à l'exception des deux derniers marchés baissiers.

**Conclusion.** Même si la croissance économique paraît poussive, la politique monétaire reste particulièrement accommodante, et des mesures de relance fiscale sont vraisemblables après l'élection, une victoire de J. Biden garantissant un programme plus vaste. Dans l'ensemble, les actions américaines continuent d'afficher des valorisations élevées (ce qui limite le potentiel de surperformance), mais cette panoplie de mesures offre un contexte plutôt favorable.

Conformément à la réglementation en vigueur, nous informons le lecteur que ce document est qualifié de document à caractère promotionnel. CA159/H2/20.

## La course à l'élection

### Sondages

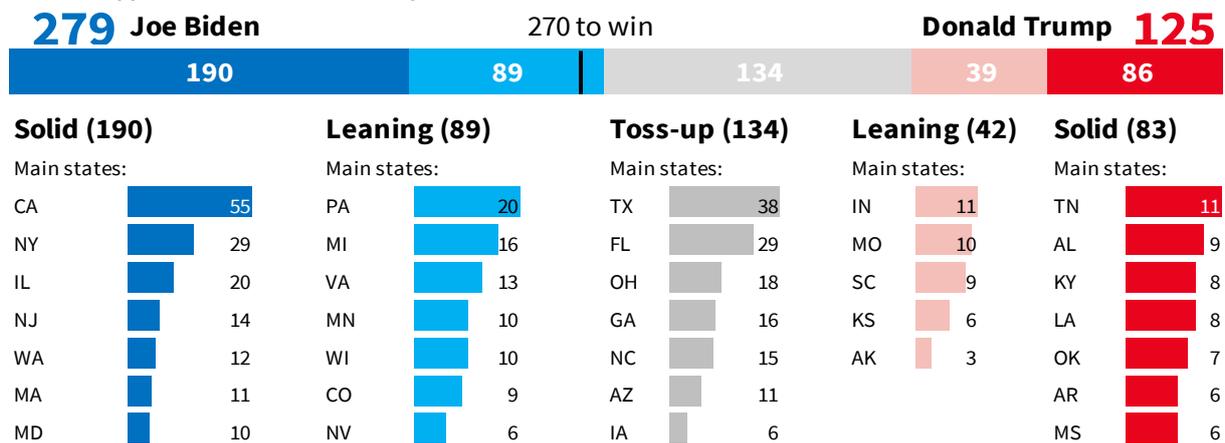
D'après les sondages d'opinion nationaux, l'avance de Joe Biden sur Donald Trump s'est régulièrement creusée depuis qu'il est devenu le candidat favori à la mi-avril, passant de 4 à 8 points en août, puis à 9 points aujourd'hui. Au même stade de la campagne électorale de 2016, H. Clinton menait de trois points seulement (voir graphique 1). Par ailleurs, sa part des voix dans les sondages s'élevait alors à 47,5%, tandis que J. Biden affiche actuellement 51,6% en moyenne (la part moyenne des voix d'H. Clinton n'a jamais dépassé 50% dans les sondages durant les derniers mois de la campagne de 2016).

Bien évidemment, 2016 nous a appris qu'une avance dans les sondages ne garantit en rien la victoire, dans la mesure où le président est nommé par les 538 membres du collège électoral. Chaque Etat nomme un certain nombre d'électeurs, selon la taille de sa population, qui doivent ensuite voter pour le candidat qui a remporté la majorité des voix dans cet Etat. Il est donc possible que le candidat qui remporte le plus de voix au niveau national ne devienne pas président, comme ce fut le cas en 2000 et en 2016 (la répartition des votes entre D. Trump et H. Clinton était alors de 46,1% contre 48,2%, mais D. Trump a remporté 304 voix du collège électoral).

Les sondages réalisés dans chaque Etat peuvent contribuer à déterminer les contours du collège électoral, en tenant compte de la vigueur du soutien apporté à chaque candidat dans chaque Etat. D'après l'analyse du Financial Times, 190 voix iraient à J. Biden, contre 86 à D. Trump. 89 autres voix seraient favorables au Démocrate, et 39 au Président, avec 134 voix indécises (voir graphique ci-dessous). Cependant, une victoire de D. Trump dans un petit nombre de grands Etats pourrait aisément changer la donne. Par exemple, à la faveur de victoires au Texas (38 électeurs), en Floride (29), en Pennsylvanie (20), en Ohio (18), en Géorgie et au Michigan (16 dans les deux cas), D. Trump pourrait faire son retour à la Maison blanche.

### Qui domine dans les sondages ?

Résultat suggéré par les derniers sondages



Sources: SGPB, Financial Times, data as of 08/10/2020

### Autres baromètres électoraux

Compte tenu des imperfections des sondages d'opinion, il est également intéressant d'examiner d'autres sources en vue de les comparer avec les sondages. Par exemple, le néo-zélandais Predictit et l'Université de l'Iowa gèrent des marchés en ligne où les investisseurs peuvent investir dans les résultats des élections. Ces marchés présentent un avantage par rapport aux sondages d'opinion. De fait, les participants investissent en espèces dans le résultat, témoignant d'un niveau d'engagement que les sondés ne ressentent pas nécessairement lorsqu'ils répondent à un sondeur.

Predictit évalue actuellement à 67% la probabilité d'une victoire de J. Biden et à 37% dans le cas de D. Trump, contre 59% et 45%, respectivement, il y a un mois (voir graphique 2). Et les investisseurs de l'Iowa sont d'accord. Leur marché « winner-takes-all » (où le gagnant rafle la mise) indique actuellement une probabilité de 80,4% pour J. Biden et de 24% pour D. Trump.

Un autre baromètre intéressant consiste à suivre les cotes de paris, qui reflètent également les paris en argent réel sur le résultat. Le service des cotes de paris de Real Clear Politics donne clairement l'avantage jusqu'à présent à J. Biden (63,7% contre 35,4% pour D. Trump).

Enfin, en France, Hypermind entend tirer profit de l'intelligence collective en suivant la capacité de prévisionnistes individuels à évaluer correctement la probabilité d'occurrence d'un événement. Pour l'heure, Hypermind estime à 69% la probabilité d'une victoire de J. Biden contre 29% pour le Président.

