

## Élections américaines 2024 :

### conséquences pour l'économie et les marchés financiers

Thomas Feltmate, directeur et économiste principal | 416-944-5730

13 septembre, 2024

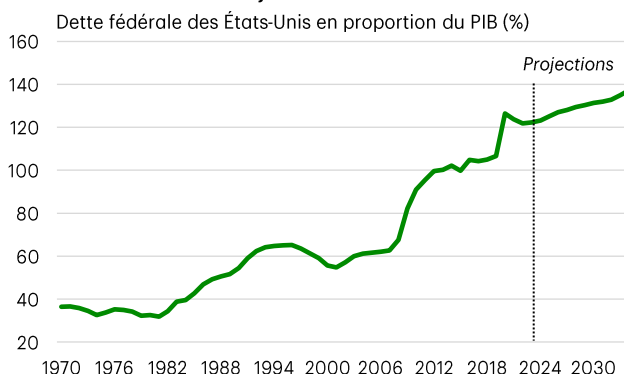
#### Faits saillants

- L'économie n'est jamais indifférente aux élections, mais il est probable que le présent cycle électoral captera particulièrement l'attention des marchés financiers en raison de la trajectoire budgétaire insoutenable des États-Unis.
- La vice-présidente Harris fait porter sa campagne sur des hausses d'impôt pour les particuliers nantis et les sociétés de même que sur un programme de dépenses progressif et des allègements fiscaux ciblant la classe moyenne.
- À l'inverse, Donald Trump promet d'alléger le fardeau fiscal des sociétés, de réduire la réglementation, d'augmenter le protectionnisme commercial et de renforcer la sécurité aux frontières.
- La composition du Congrès déterminera la mesure dans laquelle le programme du futur président ou de la future présidente pourra être mis en œuvre. Un Congrès divisé contraindrait vraisemblablement la personne qui succédera à la présidence à faire d'importantes concessions quant aux propositions de sa plateforme électorale.
- Ni l'une ni l'autre des plateformes des candidats ne s'attaque adéquatement au déficit budgétaire grandissant des États-Unis, qui rendrait tant l'économie que les marchés financiers vulnérables en cas de ralentissement économique.

Quelques semaines séparent les électeurs américains de l'élection du ou de la 47<sup>e</sup> président(e), à l'occasion de laquelle ils seront appelés à choisir entre la vice-présidente démocrate Kamala Harris et l'ancien président républicain Donald Trump.

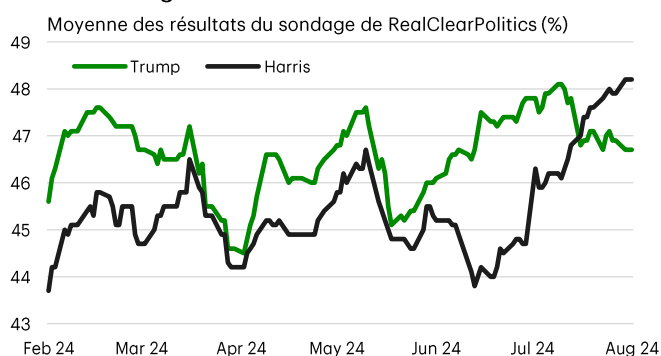
L'élection de M<sup>me</sup> Harris signifierait un prolongement de quatre ans de l'idéologie et de la position politique qui ont caractérisé le mandat Biden. Une deuxième présidence Trump se traduirait probablement par des réductions d'impôt, le renforcement du protectionnisme commercial, l'allègement de la réglementation et le resserrement de la sécurité aux frontières. Chacun des deux candidats a fait adopter de vastes mesures de politique intérieure pendant ses années à la Maison-Blanche. Sous la précédente administration Trump, une refonte en profondeur du régime de fiscalité avait mené à d'importantes baiss-

**Graphique 1 : L'accumulation de la dette fédérale des États-Unis suit une trajectoire insoutenable**



Source : Congressional Budget Office et Services économiques TD.

