

Elections américaines : le poids du contexte, le choc des programmes

Jean-Marc Lucas

Le 4 novembre prochain, les Américains se rendront aux urnes pour élire leur quarante-quatrième président. John McCain, le républicain, et Barack Obama, le démocrate, ont gagné le droit de représenter les deux grands partis, au terme d'élections primaires disputées. Dans cet article, nous cherchons à présenter le contexte dans lequel cette élection se tient, ainsi que les principaux projets économiques dessinés par les candidats (même si, naturellement, les électeurs auront aussi d'autres préoccupations à l'esprit lorsqu'ils formeront leur choix).

Le contexte économique dans lequel ce scrutin a lieu, particulièrement morose, influence naturellement les débats. Les ménages américains ont montré, au fur et à mesure que l'échéance approchait, combien les questions économiques figuraient au premier rang de leurs préoccupations, avec la situation en Irak. La situation conjoncturelle actuelle, particulièrement dégradée, a d'ailleurs provoqué un effondrement de la confiance des ménages depuis l'été 2007, qui traduit leurs inquiétudes du moment.

Au-delà des circonstances conjoncturelles, certains points faibles structurels de l'économie américaine sont apparus de façon plus visible au cours des dernières années, concourant probablement aussi à rendre les électeurs moins optimistes qu'à d'autres occasions ; on peut notamment citer le retournement de l'immobilier, la crise du *subprime* qui en a résulté, la déprime du secteur automobile, ou encore la faiblesse historique du dollar.

Le choix des électeurs sera aussi naturellement fondé sur l'appréciation des programmes des deux candidats. Nous préciserons leurs propositions concernant les thèmes qui se situent au cœur du débat : la fiscalité, le système de santé, ou encore la politique commerciale. Quels sont les points de convergence et de divergence constatés ? En quoi les idées avancées paraissent-elles cohérentes ou pas avec la situation économique actuelle ?

Le contexte conjoncturel : les électeurs au centre de la déprime économique, un président impopulaire

L'économie et la situation en Irak dominent les sondages

Si les questions économiques occupent toujours une place significative lors d'une grande élection nationale, il est cependant évident que ce thème a gagné du terrain au cours des derniers trimestres. Le contraste avec l'élection de 2004, où le duel entre George W. Bush et John Kerry avait davantage porté sur la sécurité nationale, la guerre en Irak, voire les valeurs, est palpable.

Ce recentrage sur les thèmes économiques n'est pas surprenant. Alors que le thème de la guerre en Irak a perdu de sa prédominance, en raison de la mise en place d'un pouvoir irakien et d'un certain reflux des violences, les thèmes économiques ont logiquement gagné du terrain dans un contexte de retournement immobilier, de crise financière et de fort renchérissement des matières premières.

Au vu des sondages menés par l'institut Gallup, les principaux thèmes privilégiés par les électeurs sont, par ordre d'importance décroissante : l'économie ; la situation en Irak ; l'éducation ; le fonctionnement du gouvernement ; le système de santé. Des divergences notables existent cependant selon le camp considéré. Les électeurs républicains mettent davantage en avant les thèmes du terrorisme et des valeurs morales, tandis que les démocrates se focalisent plus sur la situation en Irak et le système de santé. Quant aux indépendants, ils se montrent prioritairement préoccupés par l'économie et

la situation en Irak. Au final, les sondages suggèrent que l'économie et l'Irak sont les deux thèmes dominants, le premier semblant assez logiquement avoir gagné en importance relativement au second au cours des derniers mois (cf. graphique 1).

Les électeurs au coeur des évolutions négatives récentes

Le contexte économique joue *a priori* un rôle d'autant plus important cette année que le ralentissement affecte tout particulièrement les ménages. Ceux-ci se trouvent, en effet, directement concernés par les évolutions les plus négatives en cours :

■ Les pertes d'emplois. Les effectifs hors secteur agricole ont régulièrement diminué depuis le début de cette année (-73 000 par mois en moyenne entre janvier et juin), en raison de pertes d'emplois dans la construction et les secteurs les plus cycliques (industrie manufacturière, services aux entreprises, etc.). Pour l'instant, les baisses demeurent, cependant, modérées par rapport à celles qui sont généralement constatées à l'occasion de récessions. En parallèle, le taux de chômage a remonté de façon sensible ; il s'établissait à 5,5% en juin, plus d'un point au-dessus du creux observé l'an dernier (cf. graphique 2).

■ Le retour de l'inflation. Les ménages sont sensibles aux variations de prix à la consommation en général, et à celles de prix de l'énergie en particulier. Or la hausse des prix à la consommation sur un an a dépassé 4% au premier trimestre (et devrait rester au-dessus de ce seuil d'ici à l'élection), un rythme supérieur aux gains salariaux horaires, tandis que le prix d'un gallon d'essence a dépassé 4 USD au début du mois de juin, un niveau de plus du double de celui qui prévalait il y a encore quelques années (jusqu'en 2004) (cf. graphique 3). Reflétant ces développements, les anticipations d'inflation formées par les ménages se sont redressées, très fortement à un horizon de 1 an, un peu moins à un horizon de 5-10 ans⁽¹⁾. Le ressenti des consommateurs américains face au choc actuel peut être d'autant plus violent, en comparaison des consommateurs européens, que ces derniers bénéficient sur ce plan de la valeur élevée de l'euro.

■ La crise immobilière. A l'origine des maux actuels se trouve le retournement du marché immobilier, initié à partir du milieu de l'année 2005. Les ménages pâtissent de ce retournement de différentes façons : a) en voyant leur patrimoine érodé par la baisse des prix lorsqu'ils sont propriétaires⁽²⁾ ; b) en subissant la saisie de leur bien lorsqu'ils ne sont plus en mesure de faire face à leurs échéances⁽³⁾.

■ Des cours boursiers chahutés. La crise financière qui s'est déclenchée à partir de l'été 2007 s'est notamment traduite par le repli des marchés actions. La valorisation du patrimoine des ménages a ainsi été affectée par un double choc, immobilier et financier. Selon les comptes financiers relatifs au quatrième trimestre 2007 et au premier trimestre 2008, les actifs des ménages ont ainsi diminué au cours des deux derniers trimestres, pour la première fois depuis 2002 (cf. graphique 4).

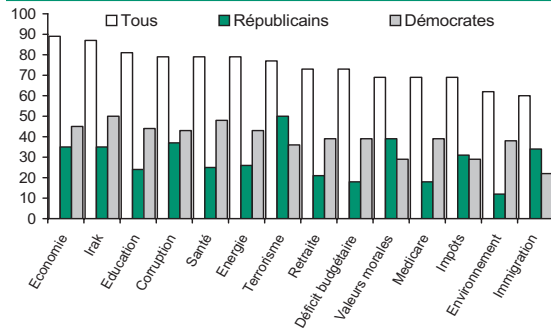
Autrement dit, parmi les périodes de dégradation économique, la phase actuelle affecte sans doute plus que d'autres les ménages, et moins les entreprises (tout au moins en dehors des secteurs les plus éprouvés). A *contrario*, les entreprises industrielles semblent mieux tirer leur épingle du jeu que lors d'autres épisodes de net ralentissement. Cela s'explique notamment par le fait que le secteur industriel, ouvert sur l'extérieur, est mieux positionné que d'autres pour tirer parti de la résistance relative de l'économie mondiale (comparativement à celle des Etats-Unis) et de la dépréciation record du dollar.