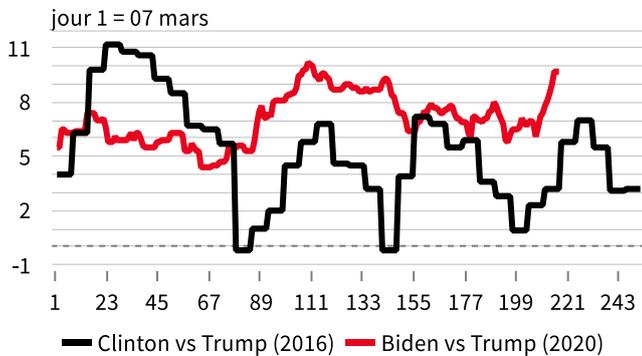
### Les autres élections

La course à la Maison blanche n'est pas la seule élection du 3 novembre prochain. Les 435 sièges à la Chambre des Représentants seront tous à pourvoir, ainsi que 35 des 100 sièges du Sénat. Les Démocrates contrôlent actuellement la Chambre avec 232 représentants, tandis que 53 sénateurs républicains contrôlent la chambre haute.

Le marché en ligne de PredictIt pour le Congrès évalue à 68% la probabilité que le parti démocrate remporte les deux chambres, et à 26% la probabilité d'un statu quo (Chambre des Représentants démocrate et Sénat républicain), comme l'indique le graphique 3.

### Graphique 1

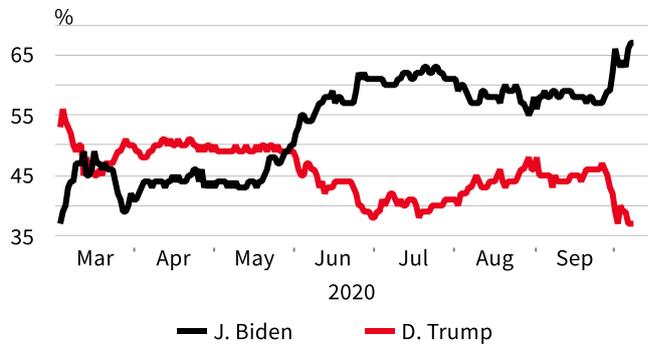
Sondages nationaux : 2016 vs 2020



Sources: SGPB, Macrobnd, RCP, data as of 08/10/2020

### Graphique 2

Prédictions du marché en ligne de PredictIt



Sources: SGPB, Macrobond, PredictIt, data as of 08/10/2020

Compte tenu du nombre de scrutins disputés à la Chambre des Représentants, nous estimons que les sondages d'opinion nationaux et d'Etat, résolument en faveur du parti de J. Biden, confortent l'hypothèse que le parti démocrate garde le contrôle de la Chambre. De fait, les simulations de fivethirtyeight.com suggèrent que les Républicains ne reprendraient le contrôle que dans 7 scénarios sur 100.

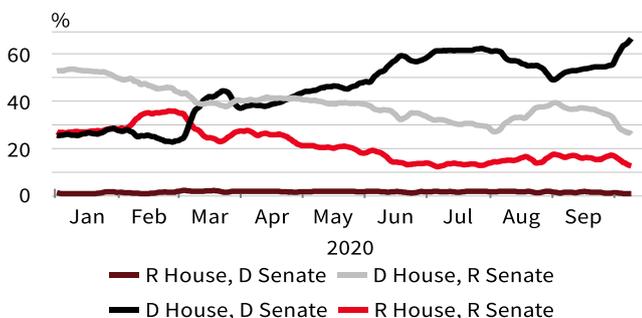
Avec un nombre beaucoup plus faible de sièges à gagner, la course au Sénat est beaucoup moins tranchée. Dans les modèles de fivethirtyeight.com, d'après le pronostic moyen, les Démocrates devraient contrôler le Sénat avec 51 sièges. Cette prévision pourrait paraître quelque peu optimiste, selon nous, et nous estimons que le Congrès restera divisé, le parti démocrate conservant la Chambre des Représentants, et les Républicains le Sénat.

### En résumé

Comme nous l'avons vu, de nombreuses sources différentes laissent entrevoir une victoire de J. Biden le 3 novembre. La marge en sa faveur est plus large que ne l'était celle d'Hillary Clinton en 2016, mais aussi plus large que la marge d'erreur de plus ou moins 2% dans les sondages. Cependant, la dernière course à la Maison blanche a montré que les électeurs réticents à révéler leur soutien à D. Trump aux instituts de sondage étaient heureux de l'exprimer dans les isolements. La même réticence pourrait être observée de nouveau. Par ailleurs, les sympathisants du Président Trump ont tendance à être plus enthousiastes, et donc susceptibles de se rendre aux urnes, que ceux de son rival. Selon nous, une victoire de J. Biden est l'issue la plus vraisemblable, mais avec une probabilité plus faible que ne le laissent entrevoir les sources mentionnées précédemment, peut-être de 55% tout au plus.

### Graphique 3

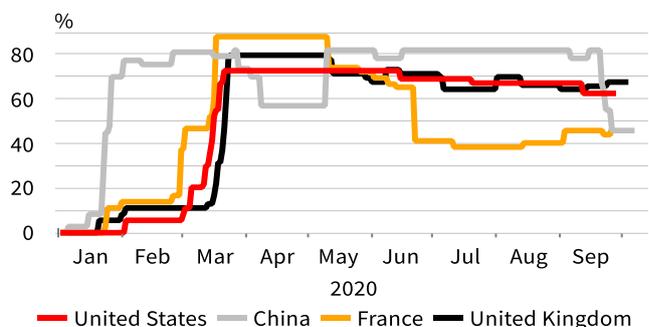
Balance des pouvoirs après les élections US



Sources: SGPB, Macrobnd, data as of 08/10/2020

### Graphique 4

Indice du niveau de restriction des gouvernements



Sources: SGPB, Macrobond, Univ. Oxford data as of 08/10/2020

## Contexte électoral

### Pandémie

La pandémie de coronavirus a touché les Etats-Unis plus durement que la plupart des autres pays, avec plus de 7,7 millions de cas confirmés et plus de 215 000 décès, selon Worldometers. Exprimés en proportion de la population, les Etats-Unis comptabilisent 23 300 cas et 650 décès pour un million d'habitants, contre 9 700 et 500 en France, et 8 000 et 625 au Royaume-Uni. Le nombre de nouveaux cas quotidiens est récemment reparti à la hausse, incitant un certain nombre de gouverneurs d'Etat à maintenir voire à durcir les restrictions sur l'activité. Comme l'indique le graphique 4, la sévérité des restrictions au niveau national est l'une des plus fortes parmi les principaux pays.

