

Les élections du 8 novembre et l'économie américaine Troisième partie : conséquences économiques et financières

Les promesses électorales effectuées au cours de la campagne présidentielle offrent des chemins différents pour l'économie américaine, pour l'économie canadienne ainsi que pour les marchés financiers. Ces derniers suivent d'ailleurs de près cette élection et le résultat pourrait les affecter à court et moyen terme. Ce troisième *Point de vue économique* portant sur l'élection présidentielle de 2016 analyse les principales conséquences économiques et financières qui pourraient survenir de l'élection de la candidate démocrate Hillary Clinton ou du candidat républicain Donald Trump. L'effet net des propositions de M^{me} Clinton est plutôt modeste. Toutefois, les conséquences pourraient être grandes si M. Trump parvient à remplir ses promesses. Le protectionnisme du candidat républicain constitue notamment un risque important pour l'économie canadienne.

CONSÉQUENCES ÉCONOMIQUES

La grande différence entre les propositions économiques d'Hillary Clinton et celles de Donald Trump repose sur la fiscalité. La candidate démocrate table sur des augmentations d'impôts substantielles pour les personnes les plus riches. Le candidat républicain mise plutôt sur des baisses d'impôts massives pour tous, mais qui profiteraient davantage aux contribuables les plus fortunés. Les mesures de dépenses varient aussi beaucoup entre les deux candidats.

Ces propositions font en sorte que les conséquences économiques des plans proposés devraient aussi être très variées. Du côté démocrate, les effets nets devraient cependant être particulièrement modestes à l'image des effets budgétaires nets des mesures mises de l'avant par M^{me} Clinton. Les augmentations d'impôts devraient constituer un frein à la croissance, mais les mesures d'aide aux familles et aux petites entreprises ainsi que les nouvelles dépenses en infrastructures devraient amener des contributions positives. Le peu de conséquences à long terme sur le déficit du gouvernement fédéral suggère que l'effet net sur les taux d'intérêt serait également modeste.

Du côté républicain, les baisses d'impôts aux particuliers et aux entreprises ainsi que les augmentations des dépenses en infrastructures et des dépenses fédérales militaires devraient normalement appuyer la croissance économique à très court terme. La contraction promise des dépenses discrétionnaires du gouvernement fédéral excluant la défense

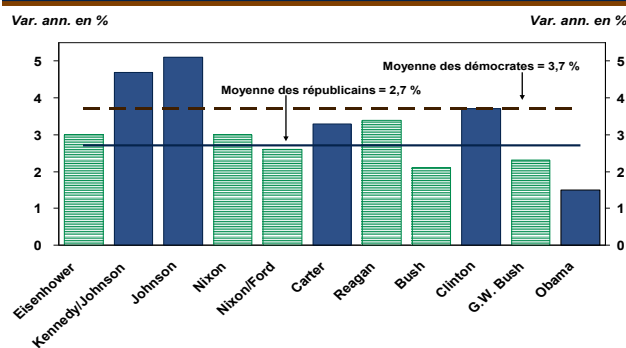
pourrait toutefois ralentir la croissance. D'autres facteurs dans ce que propose Donald Trump pourraient aussi avoir des effets déstabilisants, voire nettement négatifs, pour l'économie américaine. L'augmentation considérable des déficits, dans le cas où la croissance économique n'est pas assez rapide pour compenser le manque à gagner de revenus gouvernementaux, risque de provoquer tôt ou tard une augmentation plus rapide des taux d'intérêt que celle prévue dans le scénario de base. Les ménages ou les entreprises pourraient aussi anticiper une hausse éventuelle des impôts. De plus, la réforme de l'immigration pourrait nuire à court et à moyen termes à la croissance économique en restreignant l'offre de travail.

