

L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE EN PÉRIODE ÉLECTORALE

Les impacts économiques et financiers des élections du 2 novembre

Faits saillants

- Sans être un élément majeur de la campagne électorale, l'enjeu économique demeure très important.
- L'ampleur de la détérioration de la situation fiscale est une conséquence des choix de l'administration Bush.
- George W. Bush sera le premier président de l'après-guerre à connaître un bilan négatif de création d'emplois.
- La conjoncture économique difficile dans plusieurs États indécis favorise l'équipe Kerry/Edwards.
- Les baisses d'impôts : un choix difficile entre équilibre fiscal et croissance économique.
- Le financement des programmes sociaux : un problème très préoccupant à long terme.
- Les coûts financiers et humains de la guerre en Irak s'accumulent toujours.
- Le marché obligataire subira tôt ou tard l'impact négatif de la détérioration des finances publiques.
- Les investisseurs boursiers préfèrent l'administration Bush.

Les enjeux économiques de l'élection sont importants

L'élection d'un président des États-Unis est indissociable du contexte économique dans lequel elle se déroule. Comme tout règne politique, le bilan de l'administration Bush demeure marqué par l'évolution de l'économie depuis 2001. Toutefois, l'économie ne représente pas l'enjeu majeur de la campagne présidentielle de 2004. En opposition aux enjeux géopolitiques tels que la guerre en Irak et la sécurité nationale, bien peu d'électeurs (ils étaient 111 millions en 2000) auront en tête, au moment de faire leur choix, la progression des plus récents indicateurs économiques. Pourtant, depuis 2001, bien des choses ont changé dans la vie économique des Américains. En fait, le choix des électeurs aura des conséquences économiques notables et durables au cours des prochaines années et au-delà du mandat de quatre ans que la population accordera à John Kerry ou à George W. Bush. Maintenant, plus qu'à bien d'autres élections auparavant, le choix des Américains influencera leur niveau de richesse collective et le type d'administration qui les gouvernera. Ce choix se répercutera également sur les marchés financiers américains et étrangers.

Ce document présente les principaux enjeux économiques de la campagne électorale qui culminera le 2 novembre 2004 ainsi que le contexte économique et fiscal par rapport au choix du prochain gouvernement. Nous aborderons aussi les conséquences des résultats de l'élection sur le marché boursier et le marché obligataire.

Avant d'analyser le bilan économique de l'administration Bush et les impacts économiques et financiers de l'élection, il faut se rappeler que les présidents ne font ni ne défont, à eux seuls, l'économie. Chaque administration prenant place à la Maison-Blanche fait face à des éléments extérieurs qui ont une grande influence sur le bilan du président. Ainsi, le gouvernement américain doit subir et prendre en compte la conjoncture internationale et les cycles économiques. D'autres éléments sont aussi à considérer. Par exemple, l'arrivée de nouvelles technologies peut, à l'image des années 90, grandement influencer les décisions des agents économiques. L'évolution des marchés financiers, comme la débâcle boursière des technos au début de 2000, a aussi des conséquences sur l'évolution de l'économie et de l'emploi.

Le président et son équipe doivent aussi agir de concert avec les autres paliers gouvernementaux qui dictent la politique économique aux États-Unis. L'exécutif, dirigé par le président, doit travailler avec les deux chambres du Congrès qui ne sont pas nécessairement de la même allégeance partisane. Le gouvernement américain doit aussi prendre en compte la politique monétaire conduite de manière indépendante par la Réserve fédérale. Finalement, les États peuvent très bien contrecarrer les décisions de Washington en adoptant des politiques fiscales contraires ou en n'implantant pas systématiquement les décisions du Congrès américain et de l'administration centrale.

Gilles Soucy

Vice-président et économiste en chef

François Dupuis

Chef économiste adjoint et stratège

Francis Généreux

Économiste

Tél. : 514-281-2336 ou 1 866 866-7000 poste 2336

Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

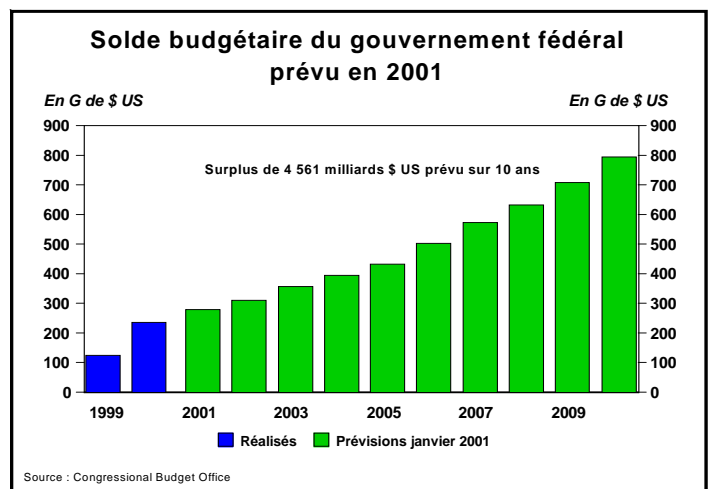
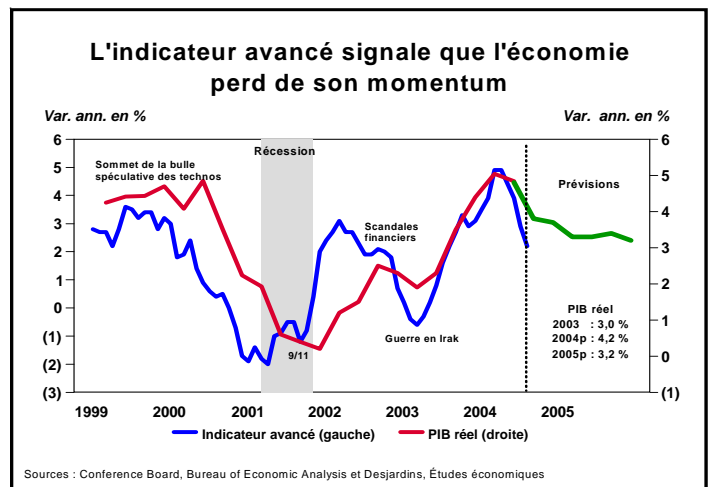
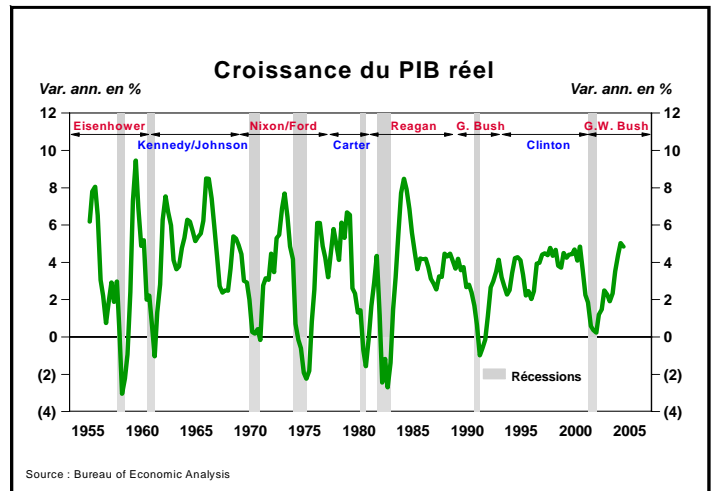
La récession de 2001 et ses suites

À l'image de Ronald Reagan, Georges W. Bush a dû subir, dès son arrivée à la Maison-Blanche, une récession, la première depuis celle qui a terni l'unique mandat présidentiel de son père. Le ralentissement de la croissance économique avait commencé dès la fin du deuxième mandat de Clinton, mais la récession n'a officiellement débuté qu'en mars 2001. Celle-ci n'a duré que huit mois pour prendre fin en novembre 2001. Ses effets sur l'emploi ainsi que sur la confiance des entreprises et des ménages ont évidemment été exacerbés par les attentats du 11 septembre. Les terroristes ont frappé juste au moment où l'on sentait poindre la reprise de l'économie américaine alors que plusieurs indicateurs commençaient à relever la tête. Depuis la fin officielle de la récession jusqu'à la fin de la guerre en Irak, la reprise a été hésitante. Les scandales financiers qui ont teinté l'année 2002 et les incertitudes reliées à la préparation et au déclenchement de la guerre en Irak ont coup sur coup fait dérailler la reprise de l'économie. Depuis l'été de 2003, on observe une accélération de la croissance, mais il semble maintenant que le cycle américain soit en train de passer de sa phase de reprise à sa phase d'expansion qui est normalement caractérisée par une croissance plus modérée. Depuis peu, l'indicateur avancé nous signale un certain ralentissement de la croissance pour les prochains trimestres. Nos plus récentes prévisions économiques concernant les États-Unis sont toutefois en ligne avec les signes annoncés par l'indicateur avancé.

