

Economie

Focus US
N° 2020 -34

Un point d'étape sur les élections US (J-54)

Vendredi 11 Septembre 2020

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

La pandémie de coronavirus, la crise économique qui en a résulté, les émeutes raciales, ont bouleversé les élections du 3 novembre. Après le fiasco collectif à prédire la victoire de Donald Trump en 2016, les experts politiques se montrent plus prudents cette fois-ci. A environ 50 jours du scrutin, rien n'est joué, mais Joe Biden est en avance dans la plupart des états-pivot et devrait bénéficier de l'extension du vote par correspondance. Une période d'incertitude pourrait suivre le vote. Primo, si les résultats tardent à être officialisés. Secundo, si le Congrès reste divisé, avec le risque d'un resserrement budgétaire intempestif.

Le focus de la semaine

Après le *Labor Day*, la campagne électorale américaine entre dans la dernière ligne droite jusqu'au vote fixé cette année au **3 novembre**. L'élection présidentielle domine l'attention médiatique car le camp qui en sort vainqueur a de bonnes chances de l'être aussi dans les autres scrutins, Chambre (renouvelée en totalité), Sénat (renouvelé au tiers) et postes de gouverneurs (13). Les trois débats entre Donald Trump et Joe Biden sont programmés pour les **29 septembre, 15 et 22 octobre**, celui entre Mike Pence et Kamala Haris le **7 octobre**. Au mois d'octobre est souvent associée une "surprise" susceptible de transformer la course. S'agissant du président sortant, on peine à voir quelle révélation pourrait faire que l'immense majorité des médias le dépeignent sous un jour encore plus négatif que ce n'est déjà le cas.

Pour être (ré)élu, le candidat doit obtenir la majorité au collège électoral qui comprend 538 membres, répartis par états de manière proportionnelle à leur population. Arriver en tête dans un état permet de recueillir l'ensemble des électeurs de cet état. Pour des raisons historiques ou sociologiques, beaucoup d'états penchent toujours du même côté. Le résultat se joue donc dans la douzaine d'états-pivot où l'écart entre les deux camps est faible et aboutit à des alternances de victoire entre les Républicains et les Démocrates. Cette particularité du système électoral signifie qu'en pratique une victoire au vote populaire n'entraîne pas toujours une victoire électorale. En 2016, Donald Trump avait remporté la plupart des états-pivot (tableau de gauche). Cela lui avait donné un bonus équivalent à 3 points du vote populaire, un niveau jamais atteint par le passé, de quoi largement dépasser son adversaire en nombre de grands électeurs (306 vs 232, un écart de 14%). L'histoire montre qu'on peut gagner même quand ce bonus profite au camp adverse (graphe de droite).

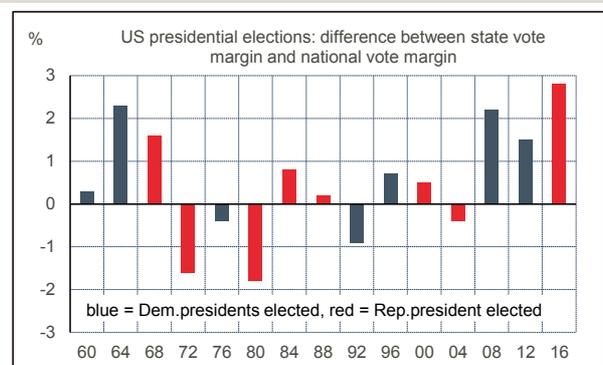
Situation dans les "états-pivot"

Présidentielles : bonus de voix donné par le Collège électoral

Swing states	College votes	Results 2016 *		Polls 2020 *	
Arizona	11	Trump	3.6	Biden	5.8
Florida	29	Trump	1.2	Biden	2.1
Georgia	16	Trump	5.1	Trump	1.0
Iowa	6	Trump	9.4	Trump	1.8
Michigan	16	Trump	0.2	Biden	5.2
Minnesota (<i>tiping point</i>)	10	Clinton	1.5	Biden	5.0
New Hampshire	4	Clinton	0.4	Biden	9.6
N.Carolina	15	Trump	3.7	Biden	1.5
Ohio	18	Trump	8.1	Biden	0.4
Pennsylvania	20	Trump	0.7	Biden	3.9
Wisconsin	10	Trump	0.8	Biden	6.7
National / college vote	538	Trump	13.8	-	-
National / popular vote	-	Clinton	2.1	Biden	8.0

* difference in %

Sources : FiveThirtyEight, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Il y a quatre ans, l'élection avait été marquée par le fiasco complet à prédire la victoire de Donald Trump. Cela invite à la prudence dans le cas présent. Pour mémoire, en 2016, les experts politiques affichaient des probabilités de victoire d'Hillary Clinton allant de 71%