Ce constat se retrouve dans les évolutions récentes des indicateurs de confiance. A partir de l'été dernier, la confiance des ménages a plongé. L'indice de l'Université du Michigan est passé de 90,4 en juillet 2007 à 56,4 en juin 2008, atteignant ainsi son plus bas niveau depuis 1980 (alors que le ralentissement de la croissance n'a évidemment rien montré de comparable). Dans le même temps, l'indice PMI de confiance du secteur manufacturier n'a diminué que de façon très progressive, de 52,3 à 50,2 (cf. graphique 5).

Un président impopulaire

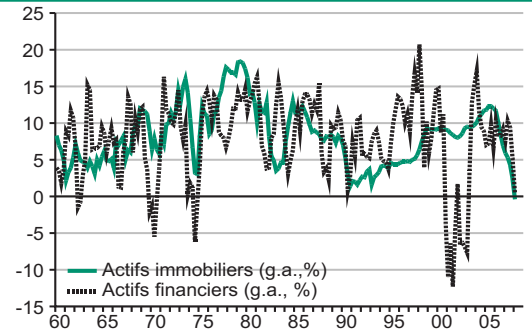
La popularité du président Bush a, récemment, atteint ses plus bas niveaux depuis le début de sa présidence. Les sondages réalisés par Gallup entre le

Thème le plus déterminant pour l'élection



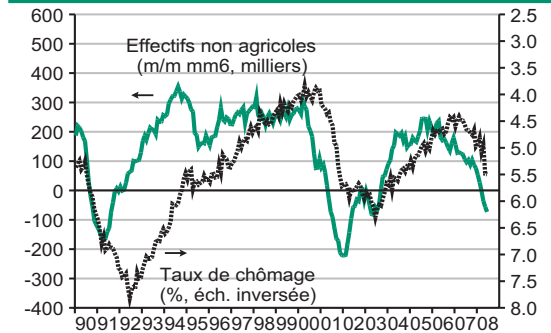
Graphique 1 Source : USA Today/gallup(8-10 fév.2008)

Actifs financiers et immobiliers des ménages



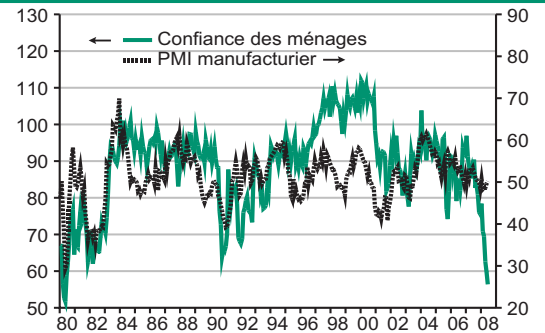
Graphique 4 Source : Réserve Fédérale

Effectifs et taux de chômage



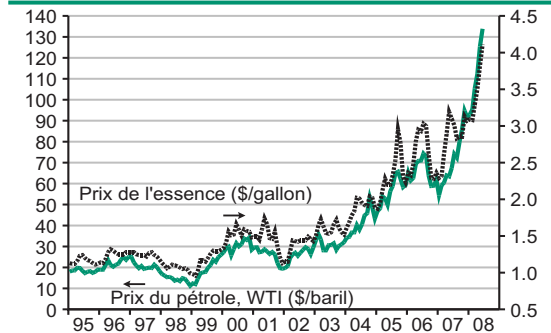
Graphique 2 Source : Bureau of Labor Statistics

Confiance des ménages et PMI manufacturier



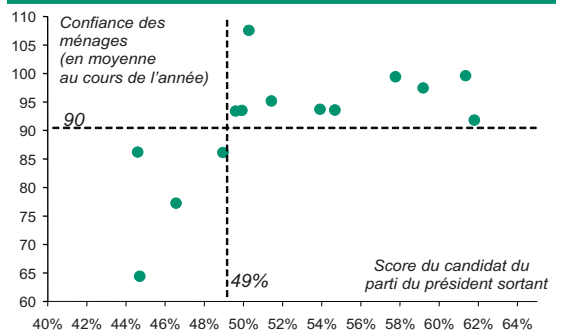
Graphique 5 Sources : Université du Michigan, ISM

Prix de l'essence et cours du pétrole



Graphique 3 Sources : US Department of Energy, Reuters

Score du parti sortant et confiance des ménages



Graphique 6 Sources : US Electoral Vote College, Univ.Michigan

20 janvier et le 19 avril indiquent seulement 31% d'opinions favorables. Depuis que Gallup conduit cette étude, seuls les présidents Truman, Nixon et Carter ont connu des popularités aussi faibles, eux aussi au cours des derniers mois de leurs présidences respectives⁽⁴⁾.

Plusieurs constats permettent probablement d'expliquer cette impopularité :

- Un contexte conjoncturel très défavorable, et qui affecte tout particulièrement les ménages.

- L'absence de réforme majeure. Contrairement à ce qui avait été annoncé, aucune réforme d'ampleur au sujet des retraites ou de la santé n'a abouti pendant la présidence Bush.

- Les difficultés internationales. La guerre en Irak ne jouit plus, aujourd'hui, du soutien dont elle bénéficiait au moment de son éclatement, en 2003.

- La détérioration des finances publiques. Le déficit public devrait s'établir autour de 3,5% en 2009 alors qu'un excédent était dégagé au début des années 2000. De surcroît, alors que George W. Bush envisageait un recul du poids de l'Etat central, le budget fédéral a augmenté de façon significative, passant de 18,2% du PIB en 2000 à 20,9% en 2009 (selon le projet de budget).

Quel impact du contexte conjoncturel sur le choix des électeurs ?

L'idée, intuitive, selon laquelle les électeurs tiennent compte au moment du vote des évolutions économiques récentes, en matière de croissance, d'inflation ou encore de chômage, semble se vérifier. Toutes choses égales par ailleurs, la liaison entre le pourcentage de voix reçues par le candidat issu du parti "sortant" paraît dépendre positivement de la croissance de l'emploi (ou du PIB, des revenus), et négativement de l'inflation⁽⁵⁾.

Considérer le jugement synthétique des ménages sur l'état de l'économie, via les indicateurs de confiance, offre un raccourci intéressant. Depuis 1952, première année d'élection présidentielle pour laquelle on dispose des chiffres de confiance des ménages calculés par l'Université du Michigan, les résultats du vote populaire peuvent être répartis en deux groupes, par rapport à la fois à un niveau de score du candidat du parti sortant (49%) et un niveau de confiance des ménages (90).

Lorsque l'indice de confiance des ménages s'est établi en moyenne en deçà de 90 au cours de l'année présidentielle, jamais le candidat du parti sortant n'a pu rassembler plus de 49% des suffrages populaires. A *contrario*, au-delà de ce niveau de confiance, jamais le candidat du parti sortant n'a reçu moins de 49,5% des suffrages (cf. graphique 6, page 5).

Ce constat d'un lien assez clair, dans le passé, entre l'état de l'économie tel que ressenti par les ménages et le résultat du vote populaire est d'autant plus intéressant cette année, où la confiance des ménages s'est effondrée. Sur les six premiers mois de l'année, l'indice de confiance de l'Université du Michigan s'est établi en moyenne à 66, ce qui rend l'hypothèse qu'il atteigne 90 en moyenne plus qu'improbable. Au final, il semble naturel de penser que le contexte économique sera défavorable au candidat républicain.