Une des principales craintes économiques entourant M. Trump est son instinct protectionniste. Les républicains soutiennent qu'une renégociation des accords commerciaux et une approche plus ferme pour tout ce qui touche les échanges internationaux seront favorables à la croissance. Le contraire est cependant davantage plausible. Une fermeture des frontières serait nuisible aux consommateurs, aux entreprises importatrices, aux exportateurs ainsi qu'à l'économie dans son ensemble par le biais d'une productivité plus faible. L'incertitude liée à la politique commerciale de Donald Trump pourrait aussi toucher l'économie et les marchés internationaux. Dans ces circonstances, il est difficile de voir un effet net positif des mesures mises de l'avant par Donald Trump. La plupart des analystes économiques y voient aussi un impact négatif. Le Tax Policy Center juge

que l'impact sur le PIB réel sur un horizon de vingt ans serait entre -3 % ou -4 %. Pour M^{me} Clinton, cette fourchette serait de -0,5 % à +0,6 %. Selon Moody's, le programme de Donald Trump provoquerait une récession qui ferait chuter le PIB réel américain de 2,4 % entre 2018 et 2020. Pour Hillary Clinton, la même firme anticipe que son programme amènerait une augmentation de 1,7 % du PIB réel d'ici 2020 par rapport au scénario de base. Mentionnons que l'équipe de Donald Trump croit plutôt que son élection et l'adoption de son programme amèneraient une croissance annuelle de 3,5 %, voire de 4 % du PIB réel américain.

Historiquement, on peut remarquer un certain avantage pour la croissance lorsque des présidents démocrates occupent la Maison-Blanche (graphique 1). Depuis le début des années 1950, la croissance moyenne du PIB réel sous les présidents démocrates est de 3,7 %. Sous les républicains, elle diminue à 2,7 %. Cet écart de 1,0 % est avantage par les bonnes performances de l'économie américaine sous les administrations Kennedy et Johnson dans les années 1960 et celle de Bill Clinton dans les années 1990. Ils ont pris le pouvoir au début des cycles économiques. Les creux cycliques ont fait plus mal aux résultats républicains, ainsi qu'au démocrate Barack Obama.

Graphique 1 – Croissance du PIB réel selon les partis



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

CONTRAINTES

Comme toujours, l'implantation pleine et parfaite des programmes proposés par les deux candidats ne se fera pas sans heurt. De nombreuses contraintes politiques, conjoncturelles et structurelles feront en sorte que des choix et des compromis devront être faits par la nouvelle administration. La majorité d'une des deux chambres du Congrès risque de ne pas être du même parti que le nouveau président. Même si c'était le cas, le processus politique pourrait être freiné par l'absence d'une « super majorité » au Sénat, ce qui permettrait au parti minoritaire d'y faire de l'obstruction procédurale (*filibuster*). Dans le cas d'Hillary Clinton, elle pourrait connaître le même sort

que Barack Obama qui a vu ses projets souvent contrecarrés par la Chambre des représentants à majorité républicaine. Il serait étonnant que M^{me} Clinton puisse augmenter les impôts comme elle le propose. Dans le cas de M. Trump, il pourrait faire face à une bonne partie du Congrès (républicaine et démocrate) qui ne voudra pas adopter ses propositions les plus extrêmes; par prudence budgétaire pour les baisses d'impôts, par *credo* politique dans les cas des accords commerciaux ou par une divergence d'opinions sur la place des immigrants dans la société américaine. La conjoncture économique pourrait aussi faire en sorte que les conditions ne se prêtent pas à une des politiques proposées ou qu'elle dicte un changement de priorités. On pense à différentes mesures que la crise a imposées à l'administration Obama à ses débuts. La tendance structurelle de l'économie et des facteurs comme le vieillissement de la population, les nouvelles technologies, la mondialisation et la place prépondérante des services sont aussi des facteurs qui pourraient tromper les pronostics des candidats, notamment en ce qui concerne la croissance économique potentielle. Lorsque celle-ci tourne autour de 2 %, il est dur de croire à des mesures qui feront passer la croissance à 4 % de façon soutenue.

UN RISQUE POUR LE CANADA

Dans le cas de Donald Trump et, aussi, mais dans une bien moindre mesure, d'Hillary Clinton, la question des échanges commerciaux internationaux risque de provoquer bien des remous à l'extérieur des États-Unis. Pour le Canada, un regain de vie du protectionnisme américain est un important risque et la fin de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA) aurait des conséquences néfastes pour notre économie. Vu l'importance des États-Unis pour l'industrie canadienne, l'augmentation des tarifs américains et la fermeture partielle de certains marchés causeraient des problèmes pour la plupart des exportateurs d'ici. Si une décision unilatérale du président américain provoquait rapidement la fin de l'ALÉNA (préavis légal de six mois), une récession canadienne serait envisageable. L'effet pourrait être particulièrement important pour les provinces où la fabrication joue un plus grand rôle, comme le Québec et l'Ontario. Le secteur des ressources serait aussi touché, mais l'élan protectionniste pourrait épargner le pétrole canadien. On voit cependant déjà des conséquences pour l'industrie du bois d'œuvre : selon la ministre fédérale du Commerce international du Canada, Chrystia Freeland, le protectionnisme qui s'invite dans la campagne électorale américaine nuit aux efforts du Canada d'en arriver à une entente dans ce conflit.

