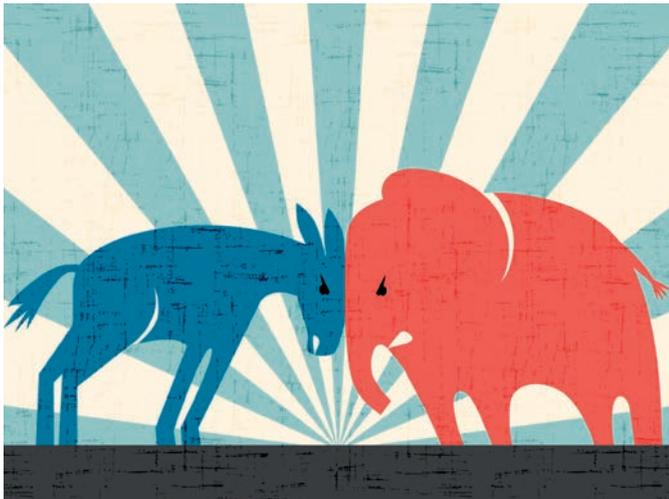


ÉLECTIONS AMÉRICAINES 2024

LA FIN DE L'EXCEPTIONNALISME AMÉRICAIN

OCTOBRE 2024

Raphaël Gallardo, chef économiste de Carmignac, et Kevin Thozet, membre du comité d'investissement, analysent l'impact que pourraient avoir les résultats de la présidentielle américaine sur l'économie, les marchés et l'allocation d'actifs.



- **L'élection** se déroule dans un contexte financier plus fragile que ne le laissent supposer les performances récentes de l'économie américaine.
- **Une victoire totale des Républicains** serait inflationniste et aggraverait dangereusement le déficit public. Les rendements obligataires augmenteraient fortement.
- **Au contraire, en cas de victoire totale des Démocrates**, Harris financerait son agenda social et dirigiste par une forte hausse de la fiscalité du capital, fragilisant ainsi un marché actions déjà onéreux.
- **Un gouvernement divisé** offrirait un rempart face au populisme prôné par les deux camps, au grand soulagement des marchés.

L'ÉCONOMIE, ENJEU PARADOXAL DE L'ÉLECTION



“
Raphaël
GALLARDO

Les États-Unis ont connu la reprise postpandémique la plus vigoureuse de toutes les grandes économies développées. Néanmoins, cette longue expansion est entrée dans une phase de ralentissement : l'impulsion donnée par les plans budgétaires massifs de l'ère Covid s'estompe, un dollar fort pénalise le secteur manufacturier, et des taux réels élevés - nécessaires pour endiguer l'inflation - pèsent sur la demande dans les secteurs les plus cycliques, comme la construction et l'immobilier.

Les consommateurs portent encore le flambeau de la croissance, mais ce dynamisme repose de plus en plus sur les ménages les plus aisés, plus à même de monétiser les effets richesse engrangés sur leurs portefeuilles boursiers. Dans un dangereux renversement de perspective, la poursuite de la croissance dépend de la capacité d'un marché actions déjà cher à constamment générer des plus-values.

Le vieillissement de la population, l'élargissement des filets de protection sociale et les subsides à la transition énergétique ont creusé le déficit budgétaire américains qui, à 7 % du PIB, atteint des niveaux inédits, hors périodes de récession, guerre ou pandémie. Le paradoxe de cette élection est que, malgré huit années de surperformances cyclique et boursière, la frustration tenace des électeurs vis à vis de leur situation financière a incité les deux principaux candidats à s'engouffrer sur la voie du populisme économique.

La future administration héritera donc d'une économie plus fragile que ne le laissent supposer ses performances récentes, et l'irruption du populisme au centre du discours politique pourrait, en cas de gouvernement unifié, forcer les marchés à reconsidérer les perspectives de long terme de l'économie américaine, quitte à surréagir d'emblée afin de forcer les gouvernants à la tempérance.

C'est la fin de l'exceptionnalisme américaine : quel qu'en soit le résultat, cette élection pourrait bien changer fondamentalement les moteurs d'une économie enviée dans le monde entier depuis des décennies.

IMPACT DES DIFFERENTS SCENARIOS

Impact annualisé en 2025-2026 par rapport à la tendance actuelle, selon les estimations de Carmignac au 21/10/2024.