La gestion de la pandémie est bien évidemment l'un des sujets les plus sensibles pour les électeurs des deux partis. Le Président Trump a préféré minimiser la gravité du virus et encourager les Etats à éviter des mesures de confinement strictes, tandis que J. Biden a respecté les directives des autorités sanitaires, en adoptant une approche plus prudente. Par ailleurs, la récente hospitalisation du Président ne semble qu'accroître son désir de ramener rapidement le pays à la normale, malgré la propagation des infections.

### Economie

Le confinement mis en place au printemps a fait plonger l'économie dans la récession pratiquement du jour au lendemain, le PIB s'étant contracté de 9% au deuxième trimestre en comparaison du premier. Depuis l'assouplissement des restrictions, l'activité s'est redressée, rapidement dans un premier temps, avec la réouverture des entreprises pour répondre à une demande latente, et plus lentement récemment, avec l'adaptation des entreprises et des consommateurs au fait que la COVID-19 puisse nous accompagner pendant de nombreux trimestres encore.

Les données sur la mobilité à l'échelle nationale indiquent que les déplacements continuent de s'inscrire en forte baisse par rapport aux niveaux de janvier et qu'ils ont à peine évolué depuis juin. Par ailleurs, la mobilité en Floride (où le gouverneur républicain a été un ardent défenseur d'un retour à la normale) se confond avec la tendance nationale (voir graphique 5). A New York, l'utilisation du métro est encore bien en deçà des niveaux enregistrés ces dernières années pendant les vacances. Ces dernières années, le nombre maximal d'utilisateurs du métro s'élevait à environ 6,5 millions par jour. Aujourd'hui, il est inférieur à 1,9 million.

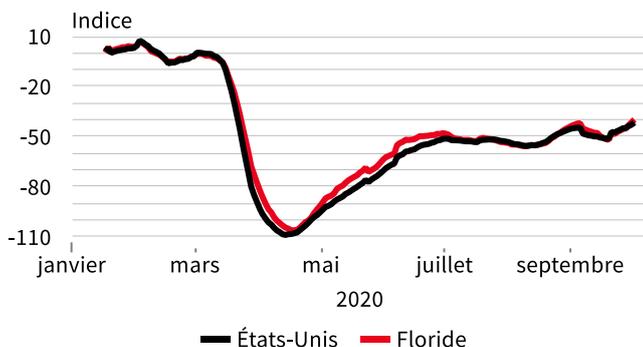
Le marché du travail s'est rapidement adapté pour faire face au confinement. Le nombre des demandeurs d'emploi ayant renouvelé leurs demandes d'allocation chômage a atteint un plus-haut historique à pratiquement 25 millions de travailleurs (le précédent record avait été établi pendant la Grande récession avec 6,6 millions en 2009). Depuis le pic observé en mai, les employés ont repris le travail, ramenant le nombre total des demandeurs d'emplois à 11,8 millions, mais cette amélioration a nettement ralenti ces dernières semaines.

Les dépenses de consommation ont été renforcées pendant la crise grâce au soutien fédéral. La loi CARES prévoyait 650 \$ par semaine de prestations supplémentaires aux chômeurs jusqu'à son expiration fin juillet. Depuis, les demandeurs d'emploi ont perçu entre 300 \$ et 400 \$ par semaine grâce à un décret présidentiel, mais cette prestation touche à sa fin. Plusieurs millions de ménages sont ainsi confrontés à une baisse marquée de leurs revenus, alors même que l'économie semble en perte de vitesse.

Les autorités sont conscientes des risques et sont bloquées dans des discussions sur un plan de relance fiscale depuis mai, avec des progrès limités jusqu'à présent. Les Démocrates à la Chambre des Représentants ont approuvé un projet de loi de 2 200 Md\$, auquel s'oppose farouchement le Sénat où un grand nombre de Républicains hésitent à approuver un plan de relance de plus de 1 000 Mds. Les espoirs d'une avancée cette semaine ont été anéantis lorsque le Président Trump a ordonné à son équipe de mettre un terme aux discussions, bien qu'il ait ensuite laissé entendre que des mesures de relance ciblées pourraient être envisageables.

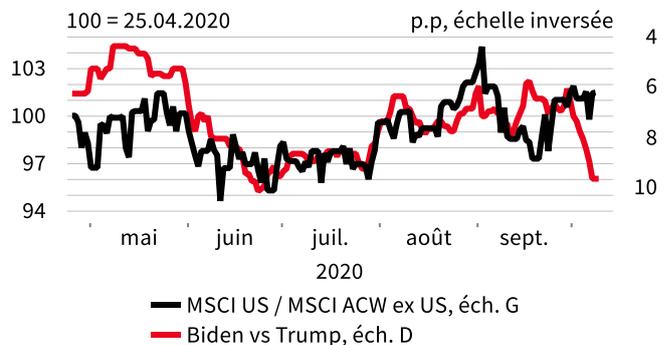
### Graphique 5

Rapports de mobilité aux États-Unis



### Graphique 6

Performance des marchés actions face aux sondages



Sources: SGPB, Macrobond, Bloomberg, data as of 08/10/2020

Sources: SGPB, Macrobond, data as of 08/10/2020

Past performance should not be seen as a guarantee of future returns.

## En résumé

Malgré tous les efforts consentis par les politiques (principalement des Républicains), les ménages et les entreprises adoptent une approche prudente à la lumière de la poursuite de la propagation de la pandémie. Le lancement d'un vaccin serait utile, mais d'après nous, aucun vaccin ne sera accessible au plus grand nombre avant le T2 2021. De plus, un récent sondage Axios a constaté que 60% des sondés attendraient au moins plusieurs mois avant de se faire vacciner. L'économie montrant des signes de ralentissement et le chômage demeurant élevé, nous sommes convaincus du bien-fondé d'un plan de relance d'envergure. Néanmoins, un accord semble désormais peu vraisemblable avant les élections.

## Programmes politiques

Quels types de politiques économiques le prochain président poursuivra-t-il ? En tant que président sortant, Donald Trump propose un programme électoral peu détaillé. Ce dernier projette de toute évidence d'assurer la continuité de ses positions politiques dans les quatre prochaines années. En tant que challenger, Joe Biden a présenté un ensemble de mesures politiques beaucoup plus détaillé.