Le gouvernement américain en situation de surplus!

La situation fiscale du gouvernement fédéral est radicalement différente depuis le début de la décennie. Lors de la campagne électorale de 2000 entre le vice-président de l'époque, Al Gore, et le gouverneur du Texas, Georges W. Bush, les surplus budgétaires étaient abondants. La question de l'heure était : quoi faire de ces surplus?

Selon les scénarios du Congressional Budget Office, un organisme non partisan du Congrès américain qui effectue les prévisions budgétaires et les études d'impacts des politiques publiques, l'accumulation de surplus sur dix ans à partir de 2001 s'élevait à 4 561 G\$ US. Si on ne changeait rien aux lois en place, le gouvernement fédéral pouvait espérer éliminer sa dette publique à moyen terme, c'est-à-dire avant la fin de la présente décennie. Parmi les alternatives à un remboursement rapide de la dette, plusieurs espéraient sécuriser à long terme le financement des programmes sociaux. Finalement, d'autres espéraient pouvoir redonner à la population cet argent « payé en trop » sous forme de baisses d'impôts. C'était la position des républicains durant la campagne électorale de 2000.



Le retour des déficits...

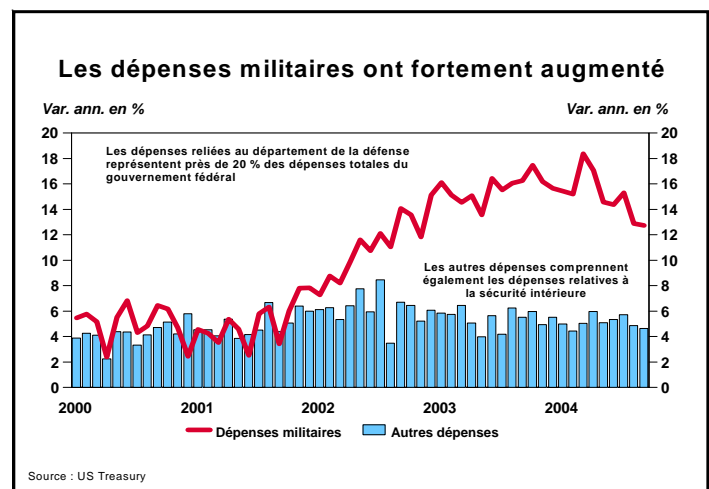
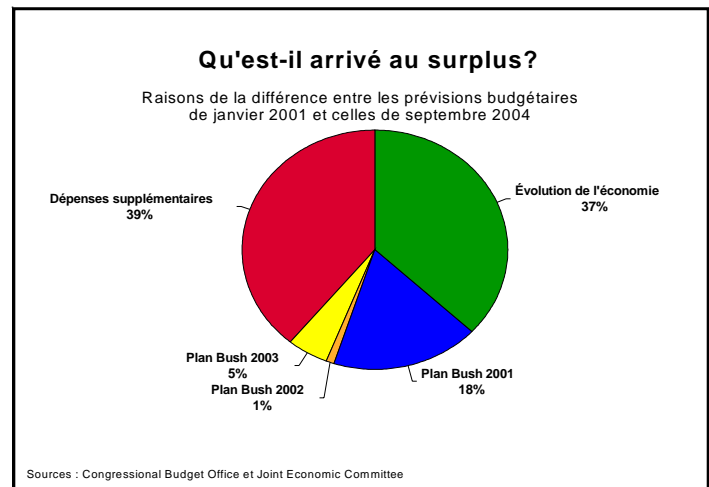
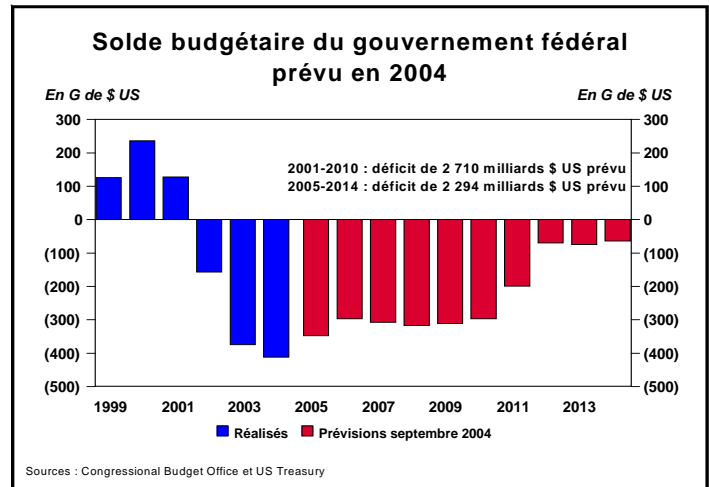
Quatre années plus tard, les États-Unis ne se retrouvent pas avec un surplus anticipé sur dix ans de 4 600 G\$ US, mais plutôt avec un déficit prévu de 2 700 G\$ US! Un écart de prévisions de 7 271 G\$ US sur dix ans. La situation s'est fortement détériorée dès la première année fiscale complète du gouvernement Bush. Durant l'exercice 2002, un déficit de 157,8 G\$ US a été enregistré, le premier depuis 1997.

Il ne faut pas associer le déficit à une conséquence exclusive des trois plans de réduction d'impôts qui ont été mis en branle depuis 2001. Ceux-ci n'ont directement causé que le quart de la détérioration par rapport à la situation prévue en 2001. L'évolution de l'économie entre 2000 et 2003, en particulier la récession de 2001 et la débâcle boursière (qui a amené des pertes de capital), a évidemment eu des effets néfastes considérables sur l'équilibre des finances publiques.

Les baisses d'impôts proposées par le président Bush et approuvées par le Congrès américain ont aidé les Américains à passer au travers de la récession et, surtout, à réduire les effets des attentats du 11 septembre. Comme les baisses d'impôts votées en juin 2001 étaient rétroactives au début de l'année, un chèque a donc été émis aux ménages en juillet et août. Ces sommes ont permis à la consommation de ne pas s'effondrer aux lendemains des attaques terroristes. D'autres chèques reliés aux plans de réduction d'impôts de 2003 ont aussi eu un effet similaire au cours de la dernière année.

Près de 40 % de la détérioration des finances publiques peuvent être attribués aux dépenses supplémentaires qui sont survenues depuis 2001. L'augmentation considérable des coûts liés à la défense et à la sécurité intérieure au sein de l'Amérique post-11 septembre est au cœur de la croissance des dépenses publiques. La variation annuelle des dépenses militaires est supérieure à 10 % depuis la mi-2002 tandis que les autres dépenses connaissent une croissance beaucoup plus lente. Rappelons que les dépenses non militaires touchant la sécurité intérieure font partie de ces autres dépenses. Celles-ci ont récemment augmenté de 31 %. Il est à noter que les dépenses excluant la sécurité intérieure et la défense n'ont augmenté que d'un maigre 4 % en termes nominaux.

Puisque la guerre au terrorisme, l'invasion de l'Irak et le resserrement de la sécurité intérieure demandaient beaucoup de ressources financières, on peut se demander s'il était prudent de la part de la Maison-Blanche et du Congrès d'adopter des baisses d'impôts si coûteuses (2 300 G\$ US sur dix ans). Ce choix est le grand responsable de la détérioration de la situation fiscale du gouvernement fédéral.