	 54%		 46%	
	SCÉNARIO 1	SCÉNARIO 3	SCÉNARIO 4	SCÉNARIO 2
Probabilité subjective	Vague rouge	Gouvernement divisé	Gouvernement divisé	Vague bleue
	38 %	16 %	29 %	17 %
PIB	+0,1 %	-1,0 %	+0,3 %	+1,0 %
Indice des Prix à la Consommation	+1,1 %	+1,0 %	+0,1 %	+0,3 %
Solde budgétaire	-3,2 %	-2,1 %	-0,4 % à -0,7 %	-0,7 %
Impact sur les Bénéfices par Actions	+5,0 %	Différencié en fonction de la sensibilité aux tarifs/déréglementation	Légèrement positif	-6,0 % (hausse d'impôts)
Impact sur le USD	Forte hausse puis risque de baisse en cas d'interférence auprès de la Fed	Haussier	Baissier	Baissier
Politique monétaire 2025	Plateau à 4 % puis retour à 5 % d'ici la fin 2025, jusqu'à intervention de Trump	Plateau à 4 %	Baisse de taux pour atterrir à 3 %	Plateau à 4 %, puis hausses jusqu'à ce que le marché des actions craque
Rendements obligataires	En forte hausse	En hausse	Atone	En hausse, dans un premier temps

SCENARIOS DE RESULTATS

Compte tenu de la forte probabilité que le Sénat passe aux mains des républicains et que le vainqueur de la Maison Blanche remporte la Chambre des représentants, nous avons réduit l'éventail des possibilités à quatre scénarios.

SCÉNARIO 1 : VAGUE ROUGE

(Présidence et majorité des deux
chambres républicaines)



Raphaël
GALLARDO



IMPLICATIONS ÉCONOMIQUES

Le programme de Donald Trump promet de baisses d'impôts massives pour les entreprises et les ménages, un choc protectionniste inédit, une dérégulation à grande échelle (Elon Musk promis au rôle de « Secrétaire à la dérégulation »), la promotion des énergies fossiles domestiques et l'expulsion massive d'immigrants illégaux.

Alors que la dérégulation, la promotion de l'extraction pétrolière et les baisses d'impôts sur les sociétés sont typiquement des mesures de « politique de l'offre », qui renforcent le PIB et pèsent sur les prix, nous estimons que leur impact serait contrebalancé par les effets récessifs et inflationnistes causés par des tarifs douaniers prohibitifs et une expulsion massive de travailleurs migrants.

En outre, les réductions d'impôts sur les revenus du travail (pourboires, heures supplémentaires) et sur les prestations sociales (dont les retraites) ajouterait aux pressions inflationnistes, en stimulant la demande finale

Même dans le cas d'une application édulcorée de ces promesses de campagne, le PIB n'évoluerait guère par rapport à sa tendance récente de 2 % ; vu que l'économie américaine tourne déjà à plein régime (il n'y a pas de capacité inutilisée en main-d'œuvre ou en capital). En outre, les tarifs douaniers et les reconductions à la frontière auront un impact négatif sur le potentiel d'offre futur de l'économie.

Dans ce scénario, l'inflation accélérerait de +1,1 % et le déficit se creuserait pour atteindre 10 % du PIB.

Cette deuxième vague d'inflation obligerait la Fed à interrompre les réductions de taux au début de 2025, voire à reprendre les hausses d'ici à la fin de l'année. Dans un premier temps, le dollar s'apprécierait en raison de la hausse des taux, de la réduction des déficits commerciaux et de l'afflux de capitaux étrangers à la recherche d'un rendement du capital artificiellement plus élevé sur le marché des actions.

Cette flambée du billet vert exaspérerait un président mercantiliste et risquerait d'entraîner une révocation prématurée du président de la Fed, M. Powell, au profit d'une personne politiquement accommodante. Cela effraierait les investisseurs étrangers, entraînant en retour un affaiblissement du dollar.

À son paroxysme, la fuite des capitaux étrangers investis sur les marchés obligataires et actions inverserait les effets richesse qui ont permis à l'économie américaine de tourner à plein régime ces deux dernières années.