**Graphique 2 : Selon un récent sondage, Kamala Harris aurait une légère avance**



Source : RealClearPolling et Services économiques TD.  
Dernière observation : 21 août 2024.

es des taux d'imposition des particuliers aussi bien que des sociétés. Sous la présidence de Joe Biden, la vice-présidente Harris a collaboré à l'orchestration du plan de sauvetage américain – un programme de relance postpandémique de 1 900 milliards de dollars – et de mesures clés en matière d'infrastructures et de climat. Les succès les plus notables de chacune des administrations ont malheureusement été obtenus au prix d'énormes dépenses et ont concouru à engager les États-Unis sur une voie budgétaire insoutenable (graphique 1).

Par conséquent, les investisseurs considéreront les programmes budgétaires des deux candidats en fonction de leurs conséquences sur le fardeau de plus en plus lourd de la dette des États-Unis. Une administration Trump privilégierait selon toute probabilité la réduction de la réglementation et d'autres baisses d'impôt pour stimuler la croissance et faire croître les recettes. Pour sa part, la vice-présidente Harris est favorable au relèvement des impôts des particuliers nantis et des sociétés pour contrebalancer les allègements fiscaux et les programmes de dépenses destinés aux ménages des classes populaire et moyenne. D'autres enjeux économiquement pertinents des campagnes sont susceptibles de capter l'attention, comme les droits de douane et la politique commerciale, l'immigration et la sécurité aux frontières de même que les règlements en matière d'énergie, d'environnement et de lutte contre les pratiques non concurrentielles.

Bien sûr, la latitude d'adopter de nouvelles lois qu'aura chacun des candidats dépendra de la composition du

Congrès. Comme les 435 sièges de la Chambre des représentants et 34 sièges du Sénat sont à pourvoir, il y a une rare possibilité que les trois organes fassent volte-face, ce qui créerait un gouvernement clivé – du jamais vu depuis 1953. Cela marquerait une rupture par rapport aux trois derniers présidents élus pour un premier mandat (c.-à-d. Barack Obama, Donald Trump et Joe Biden), qui ont accédé à la Maison-Blanche en disposant d'un contrôle complet tant sur la Chambre des représentants que sur le Sénat.

Selon de récents sondages, les appuis aux démocrates ont augmenté à la suite de la décision du président Biden de se retirer de la course; la vice-présidente Harris dispose maintenant d'une très légère avance sur Donald Trump dans les sondages menés à l'échelle nationale (graphique 2). Cependant, la course demeure extrêmement serrée dans les États clés : Donald Trump conserve une mince avance dans les intentions de vote en Arizona, en Caroline du Nord et en Géorgie tandis que Kamala Harris demeure en tête au Nevada, au Wisconsin et au Michigan.

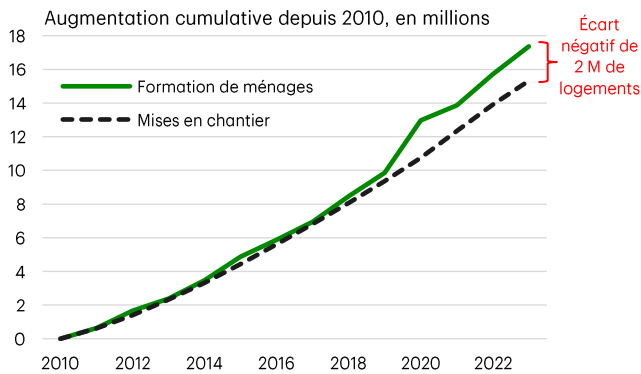
Or, vu les écarts serrés et l'inexactitude des sondages dans le passé, les jeux ne sont pas faits.

D'ici à ce que l'issue de l'élection soit connue, nous pouvons jeter un éclairage sur les répercussions potentielles des faits saillants de la plateforme de chacun des candidats sur les perspectives économiques.