### Joe Biden

**Investissements.** Le candidat démocrate présente un plan d'investissement de 2 000 Mds (environ 9,3% du PIB) sur les quatre prochaines années. A l'origine, J. Biden avait proposé 1 700 Mds sur 10 ans, avant d'actualiser son plan à la lumière de la récession provoquée par la COVID-19. Ces investissements porteront essentiellement sur les technologies énergétiques vertes, par exemple dans les transports, l'électricité et la construction. Son objectif est d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050 au plus tard.

**Fiscalité.** L'impôt sur les sociétés devrait augmenter de 21% à 28%, avec une majoration de 10% en cas de délocalisation d'activité. Par ailleurs, une taxe d'ajustement carbone pénaliserait les entreprises qui manquent à leurs engagements en matière de climat et d'environnement. J. Biden prévoit également de relever le taux d'imposition des particuliers de 37% à 39,6%, et l'impôt sur les plus-values au même niveau pour des montants supérieurs à 1 million de dollars, pratiquement le double du taux actuel de 20%.

**Salaires.** Le salaire minimum augmenterait à 15 \$ de l'heure contre un niveau effectif actuel de 11,80 \$. Cette hausse profiterait à environ 42% des Américains qui gagnent moins que le nouveau salaire minimum aujourd'hui, mais augmenterait la charge salariale d'environ 5% pour les employeurs.

« **Acheter américain** ». J. Biden prévoit un programme fédéral d'approvisionnement de 400 Md\$ sur quatre ans.

**Commerce.** J. Biden pourrait adopter une position moins conflictuelle avec des alliés comme l'UE et le Japon, et chercher à former une coalition pour maintenir la Chine sous pression.

**Santé.** Le programme de J. Biden entend améliorer la loi Affordable Care Act, l'un des principaux héritages de l'administration Obama. Le candidat démocrate limiterait la hausse des prix des médicaments (dans le cadre du système d'assurance-santé Medicare) au taux d'inflation, et permettrait également aux ménages d'acheter des médicaments sur ordonnance à l'étranger.

**Technologie.** Un renforcement des réglementations pour les grandes sociétés technologiques est prévu pour « uniformiser les règles du jeu ». J. Biden abrogerait la loi qui exonère les plateformes de réseaux sociaux de toute responsabilité pour ce que publient leurs utilisateurs. D'autre part, il prévoit 300 Md\$ sur quatre ans de nouveaux travaux de recherche et développement (R&D) dans des secteurs stratégiques comme la 5G et l'intelligence artificielle.

**Défense.** Pas de réduction significative des dépenses de défense.

**Finance.** J. Biden prévoit de durcir la réglementation relative aux banques, effaçant en grande partie les efforts déployés par D. Trump pour réduire les restrictions qui pèsent sur le secteur.

### Donald Trump

**Investissements.** Le Président projette de créer « le premier système d'infrastructure mondial » en investissant 1 000 Mds sur 10 ans.

**Fiscalité.** Le Président Trump proposera des crédits d'impôt aux entreprises en échange d'une relocalisation aux Etats-Unis des emplois délocalisés en Chine.

**Emplois.** Créer 10 millions d'emplois en 10 mois.

**Santé.** D. Trump prévoit de réduire les prix des médicaments sur ordonnance et d'abaisser les primes d'assurance santé, tout en supprimant une grande partie des dispositions de l'Obamacare.

**Technologie.** D. Trump prévoit également d'abroger la loi qui exonère les réseaux sociaux de toute responsabilité pour les publications de leurs utilisateurs.

## Impact sur les marchés

Depuis que Joe Biden a gagné l'appui de Bernie Sanders et est devenu le candidat favori à la mi-avril, il a conservé une avance dans les sondages nationaux sur Donald Trump qui a fluctué au fil du temps. Lorsque nous comparons l'évolution de son avance avec la performance relative des actions américaines par rapport aux actions mondiales (hors Etats-Unis), il apparaît que la montée de ses soutiens a coïncidé avec des épisodes de sous-performance des actions américaines (voir graphique 6).

La raison pourrait en être que les investisseurs jugent ses priorités politiques (hausse des impôts, durcissement des réglementations, etc.) hostiles au marché. Cependant, ces périodes de sous-performance ont également coïncidé avec des problèmes pour l'économie américaine (comme la deuxième vague des infections au coronavirus) qui pourraient être imputés au président sortant. En outre, le programme de J. Biden est résolument favorable à la croissance. Même si elle pourrait ébranler la confiance du marché à court terme, elle est susceptible de stimuler le PIB américain sur le moyen à long terme. Il est trop tôt pour dire si une présidence Biden serait négative pour les marchés.

### L'équilibre des forces

Afin de déterminer dans quelle mesure le programme économique du candidat pourra être mis en œuvre, il est important d'examiner le rapport de forces entre l'Administration et le Congrès. Quatre scénarios principaux se présentent :

- 1. Biden président, les Démocrates conservent la Chambre des Représentants, et les Républicains le Sénat.** Les politiques seraient ainsi difficiles à mettre en œuvre, ce qui laisserait en place les baisses d'impôts décidées par D. Trump. Une telle impasse ne serait pas préjudiciable aux marchés, mais elle pourrait retarder le plan de relance fiscale à court terme.
- 2. Biden président, les Démocrates conservent la Chambre des Représentants et gagnent le Sénat.** Les Démocrates pourraient ainsi poursuivre la mise en œuvre de ses priorités politiques, au moins jusqu'aux élections de mi-mandat en 2022. Nous nous attendrions à un plan de relance fiscale d'envergure, ce qui aurait pour effet de doper les perspectives de croissance. L'augmentation des dépenses à court terme contribuerait à atténuer les effets liés à la hausse des impôts.
- 3. Trump président, les Démocrates conservent la Chambre des Représentants, et les Républicains le Sénat.** Le statu quo ne serait pas préjudiciable aux marchés, mais il pourrait entraver les chances d'un plan de relance fiscale à court terme.
- 4. Trump président, les Républicains gagnent la Chambre des Représentants et conservent le Sénat.** Ce scénario confirmerait le changement de cap en faveur des doctrines de D. Trump (gouvernement de taille réduite, faiblesse des impôts et préférence accordée à des accords bilatéraux plutôt qu'à des institutions multilatérales, comme l'Organisation mondiale du commerce). Il permettrait également des mesures de relance fiscale, mais probablement plus modestes que sous une présidence Biden.