Kevin
THOZET



IMPLICATIONS POUR LES MARCHÉS

Le retour des "Reaganomics" devrait d'abord prolonger la tendance haussière sur les marchés actions et le cycle économique jusqu'en 2025. Cependant, le programme favorable aux entreprises de M. Trump se ferait au prix de taux réels plus élevés, qui pèseraient sur le système financier mondial.

Concernant les actions, les petites et moyennes capitalisations et le secteur financier devraient bénéficier de l'assouplissement de la régulation et des baisses d'impôts. Les valeurs de consommation d'un cycle qui dure. Les valeurs manufacturières des mesures de protectionnisme. Et le secteur pétrolier et gazier (services et infrastructures surtout) de la priorité donnée à la production nationale.

Pour l'omnipotent secteur technologique, les perspectives sont plus mitigées, les tensions commerciales avec la Chine pourraient avoir un impact négatif sur les chaînes d'approvisionnement mondiales d'entreprises globalisées telles que Nvidia ou Apple.

Mais la revue à la hausse des perspectives de croissance et d'inflation, ainsi que la mise à l'épreuve de l'indépendance de la Fed, verront une remontée globale des taux obligataires. Si l'ensemble des points de courbe devraient être touchés, les maturités les plus longues devraient être les plus affectées (dans un mouvement de pentification).

Les pressions à la hausse sur les taux d'intérêts devraient peser sur les actifs à durée longue (les valeurs de croissance) ainsi que sur les valeurs défensives, d'autant que les valorisations actuelles de ces segments de la cote sont particulièrement élevées.

Du côté des marchés obligataires, la bonification des prévisions de croissance (du moins sur le plan cyclique), la révision en hausse des anticipations d'inflation et les questions relatives à la juste compensation requise pour détenir des obligations à long terme plaident en faveur d'une approche flexible, mais prudente, dans la gestion des stratégies de taux d'intérêt et d'une préférence pour les taux réels (c'est-à-dire ajustés de l'inflation) aux taux nominaux.

Le dollar américain serait confronté à des forces opposées entre les interférences de D. Trump vis-à-vis de la Fed, la prolongation de l'exceptionnalisme américain et la menace de nouveaux tarifs douaniers. Ces derniers, qui sont au cœur du programme économique du candidat républicain, causeraient vraisemblablement une flambée du billet vert. Si le dollar finissait par s'affaiblir en raison des sorties de capitaux des investisseurs étrangers, cela irait de pair avec la baisse des actions américaines.



Lloyd
McALLISTER

Responsable des
investissements durables



FOCUS SUR LE DÉVELOPPEMENT DURABLE

Depuis la dernière élection présidentielle américaine, l'engagement en faveur de la lutte contre le changement climatique est sans conteste un sujet de division.

L'administration Biden, en particulier par le biais de l'Inflation Reduction Act (IRA), a engagé les États-Unis sur une « trajectoire durable » avec des conséquences profondes. Cela a suscité un vif débat, en particulier après la montée en puissance de l'investissement ESG entre 2015 et 2020.

Une victoire totale des républicains (leur permettant de remporter à la fois la présidence et le Congrès) serait sans doute l'issue la plus lourde de conséquence pour l'investissement durable. Une administration Trump chercherait à démanteler l'architecture « pro-ESG » et renforcer « la vieille économie » à un moment de profonde mutation mondiale.

Les conséquences ne doivent toutefois pas être analysées de manière isolée, car nous nous attendons à ce que le pouvoir des États fédéraux continue d'influencer significativement l'activité économique, ce qui pourrait en atténuer ses effets.

Néanmoins, si ce scénario se réalisait, nous anticipons les mesures suivantes :

⇒ Trump entamerait probablement les démarches pour se retirer de l'Accord de Paris sur le climat.

Cette initiative fait partie du « Projet 2025 » et est symboliquement importante dans sa politique « America First ». Elle nécessiterait l'approbation du Sénat, ce qui pourrait ralentir sa mise en œuvre, mais le simple fait de lancer la procédure suffirait à prouver ses intentions.

⇒ Faire pression sur la SEC pour qu'elle abandonne ses règles de publication climatique.

Celles-ci ont suscité des débats, même sous l'administration démocrate, avec une opposition importante à l'idée même de contraindre les entreprises à divulguer leurs émissions — une pratique pourtant courante dans de nombreux autres pays.