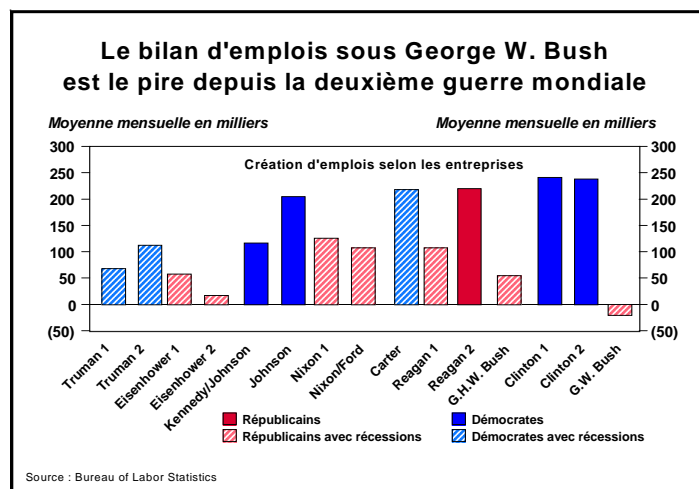
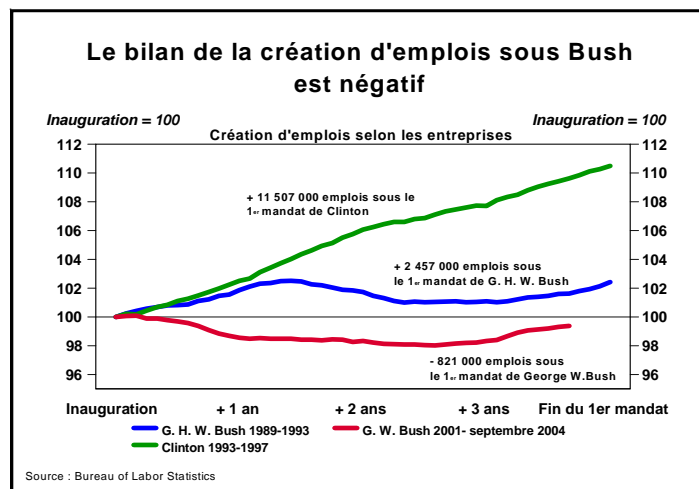
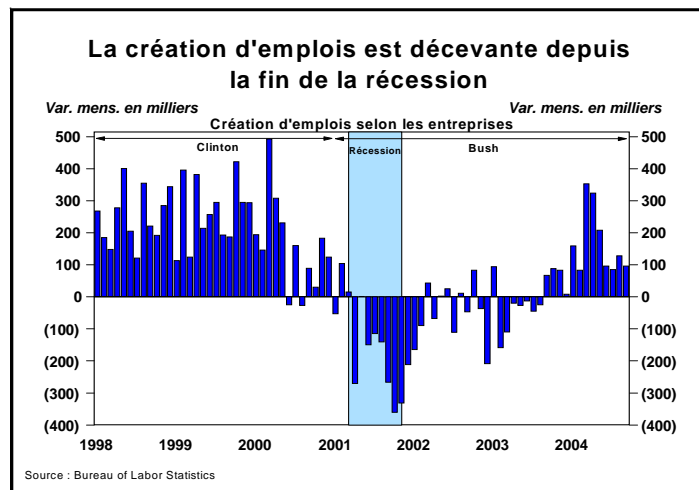
Les enjeux - l'évolution de l'emploi

L'évolution de l'emploi est probablement, d'un point de vue économique, le talon d'Achille de l'administration américaine actuelle. À peine installé dans le bureau ovale, George W. Bush a vu l'évolution de l'emploi sombrer dramatiquement dans un flux continu de mises à pied. Le marché du travail avait déjà ralenti sous la dernière année de Clinton, mais les plus grosses pertes d'emplois ont été enregistrées à partir de 2001 avec une rapide accélération des mises à pied aux lendemains du 11 septembre. Le président et son équipe de conseillers économiques ont dû attendre presque deux ans après la fin de la récession de 2001 pour voir une croissance durable de l'emploi. En fait, l'accélération des embauches ne s'est faite qu'au printemps dernier, mais, depuis, le marché du travail a recommencé à décevoir avec de faibles résultats mensuels qui ont une forte tendance à se situer sous les prévisions consensuelles.

Sur l'ensemble du mandat de George W. Bush, il s'est perdu 821 000 emplois aux États-Unis. Cette performance est bien mauvaise si on la compare aux premiers mandats de Bush père et de Bill Clinton. Les embauches nettes se sont cumulées à 2 457 000 sous George H. W. Bush. Cette performance a été entachée par plusieurs mois de pertes d'emplois alors qu'une récession sévissait au cours des deux dernières années de son unique mandat. Puisqu'il n'a pas connu de récession tout au long de son séjour à la Maison-Blanche et que l'économie américaine était en pleine phase de reprise lors de son assermentation, le bilan du marché du travail sous Clinton est encore meilleur : 11 507 000 embauches nettes durant son premier mandat.

En fait, selon toute vraisemblance, Georges W. Bush serait le premier président depuis la dépression des années 30 à connaître des pertes d'emplois sur l'ensemble d'un mandat. Plusieurs administrations ont connu des années de récession et/ou des guerres, mais ils ont tous pu voir le marché du travail s'améliorer sur l'ensemble des quatre années que dure un mandat présidentiel.

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer la faiblesse de la création d'emplois depuis 2001. La lenteur de la reprise et le passage plus rapide que prévu à une phase de croissance économique plus modeste qu'habituellement expliquent en partie l'anémie du marché du travail. On accuse souvent le phénomène du transfert à l'étranger de l'activité économique, « l'outsourcing », mais il nous semble que la vigueur de la productivité et la hausse des coûts reliés à l'emploi, tels les frais d'assurance-santé, sont les principaux freins à une croissance plus rapide des embauches.



Les enjeux - les États indécis

Pour comprendre comment pourrait se dérouler la soirée électorale du 2 novembre et pour pouvoir juger comment les facteurs économiques pourraient influencer les résultats du vote, il faut se rappeler que le président américain n'est pas élu directement par la population. Il est en fait nommé par un collège électoral où chaque État possède un certain nombre de votes qui concordent avec la somme des représentants et des sénateurs que l'État envoie au Congrès américain. Un État détient un minimum de trois votes électoraux. Parmi les États les plus peuplés, la Californie a 55 votes, le Texas 34, l'État de New York 31 et la Floride 27. On se rappelle que les votes électoraux floridiens ont fait la différence entre Gore et Bush en 2000. Ce dernier a gagné la présidence malgré qu'il ait obtenu moins de votes populaires que son adversaire démocrate.

Selon de récents sondages, la lutte pour les votes électoraux demeure serrée en 2004. La situation des sondages par État nous montre que Kerry détient pratiquement autant de votes électoraux « solides » que le président Bush. Cependant, plusieurs États demeurent indécis, c'est-à-dire qu'aucun des deux candidats n'obtient une majorité supérieure à la marge d'erreur des sondages. Cent huit votes électoraux sont ainsi partagés entre ces États indécis. Le candidat qui sera capable de s'assurer une majorité de ces votes occupera le bureau ovale.

Plusieurs des États non alignés comportent une large population, donc de nombreux votes électoraux. On observe une bataille féroce pour la Floride, la Pennsylvanie, l'Ohio et le Wisconsin. Évidemment, d'ici le 2 novembre, d'autres États peuvent montrer un changement d'opinion des électeurs. La Floride demeure le plus gros trophée et, heureusement pour Bush, elle a connu une performance économique enviable comparativement à la plupart des États américains. Alors qu'il s'est perdu 821 000 emplois sur l'ensemble des États-Unis, 303 800 ont été créés en Floride seulement. L'activité économique, telle que calculée en utilisant l'indicateur coïncident de la Réserve Fédérale de Philadelphie, est aussi plus fortement en hausse en Floride que dans la plupart des autres États. Si on ne se fie qu'à la croissance économique, la Pennsylvanie devrait demeurer dans le giron démocrate. La situation économique montre que l'Ohio passera aux mains de l'équipe Kerry/Edwards. L'Ohio a voté pour Bush en 2000, mais on peut observer que les pertes d'emplois sont supérieures à la majorité obtenue par les républicains lors de la dernière élection. De plus, le taux de chômage a augmenté considérablement et l'activité économique n'a pas progressé en quatre ans.