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



(*FiveThirtyEight*) à plus de 99% ; et d'environ 70 à 80% pour les sites de paris en ligne. Entre mai et novembre, Mme Clinton avait eu une avance moyenne de 5 pts dans les sondages, avec de fortes variations au gré des rebondissements de la campagne (graphe de gauche). Autrement dit, il y a eu plusieurs moments dans la campagne, environ 30% du temps pour être précis, où la candidate démocrate s'est retrouvée avec une avance tombant au-dessous de 3 pts, à savoir le "bonus" obtenu par Donald Trump dans le collège électoral. Les 2 pts d'avance de Mme Clinton dans le vote populaire n'ont donc pas suffi pour lui donner la victoire. Quelle est la situation actuelle ? Depuis le mois de mai, les sondages donnent une avance de 8 pts à Joe Biden (graphe de droite). Par ailleurs, cette avance est très stable ; l'écart-type n'est que de 1.6 pts contre 3 pts il y a quatre ans. La marge d'incertitude autour du résultat final paraît à première vue bien plus étroite qu'en 2016. L'hypothèse centrale est une victoire du candidat démocrate¹.

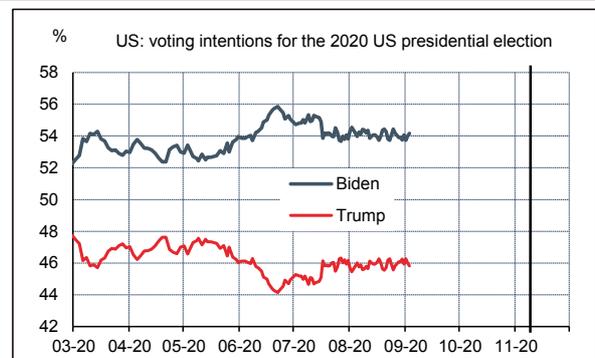
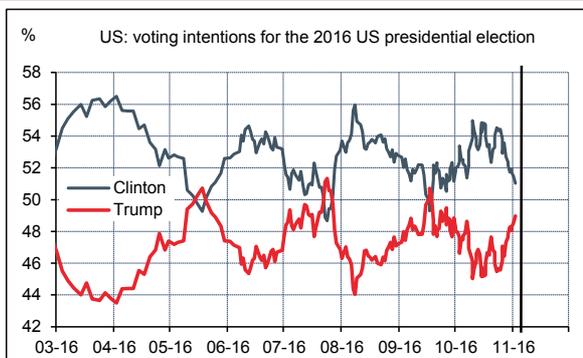
Est-il besoin de dire combien le contexte dans lequel se déroule cette élection sort de l'ordinaire ? La pandémie a bouleversé la course à l'investiture démocrate, empêché la tenue d'une campagne de terrain et influera sur les conditions du vote. La crise économique a ravagé le bon bilan économique que Trump pouvait afficher jusqu'en février dernier. Les émeutes raciales lui donnent l'occasion de se présenter en candidat de "*la loi et de l'ordre*". Les possibilités de vote par correspondance ont été étendues – un facteur jugé plutôt positif pour les Démocrates et que dénonce le président Trump comme encourageant la fraude. Au bout du compte, la victoire ira au camp qui aura su le mieux mobiliser ses électeurs. Dans ces conditions inhabituelles, le résultat définitif, pour la présidentielle comme pour le Congrès, pourrait tarder à être connu. Le décompte des votes par courrier prend du temps. Des contestations et recours sont probables. Le cas extrême serait une carte électorale majoritairement rouge (Républicains) au soir du 3 novembre, devenant bleue (Démocrates) dans les jours suivants². En 2000, le cas litigieux de la Floride dont dépendait le résultat final n'avait été clos qu'au bout de 36 jours.

Objectivement, la position de Donald Trump paraît plus mauvaise qu'en 2016, mais c'est au Congrès que l'incertitude domine. Depuis le début des années 1990, la Chambre va toujours au camp qui gagne la Maison Blanche. Au Sénat, l'issue est plus ouverte. En 2020, 23 des sièges de Républicains sur 53 sont remis en jeu (surtout dans des états qui leur sont favorables) et 12 sur 47 du côté des Démocrates. Si l'avance de Joe Biden venait à diminuer même légèrement, le Sénat resterait à majorité républicaine. Avec un Congrès divisé, l'agenda législatif du futur président, quel qu'il soit, peut être compromis. Le risque le plus évident serait que les divisions partisans conduisent à un resserrement intempestif de la politique budgétaire. On observe d'ailleurs depuis des semaines que la discussion sur une rallonge au CARES Act n'a fait aucun progrès.