⇒ L'IRA, que Trump a qualifié de « nouvelle arnaque verte », pourrait être revu minutieusement.

L'IRA devrait permettre de réduire les émissions de gaz à effet de serre (GES) de 8 % (par rapport aux prévisions) en accélérant l'adoption de technologies propres. Trump estime qu'il s'agit d'un gaspillage d'argent public, d'autant plus qu'il cherche à financer sa politique de réduction d'impôts. Son alliance avec Elon Musk pourrait influencer la manière dont il procéderait, Musk étant pressenti pour diriger une « commission d'efficacité gouvernementale ».

60 %⁽¹⁾ des projets de l'IRA se trouvent dans des États dirigés par les Républicains. Ces projets devraient être maintenus, notamment en raison de leur nature (captage et stockage du carbone) et de leur impact positif sur les emplois manufacturiers.

Les relations entre Musk et Trump atténuent les risques liés aux véhicules électriques (VE), même si Musk a déclaré publiquement que la suppression des crédits d'impôts pour les véhicules propres profiterait à Tesla plutôt qu'à ses concurrents.

Trump, dans sa guerre commerciale avec la Chine, pourrait accélérer la mise en place des normes sur les chaînes d'approvisionnement malgré le délai accordé par le département du Trésor jusqu'en 2027, ce qui ralentirait la filière manufacturière durable. Toutefois, il pourrait se montrer pragmatique en autorisant les fabricants chinois à opérer aux États-Unis, à condition que la production soit domestique.

Le soutien aux énergies propres, en particulier l'éolien en mer, pourrait être réduit, Trump ayant déjà qualifié cette source d'énergie de « horrible ».

⇒ Les normes d'émissions pour les véhicules légers mise en place par l'administration Biden - une incitation clé pour les constructeurs à transitionner aux VE - seront réexaminées.

La Californie, à la pointe des normes d'émissions, a besoin de l'approbation de l'Agence de protection de l'environnement (EPA) pour imposer des normes plus strictes que celles - fédérales - en vigueur. Cette demande pourrait être rejetée.

⇒ Suppression des taxes sur les émissions de méthane.

Ces taxes jouent un rôle crucial dans la réduction des GES ; sans remède aux fuites de méthane, la génération d'électricité à partir de gaz naturel peut être aussi polluante que celle issue du charbon.

⇒ Plus globalement, le risque de démantèlement des institutions fédérales pourrait avoir des conséquences durables.

La déstabilisation de l'EPA en nommant des politiciens partisans plutôt que des scientifiques aurait un impact significatif à long terme.

Pour les investisseurs, ces changements se traduiront par un retard dans l'adoption de technologies vertes. Les investissements dans ces technologies seront revus à la baisse à cause d'une demande plus faible et des taux plus élevés. Par conséquent, l'incertitude des flux de trésorerie futurs, couplée à un sentiment négatif, entraînerait un désintérêt des investisseurs pour ces secteurs exposés.

SCÉNARIO 2 : VAGUE BLEUE (Démocrates)



“ Raphaël
GALLARDO



IMPLICATIONS ÉCONOMIQUES

Kamala Harris a essentiellement un programme de redistribution sociale qui prévoit 5 à 7 000 milliards de dollars sur dix ans de réductions d'impôts et de dépenses sociales pour la classe moyenne, financées par des hausses d'impôt sur les sociétés et les ménages aisés.

En supposant que les démocrates disposent d'une majorité, même faible, dans les deux chambres du Congrès, la présidente Harris pourrait faire passer la plupart de ces mesures par le biais d'une procédure de réconciliation, malgré l'absence d'une super-majorité au Sénat (les mesures auraient alors une durée de vie limitée à 10 ans).

Le lobbying intense de K Street et la réticence des démocrates modérés finiraient par édulcorer le projet de loi fiscale. Toutefois, le principal heurt d'un tel plan serait une forte révision à la baisse des perspectives de bénéfices par actions des actions américaines.

La bonne santé du marché des actions américain a été le principal moteur de croissance de la consommation des ménages. Une détérioration brutale du marché action aggraverait le ralentissement de l'économie. Il incomberait alors à la Fed d'accélérer le rythme des baisses de taux afin de garantir un atterrissage en douceur de l'économie en 2025.