Bien qu'il ait perdu le vote populaire en 2000, Bush a remporté les votes du collège électoral

Votes électoraux en 2000



2000

Vote populaire :

Bush : 47,9 %

Gore : 48,4 %

Votes électoraux :

Bush : 271 (50,5 %)

Gore : 266 (49,5 %)

Sources : Federal Election Commission

Les votes électoraux seront encore chaudement disputés en 2004

Votes électoraux selon de récents sondages



Sondages 2004

Votes électoraux :

Bush : 213 (39,6 %)

Kerry : 217 (40,3 %)

États indécis : 108 (20,1 %)

Sources : Différents sondages

Situation économique des États indécis

États indécis	Votes électoraux	Majorité Bush 2000	Création d'emplois ⁽¹⁾	Taux de chômage ⁽²⁾	Activité économique ⁽³⁾
Floride	27	+ 500	303 800	+ 0,6	+ 5,5 %
Pennsylvanie	21	- 205 000	-74 800	+ 1,4	+ 0,5 %
Ohio	20	+ 165 000	-237 400	+ 2,4	-0,6 %
Wisconsin	10	- 6 000	300	+ 0,9	+ 2,6 %
Iowa	7	- 4 000	-28 100	+ 1,5	+ 0,4 %
Nevada	5	+ 22 000	89 800	- 0,4	+ 11,5 %
Nouveau-Mexique	5	- 400	39 900	+ 0,7	+ 9,9 %
Virginie occidentale	5	+ 41 000	-1 200	+ 0,4	+ 1,8 %
New Hampshire	4	+ 7 000	-7 300	+ 0,9	+ 5,4 %
Maine	4	- 33 000	5 100	+ 1,2	+ 3,1 %

(1) Depuis janvier 2001, selon l'enquête auprès des entreprises.

(2) Variation en points de % depuis janvier 2001, selon l'enquête auprès des ménages.

(3) Variation en %, depuis janvier 2001, de l'indicateur coïncident de la Réserve fédérale de Philadelphie.

Sources : Federal Election Commission, Bureau de Labor Statistics et Réserve fédérale de Philadelphie

Les enjeux – le dilemme de la taxation

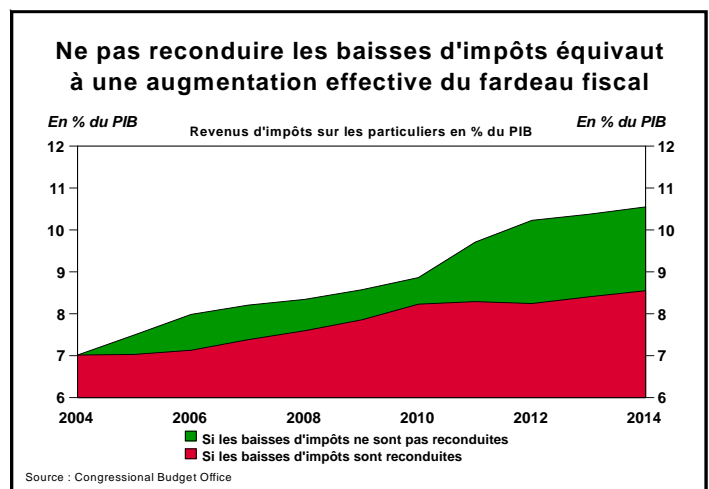
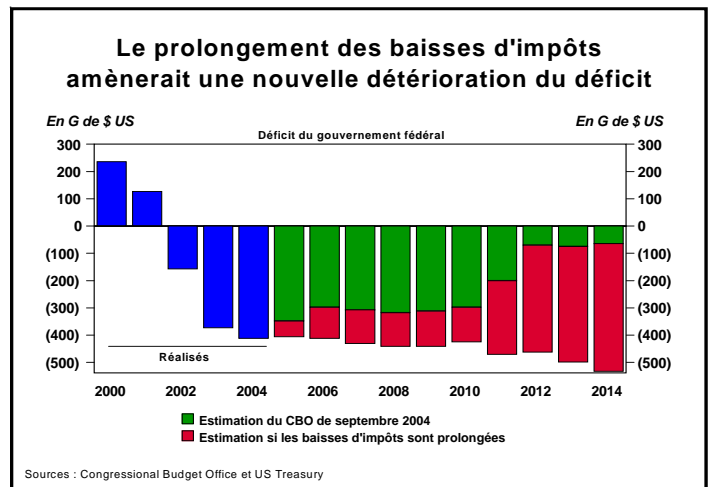
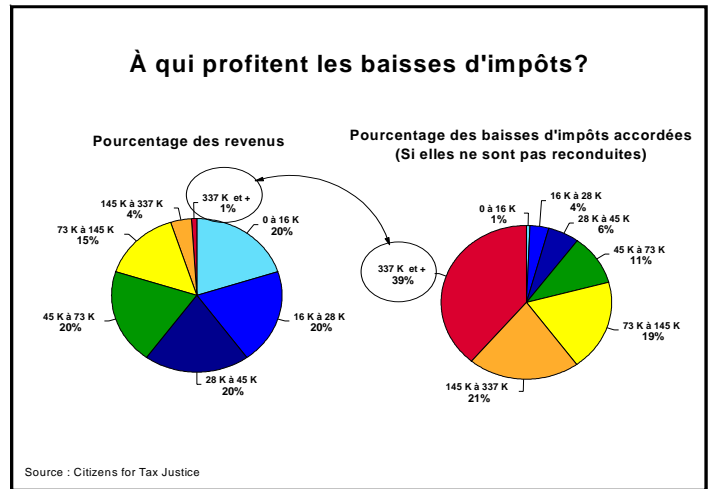
La fierté de l'équipe Bush/Cheney en matière de politique domestique et de politique économique a été la mise en place de nombreuses baisses d'impôts depuis 2001. Il est donc normal que le principal point du plan économique des républicains soit la reconduction de ces baisses d'impôts.

Comme il a été démontré plus tôt, cette politique a eu une certaine influence positive sur l'économie américaine lors de la récession de 2001. Cependant, pour la majorité des ménages, les baisses d'impôts ont été marginales. Ce programme a surtout été apprécié par les familles les plus fortunées. Les ménages les plus riches, soit ceux qui ont un revenu supérieur à 337 000 \$ US, représentent 1 % du nombre de familles total. Chacune de ces mêmes familles, sur un horizon de dix ans à partir de 2001, peut espérer recevoir 500 723 \$ en baisses d'impôts. Le total de ces sommes représente 39 % du coût total de baisses d'impôts accordées par le gouvernement fédéral sur dix ans. Quarante-vingt pour cent des familles du pays, soit celles gagnant moins de 73 000 \$ US, peuvent espérer recevoir sur dix ans 5 458 \$, ce qui représente 22 % du coût total des baisses d'impôts.

Lors des tractations qui ont permis à de grands pans du programme initial de baisses d'impôts de Bush de prendre forme, le Congrès américain a évité de rendre permanentes ces baisses d'impôts en prévoyant un retour, d'ici 2011, à la situation qui prévalait avant 2001.

Le retour des mesures fiscales à la case 2001 devrait permettre de résorber une bonne partie du déficit prévu dans la prochaine décennie. Cependant, si l'ensemble des baisses d'impôts sont reconduites, la situation budgétaire du gouvernement fédéral continuera à se détériorer. Par contre, ne pas rendre les baisses d'impôts permanentes équivaut à une augmentation effective de taxe qui pourrait avoir une influence néfaste sur le revenu disponible des ménages et leur consommation, impliquant ainsi un effet restrictif sur la croissance économique au début de la prochaine décennie.

En opposition à la politique républicaine qui repose sur la permanence des baisses d'impôts, l'équipe Kerry/Edwards mise sur une toute autre politique. Tout en voulant diminuer encore les impôts pour la classe moyenne, les démocrates proposent une taxation plus élevée pour les revenus de 200 000 \$ US et plus. Ils annuleraient aussi les baisses des taux d'imposition touchant les dividendes et les gains de capitaux.



Les enjeux - les programmes sociaux

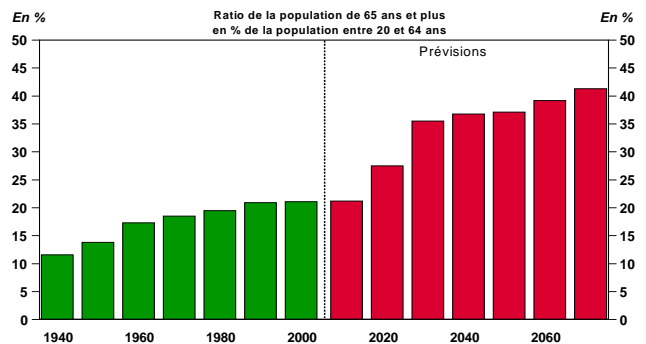
En dehors des problèmes budgétaires de court terme, le financement des services sociaux devient très problématique à moyen et long terme. Comme ces programmes s'adressent surtout aux personnes âgées, le facteur démographique rendra encore plus difficile le financement des programmes sociaux alors que la population de 65 ans et plus représentera, à partir de 2020, plus de 25 % de la population en âge de travailler, soit les gens entre 20 et 64 ans.