Ajoutons à cela que la forte impopularité du président actuel n'est pas non plus favorable à son camp. A chaque fois que des présidents ont affiché des taux d'opinions favorables aussi faibles que George W. Bush, depuis que Gallup teste la popularité des présidents (Truman, Nixon et Carter), la majorité présidentielle a basculé lors de l'élection suivante. Les sondages réalisés pour l'instant penchent également, dans l'ensemble, vers cette hypothèse, Barack Obama étant pour l'instant plus fréquemment donné vainqueur que John McCain⁽⁶⁾.

Pour autant, tous ces éléments d'information doivent naturellement être considérés avec la plus grande prudence. Premièrement, le débat entre Barack Obama et John McCain ne fait que commencer (en particulier, les débats télévisés n'ont pas encore eu lieu). Deuxièmement, le long processus de primaires au sein du camp démocrate a pu diviser les électeurs de ce camp davantage qu'à d'autres occasions, tandis que John McCain a une image de républicain modéré, ou atypique, ayant à plusieurs reprises tenu des positions non majoritaires au sein de son parti. Troisièmement, les caractéristiques personnelles des deux candidats sont plus contrastées qu'à l'habitude et pourraient donc avoir plus d'impact : l'un est métis, quadragénaire, peu expérimenté, quand l'autre est blanc, septuagénaire et sénateur depuis plusieurs décennies. Enfin, pour la première fois depuis 1928, aucun candidat sortant,

président ou vice-président, ne se présente devant les électeurs, ce qui rend la liaison avec l'administration précédente moins évidente.

Au-delà des circonstances conjoncturelles, les dernières années ont mis en lumière plusieurs des points de faiblesse structurelle de l'économie américaine, qui ne sont d'ailleurs pas sans conséquence sur la tonalité des débats. Ces failles sont sans doute d'autant plus facilement remarquables que l'économie américaine voit inévitablement son poids dans l'économie mondiale diminuer avec le temps, du fait du développement rapide de nombreux pays émergents.

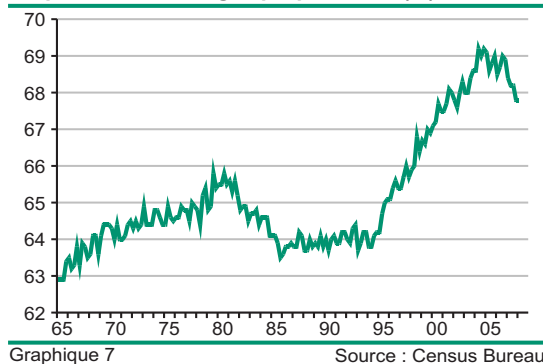
Le contexte structurel : l'ombre d'un doute sur le modèle américain

La crise immobilière : une société de propriétaires, jusqu'où ?

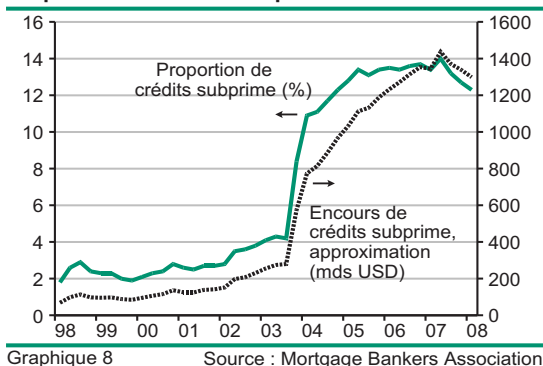
L'immobilier, à l'origine du retournement conjoncturel, n'est sans doute pas un secteur comme un autre. Accéder à la propriété est un but pour nombre de ménages, et ce but avait semblé devenir plus accessible au cours des dix ou quinze dernières années. Alors que le taux de propriétaires avait évolué dans un intervalle très réduit durant trois décennies (entre 63% et 66% de 1965 au milieu des années 1990), il s'est par la suite rapidement accru, gagnant cinq points de pourcentage en l'espace de seulement dix ans, pour atteindre un niveau record (de 64% en 1994 à 69% en 2004) (cf. graphique 7).

Si cet accès plus large à la propriété a résulté, pour une part, d'évolutions saines, dans la deuxième moitié des années 1990 (modération des taux d'intérêt réels, bonne tenue des revenus réels), la hausse sur la période plus récente a aussi, en partie, résulté de l'expansion du segment *subprime* des crédits hypothécaires. Sans la diffusion de ces crédits plus risqués, proposés à des populations *a priori* moins solvables, nul doute que la progression du taux de propriétaires aurait été moins impressionnante. Si le segment du *subprime* ne représente qu'une fraction modeste de l'ensemble des crédits hypothécaires (12,3% au vu de la dernière

Proportion de ménages propriétaires (%)



Proportion de crédits subprime



enquête de la Mortgage Bankers Association (MBA), après un pic de 14,0% au deuxième trimestre 2007), son influence sur l'expansion du marché hypothécaire au cours de la décennie passée a été nettement plus significative, du fait de son dynamisme (cf. graphique 8). Ainsi, la hausse du nombre de crédits *subprime* représente-t-elle près du quart (23,8%) de la progression totale de crédits hypothécaires sur cette période.

Le retournement immobilier à l'œuvre depuis bientôt trois ans et ses conséquences en cascade (la montée en flèche des taux de défaut et des taux de saisie, la crise du segment *subprime* du marché hypothécaire, les perturbations financières) ont naturellement remis en cause les fondements des crédits *subprime* et souligné que la proportion de ménages propriétaires n'avait sans doute pas pour vocation d'atteindre les 100%.

Finances publiques : de l'excédent au déficit

Les finances publiques se sont détériorées de façon sensible sous le double mandat de George W. Bush. Alors qu'au tournant du siècle (1998-2001), après des années de forte croissance, la situation budgétaire était excédentaire, le déficit public devrait atteindre environ 3,0% du PIB en 2008 et se creuser davantage en 2009 (cf. graphique 9). Les causes de cette dégradation sont multiples :

- Les baisses d'impôts décidées par George W. Bush lors de son premier mandat, en 2001 et 2003, ont limité de façon durable les recettes budgétaires.

- Le ralentissement de la croissance qui s'est matérialisé à partir de 2007 pèse aussi, bien entendu, sur les recettes de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les bénéfices, en même temps qu'il soutient les dépenses, que ce soit de façon mécanique (hausse des allocations chômage, par exemple) ou que cela résulte de la volonté du législateur (plan de relance, par exemple).

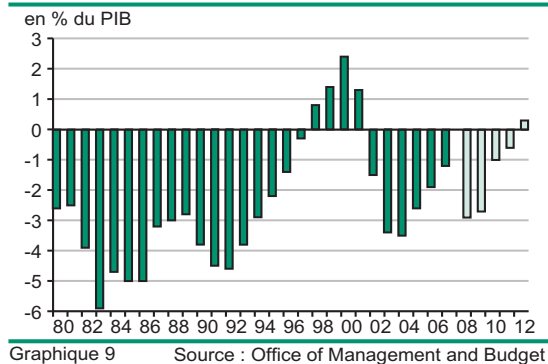
- Au-delà de ses conséquences humaines, la guerre en Irak a aussi contribué significativement à la détérioration des finances publiques, même s'il est délicat d'estimer dans quelle mesure. Le budget dédié à la sécurité intérieure a également été fortement accru dans le courant de la décennie.