### **Programme de Kamala Harris : Hausse des impôts pour les sociétés et les particuliers nantis et programme de dépenses progressif et d'allègements fiscaux pour la classe moyenne**

Sans surprise, une administration Harris-Walz resterait attachée aux principes et aux politiques de l'administration Biden-Harris. La pierre angulaire du programme économique démocrate repose sur la redistribution des ressources tirées des sociétés et des personnes à revenu élevé vers les particuliers à faible revenu et de la classe moyenne. Pour l'heure, les points précis qui différencieront la plateforme politique de Kamala Harris de celle de son prédécesseur n'ont été que partiellement rendus publics, mais en substance, sa plateforme ne s'écartera pas beaucoup de celle du

**Graphique 3 : La pénurie de logements aux États-Unis a augmenté de plus de deux millions de logements**



Source : Census Bureau et Services économiques TD.

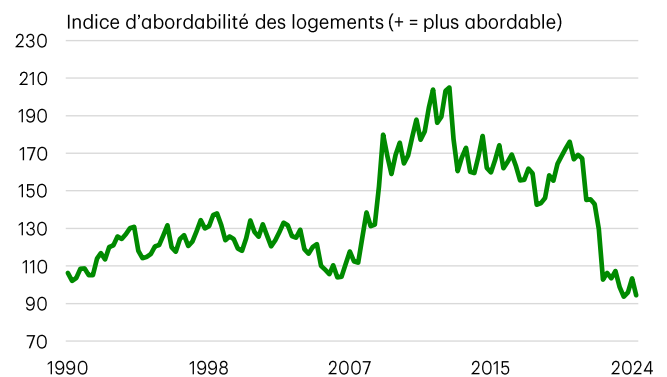
président Biden, selon l'équipe de campagne. Compte tenu du fait que les démocrates se sont déjà exprimés au sujet de leur plateforme 2024 quelques jours avant que Joe Biden renonce à briguer l'investiture de son parti, et qu'ils n'y ont pas apporté de changements à la suite de l'appui accordé à Kamala Harris, il semble probable que les projets plus généraux de la campagne de cette dernière seront étroitement alignés sur ceux du président Biden. Cela donne à penser que de nombreux changements proposés à la structure fiscale dans le budget Biden-Harris de 2025 resteront à l'ordre du jour. Ces changements comprendraient l'expiration possible de certaines dispositions de la *Tax Cuts & Job Act* de 2017 (TCJA) et l'ajout de changements au code fiscal existant pour hausser les impôts tant des sociétés que des particuliers à revenu élevé.

À cette étape-ci de la campagne, Kamala Harris s'est engagée publiquement à faire passer le taux d'imposition des sociétés de 21 % à 28 % et à laisser inchangée la structure fiscale actuelle pour tous les particuliers gagnant moins de 400 000 \$. En ce qui concerne les gains en capital, la vice-présidente propose d'élever le taux de la tranche d'imposition supérieure à 33 % – alors que le taux de la tranche d'imposition à long terme la plus élevée s'établit aujourd'hui à 23,8 % – mais cette mesure viserait seulement les particuliers gagnant plus d'un million de dollars. De plus, Kamala Harris mettrait en place l'« impôt sur les milliardaires » de Joe Biden, ce qui obligerait les contribuables dont l'avoir net est supérieur à 100 millions de dollars à acquitter un impôt minimal sur leurs gains non réalisés au titre de place-

ments (p. ex., les actions et les obligations) et de sociétés fermées. En revanche, d'autres allègements fiscaux pour les travailleurs à faible revenu et à revenu moyen se traduiraient par le renouvellement du crédit d'impôt bonifié pour enfants (Child Tax Credit ou CTC) de 2021 dans les critères d'admissibilité au plan de sauvetage américain de 2021 (ARPA) et par l'instauration d'un nouveau CTC pouvant atteindre 6 000 \$ par enfant pour les familles comptant des enfants âgés de moins d'un an.