Donald Trump n'a pas jugé utile de présenter un programme, car ses priorités sont bien connues. Pour Joe Biden, les grandes promesses de politique économique sont la hausse de l'impôt des sociétés de 21% à 28%, le doublement du salaire minimal à 15\$ de l'heure³, l'extension de la couverture publique de santé, un plan d'infrastructures pour 2tr\$, une hausse des impôts pour les hauts revenus (>400K\$/an). Il a de plus incorporé dans ses équipes divers conseillers de Bernie Sanders adeptes de la dite *Modern Monetary Theory*, autrement dit partisans de la hausse des déficits fédéraux. Dans le domaine du commerce, on peut espérer une approche plus apaisée vis-à-vis de l'Europe, mais non face à la Chine car il y a désormais un large consensus dans l'opinion et dans les sphères dirigeantes en faveur d'une politique de confrontation avec le régime chinois.

Sondages pour la présidentielle 2016

Sondages pour la présidentielle 2020



Sources : *FiveThirtyEight*, *Bloomberg*, *Oddo BHF Securities*

¹ Il y a au moins un contre-exemple : en 1988, le candidat démocrate avait 7 pts d'avance en août et a fini avec 8 pts de retard en novembre.

² Voir le dossier de *The Economist* du 5 septembre, "America's ugly election"

³ Selon le CBO, 17 millions d'employés seraient augmentés (The Effects on Employment and Family Income of Increasing the Federal Minimum Wage)



Economie

- En **août**, le marché du travail a continué de se reprendre pour le quatrième mois d'affilée. Cette reprise peut être vue comme forte en termes absolus mais lente par rapport au chemin qui reste à faire pour revenir à la situation pré-pandémique. Le mois dernier, l'emploi a augmenté de 1.4 millions selon l'enquête du BLS auprès du panel d'entreprises, de 3.8 millions d'après l'enquête auprès du panel des ménages (c'est cette statistique-ci qui est utilisée pour le calcul du taux de chômage). Au total, l'emploi se situe entre 7.2% et 7.6 % au-dessous du niveau de février, soit une perte de 11.5 millions dans les deux cas. Pour mémoire, au creux du mois d'avril, la perte maximale se situait entre 22.2 et 25.4 millions. Le taux de chômage poursuit sa décline à 8.4% de la population active (-1.8 pts). Le nombre de chômeurs tombe à 13.6 millions vs un pic à 23.1 millions et un niveau pré-crise à 5.8 millions. Sur ces 13.6 millions, 6.2 millions s'attendent à être rappelés par leur employeur d'ici six mois. Le nombre de destructions d'emploi considérées comme permanentes reste, de son côté, sur une tendance haussière. Un taux de chômage "sous-jacent" qui exclurait les chômeurs transitoires mais qui inclurait les personnes ayant quitté la force de travail à cause de la pandémie s'établirait à 7.2%, vs 7.7% en juillet, 8.4% en avril (pic) et 3.5% en février. Les détails par secteurs confirment le net ralentissement de la reprise des créations d'emploi dans les hôtels et restaurants, le secteur le plus touché avec un niveau d'emploi à 75% de la normale.
- Le rapport du JOLTS (flux d'entrée/sortie) pour **juillet** confirme que les conditions d'emploi connaissent une normalisation rapide, mais toujours incomplète. Les démissions (indicateur contrariant du chômage) ont plus que doublé par rapport à avril et ne sont plus que 14.2% en-dessous du niveau de février. Les ouvertures de postes sont à 5.5% de celui-ci. Pour rappel, il avait fallu attendre 2014 pour que le nombre de postes vacants dépasse à nouveau son pic de 2007.
- Sur la semaine du **5 septembre**, les nouvelles inscriptions au chômage étaient stables à 884.000, deuxième semaine d'affilée sous le seuil du million. Le nombre total de bénéficiaires d'allocations reste élevé et ne décroît que lentement.
- De toute la série d'enquêtes sur le climat des affaires, il manquait pour **août** celle de la NFIB auprès des entrepreneurs individuels. L'indice progresse, effaçant le léger repli du mois précédent. Son niveau absolu est en ligne avec la moyenne de longue période, mais toujours en-deçà du niveau pré-pandémique. La difficulté de trouver des travailleurs qualifiés est redevenue le problème principal des PME.