Le poids des déséquilibres extérieurs

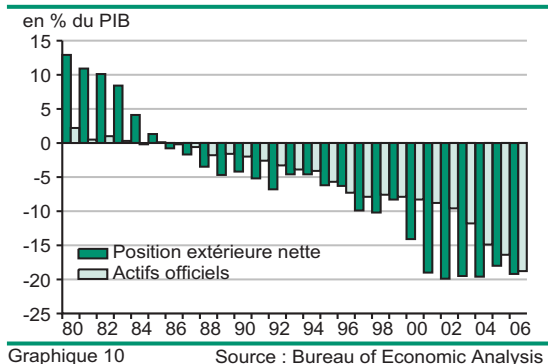
La balance courante américaine est très lourdement déficitaire, même si les évolutions récentes (ralentissement de la demande intérieure, dépréciation du dollar) ont concouru à mettre un terme au creusement qui s'opérait année après année depuis le début des années 1990. Le déficit atteignait 739 milliards de dollars en 2007, ou 5,3% du PIB (après un pic de 6,2% en 2006).

L'accumulation des déficits courants implique une position extérieure nette très lourdement déficitaire, de l'ordre de 2 500 milliards de dollars en 2006, soit 19% du PIB (cf. graphique 10). Autrement dit, les actifs étrangers détenus aux Etats-Unis excèdent à hauteur de quasiment 20% du PIB les actifs américains détenus à l'étranger, un déséquilibre historique. Il est à noter, cependant, que la position extérieure nette a été

Déficit public



Position extérieure nette



stabilisée depuis 2001, grâce en partie à la dépréciation régulière du dollar (laquelle valorise davantage les actifs américains détenus à l'étranger). Par ailleurs, en dépit de cette position extérieure fortement déficitaire, la balance des revenus demeure excédentaire (+74,3 milliards de dollars en 2007), soulignant toujours un rendement des actifs américains détenus à l'étranger sensiblement plus élevé que celui des actifs détenus aux Etats-Unis par l'étranger.

Traduisant pour partie ces déséquilibres sans précédents (et, sur la période la plus récente, la détérioration conjoncturelle et l'assouplissement consécutif de la politique monétaire), la dépréciation du dollar a été prononcée au cours des dernières années. Le taux de change effectif nominal du dollar contre un panier des principales devises a perdu plus du tiers de sa

valeur depuis le début de 2002 : cet indice est passé de 112,0 en février 2002 à 70,9 en juin de cette année, après avoir atteint 70,3 en mars, son plus bas niveau depuis que les taux de change sont flottants (1973). Depuis quelques années, le dollar a vu son importance relative par rapport à l'euro perdre du terrain, en matière de devise de transactions comme de devise de réserve, ou encore sur les marchés financiers.

La déprime du secteur automobile

La très emblématique industrie automobile américaine est en grande difficulté depuis plusieurs années. Certes, le marché automobile dans son ensemble est peu dynamique, subissant notamment le bond des prix de l'essence et de l'acier (moins violent pour les constructeurs basés en dehors des Etats-Unis, étant donné la dépréciation du dollar) et, sur la période récente, des conditions de crédit plus restrictives. Cependant, les constructeurs américains sont tout particulièrement touchés.

Ce secteur, autrefois symbole de la puissance économique américaine, voire d'un certain mode de vie, est devenu l'un des points faibles de l'économie nationale. Ceci est notamment illustré par la diminution régulière de la part de marché cumulée des "Big Three" (General Motors, Ford et Chrysler) : celle-ci s'établit désormais sous le seuil symbolique de 50%, une proportion assez voisine de celle détenue par le seul General Motors au début des années 1980. Les difficultés du secteur se traduisent également par le fait que le Michigan, où étaient traditionnellement concentrées les usines des constructeurs américains, est l'Etat qui présente aujourd'hui le taux de chômage le plus élevé des Etats-Unis (6,9% en avril 2008).

Certains facteurs structurels semblent expliquer une bonne part de ces déboires. En premier lieu, les gammes des constructeurs américains ne sont pas adaptées au contexte actuel, où le prix de l'essence bat record sur record, étant plus fournies que celles de leurs concurrents en véhicules peu économes (véhicules utilitaires de sport, 4x4). Dans la période récente, c'est sans surprise sur ces segments du marché que la diminution des achats a été la plus sensible, tandis que

les voitures plus économes résistaient bien mieux à la crise. La contraction du segment des véhicules fortement consommateurs d'énergie est d'autant plus pénalisante pour les constructeurs américains que les marges financières qui y étaient dégagées étaient plus élevées. En second lieu, le coût de la santé et des retraites pèse de façon significative sur les coûts de production des constructeurs locaux. En vertu d'accords signés l'an dernier avec le syndicat UAW (United Auto Workers), plus favorables aux entreprises, ces coûts seront moins pénalisants à l'avenir, mais à partir de 2010 seulement.

Les constructeurs ont désormais pris conscience de la nécessité d'un changement de modèle économique. Au début du mois de juin, le président de General Motors a ainsi annoncé la fermeture de quatre usines nord-américaines spécialisées dans les véhicules utilitaires de sport et les 4x4, d'ici à 2010. En parallèle, il a indiqué vouloir développer la production de véhicules plus petits et commercialiser un modèle complètement électrique à partir de 2010. La question est de savoir si ces changements produiront des résultats positifs suffisamment tôt, et si le retard pris par rapport à d'autres constructeurs pourra être comblé.

En dehors de l'automobile, d'autres secteurs emblématiques de l'économie américaine ont aussi vu leur position concurrentielle se détériorer au cours des dernières années ; on peut, notamment, citer le transport aérien, également fragilisé par le bond du coût de l'énergie, et le secteur bancaire, éprouvé par la crise du *subprime* et ses conséquences financières.

Un système de protection sociale à réformer⁽⁷⁾

Le thème de la protection sociale (santé, retraites) est revenu en force dans les débats au cours des dernières années, la soutenabilité du système étant remise en question par les évolutions structurelles en cours, comme dans beaucoup d'autres pays.

D'une part, le vieillissement de la population rend la soutenabilité du régime de retraite public (Social Security) problématique à l'horizon des prochaines décennies. D'autre part, ces mêmes tendances démographiques et, plus encore, les avancées techniques dans le domaine médical, concourent à

élever de façon marquée le coût de la santé, année après année. Cette évolution pèse sur la bonne tenue des finances publiques, à travers le coût des programmes Medicare et Medicaid, et met sous pression la situation financière des agents privés, entreprises et ménages, qui voient le coût des primes de santé qu'ils acquittent croître à un rythme bien supérieur à celui de l'inflation ou des salaires depuis un certain nombre d'années.

En ce qui concerne l'impact de la hausse des coûts des principaux programmes de protection sociale sur les finances publiques, les projections du Congressional Budget Office (CBO) soulignent la nécessité d'une réforme. En l'état actuel des choses, selon le CBO, le coût conjugué des trois grands programmes de protection sociale passerait de 8,4% du PIB en 2007 à environ 14% en 2030 et 18% en 2050 (cf. graphique 11), une proportion qui équivaut à peu près à l'ensemble des dépenses actuelles. Dans le même temps, les autres catégories de dépenses (hors intérêts de la dette) n'augmenteraient pas forcément en proportion du PIB.