“ Kevin
THOZET



IMPLICATIONS POUR LES MARCHÉS

La plateforme de taxes et de dépenses des démocrates peut se résumer par la mise en place de dépenses sociales additionnelles financées par des augmentations d'impôts, limitant ainsi l'impact sur les taux longs.

Les coupes dans les dépenses discrétionnaires, comme la défense, menées en parallèle d'un durcissement réglementaire et de la fiscalité des entreprises auraient un impact négatif sur les prévisions de bénéfices et sur le rendement du capital investi ; pesant ainsi sur la valorisation des marchés actions et du dollar.

Nous anticipons un impact négatif de -6 % sur la croissance des bénéfices par action pour 2025 compte tenu d'une augmentation de l'impôt sur les sociétés de 21 % à 28 %. De telles mesures pèseraient également sur les multiples de valorisations. En moyenne, les actions du S&P 500 sont valorisées à 22 fois les bénéfices de l'année prochaine, reflétant notamment les marges bénéficiaires exceptionnelles dont bénéficient les entreprises américaines. Un taux d'imposition de 28 % mettrait les États-Unis sur un pied d'égalité avec des pays comme les Pays-Bas, le Canada ou la France, où ces mêmes ratios cours/bénéfices sont en moyenne 7 fois inférieurs à ceux de leurs homologues américains.

La politique de K. Harris pourrait stimuler les dépenses de consommation des ménages aux revenus modestes à intermédiaires, tandis que les ménages aux revenus les plus élevés (le quartile supérieur dans la distribution des revenus représente près de 50 % de la

consommation totale des États-Unis) seraient affectés négativement. En conséquence, les segments proposant des biens de consommation à « prix faibles » pourraient en tirer parti au détriment des segments « haut de gamme ». En période d'incertitude boursière, le secteur de la consommation de base devrait surperformer celui de la consommation discrétionnaire. En outre, ce premier devrait également être moins affecté par la hausse de l'IS.

Le secteur de l'immobilier bénéficierait des plans visant à construire des millions de logements supplémentaires et à aider les primo-accédants à la mise de fonds hypothécaire. Les secteurs de la santé et des énergies renouvelables pourraient également prospérer ; au cours de sa vice-présidence Kamala Harris a largement contribué à la mise en œuvre de politiques sans précédent favorisant l'accès aux soins et la lutte contre le changement climatique.

Sur les marchés des taux, une forme de « responsabilité budgétaire » (fût-elle limitée, le budget démocrate continuerait à afficher un déficit supplémentaire estimé à +0,7 %), des hausses d'impôts et un risque de dynamique récessive maintiendraient probablement les rendements obligataires dans des limites acceptables. Après une phase transitoire de hausse des taux à la faveur d'une croissance économique plus optimiste, les retombées négatives de la baisse des marchés d'actions sur l'appétit pour le risque et la confiance des consommateurs viendraient peser sur les rendements des obligations souveraines.

SCÉNARIO 3 : GOUVERNEMENT DIVISÉ

Président républicain, Sénat républicain,
Chambre démocrate



Raphaël
GALLARDO



IMPLICATIONS ÉCONOMIQUES

Même s'il ne contrôle pas la Chambre des représentants, Donald Trump pourrait encore mettre en œuvre certains piliers de son programme : imposer des droits de douane, fermer les frontières, réaffecter certains fonds fédéraux au financement d'une campagne d'expulsion, et déréglementer l'économie par le biais de décrets ou par la nomination de juges favorables au monde des affaires.

En revanche, il ne pourrait faire adopter toutes les réductions d'impôts promises. Certes, les démocrates accepteraient probablement de reconduire certaines des réductions d'impôts de 2017 bénéficiant aux classes moyennes, mais l'expiration des autres exemptions fiscales fin 2025 mènerait à un resserrement budgétaire significatif.

Dans l'ensemble, ce cocktail serait nettement stagflationniste (PIB en baisse de 1,6 pt par rapport au potentiel, inflation en hausse de 0,6 %).

L'ampleur du ralentissement convaincrerait probablement Trump d'atténuer certaines de ses mesures phares, mais les marchés financiers pâtiraient toujours d'une réintégration d'une prime de risque de stagflation dans les obligations et les actions.