Selon le fonctionnement actuel des trois principaux programmes sociaux du gouvernement fédéral, au milieu du siècle leur financement coûtera entre 15 % et 20 % du PIB, comparativement à 8 % actuellement. Ainsi, il est nécessaire de modifier les règles régissant les programmes Medicaid (assistance médicale pour les revenus faibles), Medicare (assistance médicale pour les personnes âgées et handicapées) et la sécurité sociale (système de pension de vieillesse). Le laisser-faire fera passer le déficit budgétaire du gouvernement fédéral à près de 15 % du PIB dans 40 ans. La réforme de ces programmes est donc essentielle et constitue un défi majeur pour le prochain président puisqu'il n'existe aucun consensus politique à Washington sur le type de réforme qui devra être appliqué.

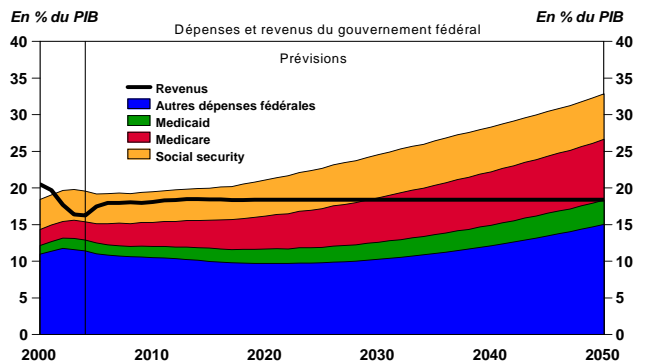
À court terme, le système de santé américain comporte aussi plusieurs défis. Le plus important est sans doute le grand nombre de personnes non assurées dans un pays où les coûts pour se faire soigner sont exorbitants. Près de 16 % de la population totale n'a aucune assurance-santé. Le fait que le système de santé américain ne soit pas complètement régi par un système public, comme au Canada, n'empêche pas non plus une escalade des coûts. Au début des années 90, l'ensemble du système de santé (public et privé) coûtait un peu moins de 3 000 \$ par habitant. Cette somme devrait passer à plus de 9 000 \$ en 2010. La hausse du coût de santé et les frais d'assurance de plus en plus élevés ont aussi un effet néfaste important sur la croissance économique en devenant une barrière considérable à l'embauche de nouvelles ressources par les entreprises.

La politique de l'administration Bush envers les programmes sociaux est de faire de plus en plus appel au secteur privé et à la responsabilisation des individus. Cette manière de penser est bien représentée en matière de sécurité sociale où le plan Bush s'appuie sur la mise en place de comptes de retraite privés qui seraient directement gérés par les usagers plutôt que par le gouvernement.

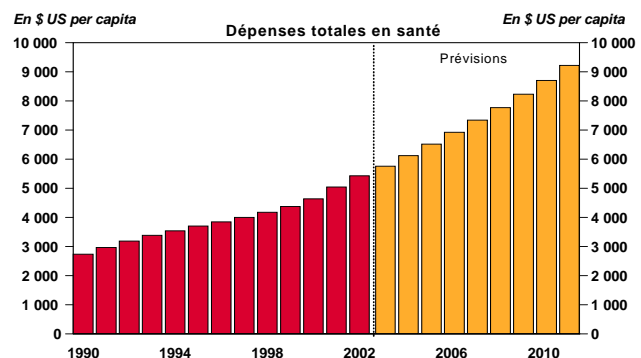
Le vieillissement de la population deviendra un fardeau important pour les programmes sociaux



Le financement des programmes sociaux devient très problématique à long terme



Le système de santé est de plus en plus coûteux



Les enjeux - la guerre au terrorisme et le conflit irakien

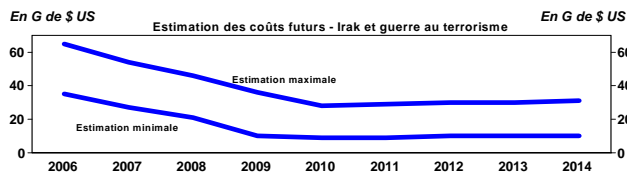
Jusqu'à maintenant le principal enjeu de la campagne électorale est la guerre au terrorisme et l'action militaire en Irak. Depuis le 11 septembre et avec les budgets prévus pour l'exercice 2005, la guerre au terrorisme coûtera près de 200 G\$ US. Il est donc faux de prétendre, comme le fait l'équipe Kerry/Edwards, que la seule guerre en Irak a coûté 200 G\$ US. Cette somme représente plutôt l'ensemble des dépenses militaires reliées à la guerre au terrorisme, incluant les opérations en Afghanistan et les opérations dédiées à la sécurité intérieure. Toutefois, la guerre qui a servi à déloger Saddam Hussein représente plus de 70 % de ces coûts. Comme on ne peut s'attendre à une résolution rapide et à une fin définitive de la guerre au terrorisme, incluant le conflit en Irak, d'autres sommes seront nécessaires au cours des prochaines années. Le Congressional Budget Office les a estimées aux alentours de 200 G\$ US pour les dix prochaines années. Évidemment, les événements politiques aux États-Unis comme ailleurs dans le monde pourraient faire augmenter ou diminuer rapidement cette estimation.

Malheureusement, la guerre n'implique pas seulement que des coûts monétaires. Les coûts humains sont aussi considérables. Les forces étrangères en Irak, soit les soldats de la coalition chapeauté par les États-Unis, ont perdu près de 1 200 combattants. Ce chiffre n'inclut pas les morts irakiens, militaires ou civils, et les nombreux blessés. Il faut aussi remarquer que les pertes ne se sont pas arrêtées, loin de là, avec la chute de Bagdad. Un an et demi après celle-ci, les coûts humains continuent de s'additionner.

La guerre en Irak se fait également sentir directement sur le portefeuille des ménages. Une bonne partie de la hausse du coût du baril de pétrole est due à la situation instable en Irak et au Moyen-Orient. Comme les mouvements du prix du pétrole se reflètent assez bien sur le prix de l'essence à la pompe payé par les Américains, ceux-ci, qui utilisent environ 140 milliards de gallons d'essence par année, subissent ainsi le coût de l'instabilité. La confiance des consommateurs et leur revenu disponible sont donc fortement touchés par les aléas du prix du pétrole et de l'essence. La hausse du prix de l'énergie a aussi un effet politique qui pourrait avoir un certain impact le 2 novembre. Chaque fois que le prix à la pompe augmente, il semble que la satisfaction envers l'administration Bush diminue. Si le coût de l'essence continue de monter d'ici les élections, le premier à en profiter pourrait être le sénateur Kerry.

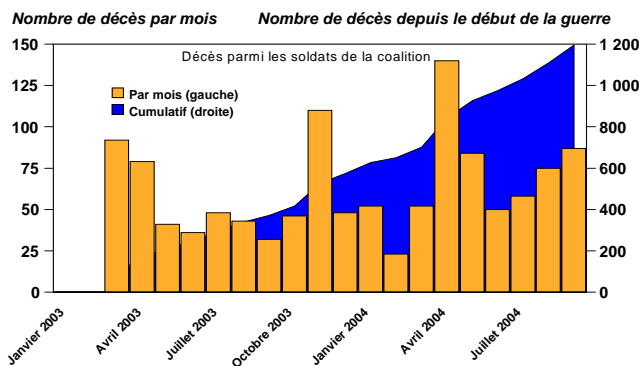
Les coûts budgétaires de la guerre au terrorisme

Estimation de coût pour les opérations militaires reliées à la guerre au terrorisme	2002	2003	2004 (estimé)	2005 (prévu)	Total
Opération Iraqi Freedom (Irak)	--	42,4	51,3	47,8	141,5
Opération Noble Eagle (Sécurité intérieure)	5,7	6,3	4,0	3,8	19,8
Opération Enduring Freedom (Afghanistan)	11,0	12,3	8,5	4,5	36,3
TOTAL	16,6	61,0	63,8	56,1	197,6



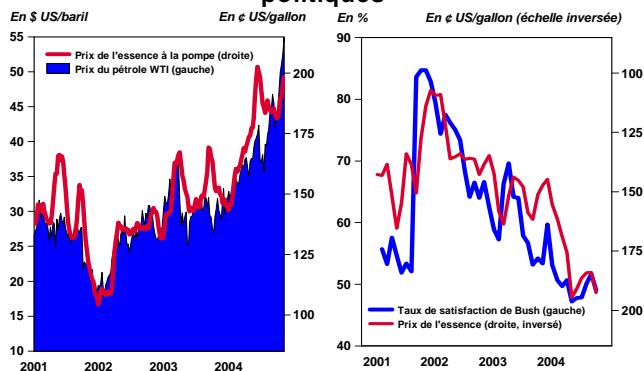
Source : Congressional Budget Office

Les coûts humains de la guerre en Irak



Source : icasualties.org

Le prix du pétrole : effets économiques et politiques



Sources : Datastream, Energy Information Administration et Washington Post

Les propositions économiques des candidats

Quelques items du plan économique des républicains Bush et Cheney :

➤ **Reconduire l'ensemble des baisses d'impôts mises en place depuis 2001**

La plupart des baisses d'impôts implantées depuis l'arrivée de Bush à la Maison-Blanche viendront à échéance d'ici le début de la prochaine décennie. Les républicains veulent rendre permanentes ces baisses d'impôts afin de soutenir la croissance économique.