Au cours des 11 dernières présidences, seuls deux présidents (J. Carter en 1976 et G.W. Bush en 2000) ont remporté une victoire absolue au Congrès et en ont conservé le contrôle pendant les quatre années de leur mandat. Ainsi, l'histoire nous enseigne que si le prochain Président remporte les deux chambres au Congrès, il n'aura alors que deux années pour faire passer des initiatives phares.

### Impact sur l'USD

Nous estimons que le dollar s'affaiblira à moyen terme, quel que soit le futur occupant de la Maison blanche. Ce point de vue se fonde sur un certain nombre de facteurs. Tout d'abord, l'évolution du double déficit américain. De fait, la faiblesse des impôts sous D. Trump ou l'augmentation des dépenses fiscales sous J. Biden empêcheraient une amélioration significative du déficit budgétaire, tandis que les Etats-Unis semblent voués à afficher encore d'importants déficits courants dans la mesure où la faiblesse de l'épargne domestique nécessite des investissements étrangers considérables. Par ailleurs, le soutien apporté au dollar par les écarts de taux d'intérêt a disparu avec la fixation des taux directeurs à la borne du zéro. Enfin, la valorisation du dollar est élevée en termes de parité de pouvoir d'achat ou de taux de change réels.

Dans l'éventualité d'une présidence Biden, de nouvelles dépenses fiscales et la poursuite de politiques moins favorables aux entreprises pourraient accélérer l'affaiblissement du dollar. De plus, les politiques diplomatiques et commerciales deviendraient plus favorables à l'UE, ce qui pourrait constituer un facteur de soutien pour la monnaie unique.

### Impact sur les marchés actions

#### Performance du marché américain après les élections

MSCI USA, Performance à 3 mois et à 6 mois après les élections

Chambre des rep.	Sénat	Président	Date	Performance à 3 mois	Performance à 6 mois
D	R	R	04.11.1980	-0,4%	0,6%
D	R	R	06.11.1984	6,2%	6,0%
D	D	R	08.11.1988	8,4%	10,5%
D	D	D	03.11.1992	6,2%	5,2%
R	R	D	05.11.1996	9,5%	16,8%
R	R	R	07.11.2000	-7,2%	-12,3%
R	R	R	02.11.2004	5,7%	3,2%
D	D	D	04.11.2008	-16,9%	-9,2%
R	D	D	06.11.2012	6,0%	13,4%
R	R	R	08.11.2016	7,3%	12,1%

R= Républicain, D= Démocrate

Sources: SGPB, Macrobond, data as of 08/10/2020

Les marchés actions américains ont tendance à bien réagir aux élections présidentielles, indépendamment du parti qui l'emporte ou des partis qui contrôlent le Congrès. Comme l'indique le tableau ci-dessus, les actions américaines ont augmenté après trois et six mois au cours des 40 dernières années, à seulement deux exceptions près (le marché baissier des valeurs technologiques en 2000 et le marché baissier des subprimes en 2008).

Si Donald Trump reprend ses fonctions à la Maison blanche en janvier prochain, nous ne nous attendons à aucune incidence majeure sur les marchés boursiers. Les impôts sur les sociétés resteraient faibles, les réglementations souples et la politique commerciale agressive. Jusqu'à présent, cette combinaison n'a pas constitué un obstacle à une hausse des marchés actions.

Si Joe Biden l'emporte, certaines de ses politiques phares pourraient peser sur les marchés, notamment en ce qui concerne la fiscalité et la réglementation.

### Hausse des impôts

J. Biden prévoit un renversement partiel de la baisse du taux statutaire décidée par le Président en décembre 2017 de 35% à 21%, ramenant le taux global à 28%. Cependant, le taux effectif (le montant des impôts réellement acquittés par les entreprises) est tombé de 26% à 17% lorsque D. Trump a réduit les impôts. La hausse de J. Biden relèverait le taux effectif à 20-22%, réduisant ainsi les BPA 2021 d'environ 4-5%. Cette hausse pèserait essentiellement sur des secteurs affichant des bénéfices davantage réalisés sur leur marché intérieur (services aux collectivités, communications) plutôt que sur des secteurs davantage exposés à l'international, comme les technologies, la santé, et l'énergie.

Par ailleurs, d'autres mesures pourraient également peser sur les bénéficiaires. La majoration de 10% supplémentaires en cas de délocalisation, les GILTI (mesures qui visent à pénaliser les groupes américains lorsqu'ils transfèrent des actifs intangibles dont ils tirent des revenus vers des pays où la fiscalité est faible) et la remontée du salaire minimum (qui désavantagerait les secteurs qui dépendent d'une main-d'œuvre bon marché, comme la grande distribution et l'hôtellerie) pourraient représenter une baisse supplémentaire de 10%. Il existerait toutefois des facteurs atténuants. Par exemple, la mise en œuvre complète des plans de relance fiscale de J. Biden pourrait accroître les bénéfices d'environ 5%, ramenant l'impact négatif des différentes mesures à -10%.

Bien évidemment, ces hausses d'impôts seraient peu vraisemblables si les Démocrates ne remportent pas une victoire écrasante au Congrès. Cette hypothèse est donc à considérer comme un scénario pessimiste. De plus, les hausses d'impôts ne seraient pas répétées, tandis que les mesures de relance fiscale continueraient de doper la croissance à moyen terme, entraînant probablement une transition des valeurs de croissance vers les titres « value » et les valeurs cycliques.

### Réglementation

Deux secteurs sont particulièrement vulnérables d'après le programme politique de J. Biden, à savoir les technologies et les banques. Outre le fait d'abroger la loi qui exonère les réseaux sociaux de toute responsabilité pour les publications de leurs utilisateurs, les Démocrates pourraient aller plus loin avec leur législation antitrust sur la base du récent rapport du Congrès sur l'abus de pouvoir des méga-capitalisations des secteurs des technologies et de l'internet, comme Alphabet, Facebook, Amazon et Apple.