Une fois évoqué le contexte, nous nous tournons vers les programmes, ou du moins certaines parties emblématiques des programmes économiques des deux candidats, en essayant d'en pointer les points de convergence et de divergence majeurs. Nous nous concentrons sur les principaux thèmes abordés : la fiscalité, le fonctionnement du système de santé et le commerce international. Fréquemment, les mesures prônées portent la marque du contexte évoqué précédemment.

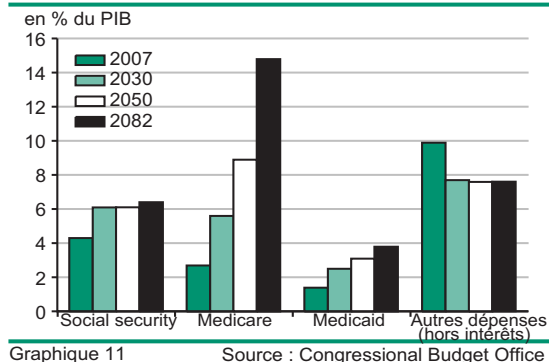
Quelles lignes de fracture sur les grands thèmes économiques ?

Fiscalité

Questions posées

La fiscalité est une ligne de fracture traditionnelle entre républicains, généralement partisans d'impôts plus légers, et démocrates. De façon générale, les interrogations clefs sont : faut-il globalement augmenter ou abaisser les

Dépenses fédérales projetées à long terme



prélèvements obligatoires ? Quels agents faut-il davantage ou moins taxer ? Quels modes de taxation précis faut-il privilégier ? Cette année, le débat fiscal porte tout particulièrement sur l'avenir du programme de baisses d'impôts lancé par George W. Bush au cours de son premier mandat, en 2001 et 2003⁽⁸⁾. Prévu pour durer jusqu'en 2010, ce programme s'éteindra par la suite en l'absence d'une nouvelle loi. La question se pose, dès lors, de savoir s'il faut ou non les pérenniser.

Propositions

Barack Obama indique vouloir revenir sur les baisses d'impôts décidées par George W. Bush qui profitent aux ménages les plus aisés, sans toucher aux autres. Il prévoit ainsi de ramener les deux taux marginaux d'imposition les plus élevés aux niveaux qui prévalaient avant 2001 (de 35% à 39,6% et de 33% à 36% respectivement), et de relever la taxation des plus-values (de 15% à 24%) et des dividendes (de 15% à 24%). En parallèle, Barack Obama allégerait les impôts des classes "moyennes", en instaurant un nouveau crédit d'impôt d'un montant de 500 dollars par personne et de 1 000 dollars par famille (*making work pay tax credit*) et en abrogeant l'*Alternative Minimum Tax* (AMT)⁽⁹⁾. Les pistes évoquées pour dégager des économies sont pour l'heure peu précises : limiter le caractère électorale des dépenses, renforcer leur efficacité par des appels d'offres plus concurrentiels et des innovations (technologie, management, négociations commerciales), mettre un terme à celles qui seraient jugées inefficaces. Barack Obama insiste aussi sur des questions

structurelles : le coût de la dette publique et la règle budgétaire du “pay-as-you-go”⁽¹⁰⁾, dont il prône le respect pour assainir les finances publiques.

A l’opposé, John McCain place la baisse de la fiscalité au cœur de son programme économique. Il veut rendre permanents les allègements décidés par George W. Bush, malgré son opposition passée à leur égard. Entre autres, le taux d’imposition des plus-values et des dividendes resterait donc de 15%. Le candidat républicain souhaite de surcroît mettre en œuvre d’autres allègements. Les ménages bénéficieraient notamment de la suppression de l’AMT, du relèvement de l’exonération fiscale par personne dépendante (de 3 500 à 7 000 dollars), d’un allègement des droits de succession (exonération en deçà de 10 millions de dollars, baisse du taux à 15%). Quant aux entreprises, elles verraient leur taux d’imposition passer de 35% à 25% et seraient incitées fiscalement à investir dans les équipements et la R&D. Par ailleurs, John McCain envisage de suspendre les taxes fédérales sur les carburants entre *Memorial day* (dernier lundi de mai) et *Labor day* (premier lundi de septembre), et de cesser d’alimenter les réserves stratégiques de pétrole pour ne pas contribuer à la hausse des cours. Les moyens de dégager des économies demeurent assez flous, pour l’instant (supprimer les programmes insuffisamment efficaces). Le candidat républicain veut par ailleurs rendre plus contraignante l’adoption éventuelle par le Congrès de hausses des prélèvements obligatoires, en imposant une majorité qualifiée des trois cinquièmes pour cela. Enfin, il planifie à terme une simplification drastique du système fiscal.

Synthèse, commentaire

La fiscalité met en lumière des divergences entre John McCain et Barack Obama. Le premier met la baisse de la fiscalité au cœur de sa stratégie économique ; il se montre en particulier favorable au maintien de l’intégralité des baisses d’impôts décidées par George W. Bush, et en projette d’autres. Le second compte ne pas pérenniser certains des allègements en question et cherche plus généralement à rendre le système fiscal plus progressif. Pour autant, les deux candidats tombent d’accord pour réclamer la

suppression de l’AMT, et Barack Obama ne remet pas en cause toutes les baisses d’impôts de 2001-2003, loin de là (notamment en matière d’impôt sur le revenu). Le candidat démocrate apparaît ainsi très prudent lorsqu’il propose seulement de relever l’impôt des ménages gagnant plus de 250 000 dollars par an.

Les programmes, relativement précis en matière de fiscalité, le sont nettement moins sur le plan des économies projetées en matière de dépenses, alors que les deux candidats se disent pourtant favorables à un assainissement des finances publiques. Sur le strict plan de la fiscalité, les déclarations d’intention du candidat républicain paraissent *a priori* plus défavorables à la maîtrise du déficit budgétaire : il propose davantage de baisses d’impôts et ne prône pas, comme son adversaire, la règle du “pay-as-you-go”. Cependant, Barack Obama semble plus enclin à accroître certaines dépenses publiques ; il veut en particulier investir de façon significative dans les technologies énergétiques (150 milliards de dollars sur dix ans) et les infrastructures routières.

La santé

Questions posées

Le mauvais fonctionnement du système de santé constitue l’une des principales préoccupations des électeurs, comme les sondages le soulignent. Ce système est à la fois plus coûteux que ceux des autres pays riches et partiel⁽¹¹⁾ (cf. graphiques 12 et 13, page 12). Non seulement le coût de la santé deviendra à long terme le plus gros fardeau budgétaire public, et de loin, mais il met dès aujourd’hui sous pression la situation financière des entreprises et des ménages. Quant aux performances du système, elles sont apparemment peu satisfaisantes, avec une espérance de vie et une mortalité infantile moins favorables que la moyenne de l’OCDE. Par ailleurs, le fonctionnement du système semble peu efficace à divers égards : les assurances santé d’entreprise ne sont pas “mobiles” d’un emploi à un autre et ne peuvent être conservées en cas d’inactivité ; les prix des médicaments sont élevés, et le gouvernement ne les négocie pas ; etc. Au final, le débat ayant trait à la santé comporte deux issues principales :

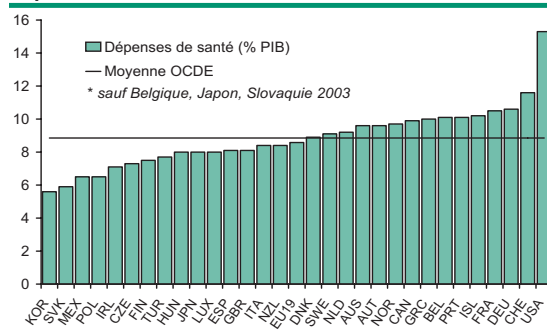
comment accroître la couverture de la population et éviter que 47 millions de personnes ne disposent pas d'assurance ? Comment pérenniser le financement du système ?