➤ **Limiter la croissance des dépenses fédérales à 4 % par année**

Afin de freiner le déficit budgétaire et de réduire la taille du gouvernement fédéral, Bush propose de restreindre l'ensemble des dépenses gouvernementales excluant les dépenses liées à la guerre au terrorisme.

➤ **Simplifier le code fiscal**

L'équipe Bush/Cheney met beaucoup d'emphase sur la simplification du code fiscal. Peu de détails ont été publiés sur ce sujet, mais il semble que toutes les options sont ouvertes, y compris une taxation à taux unique. Ce programme devrait toutefois avoir un impact budgétaire neutre.

➤ **Réduire les réglementations auxquelles sont assujetties les entreprises**

La réglementation est perçue par les républicains comme un irritant majeur à la prospérité économique, notamment pour les petites entreprises.

➤ **Limiter les recours juridiques**

Le président Bush met beaucoup d'emphase sur les coûts supplémentaires qu'engendrent les nombreux recours juridiques qui ont lieu aux États-Unis, notamment dans le secteur de la santé.

➤ **Réformer le programme de sécurité sociale en utilisant des comptes privés personnels**

Le président propose que les nouveaux arrivants sur le marché du travail puissent conserver les taxes liées à la sécurité sociale afin qu'ils investissent eux-mêmes ces sommes dans des comptes d'investissement privés dédiés à la retraite.

➤ **Réduire de moitié le déficit budgétaire fédéral d'ici cinq ans**

Quelques items du plan économique des démocrates Kerry et Edwards :

➤ **Reconduire les baisses d'impôts pour la classe moyenne et ajouter des crédits d'impôts pour la famille**

Kerry propose de reconduire une grande partie des baisses d'impôts qui ont été mises en place depuis 2001. Les taux d'imposition qui s'adressent aux revenus inférieurs à 200 000 \$ par année devraient donc demeurer au niveau actuel. Les démocrates proposent aussi d'augmenter le crédit d'impôt à la famille et d'établir de nouveaux crédits afin de faciliter l'accès à une éducation supérieure et aux soins de santé.

➤ **Augmenter les impôts sur les revenus de 200 000 \$ US et plus**

Afin de financer une grande partie de leur plate-forme électorale, les démocrates proposent de remonter immédiatement les impôts des plus fortunés vers les niveaux d'avant le premier plan Bush de baisses d'impôts. Cette mesure touche aussi les revenus de dividendes et les gains de capitaux.

➤ **Éliminer pour 65 G\$ US d'échappatoires fiscales aux entreprises**

Une autre source de financement est l'élimination de plusieurs échappatoires fiscales qui, selon les démocrates, permettent aux entreprises de ne pas payer leur juste part d'impôt. L'équipe Kerry/Edwards veut aussi éliminer les mesures fiscales facilitant le déplacement outre-mer d'entreprises. Toutefois, ils proposent de diminuer de 35 % à 32,5 % l'impôt sur les profits des entreprises.

➤ **Augmenter le salaire minimum à 7 \$/heure d'ici 2007**

➤ **Aide fiscale de 50 G\$ US aux États**

Les démocrates suggèrent d'aider les États afin de favoriser la création d'emplois.

➤ **Ramener la règle Pay-Go**

Cette règle, échue depuis 2002, contraignait le Congrès à adopter des lois fiscalement neutres. C'est-à-dire que chaque nouvelle dépense devait être accompagnée d'une mesure augmentant les revenus ou d'une coupure de dépenses dans un autre programme.

➤ **Réduire de moitié le déficit budgétaire fédéral d'ici quatre ans**

Les enjeux financiers - le marché obligataire vulnérable à moyen et long terme

La présente campagne électorale comporte évidemment certains enjeux pour les marchés financiers. En premier lieu, le coût des différents programmes des candidats (qui, sans être vraiment détaillés, semblent cumuler de nombreuses dépenses additionnelles) pourrait devenir un élément perturbateur pour le marché obligataire. Ce marché pourrait ne pas apprécier un nouvel influx de titres de dette gouvernementale.

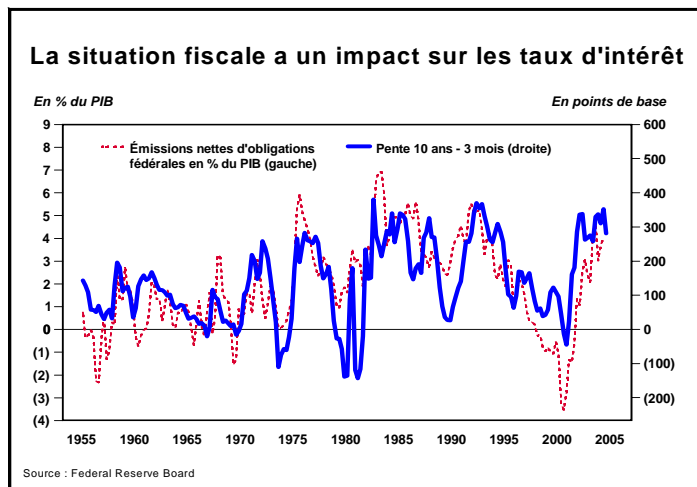
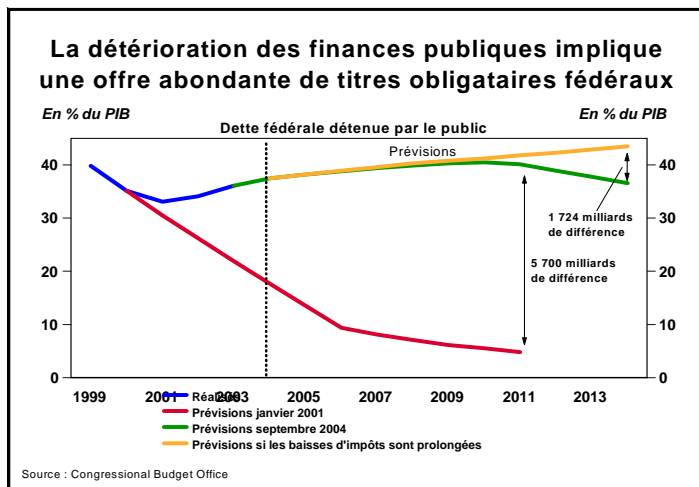
La dette américaine détenue par le public est déjà presque revenue à son niveau de la fin des années 90, éliminant ainsi les efforts fournis lors de la phase de redressement des finances publiques et des quatre années de remboursement de la dette (entre 1998 et 2001). La situation d'endettement du gouvernement fédéral est même plutôt préoccupante par rapport à la situation qui a été prévue en 2001. Par contre, ce mal est déjà fait : après avoir descendu jusqu'à 33,1 % du PIB en 2001, la dette publique devrait retourner à plus de 40 % du PIB au cours de la décennie. Ce serait donc un retour au contexte qui prévalait à la fin des années 80. En 2011, c'est une différence de 5 700 G\$ US par rapport aux prévisions de 2001, lorsqu'on pensait pouvoir presque éliminer l'endettement public du gouvernement fédéral. La décision de rendre permanentes les baisses d'impôts ajouterait, d'ici dix ans, 1 724 G\$ US au fardeau déjà lourd supporté par les contribuables américains.