SCÉNARIO 4 : GOUVERNEMENT DIVISÉ

Président démocrate, Sénat républicain,
Chambre démocrate



“ Raphaël
GALLARDO



IMPLICATIONS ÉCONOMIQUES

Le programme de Kamala Harris étant principalement constitué de politiques de redistribution, la non-maîtrise du processus budgétaire (qui nécessite l'approbation des deux chambres) signifie que son projet politique serait mort-né.

Si les démocrates contrôlent une des deux chambres (vraisemblablement la Chambre des Représentants), ils pourraient parvenir à un compromis sur le renouvellement des réductions d'impôts de 2017 en échange d'une augmentation des dépenses sociales. Dans ce cas, l'orientation budgétaire pourrait devenir plus positive d'ici la fin de l'année et faciliter la poursuite d'un atterrissage en douceur, avec l'aide d'une Fed engagée sur une trajectoire méthodique de baisse des taux.

SCÉNARIO 3 & 4 : GOUVERNEMENT DIVISÉ



“ Kevin
THOZET



IMPLICATIONS POUR LES MARCHÉS

Les gouvernements divisés ont été associés à des périodes de volatilité contenue et de bonnes performances pour les marchés. Une cohabitation à l'américaine impliquerait des concessions qui verraient une impulsion budgétaire positive, c'est-à-dire rien de galvanisant mais rien de dramatique non plus. En outre, cela viendrait réfréner les mesures les plus « populistes » des deux candidats. Les marchés préfèrent la stabilité de l'impasse à l'incertitude de la lutte partisane.

Dans le cadre d'une présidence Trump, des décrets lui permettraient d'adopter certaines de ses mesures les plus inflationnistes, mais sans le contrôle total des deux chambres, le champ d'action pour la mise en œuvre de ses politiques les plus favorables à la croissance serait limité. Un contexte qui le verrait probablement faire marche arrière sur certaines mesures ; mais avec le risque qu'il ne se rétracte que

dans un second temps, une fois la perspective néfaste de voir et des prix plus élevés et une croissance plus faible (« stagflation ») reflétée dans les marchés financiers.

Néanmoins, quel que soit le vainqueur de la présidentielle américaine, la probabilité accrue d'une paralysie du Congrès pourrait, de manière contre-intuitive, se traduire par un environnement de marché favorable au début de 2025. La réinstauration du plafond de la dette conduirait à l'injection de nouvelles liquidités dans le système, le Trésor américain puisant (à nouveau) dans son compte de dépôt auprès de la Fed. De même, compte tenu de la difficulté pour un gouvernement divisé d'adopter d'importantes mesures de stimulus budgétaire, la Réserve Fédérale pourrait être amenée à assurer la plus grande partie du soutien à l'économie sans avoir à se préoccuper du retour des pressions inflationnistes.

En termes de secteurs, les valeurs de croissance qui dépendent moins (ou, dans certains cas, ne dépendent pas) du cycle économique pour se développer seront censément les plus courues. En revanche, celles les plus dépendantes des dépenses publiques ou de l'évolution du cadre réglementaire - comme les services environnementaux - ainsi que les entreprises les plus tributaires de la confiance et des dépenses des ménages, comme les services financiers, seront à la traîne, à l'exception du secteur des infrastructures, qui pourrait bénéficier d'accords bipartisans.

INFORMATION LEGALES

COMMUNICATION PUBLICITAIRE.

Veillez vous référer au KID/prospectus avant de prendre toute décision finale d'investissement.

Ce document est publié par Carmignac Gestion S.A., société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en France, et sa filiale luxembourgeoise, Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., société de gestion de fonds d'investissement agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), suivant le chapitre 15 de la loi luxembourgeoise du 17 décembre 2010. "Carmignac" est une marque déposée. "Investing in your Interest" est un slogan associé à la marque Carmignac. Ce document ne constitue pas un conseil en vue d'un quelconque investissement ou arbitrage de valeurs mobilières ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'information et opinions contenues dans ce document ne tiennent pas compte des circonstances individuelles spécifiques à chaque investisseur et ne peuvent, en aucun cas, être considérées comme un conseil juridique, fiscal ou conseil en investissement. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être changées sans préavis. Ce document ne peut être reproduit, en tout ou partie, sans autorisation préalable.