Politique monétaire et budgétaire

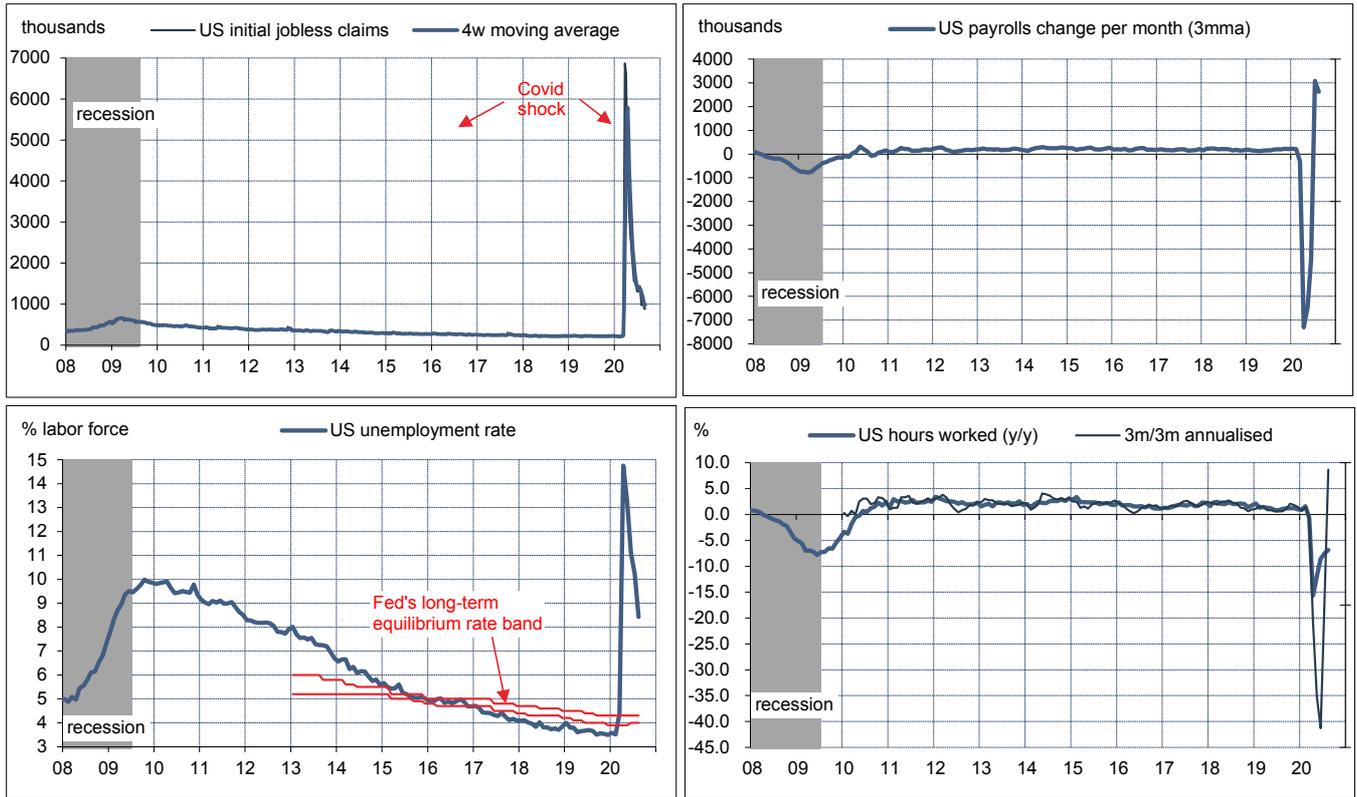
- RAS ces derniers jours. Le FOMC est dans la "*purdah period*" avant sa prochaine réunion (*infra*). Les discussions budgétaires restent bloquées.