Si le CTC bonifié était reconduit, le crédit d'impôt maximal serait de nouveau porté à 3 600 \$ pour les enfants de moins de six ans et à 3 000 \$ pour les enfants âgés de six à dix-huit ans, comparativement au crédit maximal actuel de 2 000 \$ par enfant. De plus, ce crédit d'impôt serait entièrement remboursable, soit une amélioration par rapport au CTC actuel, qui ne l'est que partiellement. Les personnes à faible revenu seraient les plus grands bénéficiaires de cette nouvelle disposition. En vertu de la loi actuelle, les familles qui paient peu d'impôt ou qui n'en paient pas peuvent se prévaloir d'un crédit d'au plus 1 400 \$ par enfant. Si la structure était entièrement remboursable, ces familles seraient admissibles au crédit maximal, ce qui ferait dans certains cas doubler la prestation actuelle. Selon des recherches menées dans le passé par le département du Trésor, l'augmentation du crédit d'impôt pour enfants sous le régime de l'ARPA a contribué à hisser hors du seuil de pauvreté plus de cinq millions d'enfants.

**Graphique 4 : L'abordabilité des logements s'est effondrée au cours des dernières années**



Source : National Association of Realtors et Services économiques TD.

Kamala Harris a également déclaré qu'elle augmenterait le crédit d'impôt sur le revenu gagné pour les travailleurs sans enfant et qu'elle ferait passer le crédit maximal de 600 \$ à 1 500 \$. Enfin, la vice-présidente s'est engagée à abolir l'impôt sur les pourboires pour les travailleurs de l'hôtellerie et des services.

Le plan économique Harris tente aussi de s'attaquer à la pénurie de logements aux États-Unis (graphique 3) et aux problèmes continus d'abordabilité (graphique 4) en instaurant un nouvel incitatif fiscal pour la construction de maisons à l'intention des premiers acheteurs et un fonds d'innovation pour le logement totalisant 40 milliards de dollars. Ce fonds vise à aider les administrations locales à remédier aux pénuries de logements et à soutenir des méthodes « novatrices » de financement de la construction tout en autorisant la réaffectation de certains terrains fédéraux afin de leur permettre d'accueillir de nouveaux projets de logement. La plateforme de Kamala Harris donne à penser que ces changements rendraient possible l'ajout de trois millions de logements au cours des quatre prochaines années.

Aux acheteurs d'une première maison, la vice-présidente promet une aide à la mise de fonds de 25 000 \$, assortie d'un soutien plus généreux à l'intention des acheteurs de première génération. Ces mesures collectives combinées sont plus lucratives que celles que Joe Biden a proposées en campagne, ces dernières ayant comporté une aide à la mise de fonds de 25 000 \$ pour 400 000 acheteurs de première génération et une aide de 10 000 \$ pour les premiers acheteurs. Enfin, les investisseurs et les propriétaires sont dans la mire de Kamala Harris, qui a communiqué son intention d'abolir les avantages fiscaux accordés aux investisseurs achetant un grand nombre de maisons unifamiliales en vue de les louer ainsi que d'interdire les outils de tarification algorithmique que les propriétaires utilisent pour fixer les loyers. Le tableau 1 présente un aperçu général de chacune des politiques que la vice-présidente s'est engagée à adopter jusqu'à maintenant et une comparaison de ces mesures avec les propositions de Joe Biden.

Du point de vue des recettes, il y a plusieurs autres éléments inscrits dans le budget Biden-Harris que la vice-présidente n'a pas encore appuyés (ou, dans certains

cas, au sujet desquels elle n'a pas encore communiqué de précisions), mais sur lesquels elle devra sans doute se prononcer pour tenir sa promesse de « réduire le déficit et de raffermir la santé budgétaire des États-Unis ». Le changement le plus digne de mention serait probablement l'expiration de l'allégement fiscal consenti, en vertu de la TCJA, aux personnes gagnant plus de 400 000 \$, ce qui se traduirait par le relèvement du taux effectif d'imposition de 37 % à 39,6 %. De plus, les particuliers qui gagnent un revenu élevé pourraient voir augmenter leur taux net d'imposition des placements aussi bien que leur taux de retenues salariales au titre du programme Medicare. En vertu de la loi en vigueur, les contribuables sont assujettis à un taux net d'imposition des placements de 3,8 % sur leurs gains de placement supérieurs à 250 000 \$ et à un taux supplémentaire de 0,9 % pour Medicare (en sus du taux usuel de retenues salariales de 2,9 % au titre de ce programme). Selon le budget Biden-Harris, tant le taux net d'imposition des placements que les taux des retenues salariales pour Medicare grimperaient à 5 % dans le cas des particuliers gagnant plus de 400 000 \$.