Propositions

Barack Obama met l'accent sur la progression de la couverture santé au sein de la population. Il projette, pour cela, de mettre à disposition de tous les ménages une nouvelle couverture santé publique, alors qu'à l'heure actuelle seules les personnes âgées, souffrant d'un handicap (*Medicare*) ou défavorisées (*Medicaid*) en ont la possibilité. Cette nouvelle couverture aurait les caractéristiques suivantes : une admissibilité garantie, un coût modéré, la possibilité de conserver cette assurance en cas de changement d'emploi. Des subventions seraient accordées aux ménages en deçà d'un certain niveau de revenu, pour les inciter à se couvrir. Cependant, la couverture ne serait obligatoire que pour les enfants. Un nouvel organisme (*National Health Insurance Exchange*) aurait pour objet d'aider les ménages à se munir d'assurances privées et de contrôler ce marché en introduisant des règles et des standards de qualité, pour en améliorer le rapport qualité/prix. Les entreprises qui ne contribueraient pas significativement à la couverture de leurs salariés se verraient taxées, au-delà d'un certain niveau de chiffre d'affaires. Certains programmes publics (*Medicaid*, *State Children's Health Insurance Program*) seraient renforcés, via l'abaissement des seuils d'éligibilité. Par ailleurs, en vue de mieux contrôler les dépenses, Barack Obama privilégie les pistes suivantes : des parcours de soins mieux établis ; une plus grande transparence sur les résultats et les coûts des opérateurs ; des investissements dans les systèmes d'information ; le renforcement de la concurrence sur les marchés du médicament⁽¹²⁾ et de l'assurance⁽¹³⁾.

John McCain souhaite, de son côté, continuer à s'appuyer sur le système actuel, où les assurances privées couvrent la majorité de la population. En vue de faciliter leur souscription, il veut mettre en œuvre un nouveau crédit d'impôt (de 2 500 dollars par personne seule et de 5 000 dollars par famille), réservant la possibilité aux ménages qui souscriraient une assurance

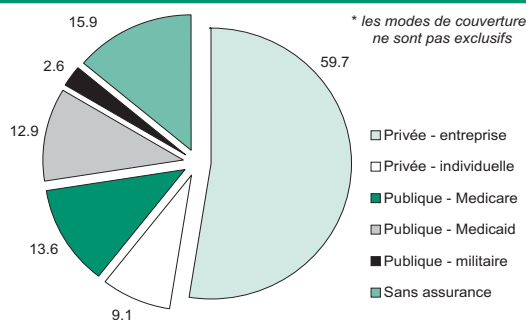
Dépenses de santé en 2006 *



Graphique 12

Source : OCDE

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



Graphique 13

Source : Census Bureau

moins coûteuse d'épargner le reliquat du crédit d'impôt sur un plan d'épargne santé. Par le biais de ces crédits d'impôt, John McCain poursuit différents objectifs : abaisser le coût de souscription, naturellement, mais aussi inciter les ménages à contracter une assurance santé directement, et non plus, comme c'est fréquemment le cas aujourd'hui, par le biais de leur employeur, en vue de rendre le marché plus concurrentiel et d'éviter que la couverture santé ne soit trop dépendante de l'emploi occupé. De façon générale, il insiste sur la liberté de choix des patients, souhaitant que ceux-ci décident eux-mêmes des options de couverture qu'ils veulent. John McCain souhaite également que les assurances deviennent mobiles, en cas de passage d'un emploi à un autre ou à l'inactivité. Pour les personnes dont la souscription d'une assurance

est problématique, notamment celles qui présentent des risques médicaux plus élevés, il souhaite développer, en partenariat avec les États, une assurance à accès garanti (*Guaranteed Access Plan*). Afin de dégager des économies en matière de dépenses de santé, John McCain cite des pistes généralement voisines de celles de Barack Obama, si l'on excepte son intention de réformer *Medicare* et *Medicaid* : la baisse du prix des médicaments, par le biais d'une concurrence accrue, du développement des génériques et des importations ; l'amélioration de la prévention et du traitement des maladies chroniques ; une meilleure coordination des soins ; une utilisation accrue des technologies de l'information ; un accroissement de la transparence des coûts et des performances.

Synthèse, commentaire

Le diagnostic porté par les deux candidats sur le fonctionnement du système de santé est similaire : tous deux le jugent trop coûteux, trop partiel, pas assez performant. Tous deux visent en conséquence les mêmes objectifs : accroître le taux de couverture de la population, abaisser les coûts, rendre les assurances santé plus "mobiles" d'une situation professionnelle à une autre.

Pour autant, les solutions proposées diffèrent de façon évidente. Barack Obama propose d'instaurer une nouvelle couverture de santé publique accessible à tous, de subventionner les ménages à bas revenus pour qu'ils puissent s'assurer, et de rendre obligatoire la couverture des enfants. John McCain veut au contraire continuer à s'appuyer sur le système actuel, construit autour des assurances privées, et insiste pour laisser aux ménages le soin de décider de leur niveau de couverture. Le crédit d'impôt qu'il veut leur octroyer a pour objet de renforcer les adhésions individuelles par rapport aux couvertures santé d'entreprise, qui dominent le marché, pour fortifier la concurrence sur le marché des assurances et limiter la dépendance de la couverture santé à l'emploi. Les deux candidats se retrouvent, en revanche, sur divers moyens d'abaisser le coût de la santé (renforcer la concurrence sur les marchés du médicament et des assurances, recourir davantage aux technologies de l'information, mieux définir les parcours de soins, etc.).

La politique commerciale

Questions posées

Comme souvent en période de marasme économique et de campagne électorale, les relations commerciales sont présentes dans le débat, et les déficits commerciaux les plus spectaculaires parfois montrés du doigt. Dans ce contexte, les principales questions qui se posent sont : faut-il faciliter davantage le libre-échange par le biais de nouveaux accords commerciaux, ou les accords commerciaux doivent-ils être plus largement conditionnés à des critères sociaux ou environnementaux ? L'Accord de Libre-Echange Nord-Américain (ALENA) doit-il être conservé en l'état ou renégocié ?

Propositions

Barack Obama estime que l'ALENA et ses avantages ont été excessivement mis en valeur et souhaite renégocier cet accord avec les dirigeants canadiens et mexicains. Il abonde ainsi, au moins partiellement, dans le sens de ceux qui rendent cet accord responsable de pertes d'emplois dans le secteur industriel. Il insiste pour que soient développées des relations commerciales davantage soucieuses des droits sociaux et des problèmes environnementaux. Pour autant, Barack Obama ne veut pas apparaître comme opposé à l'idée de développement des échanges ; il est, notamment, favorable à la conclusion d'accords au sein de l'Organisation mondiale du Commerce (OMC). Il annonce, par ailleurs, vouloir lutter contre les barrières non tarifaires qui limitent les exportations américaines et les subventions que touchent les exportateurs étrangers.