A suivre la semaine prochaine

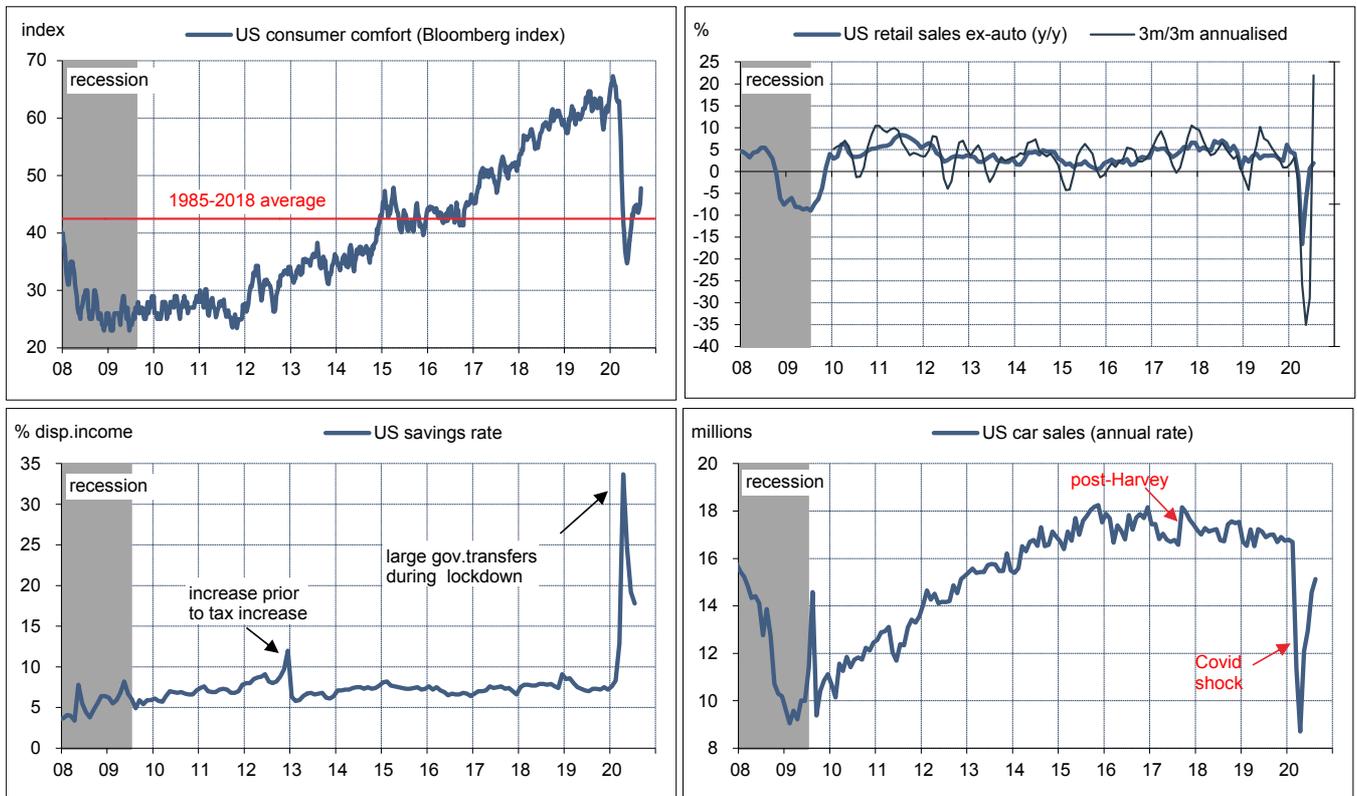
- La réunion du FOMC se tiendra le **16**, suivie d'une conférence de presse du président de la Fed. Après la publication de la nouvelle formulation de la stratégie monétaire lors du symposium de Jackson Hole, aucun changement de politique monétaire n'est attendu cette fois-ci. Selon les propos récents de MM. Powell et Clarida, la Fed ajustera en conséquence sa *forward guidance* et la présentation des prévisions trimestrielles, mais ces éventuels changements peuvent encore attendre un peu. On peut imaginer en particulier qu'il y aura moins d'insistance sur le taux de chômage de longue période – souvent vu comme une caractérisation du plein-emploi. La réunion de septembre est censée présenter une mise à jour des projections des différents membres du FOMC. En juin, la projection médiane mettait la croissance du PIB à -6.5% T4/T4 à la fin 2020, le taux de chômage à 9.3% (on est déjà à 8.4%) et l'inflation sous-jacente à 1.0% sur un an. Tous ces chiffres devraient être revus à la hausse tant le rebond technique des derniers mois a surpris à la hausse. Cela étant, on ne s'attend pas à ce que Jerome Powell fasse étalage d'un grand optimisme. Sa position, comme elle de ses collègues, est que l'économie US n'est pas encore revenue sur une tendance de croissance qu'on peut juger soutenable.
- La liste des publications statistiques est longue : production industrielle (le **15**), ventes au détail (le **16**), construction résidentielle (le **17**), tout cela pour le mois d'août. La reprise devrait se poursuivre en général toutefois à un rythme moins rapide que les derniers mois. Les premières données pour septembre seront les indices de confiance manufacturière à New York (**15**) et Philadelphie (**17**) et l'indice de confiance des ménages de l'Université du Michigan (**18**).