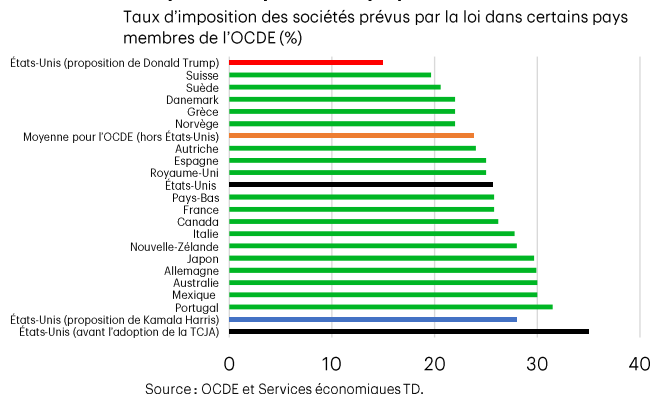
Du côté des sociétés, des changements relatifs à certaines dispositions sont proposés. En plus de relever le taux d'imposition des sociétés, Kamala Harris pourrait être favorable à l'augmentation de l'impôt minimum de remplacement (IMR) des sociétés, qui passerait de 15% aujourd'hui à 21%. Instauré dans le cadre de l'*Inflation Reduction Act* (IRA) de 2022, cet impôt visait à cibler expressément les grandes sociétés qui déclarent un revenu substantiel dans leurs états financiers, même si elles paient peu ou ne paient pas d'impôt fédéral sur le revenu. Or, en raison du seuil de revenu relativement élevé – qui s'applique seulement aux entreprises ayant des bénéfices moyens d'un milliard de dollars ou plus sur trois ans – et d'autres exemptions applicables à des catégories, le Joint Committee of Taxation estime que moins de 150 sociétés seront assujetties à l'IMR, qui génère des recettes de 222 G\$ par an. Par conséquent, même si le taux de l'impôt minimum de remplacement était haussé, l'augmentation des recettes qui en résulterait serait relativement modeste.

L'impôt sur le rachat d'actions est une autre disposition fiscale créée dans l'IRA qui pourrait faire l'objet

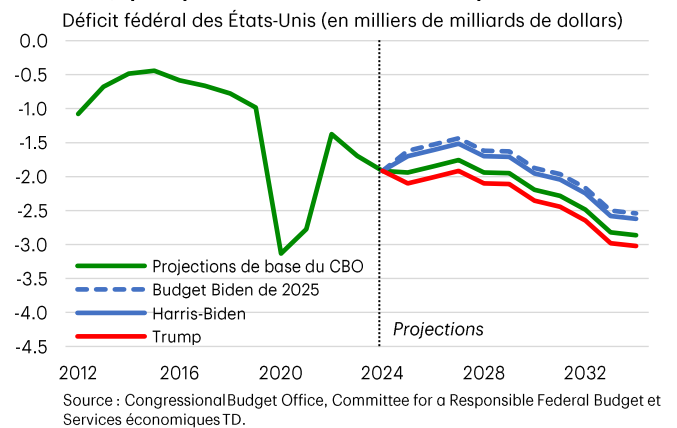
de changements additionnels. En vertu de la loi actuelle, les sociétés cotées en bourse acquittent une taxe d'accise correspondant à 1 % de la juste valeur des actions rachetées des actionnaires. Le budget Biden-Harris proposait le quadruplement du taux d'imposition et la vice-présidente serait sans doute favorable à l'augmentation de la taxe d'accise par rapport au niveau actuel.