La Chine et le Mexique sont particulièrement ciblés par le discours protectionniste de Donald Trump et une augmentation de mesures tarifaires et non tarifaires ferait aussi mal

à ces économies, tout comme à l'économie mondiale. Le risque de guerre commerciale et ses conséquences pour l'emploi, le niveau de vie et les marchés financiers ne sont pas à négliger.

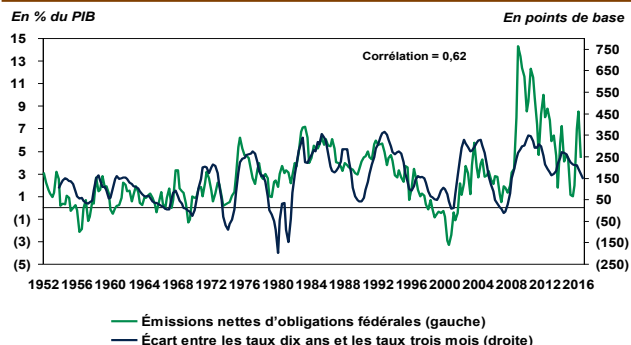
LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

Malgré la détérioration des finances publiques au cours de la crise et l'absence actuelle de plans crédibles pour équilibrer les finances publiques, les taux d'intérêt obligataires demeurent très bas et ils ont atteint un creux à l'été 2016.

Le marché obligataire pourrait être influencé par le choix des Américains. Les propositions d'Hillary Clinton ne changent pas beaucoup le portrait des finances publiques par rapport au scénario de base du Congressional Budget Office. Ainsi, son élection ne devrait pas modifier les anticipations des intervenants de ce marché. L'élection de Donald Trump aurait toutefois des conséquences plus importantes. Premièrement, le gonflement des déficits et de la dette fédérale par le biais des baisses d'impôts provoquerait une offre de titres beaucoup plus abondante. Celle-ci pourrait normalement causer une augmentation des taux, particulièrement pour les obligations de plus longue échéance (graphique 2). Deuxièmement, les mesures protectionnistes envisagées, notamment contre le Mexique et la Chine, pourraient provoquer une hausse de prix à l'importation, à la production et à la consommation. Les anticipations d'inflation augmenteraient, provoquant une augmentation des taux d'intérêt nominaux. Finalement, la hausse des prix pourrait presser le pas de la Fed dans sa normalisation des taux directeurs. Ainsi, les taux obligataires risqueraient d'augmenter plus rapidement que ce qui est anticipé selon le scénario de base ou si la candidate démocrate est élue. Évidemment, ces effets prendraient de l'ampleur s'il semble que Donald Trump aura les moyens politiques pour mettre de l'avant ses promesses électorales. Une telle détérioration relative irait à l'encontre des résultats des autres présidents républicains sous lesquels le marché obligataire a tendance à connaître une meilleure performance que sous les présidents démocrates (tableau 1 à la page 4), et ce, même si la dette a plutôt tendance à devenir moins importante en proportion du PIB sous ces derniers (à l'exception notable de Barack Obama) (graphique 3).

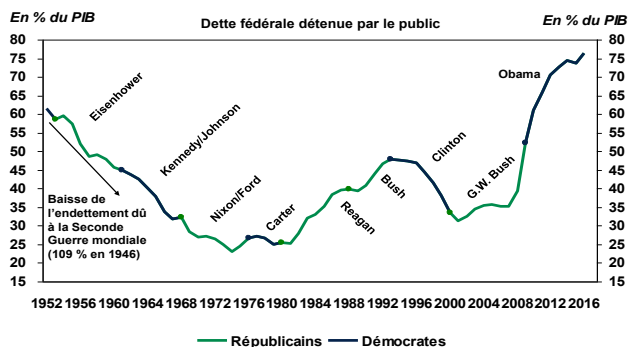
La perception des marchés à l'approche du jour de l'élection aura aussi une influence sur l'évolution de très court terme du marché obligataire. Pour presque l'ensemble de la campagne, les sondages ont suggéré une victoire d'Hillary Clinton. Les anticipations des marchés sont donc normalement allées en ce sens. Le resserrement des sondages au cours de la dernière semaine a cependant ébranlé cette conviction et les marchés ont réagi en conséquence. Il est donc clair que la surprise d'une élection de Donald Trump pourrait