Il nous semble que l'équipe démocrate est plus crédible face au problème des finances publiques. Au cours des années Clinton, ce parti a réussi à se débarrasser de la connotation dépensière qui l'accablait depuis des décennies. Plusieurs des conseillers du sénateur Kerry ont fait partie de l'équipe de Bill Clinton, à commencer par l'ancien secrétaire au Trésor, Robert Rubin. Cette équipe semble plus encline à vouloir contenir et réduire le déficit. Pour les démocrates qui ont joué un rôle non négligeable pendant l'ère Clinton, la réduction et l'élimination du déficit sont vitales pour la croissance économique. À l'opposé, les républicains semblent se

soucier bien peu de ce problème. La priorité de l'équipe Bush est de maintenir les baisses d'impôts coûte que coûte. Le vice-président Cheney a même été cité par l'ancien secrétaire au Trésor, Paul O'Neill, disant : "Deficit doesn't matter".

Une des mesures qui différencie les deux candidats à la présidence est la remise en place du programme « Pay-go » ou « Pay-as-you-go ». Cette législation, née au début des années 90, oblige les législateurs du Congrès à présenter des programmes de dépenses ou de baisses d'impôts qui ont un effet neutre sur le budget. Chaque nouvelle dépense (ou réduction d'impôts) doit être accompagnée d'une mesure budgétaire qui soit augmente les revenus, soit diminue les coûts d'un autre programme. Ainsi, le déficit ne peut augmenter par le biais des dépenses discrétionnaires. Les dépenses reliées à des plans précis, tels les programmes sociaux, étaient exclues de cette législation qui a pris fin avec l'année fiscale 2002. Plusieurs fois par année, le président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, suggère au Congrès de renouer avec cette mesure qui a grandement facilité le redressement des finances publiques durant l'ère Clinton. Chacun des candidats à la présidence désire ramener cette mesure. Cependant, seuls les démocrates souhaitent lui redonner tout le mordant qui a fait son succès et ils signalent que chaque point de leur programme électoral comporte aussi des mesures qui le rendront financièrement neutre. De son côté, Bush ne veut pas que les baisses d'impôts soient liées par ce programme. Ainsi, une nouvelle vague de baisse d'impôts aurait un impact négatif sur les finances publiques.

Il reste cependant à voir si une nouvelle détérioration de l'endettement public du gouvernement fédéral parviendrait à avoir un impact durable sur les rendements du marché obligataire. Normalement, un tel influx de titres gouvernementaux impliquerait une forte hausse des taux d'intérêt de moyen et long terme. La pente de la courbe de rendement, notamment la différence entre le taux des obligations dix ans et des bons du Trésor de trois mois représente habituellement assez bien l'évolution de l'offre de titres obligataires par le gouvernement fédéral. Plus les déficits budgétaires sont



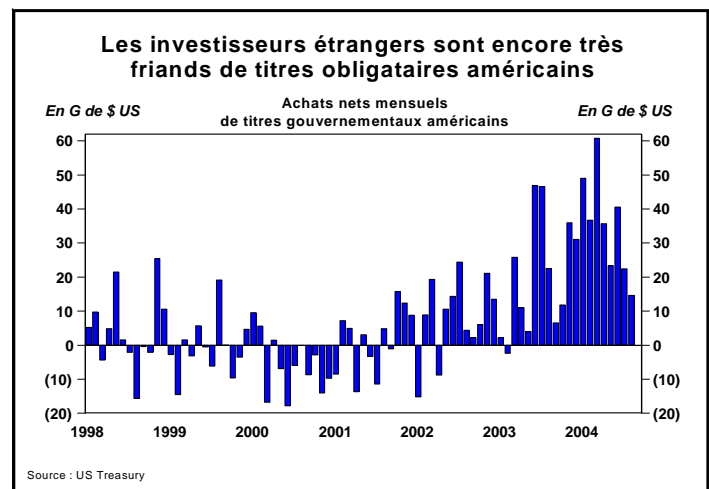
grands, plus l'offre de titres augmente. Si la demande par le marché demeure la même, le prix des obligations diminue, ce qui se reflète par une hausse des taux. Le Fonds monétaire international a récemment recensé plusieurs études sur les liens entre la détérioration du solde budgétaire et l'évolution des taux d'intérêt. Une détérioration de 1 % du ratio déficit/PIB semblerait provoquer une hausse des taux d'intérêt de dix ans s'approchant des 50 points de base. En utilisant plusieurs variables, telles la croissance du PIB réel et l'inflation, nos propres calculs signalent que la pente des taux augmente d'environ 40 points de base sous l'effet d'une détérioration du déficit fiscal de l'ordre de 1 % du PIB.

Pourtant, depuis 2001, la tendance des taux est clairement à la baisse et, même depuis que la reprise économique s'est manifestée, les taux demeurent bas. Plusieurs facteurs expliquent cette force du marché obligataire :

- Une inflation et des anticipations qui demeurent modérées;
- Une création d'emplois qui demeure décevante malgré la reprise;
- Des prévisions de croissance économique révisées à la baisse depuis l'hiver dernier;
- Un marché boursier qui demeure chancelant;
- Les incertitudes géopolitiques;
- Les achats massifs de titres gouvernementaux par les étrangers.

Comme nous venons de le voir, une des principales raisons de la faiblesse des taux d'intérêt obligataires est l'engouement des étrangers pour les titres américains. Cette demande, qui s'est fortement accélérée depuis la fin de 2003, provient surtout du marché asiatique et, principalement, des banques centrales japonaise et chinoise. Celles-ci cherchent, entre autres, à limiter les effets de la dépréciation marquée du billet vert. Ces achats massifs de titres gouvernementaux américains servent à protéger leurs entreprises contre les aléas du marché des changes et ils continuent ainsi à financer le déficit budgétaire et le déficit du compte courant des américains. L'aspect le plus visible de ces opérations est la faiblesse des taux obligataires américains.

Il serait toutefois surprenant que le marché obligataire ne subisse pas à long terme l'effet de la détérioration des finances publiques. Tôt ou tard, les taux d'intérêt devront nécessairement augmenter afin de refléter l'influx important de titres de dette qui ont été émis au cours des dernières années. Nos scénarios économique et financier tablent toujours sur une hausse modérée des taux obligataires, mais il ne suffirait que d'un relâchement de la part des banques centrales étrangères ou d'un doute envers l'aspect « valeur refuge » des titres américains pour provoquer une certaine débandade du marché obligataire.



Les enjeux financiers - le marché boursier

La période électorale est, pour le marché boursier, une période d'incertitude. Wall Street n'aime pas ne pas savoir ce qui va se passer. En fait, plus la course à la présidence demeurera serrée, plus la Bourse sera sans direction claire, voire instable. C'est d'ailleurs une des raisons pourquoi le marché boursier semble préférer la réélection des présidents. Ce penchant est encore plus vrai en 2004, car il semble évident que les investisseurs boursiers ont une préférence pour George W. Bush et ses politiques.

Pourtant, les démocrates connaissent historiquement une meilleure performance boursière durant leur mandat que les républicains. En termes nominaux, le gain annuel moyen du S&P 500 depuis 1901 est de 9,3 % sous les démocrates, tandis qu'il n'est que de 6,5 % lorsqu'un républicain occupe la Maison-Blanche. Les marchés boursiers tendent donc à s'inquiéter à l'idée d'avoir un président démocrate, mais ils semblent apprécier lorsque le commandant en chef est un membre de ce parti.

Cette fois-ci, les investisseurs semblent clairement apprécier l'administration Bush. Si l'on compare l'évolution des indices boursiers américains à la performance de Bush dans les sondages, on trouve une corrélation intéressante. La remontée de la Bourse de la mi-août à la fin de septembre est tout à fait en ligne avec la remontée que l'équipe Bush/Cheney a connue dans les sondages durant la même période. Plusieurs périodiques financiers ont même alors parlé d'un « Bush Rally ». On peut reproduire cette corrélation en utilisant les données quotidiennes de l'*Iowa Electronic Markets* qui est l'équivalent d'une Bourse électronique sur la présente campagne électorale. Le graphique présente le pourcentage (100 % égale un dollar) que Bush, selon les utilisateurs de ce marché, devrait obtenir le 2 novembre. L'évolution de cette cote depuis que Kerry est connu comme étant le candidat démocrate représente très bien l'évolution de l'indice S&P 500. Évidemment, des facteurs extérieurs peuvent influencer à la fois la popularité de Bush et la

Bourse, soit la création d'emplois, l'évolution des indicateurs économiques, les incertitudes géopolitiques et, bien entendu, les variations du prix du pétrole et leurs effets sur l'essence.