### En résumé

Le tableau ci-après présente la synthèse des secteurs susceptibles de résister le mieux et le moins bien sous les présidences Trump ou Biden :

D. Trump	J. Biden
Énergie "traditionnelle"	Énergie renouvelable
Valeurs financières	Services publics
Valeurs défensives	Construction (rénovation, infrastructure)
Petites capitalisations	Entreprises internationales
Infrastructure	
Entreprises les plus exposées à la guerre commerciale	Santé
Dollar US	Entreprises domestiques (hôtellerie, communications)
	Grandes capitalisations tech.
	Dollar US

### Conclusion

Durant les semaines qui précèdent l'élection, la volatilité pourrait rester relativement élevée sur les marchés actions. La nervosité des investisseurs pourrait alors être exacerbée si les résultats de l'élection sont plus serrés que ne le prévoient les sondages. Un recomptage des voix pourrait alors être demandé, ce qui pourrait prendre des jours voire des semaines (en 2000, le recomptage a duré cinq semaines avant que la Cour suprême ne statue en faveur de G.W. Bush), ne faisant qu'accroître les tensions sur les marchés.

Au bout du compte, nous estimons que Joe Biden remportera l'élection, mais par une marge plus faible que ne le laissent entrevoir les sondages. Si tel est le cas, les Républicains pourraient continuer de contrôler le Sénat, faisant ainsi contrepoids aux initiatives politiques de J. Biden à la Maison blanche et rendant ainsi des hausses d'impôts significatives plus difficiles à mettre en œuvre. De nouvelles mesures de relance fiscale seraient vraisemblablement décidées, compte tenu notamment du récent ralentissement de la reprise. Et la Réserve fédérale a indiqué récemment qu'elle prévoit de maintenir les taux directeurs à zéro jusqu'en 2023. Les actions américaines continuent d'afficher des valorisations élevées, selon nous (ce qui limite le potentiel de surperformance), mais ce train de mesures offre un contexte plutôt favorable.

## AVERTISSEMENTS IMPORTANTS

Société Générale Private Banking est la ligne métier du Groupe Société Générale opérant à travers son siège au sein de Société Générale S.A. et son réseau (départements ou entités juridiques distinctes (succursales ou filiales)), localisé sur les territoires mentionnés ci-après, agissant sous les marques « Société Générale Private Banking » et « Kleinwort Hambros », et distributeurs du présent document.

### Objet du document

Ce document est établi par des experts de Groupe Société Générale et plus particulièrement de la ligne métier Société Générale Private Banking, afin de vous permettre de bénéficier d'une information sur un certain nombre de données financières et économiques. Les noms et fonctions des personnes ayant préparé ce document sont indiqués dans les premières pages du document.

**La présente recommandation générale d'investissement à caractère promotionnel n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières, et le prestataire de services d'investissement n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.**

La lecture de ce document requiert que vous disposiez des compétences et de l'expertise nécessaires pour comprendre les marchés financiers et pour maîtriser l'information financière et économique qu'elle contient. Si tel n'est pas le cas, nous vous remercions de bien vouloir prendre contact avec votre conseiller privé, afin que vous ne soyez plus destinataire de ce document. A défaut d'une telle démarche, nous considérerons que vous disposez de toutes les compétences nécessaires à la compréhension du document.

Nous vous précisons que le contenu de ce document correspond à une simple information destinée à vous aider dans vos décisions d'investissement ou de désinvestissement, et qu'il ne constitue pas une recommandation personnalisée. Vous conservez la responsabilité de la gestion de vos actifs, et la liberté de vos décisions d'investissement.

En outre, le document peut le cas échéant mentionner des classes d'actifs qui peuvent ne pas être autorisées/commercialisables dans certains pays, et/ou qui peuvent être réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. En conséquence, dans l'hypothèse où vous souhaiteriez procéder à un investissement, selon le cas et la législation applicable, votre conseiller au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont vous êtes client vérifiera si vous êtes éligible à cet investissement et si cet investissement correspond à votre profil d'investisseur.

Dans l'éventualité où vous ne souhaiteriez plus recevoir ce document, nous vous remercions d'en informer par écrit votre conseiller afin qu'il prenne les mesures nécessaires.

### Conflit d'Intérêts

Ce document contient les avis des experts de Société Générale Private Banking. Les opérateurs de marché de Société Générale peuvent effectuer des transactions, ou ont effectué des transactions, sur la base des avis et études de ces experts. De plus, les experts Société Générale Private Banking sont rémunérés, en partie, en fonction de la qualité et de la précision de leurs études, des commentaires des clients, des revenus de l'entité Société Générale Private Banking qui les emploie, et de facteurs concurrentiels.

En règle générale, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être teneur de marché, effectuer des transactions concernant les titres auxquels il est fait référence dans ce document, et peuvent fournir des services bancaires aux sociétés mentionnées dans ce document, ainsi qu'à leurs filiales. Les sociétés du Groupe Société Générale, peuvent, de temps à autre, réaliser des transactions, générer des profits, détenir des titres ou agir comme conseiller, courtier ou banquier en lien avec ces titres, ou des dérivés de ces titres, ou en lien avec les classes d'actifs mentionnées dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent être représentées au conseil de surveillance ou d'administration de ces sociétés.

Les employés du Groupe Société Générale, ou les personnes ou entités qui leur sont liées, peuvent, de temps à autre, détenir une position dans un titre ou une classe d'actifs mentionné(e) dans ce document.

Les sociétés du Groupe Société Générale peuvent acquérir ou liquider, de temps à autre, des positions dans les titres, ou actifs sous-jacent (y compris leurs dérivés) mentionnés dans ce document, ou dans tout autre actif le cas échéant, et par conséquent tout rendement pour un investisseur potentiel peut en être directement ou indirectement affecté.

Les sociétés du Groupe Société Générale n'ont aucune obligation de divulguer ou de prendre en compte ce document dans le cadre de conseil ou de transactions avec un client ou au nom d'un client.

Par ailleurs, les sociétés du Groupe Société Générale peuvent émettre d'autres études qui ne sont pas alignées, ou dont les conclusions diffèrent des informations présentées dans ce document, et n'ont aucune obligation de s'assurer que de telles autres études sont portées à la connaissance de tout récipiendaire du présent document.

Le Groupe Société Générale maintient effective une organisation administrative prenant toutes les mesures nécessaires pour identifier, contrôler et gérer les conflits d'intérêts. A cet effet, les entités Société Générale Private Banking ont mis en place une politique de gestion des conflits d'intérêts pour prévenir les conflits d'intérêts. Pour plus de détails, les clients de Société Générale Private Banking peuvent se reporter à la politique de gestion des conflits d'intérêts qui leur a été remise par l'entité Société Générale Private Banking dont ils sont clients.