Graphique 2 – Une détérioration de la situation fiscale devrait accentuer la pente de la courbe de rendement



Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Graphique 3 – Sauf pour Obama, l'endettement public a tendance à s'améliorer sous les démocrates



Sources : Congressional Budget Office, U.S. Treasury et Desjardins, Études économiques

provoquer de l'incertitude passagère qui favoriserait, à très court terme, les actifs moins risqués et très liquides comme les obligations américaines. Une baisse des taux à très court terme est donc envisageable, même si ses politiques semblent plutôt défavoriser le marché obligataire.

De plus, l'incertitude générée par une élection de Donald Trump pourrait être perçue par les marchés comme un facteur qui empêchera la Fed de hausser les taux au cours des prochaines réunions. Sur un horizon plus long, les attaques de M. Trump au sujet de la politique monétaire de la Fed font cependant en sorte que celle-ci serait dans une position inconfortable s'il devient président. Il serait étonnant que le nouveau président républicain renouvelle le mandat de M^{me} Yellen qui doit prendre fin au début de 2018. Le remplacement de la plus influente et d'une des plus *dovish* membres du comité de politique monétaire ainsi que la nomination tôt ou tard de gouverneurs davantage alignés avec M. Trump pourraient faire pencher la balance à la Fed et changer les anticipations concernant l'évolution des taux directeurs. Placée à la tête de la Fed par Barack Obama, M^{me} Yellen aurait beaucoup plus de chance d'être renommée si Hillary Clinton est à la Maison-Blanche.

Tableau 1 – Les présidents américains et la performance du marché obligataire

	Parti	Période en fonction	Rendement total annuel moyen des obligations fédérales dix ans	
			En \$ courants	En \$ constants
T. Roosevelt	Républicain	1901-1909	3,0	0,7
T. Taft	Républicain	1909-1913	3,2	0,4
T. Wilson	Démocrate	1913-1921	2,4	(9,9)
W. Harding/C. Coolidge	Républicain	1921-1925	8,3	11,0
C. Coolidge	Républicain	1925-1929	5,0	5,3
H. Hoover	Républicain	1929-1933	3,9	9,7
F. Roosevelt	Démocrate	1933-1945	4,1	1,1
H. Truman	Démocrate	1945-1953	1,7	(4,5)
D. Eisenhower	Républicain	1953-1961	2,2	0,8
J. Kennedy/L. Johnson	Démocrate	1961-1965	3,5	2,3
L. Johnson	Démocrate	1965-1969	1,3	(2,1)
R. Nixon	Républicain	1969-1973	7,0	2,1
R. Nixon/G. Ford	Républicain	1973-1977	7,7	(1,6)
J. Carter	Démocrate	1977-1981	(0,5)	(12,6)
R. Reagan	Républicain	1981-1989	24,2	19,2
G. Bush	Républicain	1989-1993	15,9	11,5
B. Clinton	Démocrate	1993-2001	10,5	7,8
G. W. Bush	Républicain	2001-2009	9,9	6,8
B. Obama	Démocrate	2009-2016 (jusqu'au 31 oct.)	4,0	2,4
Moyenne depuis 1901			6,2	2,7
Moyenne des républicains			8,2	6,0
Moyenne des démocrates			3,4	(1,9)

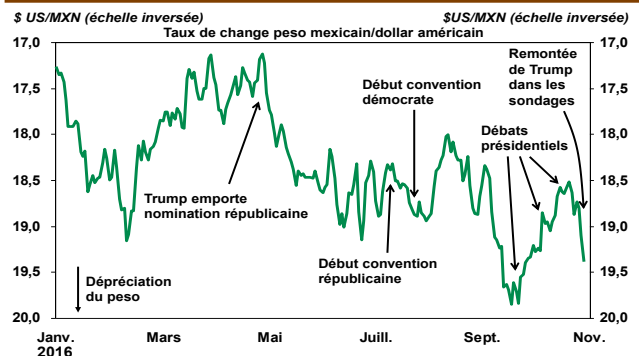
Sources : Global Financial Data, Datastream, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