Annexe 1 - Marché du travail



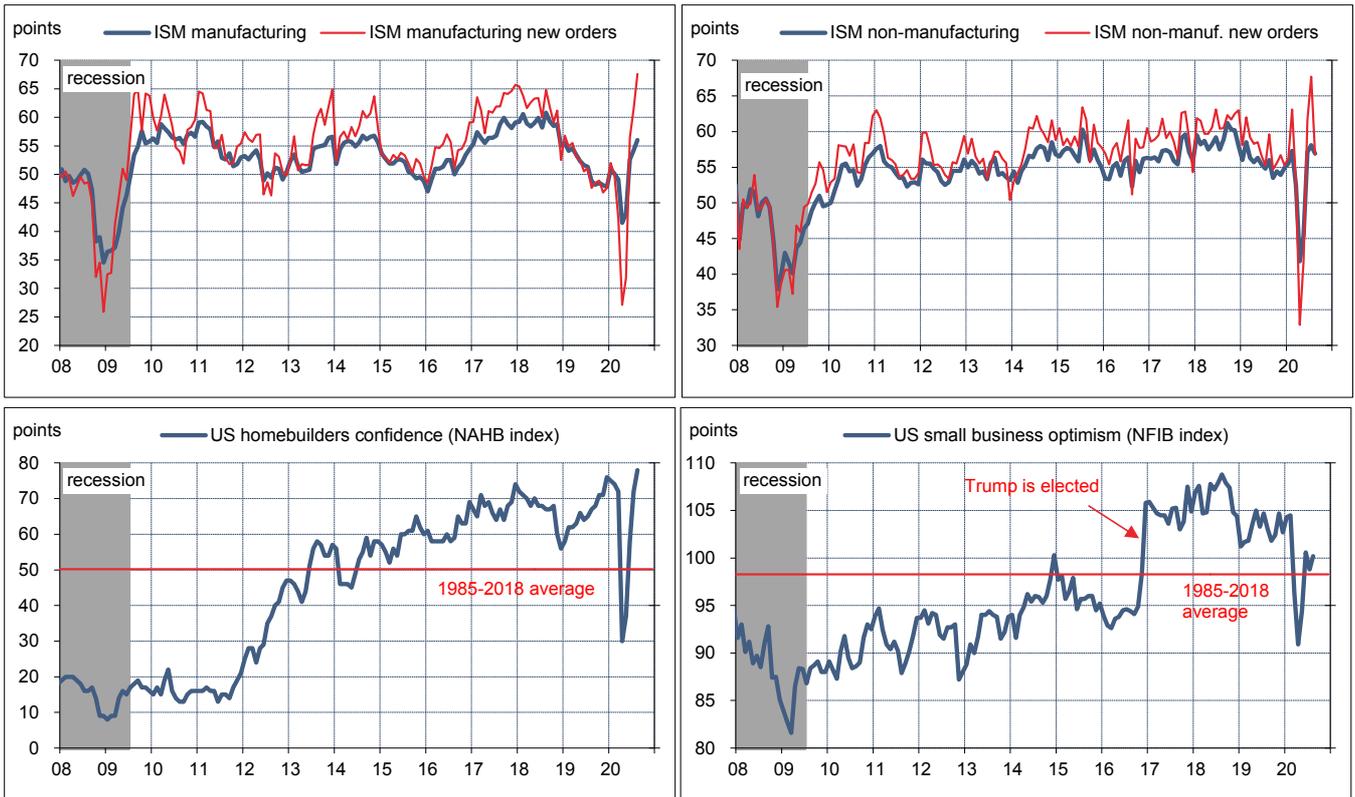
Annexe 2 - Consommateur



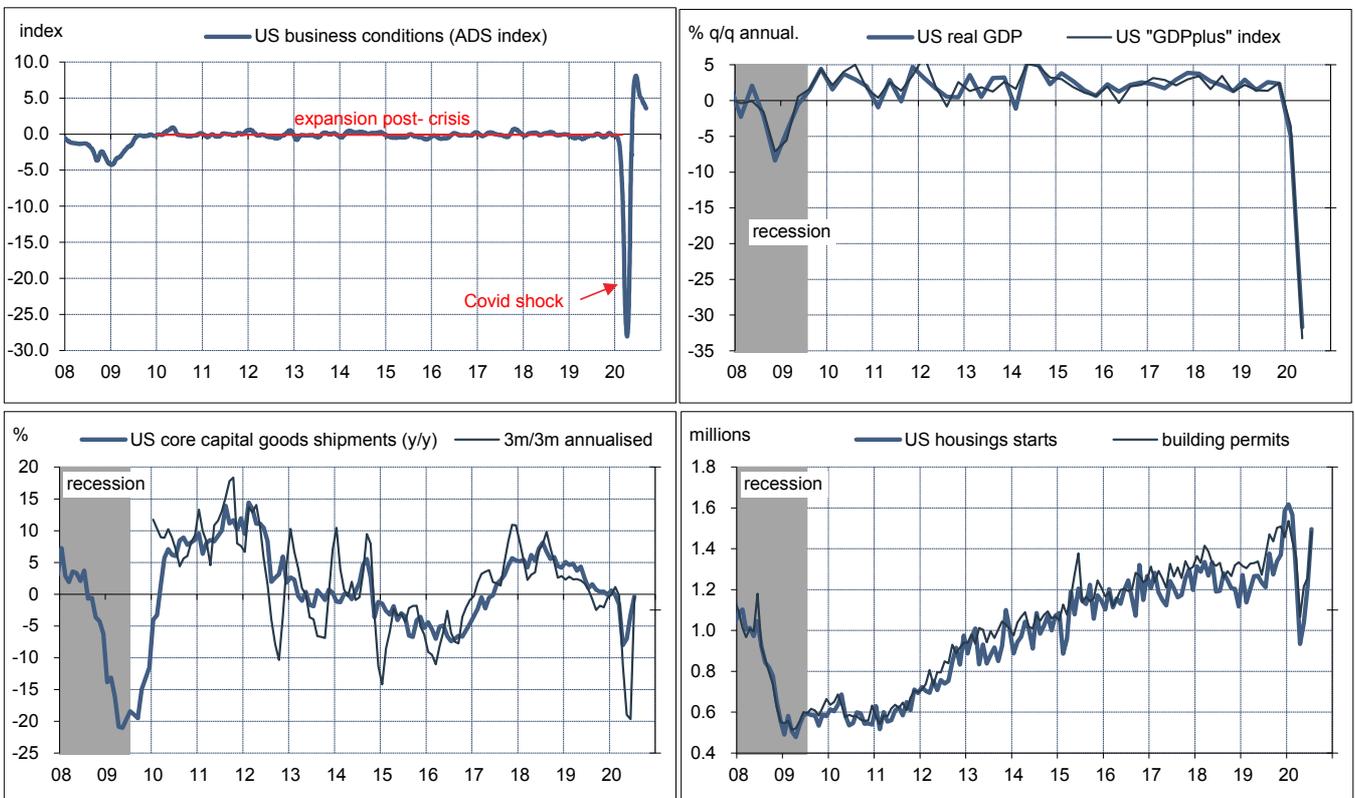
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