### **Avertissement d'ordre général**

Le présent document de nature informative, sujet à modification, est communiqué à titre purement indicatif et n'a pas de valeur contractuelle.

Le contenu de ce document n'est pas destiné à fournir un conseil en investissement ni un quelconque autre service d'investissement, et ne constitue, de la part d'aucune entité de Société Générale Private Banking, ni une offre, ni une recommandation personnalisée, ni un conseil, en vue d'un investissement dans les classes d'actifs mentionnées.

Certaines classes d'actifs citées peuvent présenter divers risques, impliquer une perte potentielle de la totalité du montant investi voire une perte potentielle illimitée, et n'être en conséquence réservées qu'à une certaine catégorie d'investisseurs, et/ou adaptées qu'à des investisseurs avertis et éligibles à ces classes d'actifs. En outre, ces classes d'actifs doivent être conformes au Code de Conduite fiscale du Groupe Société Générale. En conséquence, avant de prendre une décision d'investissement, selon le cas et la législation applicable, l'investisseur potentiel sera interrogé par son conseiller privé au sein de l'entité Société Générale Private Banking dont il est client, afin de déterminer s'il est éligible à procéder à l'investissement envisagé, et si cet investissement est compatible avec son profil et ses objectifs d'investissement.

Le client est également tenu, avant tout investissement, de prendre contact avec ses conseillers externes habituels afin d'obtenir toutes les informations financières, juridiques et fiscales qui lui permettront d'apprécier les caractéristiques et les risques de l'investissement envisagé ainsi que la pertinence de la mise en œuvre des stratégies dont il est question dans le présent document, ainsi que son traitement fiscal, au regard de sa situation personnelle.

Tout investissement requiert au préalable de ce dernier la prise de connaissance, la compréhension et la signature de la documentation contractuelle et informative y afférente notamment sur les risques. L'investisseur potentiel ne doit pas baser sa décision d'investissement et/ou donner une instruction d'investissement uniquement sur la base de ce document. Tout investissement peut avoir des conséquences fiscales et aucune entité Société Générale Private Banking ne fournit de conseil fiscal. Le niveau d'imposition dépend des circonstances individuelles et les niveaux et assiettes d'imposition peuvent changer. En outre, le présent document n'a pas pour objet de fournir des conseils comptables, fiscaux ou juridiques et ne doit pas être utilisé à des fins comptables, fiscales ou juridiques. Des conseils indépendants doivent être sollicités le cas échéant.

L'investissement dans certaines classes d'actifs citées peut ne pas être autorisé dans certains pays ou peut être réservé qu'à une certaine catégorie d'investisseurs. Il est de la responsabilité de toute personne en possession de ce document de s'informer et de respecter les dispositions légales et réglementaires de la juridiction concernée. Ce document n'est en aucune manière destiné à être diffusé à une personne ou dans une juridiction pour laquelle une telle diffusion serait restreinte ou illégale. Il ne peut notamment être diffusé aux Etats-Unis, et ne peut être distribué, directement ou indirectement, sur le marché des Etats-Unis ou auprès d'une *US Person*.

Le prix et la valeur des investissements ainsi que les revenus qui en dérivent peuvent fluctuer, à la hausse comme à la baisse. Les variations de l'inflation, de taux d'intérêts et de taux de change peuvent avoir des effets négatifs sur la valeur, le prix et le revenu des investissements libellés dans une devise différente de celle du client. Les éventuelles simulations et exemples contenus dans ce document sont fournis à titre indicatif et à des fins d'illustration uniquement. La présente information peut être modifiée en fonction des fluctuations des marchés, et les informations et avis mentionnés dans ce document peuvent être amenés à évoluer. Aucune entité Société Générale Private Banking ne s'engage à actualiser ni à modifier le présent document, et n'assumera aucune responsabilité à cet égard. Le présent document a pour seul but d'informer les investisseurs, qui prendront leurs décisions d'investissement sans se fier uniquement à ce document. Aucune entité Société Générale Private Banking ne saurait être tenue pour responsable en cas de perte directe ou indirecte liée à un quelconque usage de ce document ou de son contenu. Aucune entité Société Générale Private Banking n'offre de garantie, expresse ou tacite, quant à l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations ou quant à la rentabilité ou la performance de toute classe d'actifs, pays, marché.

Les données historiques utilisées et les informations et avis cités, proviennent ou sont notamment basées sur des sources externes que les entités Société Générale Private Banking considèrent fiables mais qu'elles n'ont pas vérifiées de manière indépendante. Les entités Société Générale Private Banking n'assumeront aucune responsabilité quant à l'exactitude, la pertinence et l'exhaustivité de ces données. Les informations sur les performances passées éventuellement reproduites ne garantissent en aucun cas les performances

futures et peuvent ne pas se reproduire. La valeur d'un investissement n'est pas garantie et la valorisation d'investissements peut fluctuer. Les prévisions concernant les performances futures sont basées sur des hypothèses qui peuvent ne pas se concrétiser.

Le présent document est confidentiel, destiné exclusivement à la personne à laquelle il est remis, et ne peut ni être communiqué ni porté à la connaissance de tiers (à l'exception des conseils externes et à condition qu'ils en respectent eux-mêmes la confidentialité), ni reproduit totalement ou partiellement, sans accord préalable et écrit de l'entité Société Générale Private Banking concernée.

### Avertissements spécifiques par juridiction

**France :** Sauf indication contraire expresse, le présent document est publié et distribué par Société Générale, banque française autorisée et supervisée par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et sous le contrôle de l'*Autorité des Marchés Financiers* (« AMF »). Société Générale est également enregistrée auprès de l'ORIAS en qualité d'intermédiaire en assurance sous le numéro 07 022 493 orias.fr. Société Générale est une société anonyme française au capital de 1 066 714 36,50EUR au 1<sup>er</sup> août 2019, dont le siège social est situé 29 boulevard Haussmann, 75009 Paris, et dont le numéro d'identification unique est 552 120 222 R.C.S. Paris. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur <http://www.privatebanking.societegenerale.fr/>.