Pourquoi le marché boursier préfère-t-il Bush à Kerry? Avant tout, les investisseurs sentent que les politiques du président favorisent la création de la richesse et la prise de risques par le biais des baisses d'impôts, notamment sur le capital et les dividendes. Le programme économique de l'équipe Bush/Cheney repose essentiellement sur la reconduction des baisses d'impôts mises en place depuis 2001. Rappelons que les taux d'imposition doivent retourner à leur niveau pré-2001 d'ici 2011. Nous avons aussi montré que ces baisses d'impôts tendent à favoriser les familles les plus fortunées et celles-ci sont évidemment les plus susceptibles d'investir en Bourse.

Les investisseurs pourraient donc craindre l'arrivée de Kerry qui a clairement indiqué que les familles les plus fortunées paieront plus d'impôts. En fait, il veut augmenter le fardeau fiscal des familles qui ont un revenu supérieur à 200 000 \$ US. Les deux taux d'imposition les plus élevés augmenteront ainsi à leur niveau d'avant 2001. Les dividendes, plutôt que d'être imposés à un taux maximal de 15 %, seront de nouveau considérés comme les autres sources de revenus, c'est-à-dire imposés à des niveaux plus élevés. De plus, le taux d'imposition des gains de capitaux passera de 15 % à 20 % comme c'était le cas avant la mise en place des politiques du président.

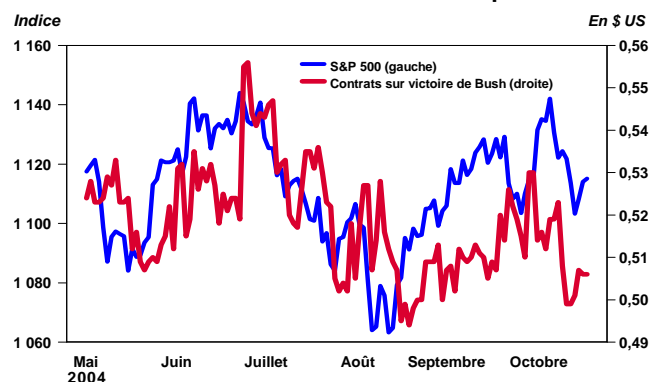
De plus, George W. Bush a fait accepter par le Congrès plusieurs rabais d'impôts pour les entreprises. Celles-ci ont vu leur fardeau fiscal diminuer considérablement sous l'administration républicaine. Depuis 2001, les profits avant impôts des entreprises ont augmenté de 26 %, mais les impôts sur les profits ont diminué de 21 %. Selon la loi, le taux d'imposition sur les profits est de 35 %. Comme plusieurs sociétés peuvent profiter de nombreux crédits d'impôts et des méandres de la législation fiscale, le taux effectif d'im-

La performance des indices boursiers est meilleure lorsqu'un démocrate est à la Maison-Blanche

Présidents	Parti	Période en fonction	Var. ann. moyenne S&P 500
T. Roosevelt	Républicain	1901-1909	3,5
W. Taft	Républicain	1909-1913	0,7
W. Wilson	Démocrate	1913-1921	-2,9
W. Harding/C. Coolidge	Républicain	1921-1925	12,2
C. Coolidge	Républicain	1925-1929	33,7
H. Hoover	Républicain	1929-1933	-17,9
F. Roosevelt	Démocrate	1933-1945	7,5
H. Truman	Démocrate	1945-1953	11,8
D. Eisenhower	Républicain	1953-1961	16,0
J. Kennedy/ L. Johnson	Démocrate	1961-1965	11,1
L. Johnson	Démocrate	1965-1969	4,6
R. Nixon	Républicain	1969-1973	4,0
R. Nixon/G. Ford	Républicain	1973-1977	-3,1
J. Carter	Démocrate	1977-1981	7,0
R. Reagan	Républicain	1981-1989	14,3
G. Bush	Républicain	1989-1993	13,1
B. Clinton	Démocrate	1993-2001	25,9
G. W. Bush (jusqu'à septembre)	Républicain	2001-2004	-4,7
Moyenne depuis 1901			7,6
Moyenne des républicains			6,5
Moyenne des démocrates			9,3

Sources : Datastream, Robert J. Shiller et Desjardins, Études économiques

Les investisseurs boursiers semblent préférer Bush

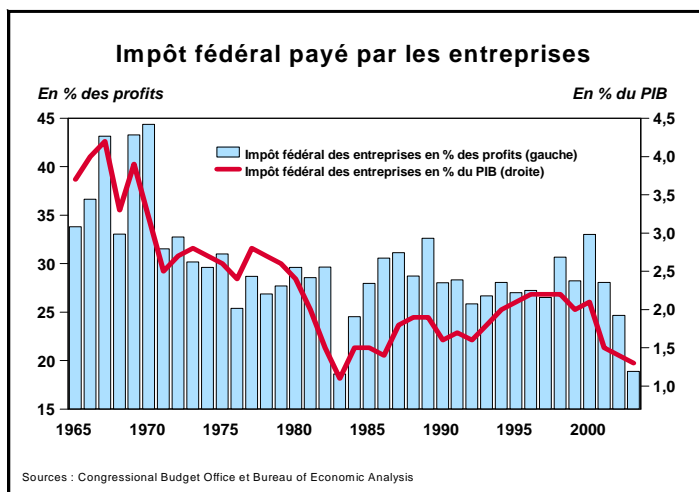


Sources : Datastream et Iowa Electronic Markets

position sur les profits est toujours plus bas que le taux officiel. Cependant, depuis 2001, il n'a cessé de diminuer, passant de 21,4 % en 2001 à 17,2 % en 2002-2003.

Kerry appuie une baisse du taux d'imposition des profits de 35 % à 33,25 %, mais comme il veut aussi éliminer plusieurs crédits d'impôts aux entreprises et plusieurs échappatoires fiscales, les entreprises peuvent craindre, sous un président démocrate, une hausse du taux effectif d'imposition.

Si l'on regarde plus précisément les politiques de Bush vis-à-vis de celles de Kerry, plusieurs secteurs boursiers pourraient être influencés par les résultats électoraux du 2 novembre. Le tableau ci-dessous, à droite, présente quelques-uns des secteurs qui pourraient être favorisés par chacun des candidats.



Secteurs boursiers pouvant être favorisés par le résultat électoral

Secteurs bénéficiant des politiques des républicains Bush et Cheney :

- ✓ Secteur pharmaceutique
- ✓ Fournisseurs de soins de santé privés
- ✓ Secteur financier
- ✓ Secteur de l'énergie
- ✓ Assurances
- ✓ Équipements militaires

Secteurs bénéficiant des politiques des démocrates Kerry et Edwards :

- ✓ Hôpitaux et équipement médical
- ✓ Énergies alternatives (énergie éolienne, éthanol...)
- ✓ Commerce de détail
- ✓ Prêteurs hypothécaires

Sources : Time, Wall Street Journal, Barron's, Financial Times et Business Week

En guise de conclusion, les marchés financiers ne devraient pas trop s'inquiéter, à court terme, des résultats de l'élection du 2 novembre. Premièrement, les questions économiques et budgétaires ne sont pas un enjeu majeur de la lutte pour la Maison-Blanche. Deuxièmement, il y a plusieurs autres facteurs qui peuvent influencer l'évolution des indices boursiers et du marché obligataire. On peut penser à l'évolution de l'économie et de l'inflation, à l'augmentation du prix du pétrole, à l'évolution des profits des entreprises et à l'évaluation des indices boursiers. Finalement, la politique de la Réserve fédérale nous semble bien plus importante pour l'ensemble des marchés financiers que les résultats électoraux. La réunion de la Fed du 10 novembre et les autres rencontres du FOMC qui viendront par la suite auront sans doute, à court terme, un impact plus notable que le choix d'un président démocrate ou républicain.

À plus long terme, les divergences entre les candidats démocrate et républicain sont plus importantes, surtout en ce qui concerne les finances publiques et la place du gouvernement fédéral au sein de l'économie américaine. Bien qu'il soit difficile d'évaluer clairement les effets nets qu'auront les politiques présentées jusqu'à maintenant au cours de la campagne électorale, il est clair que le choix qu'effectueront les électeurs américains le 2 novembre se répercutera tout au long de cette décennie, aux États-Unis comme ailleurs dans le monde.

Francis Généreux
Économiste
(514) 281-7000, poste 3149