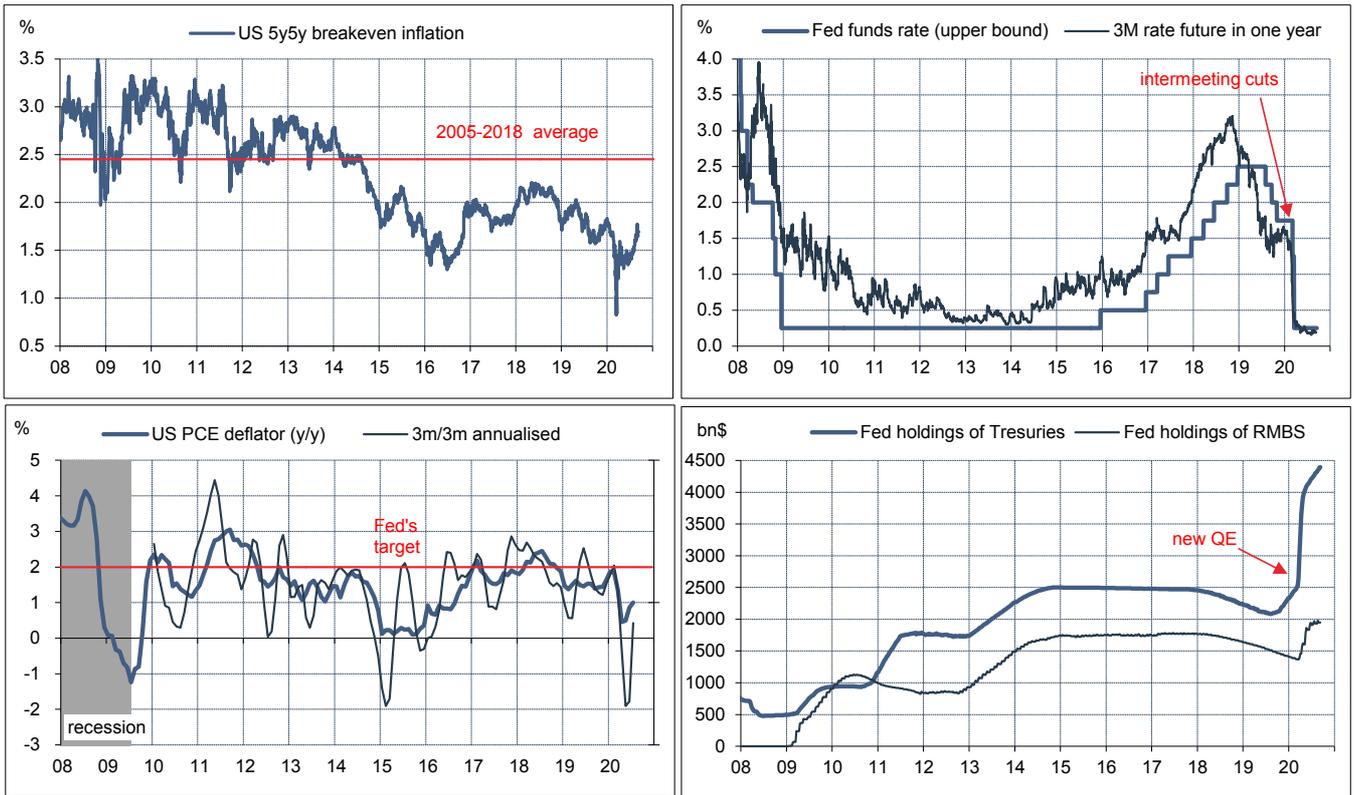
Annexe 4 - Conditions d'activité



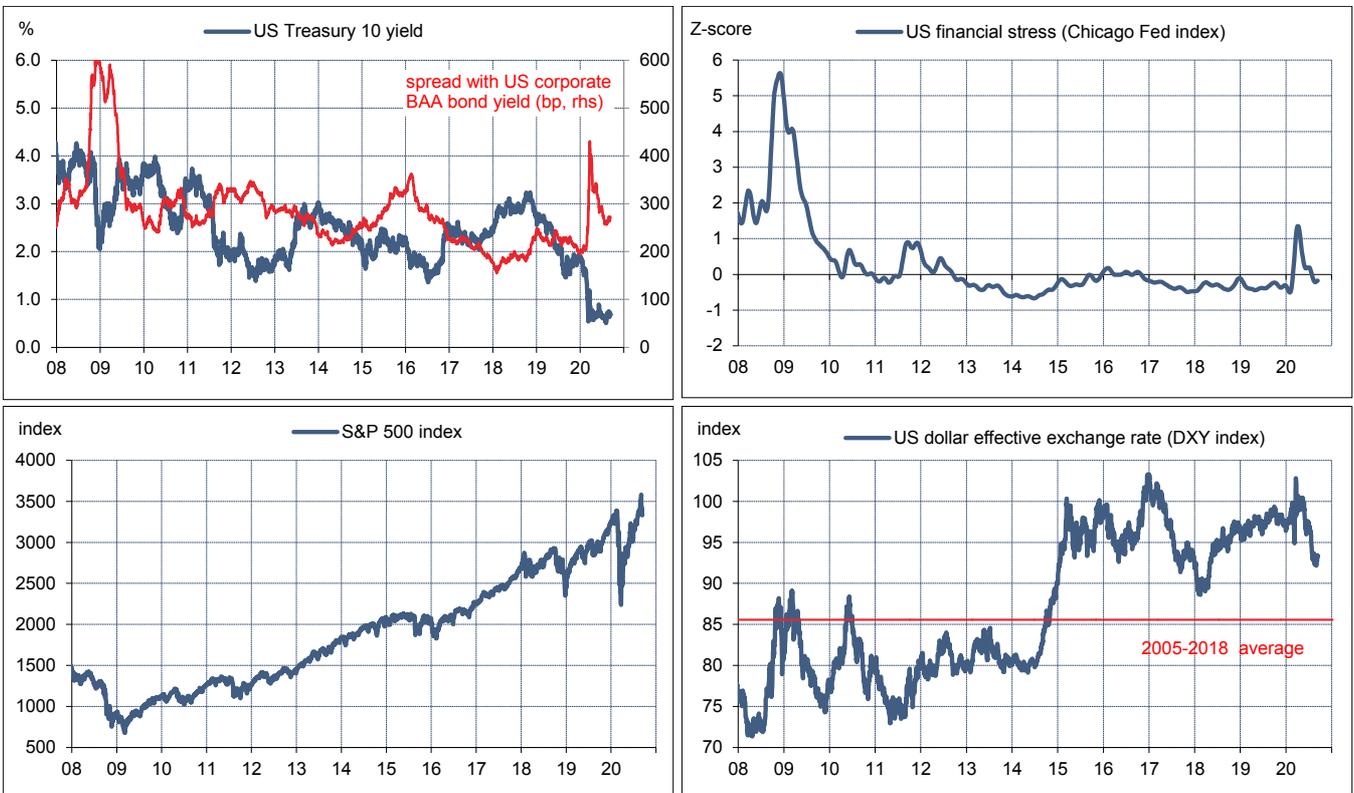
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Odco BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).
Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclairville, Président (pbouclairville@oddonny.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.