**Luxembourg :** Le présent document a été distribué au Luxembourg par Société Générale Bank & Trust (« SGBT »), société anonyme enregistrée auprès du registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 6061 et établissement de crédit autorisé et régi par la *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (« CSSF »), sous la supervision prudentielle de la *Banque Centrale Européenne* (« BCE »), et dont le siège social est sis 11 avenue Emile Reuter – L 2420 Luxembourg. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.sgbt.lu](http://www.sgbt.lu). Aucune décision d'investissement quelle qu'elle soit ne pourrait résulter de la seule lecture de ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude ou autre caractéristique des informations contenues dans ce document. SGBT n'accepte aucune responsabilité quant aux actions menées par le destinataire de ce document sur la seule base de ce dernier, et SGBT ne se présente pas comme fournissant des conseils, notamment en ce qui concerne les services d'investissement. Les opinions, points de vue et prévisions exprimés dans le présent document (y compris dans ses annexes) reflètent les opinions personnelles de l'auteur/des auteurs et ne reflètent pas les opinions d'autres personnes ou de SGBT, sauf indication contraire. Ce document a été élaboré par Société Générale. La CSSF n'a procédé à aucune analyse, vérification ou aucun contrôle sur le contenu du présent document.

**Monaco :** Le présent document a été distribué à Monaco par Société Générale Private Banking (Monaco) S.A.M., sise 13, 15 Bd des Moulins, 98000 Monaco, Principauté de Monaco, régie par l'*Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution* et la *Commission de Contrôle des Activités Financières*. Les produits financiers commercialisés à Monaco peuvent être réservés à des investisseurs qualifiés conformément aux dispositions de la loi n° 1.339 du 07/09/2007 et de l'Ordonnance Souveraine n°1.285 du 10/09/2007. De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.mc](http://www.privatebanking.societegenerale.mc).

**Suisse :** Le présent document a été distribué en Suisse par Société Générale Private Banking (Suisse) SA (« SGPBS »), dont le siège se trouve à la rue du Rhône 8, CH-1204 Genève. SGPBS est une banque autorisée par l'*Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers* (« FINMA »). De plus amples détails sont disponibles sur demande ou sur [www.privatebanking.societegenerale.ch](http://www.privatebanking.societegenerale.ch).

Ce document (i) ne fournit pas d'opinion ou de recommandation sur une société ou un titre particulier, ou (ii) a été préparé hors de Suisse pour le « Private Banking ». Par conséquent, les Directives de l'Association suisse des banquiers (ASB) sur l'indépendance de l'analyse financière ne s'appliquent pas à ce document.

Ce document n'a pas été préparé par SGPBS. SGPBS n'a pas vérifié ni analysé de manière indépendante l'information contenue dans ce document. SGPBS ne supporte aucune responsabilité relative à l'actualité ou autre des informations contenues dans ce document. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document reflètent les vues personnelles de leur auteur et n'engagent pas la responsabilité de SGPBS.

Ce document ne constitue pas un prospectus au sens des articles 652a et 1156 du Code suisse des obligations.

Le présent document est distribué par les entités suivantes du groupe Kleinwort Hambros sous la marque Kleinwort Hambros :

**Royaume Uni :** SG Kleinwort Hambros Bank Limited est autorisée par la *Prudential Regulation Authority* et réglementée par la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority*. Le numéro d'identification de la société est 119250. La société est immatriculée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro d'immatriculation d'entreprise 964058 et son siège social est situé au 5<sup>ème</sup> étage, 8 St. James's Square, London, Angleterre, SW1Y 4JU.

**Iles Anglo-Normandes :** SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited est réglementée par la *Jersey Financial Services Commission* (« JFSC ») pour les activités bancaires, d'investissement, de services monétaires et de services aux fonds. La société est constituée à Jersey sous le numéro d'immatriculation d'entreprise 2693, et son siège social est établi au PO Box 78, SG Hambros House, 18 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8PR. SG Kleinwort Hambros Bank (CI) Limited – Guernsey Branch est réglementée par la *Guernsey Financial Services Commission* (« GFSC ») pour les services bancaires, d'investissement et monétaires. Son adresse est située au PO Box 6, Hambro House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3AE. La société (succursale incluse) est aussi autorisée et réglementée par la *Financial*

*Conduct Authority* ("FCA") britannique en ce qui concerne les opérations hypothécaires réglementées au Royaume Uni. Le numéro de référence de l'entreprise est le 310344. La société (succursale incluse) n'est pas autorisée ou réglementée par la *Financial Conduct Authority* britannique pour accepter les dépôts bancaires britanniques et n'est pas autorisée à détenir des dépôts au Royaume-Uni.

SG Kleinwort Hambros Trust Company (CI) Limited est réglementée par la *Jersey Financial Services Commission* pour la conduite des activités liées aux activités des entreprises trust et des fonds et par la *Guernsey Financial Services Commission* pour la poursuite des activités de services fiduciaires. La société est constituée à Jersey sous le numéro d'immatriculation d'entreprise numéro 4345 et son siège social est établi à SG Hambros House, PO BOX 197, 18 Esplanade, St Helier, Jersey, JE4 8RT. Son adresse à Guernesey est PO Box 86, Hambro House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3ED.

Ce document n'a pas été autorisé ou revu par la JFSC, la GFSC ou la FCA.

**Gibraltar:** SG Kleinwort Hambros Bank (Gibraltar) Limited est autorisée et réglementée par la *Gibraltar Financial Services Commission* pour ses activités bancaires, d'investissement et d'intermédiation en assurance et son numéro de référence d'entreprise est 419436. La société est immatriculée à Gibraltar sous le numéro d'immatriculation d'entreprise est 01294 et son siège social est situé Hambros House, 32 Line Wall Road, Gibraltar.

Kleinwort Hambros fait partie de la ligne métier « Société Générale Private Banking » dédiée à la gestion privée du groupe Société Générale. Société Générale est une banque française autorisée en France par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, sise 4, Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09, sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »). Elle est aussi autorisée par la *Prudential Regulation Authority* et supervisée par la *Financial Conduct Authority* et la *Prudential Regulation Authority*. De plus amples informations sur SGPB Hambros Group, incluant des informations complémentaires de nature légale et réglementaire, sont disponibles sur [www.kleinworthambros.com](http://www.kleinworthambros.com)  
<http://www.privatebanking.societegenerale.com>.

© Copyright Groupe Société Générale 2020. *Tous droits réservés. L'utilisation, la reproduction, la redistribution et la divulgation non autorisées de tout ou partie du présent document sont interdites sans le consentement préalable de Société Générale. Les symboles clés, Société Générale, Société Générale Private Banking et Kleinwort Hambros sont des marques déposées de Société Générale. Tous droits réservés.*