John McCain s'affiche comme un franc partisan du libre-échange. De façon générale, il souhaite que les barrières commerciales soient abaissées, insistant sur le fait que les produits américains doivent pouvoir accéder plus facilement aux marchés étrangers (puisque c'est à l'étranger que se situent les marchés les plus prometteurs). Dans cette perspective, il est favorable à la signature de nouveaux accords commerciaux, qu'ils soient multilatéraux, régionaux ou bilatéraux. Il se montre, en particulier, très favorable à l'ALENA.

Synthèse, commentaire

Le thème du commerce international paraît assez discriminant, au moins sur le plan de la rhétorique, entre les deux candidats. Alors que John McCain s'affiche comme un partisan du libre-échange, Barack Obama est plus enclin à souligner les répercussions négatives d'échanges commerciaux insuffisamment régulés. Dans le courant de cette année, le Congrès à majorité démocrate s'est d'ailleurs déjà montré réticent vis-à-vis de certains accords, décidant notamment de ne pas donner suite à des projets d'accords commerciaux avec la Colombie et la Corée du Sud.

Le léger regain de protectionnisme, qui a par moments transpiré dans certains discours, pendant les élections primaires, peut paraître "étonnant" à divers titres (bien que finalement peu surprenant dans le contexte d'une élection) :

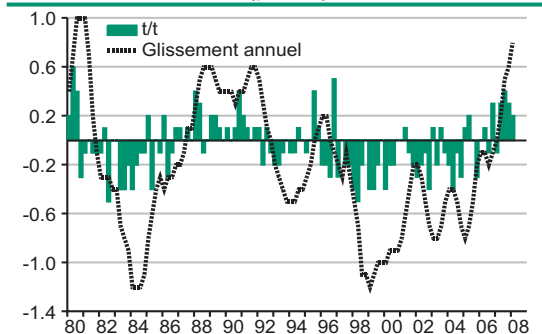
- Le commerce extérieur fait justement partie des rares éléments qui limitent actuellement l'ampleur du retournement conjoncturel subi par les Etats-Unis. La contribution des échanges extérieurs à la croissance a été positive en 2007, pour la première fois depuis 1995. Au début de cette année, calculée sur les quatre derniers trimestres, elle a atteint 0,8 point, un record depuis 1981 (cf. graphique 14). Or la mise en place de mesures protectionnistes appelle généralement des réponses similaires, susceptibles d'affecter en retour le dynamisme des exportations.

- Du fait des larges déficits courants constatés depuis plusieurs années (et encore attendus à l'avenir), des flux de capitaux entrants doivent être enregistrés en parallèle. Dans ce contexte, un discours protectionniste vis-à-vis des investisseurs étrangers (fonds souverains, etc.) peut également paraître assez peu adapté.

- Les critiques en provenance du camp démocrate vis-à-vis de l'ALENA peuvent paraître d'autant plus surprenantes que celui-ci, conclu en 1994, a généralement été considéré dans le passé comme l'une des réussites économiques de la présidence Clinton.

- Les difficultés conjoncturelles actuelles ne se limitent pas à une activité déprimée : les pressions inflationnistes sont également soutenues. Or, en ce qui concerne ce point, un coup de frein aux importations de biens en provenance d'économies à

Contribution des échanges extérieurs à la croissance du PIB (points)



Graphique 14

Source : Bureau of Economic Analysis

faibles coûts de main-d'œuvre aurait, toutes choses égales par ailleurs, tendance à favoriser les hausses de prix, en diminuant la partie de l'offre qui est meilleur marché.

Autres thèmes

Parmi les autres thèmes économiques, ceux ayant trait au marché immobilier et au marché du travail sont sans surprise également présents dans les discours de campagne, alors que la crise immobilière se poursuit et que les effectifs salariés diminuent depuis le début de l'année.

Marché immobilier

En ce qui concerne le marché immobilier résidentiel, les deux candidats jugent que le marché du crédit hypothécaire doit être mieux surveillé et consentent à venir en aide aux ménages en difficulté, sous certaines conditions tout du moins. Barack Obama veut améliorer les pratiques sur le marché du crédit hypothécaire, via l'instauration d'un document simplifié permettant aux emprunteurs d'être conscients du coût de leur crédit et de pouvoir comparer facilement plusieurs offres. Un fonds serait par ailleurs créé pour aider les personnes en difficulté à refinancer leur crédit. John McCain, de son côté, souhaite mettre en place une "task force" qui aurait pour objet d'identifier les pratiques abusives en matière de crédits hypothécaires, pour que la justice s'en saisisse. Il proposerait aux ménages ayant des difficultés

à rembourser leur prêt hypothécaire et, remplissant certaines conditions⁽¹⁴⁾, de substituer à leur crédit actuel un nouveau crédit à taux fixe à 30 ans, garanti par la *Federal Housing Administration*.

Marché du travail

Sur le marché du travail, les évolutions prônées sont fort distinctes. Barack Obama insiste au premier chef sur le niveau jugé insuffisant des rémunérations, dans un contexte de prix élevés ; il prône, en conséquence, un relèvement du salaire minimum et son indexation sur l'inflation. Il compte également accroître le montant d'un crédit d'impôt destiné aux ménages qui travaillent et disposent de revenus modestes (*Earned Income Tax Credit*). Il insiste aussi sur la protection des droits des salariés syndiqués et des salariés en grève. John McCain, pour sa part, met l'accent sur la réforme, qu'il juge nécessaire, du système d'assurance chômage ainsi que sur la formation des salariés, notamment au-delà de 55 ans.

relever certains et favoriser une plus grande redistribution. En matière de santé, le premier veut aménager le système existant, bâti autour des assurances privées, quand le second souhaite la mise en place d'une nouvelle couverture publique. Les clivages classiques entre républicains et démocrates perdurent.

Quelle que soit l'issue du vote du 4 novembre, le quarante-quatrième président fera face à une situation conjoncturelle au mieux convalescente, à de fortes attentes en matière de réforme, et à une situation extérieure toujours compliquée.

jean-marc.lucas@bnpparibas.com



Le contexte dans lequel se déroule la campagne présidentielle est morose, pour des raisons conjoncturelles mais aussi peut-être parce que certains éléments du modèle de croissance américain des dernières années se trouvent remis en question. Il n'est donc pas surprenant que les deux candidats issus des primaires insistent, chacun à leur manière, sur le renouveau qu'ils souhaitent apporter et le peu d'attaches qu'ils entretiennent avec les administrations passées.

Leurs programmes économiques partagent certains objectifs, signalant des diagnostics parfois similaires. Tous deux jugent, notamment, que la réforme du système de santé est une priorité. Les réponses apportées demeurent, cependant, contrastées. En matière de fiscalité, John McCain insiste sur la nécessité de baisser les impôts, quand Barack Obama souhaite en

NOTES

(1) Selon l'enquête de l'Université du Michigan, les anticipations à 1 an se sont établies à 5,2% en mai (et 5,1% en juin), leur plus haut niveau depuis 1982 ; celles à 5-10 ans ont atteint 3,4%, en mai comme en juin, leur plus haut niveau depuis 1995.

(2) Selon l'indice S&P Case-Shiller qui porte sur vingt villes américaines, les prix ont régulièrement diminué entre août 2006 et avril 2008. A cette date, les prix étaient 15,3% plus bas qu'un an auparavant.