LE MARCHÉ DES DEVISES

Considéré comme une valeur refuge, le billet vert dépend souvent du degré d'incertitude ressenti globalement sur les marchés. Si elle cause une surprise, l'élection de Donald Trump pourrait profiter au dollar américain grâce à ce rôle de valeur refuge. Par exemple, la crise financière qui a pris source aux États-Unis n'a pas empêché le dollar américain de s'apprécier par rapport à la plupart des autres devises. Toutefois, le changement des anticipations de court terme sur l'évolution de la politique monétaire pourrait faire baisser le billet vert face aux principales devises. L'effet net de court terme n'est donc pas très évident.

Par la suite, les mesures protectionnistes qui pourraient être mises en place feraient craindre pour la santé économique des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, notamment les pays émergents, mais aussi le Canada. Le dollar canadien et surtout le peso mexicain pourraient souffrir de l'élection de M. Trump. Dans le dernier cas, le peso mexicain est déjà devenu un bon indicateur des chances du candidat républicain de s'installer à la Maison-Blanche et il évolue depuis quelques semaines selon les événements de la campagne électorale en cours (graphique 4).

Graphique 4 – Le peso mexicain se déprécie quand les nouvelles favorisent Donald Trump



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

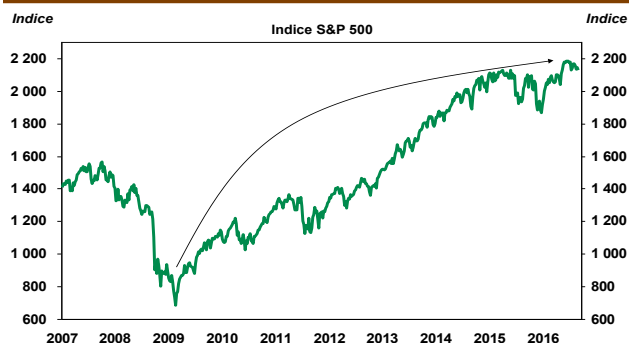
LE MARCHÉ BOURSIER

Le marché boursier a connu un bon parcours sous l'administration Obama (graphique 5 à la page 5). Cela s'ajoute aux bonnes performances de la Bourse sous les présidents démocrates (tableau 2 à la page 5). Évidemment, le fait que la Bourse ait connu son creux de la crise financière seulement quelques semaines après l'investiture de Barack Obama favorise les comparaisons. De plus, la politique monétaire de la Fed pendant et après la récession a généralement appuyé le prix des actifs tels que les actions.

Tableau 2 – Les présidents américains et la performance de la Bourse

	Parti	Période en fonction	Var. ann. en moyenne du S&P 500			
			Sans dividendes		Avec dividendes	
			En \$ courants	En \$ constants	En \$ courants	En \$ constants
T. Roosevelt	Républicain	1901-1909	3,9	1,6	10,3	8,0
T. Taft	Républicain	1909-1913	1,0	(1,8)	6,3	3,5
T. Wilson	Démocrate	1913-1921	(3,4)	(15,7)	2,1	(10,2)
W. Harding/C. Coolidge	Républicain	1921-1925	13,0	15,7	22,9	25,6
C. Coolidge	Républicain	1925-1929	33,8	34,1	45,7	46,0
H. Hoover	Républicain	1929-1933	(17,9)	(12,1)	(16,3)	(10,5)
F. Roosevelt	Démocrate	1933-1945	7,7	4,7	21,7	18,7
H. Truman	Démocrate	1945-1953	12,5	6,3	26,9	20,7
D. Eisenhower	Républicain	1953-1961	14,8	13,4	25,4	24,0
J. Kennedy/L. Johnson	Démocrate	1961-1965	11,5	10,3	16,3	15,1
L. Johnson	Démocrate	1965-1969	5,6	2,2	9,7	6,3
R. Nixon	Républicain	1969-1973	3,4	(1,5)	7,4	2,5
R. Nixon/G. Ford	Républicain	1973-1977	(2,2)	(11,5)	1,7	(7,6)
J. Carter	Démocrate	1977-1981	6,6	(5,5)	13,9	1,8
R. Reagan	Républicain	1981-1989	13,1	8,1	23,6	18,6
G. Bush	Républicain	1989-1993	14,2	9,8	19,8	15,4
B. Clinton	Démocrate	1993-2001	25,4	22,7	32,0	29,3
G. W. Bush	Républicain	2001-2009	(3,9)	(7,1)	(2,6)	(5,7)
B. Obama	Démocrate	2009-2016 (jusqu'au 31 oct.)	17,3	15,5	22,8	22,1
Moyenne depuis 1901			8,2	4,7	15,2	11,8
Moyenne des républicains			6,7	4,4	13,1	10,9
Moyenne des démocrates			10,4	5,1	18,2	13,0