(3) Au vu de l'enquête de la Mortgage Bankers Association (MBA), le stock de saisies représentait 2,5% de l'ensemble des crédits à la fin du premier trimestre 2008, un niveau record (après 2,0% au trimestre précédent).

(4) D'ailleurs, les profils de popularité des présidents Truman et Bush montrent de fortes similitudes : un niveau très élevé de satisfaction en début de présidence, à la suite d'événements géopolitiques majeurs (la fin de la Deuxième Guerre mondiale, les attentats de septembre 2001), puis une faible popularité durant l'essentiel du second mandat, avec une aggravation en fin de période.

(5) De nombreux travaux économétriques, dont ceux de Ray Fair, ont été consacrés à prévoir le résultat du candidat du parti sortant à partir de données macroéconomiques.

(6) Selon le site realclearpolitics.com, la moyenne des sondages réalisés entre le 16 juin et le 2 juillet donne 5,7 points d'avance à Barack Obama (47,6% contre 41,9% à John McCain). Au cours de cette période, les différents sondages considérés (Gallup Tracking, Rasmussen Tracking, CNN, Democracy Corps, Time, LA Times-Bloomberg, Franklin & Marshall) donnent tous une avance, plus ou moins significative, au candidat démocrate.

(7) Pour une présentation détaillée des enjeux ayant trait aux systèmes de retraite et de santé, se reporter au numéro de la revue de BNP Paribas "Conjoncture" daté de janvier 2007, qui comprend les articles suivants : "Système de santé américain : pronostic vital réservé (sans intervention)" et "La crise du système de retraite américain".

(8) Deux textes ont fait baisser les impôts en 2001 et 2003 : l'Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act (EGTRRA), et le Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (JGTRRA). Ces textes ont notamment modifié l'imposition des revenus, des successions et des donations, des dividendes et des plus-values, ainsi que les règles de fonctionnement des plans de retraite. En particulier, les taux

d'imposition des revenus existants ont été abaissés (de 15% à 10% ; de 28% à 25% ; de 31% à 28% ; de 36% à 33% ; de 39,6% à 35%) et le taux le plus bas a été appliqué à partir d'un niveau de revenu inférieur. La loi EGTRRA comprenait également un plan de relance budgétaire à base de crédits d'impôts, proche de celui adopté cette année, incluant des dégrèvements allant jusqu'à 300 dollars par personne seule et 600 dollars par couple. Les dispositions de ces textes sont censées s'éteindre à partir du 1^{er} janvier 2011, à moins qu'une nouvelle loi ne rende ces changements permanents.

(9) L'AMT était, à l'origine (1969), une disposition fiscale visant à ce que les contribuables les plus aisés ne tirent pas un avantage excessif des niches fiscales et acquittent un impôt minimal. Son impact, aujourd'hui, dépasse cependant largement ce cadre, du fait de l'absence d'indexation de son seuil sur l'inflation et en raison des baisses d'impôts précédemment évoquées.

(10) Règle selon laquelle chaque dépense ou allègement fiscal supplémentaire doit être compensé, par ailleurs, par une diminution des dépenses ou de nouvelles recettes.

(11) Les dépenses au titre de la santé représentent environ 15% du PIB, contre une moyenne de l'ordre de 9% au sein de l'OCDE (graphique 12), et près de 16% de la population n'est couverte par aucune assurance (graphique 13).

(12) En particulier, les patients seraient autorisés à acheter leurs médicaments à l'étranger, le gouvernement négocierait avec les firmes pharmaceutiques, et l'usage des génériques dans les programmes publics serait développé.

(13) En particulier, les assureurs seraient contraints d'utiliser une part "raisonnable" des primes perçues au titre de la fourniture de soins.

(14) Ménages ayant souscrit un crédit non conventionnel après 2005, pour leur résidence principale, solvables au moment de la souscription, désormais incapables de faire face aux remboursements, et remplissant les conditions pour se voir octroyer un nouveau crédit à 30 ans à taux fixe sur le logement existant.

DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

Philippe d'ARVISENET
Chef Economiste

01.43.16.95.58

[economic-research.bnpparibas.com](mailto:philippe.darvisenet@bnpparibas.com)

philippe.darvisenet@bnpparibas.com

ECONOMIES OCDE

Philippe d'ARVISENET

01.43.16.95.58

philippe.darvisenet@bnpparibas.com

Eric VERGNAUD

01.42.98.49.80

eric.vergnaud@bnpparibas.com

Responsable Economies OCDE
Questions structurelles, Marché financier unique

Caroline NEWHOUSE-COHEN

01.43.16.95.50

caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com

Conjoncture

ETATS-UNIS, CANADA

Jean-Marc LUCAS

01.43.16.95.53

jean-marc.lucas@bnpparibas.com

JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE

Caroline NEWHOUSE-COHEN

01.43.16.95.50

caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com

ZONE EURO, ITALIE, ELARGISSEMENT UE

Clemente De LUCIA

01.42.98.27.62

clemente.delucia@bnpparibas.com

FRANCE, MARCHÉ DU TRAVAIL ZONE EURO

Mathieu KAISER

01.55.77.71.89

mathieu.kaiser@bnpparibas.com

ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, FINANCES PUBLIQUES

Frédérique CERISIER

01.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE

Philippe SABUCO

01.43.16.95.54

philippe.sabuco@bnpparibas.com

**ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX,
PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME**

Raymond VAN DER PUTTEN

01.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

Laurent QUIGNON

Responsable

01.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline CHOLET

Philippe SABUCO

01.57.43.02.91

01.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com
philippe.sabuco@bnpparibas.com

RISQUES PAYS

Guy LONGUEVILLE

Responsable

01.43.16.95.40

guy.longueville@bnpparibas.com

François FAURE

Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie

01.42.98.79.82

francois.faure@bnpparibas.com

ASIE

Delphine CAVALIER

Alexandre VINCENT

01.43.16.95.41

01.43.16.95.44

delphine.cavalier@bnpparibas.com
alexandre.vincent@bnpparibas.com

AMERIQUE LATINE

Sylvain BELLEFONTAINE

Valérie PERRACINO

01.42.98.26.77

01 42 98 74 26

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
valerie.perracino@bnpparibas.com

AFRIQUE

Stéphane ALBY

Gaëlle LETILLY

01.42.98.02.04

01.42.98.56.27

stephane.alby@bnpparibas.com
gaelle.letilly@bnpparibas.com

EUROPE DE L'EST

Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques

Jean-Loïc GUIEZE

01.42.98.43.86

jeanloic.guieze@bnpparibas.com

RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES

Anna DORBEC

01.42.98.48.45

anna.dorbec@bnpparibas.com

MOYEN-ORIENT – SCORING

Pascal DEVAUX

01.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture - Taux - Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoTV**, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

La revue *Conjoncture* reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après "BNP Paribas"), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit en tout ou partie ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

Etats-Unis : ce document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Royaume-Uni : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority ("FSA") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelque façon être transmise à ces personnes privées.

Japon : ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

Hong Kong : ce document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

Singapour : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2008). Tous droits réservés

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP Paribas
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 Paris
Tél. : +33 (0)1 42 98 12 34 - Internet : www.bnpparibas.com
Directeur de la publication : Michel Pébereau
Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Juillet 2008
ISSN : 0338-9162 - Copyright BNP Paribas



BNP PARIBAS