Sources : Global Financial Data, Datastream, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – La Bourse a généralement bien performé sous Obama


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les politiques fiscales proposées par les deux candidats pourraient avoir des incidences importantes pour l'évolution du marché boursier. Dans les deux cas, une réforme de l'impôt des entreprises est mise de l'avant, mais elle va bien plus loin du côté de Donald Trump. Sous ce dernier, les allègements fiscaux (dont une baisse du taux d'imposition de 35 % à 15 %) pour les entreprises pourraient appuyer les profits après impôts. Les mesures proposées par le républicain concernant la fiscalité des particuliers sont aussi plus favorables au marché boursier. Elles favorisent les plus riches qui sont généralement plus enclins à investir sur ce

marché. Au contraire, les hausses d'impôts suggérées par Hillary Clinton défavorisent les ménages plus fortunés.

Certains secteurs seraient avantagés ou désavantagés selon le choix des électeurs. La plus grande distinction porte sur le secteur des ressources, notamment du côté de l'énergie. D'une part, le programme de M^{me} Clinton est nettement réfractaire à l'industrie du pétrole et du gaz. Afin de respecter des normes environnementales plus strictes, ce secteur subirait de plus grandes pressions réglementaires tout en perdant certains avantages fiscaux. D'autre part, les énergies renouvelables pourraient profiter d'un coup de main de la part d'une éventuelle administration Clinton. De son côté, Donald Trump promet de promouvoir davantage et d'augmenter les opportunités pour le secteur américain du pétrole et du gaz ainsi que du charbon. L'approche de M. Trump axée sur la déréglementation pourrait aussi aider le secteur financier. Il a déjà signalé son intention de mettre au rancart la politique de réglementation financière mise en place par l'administration Obama et le Congrès en 2010. De son côté, Hillary Clinton a promis de poser son *veto* « à toute législation qui affaiblirait la réforme financière ». De plus, elle propose une surtaxe imposée aux plus grandes institutions financières, basée sur leur grosseur et sur le degré de risque qu'elles représentent pour le système financier.



Les deux candidats offrent des mesures pour appuyer l'investissement dans le secteur manufacturier, ce qui pourrait être bénéfique pour les profits et le rendement des actions sur le marché boursier. Toutefois, le protectionnisme de M. Trump pourrait avoir des effets pervers pour ce secteur. Dans le but de protéger et de redonner de la vigueur aux fabricants américains, des hausses de tarifs pourraient considérablement augmenter le coût des intrants. Une augmentation des complications au niveau des chaînes d'approvisionnement, qui sont de plus en plus internationales, nuirait également aux profits. Dans le cas de représailles commerciales, il faut aussi s'attendre à des difficultés pour les entreprises qui profitent de la demande internationale. Du côté du secteur des biens de consommation, davantage de protectionnisme veut aussi dire des coûts plus élevés et des marges bénéficiaires plus minces.

L'effet net pour la Bourse est donc loin d'être clair. À première vue, les mesures proposées par Hillary Clinton pourraient défavoriser les investisseurs et, par ricochet, les marchés. Toutefois, les mesures les plus populistes de Donald Trump ne semblent pas plaire aux grandes entreprises (souvent impliquées sur les marchés internationaux) ni aux investisseurs. Ceux-ci semblent également se méfier du caractère imprévisible de M. Trump. Finalement, le marché boursier, comme ceux des obligations ou des devises, anticipe une victoire de la candidate démocrate, et ce, même si les sondages se sont resserrés. Dans ce contexte, une victoire surprise de Donald Trump pourrait causer davantage de volatilité à court terme. Évidemment, à l'instar de l'élection de 2000, le pire scénario serait probablement une élection serrée et contestée qui n'offrirait pas de gagnant clair au matin du 9 novembre.

Francis Généreux
Économiste principal