Au total, les estimations faites par le Committee for a Responsible Federal Budget donnent à penser que les crédits d'impôt et le programme de dépenses proposé par Kamala Harris coûteraient 2 100 milliards de dollars au cours des dix prochaines années. Cependant, cela ne tient compte que des mesures annoncées à ce jour. Si Kamala Harris proposait d'autres mesures politiques dans les semaines à venir, ce montant augmenterait à coup sûr. Le tableau 2 indique les coûts associés à chacune des mesures politiques annoncées, tandis que les lignes mises en surbrillance en gris correspondent aux politiques auxquelles le président Biden a donné son adhésion, mais que la vice-présidente Harris n'a pas encore appuyées. En somme, si cette dernière décidait d'appuyer toutes les mesures politiques additionnelles, les coûts estimés de son programme budgétaire doubleraient. Dans l'hypothèse où l'approche Harris à l'égard de la hausse des recettes s'arrimerait pour l'essentiel au budget Biden-Harris, l'augmentation du déficit pourrait être inférieure de 2 300 milliards de dollars aux projections de base actuelles du Congressional Budget Office's (CBO), selon lesquelles le déficit s'alourdirait de 22 000 milliards de dollars d'ici à 2034. Ces estimations reposent toute-

**Graphique 5 : Les taux d'imposition des sociétés aux États-Unis pourraient bientôt se classer parmi les plus élevés ou les plus bas parmi les pays membres de l'OCDE**



**Graphique 6 : Le déficit américain continuera de se creuser, quel que soit le candidat élu à la présidence**



fois sur un modèle statique et ne tiennent pas compte de la rétroaction macroéconomique. Les estimations effectuées par d'autres organisations qui utilisent un modèle dynamique révèlent que sous l'effet combiné du relèvement des taux d'imposition des sociétés et de l'alourdissement du fardeau fiscal des contribuables nantis, le rythme de la croissance économique ralentirait légèrement au cours des dix prochaines années, ce qui constituerait un frein à la réduction du déficit.

### Programme de Donald Trump : Réduction des impôts et de la réglementation et renforcement du protectionnisme et de la sécurité aux frontières

Une importante promesse de campagne de Donald Trump consiste à rendre permanentes toutes les dispositions de la TCJA, qui devraient expirer à la fin de 2025. En outre, Donald Trump s'est engagé à abaisser à 15 % le taux d'imposition des sociétés, mais seulement pour les entreprises qui exercent leurs activités de production aux États-Unis, ce qui ferait passer le pays à l'extrémité inférieure du spectre comparativement aux autres États membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) (graphique 5). À ce jour, la campagne Trump n'a pas communiqué de précisions quant à la structure ni à la mise en application du taux d'imposition, de sorte que les projections de coûts ou d'ordre économique liées à cette promesse de campagne sont très hasardeuses. Les estimations de la Tax Foundation et du Committee for a Responsible Federal Budget laissent entrevoir que

## Donald Trump et l'administration Biden-Harris ont durci leurs positions respectives en matière de commerce

Entre 2018 et 2019, les droits de douane imposés par l'administration Trump sur des milliers de produits ont été évalués à environ 380 milliards de dollars. L'administration Biden a maintenu la quasi-totalité des droits de douane imposés par Trump et, plus tôt cette année, a annoncé l'imposition de hausses tarifaires sur des produits chinois (semi-conducteurs, véhicules électriques, minéraux critiques, acier et aluminium) représentant un apport additionnel de 20 milliards de dollars. Bien que les récentes décisions de l'administration Biden aient une portée modeste, elles dénotent un désir grandissant, dans les deux administrations, de protéger les secteurs d'activité des États-Unis, en particulier contre la Chine. Les deux administrations ont toutefois des visions différentes des moyens à prendre pour rehausser la compétitivité des États-Unis à long terme.

Par exemple, Donald Trump privilégie une approche protectionniste consistant à augmenter unilatéralement les droits de douane pour tenter d'obtenir des concessions des partenaires commerciaux de son pays, la Chine en tête. Au contraire, l'administration Biden-Harris est favorable à la coopération avec des alliés et à l'investissement sur le marché intérieur afin que les États-Unis disposent d'une assise plus solide pour concurrencer la Chine dans les secteurs d'activité dont l'essor est le plus rapide, comme ceux de l'énergie propre et de la fabrication de semi-conducteurs.

Mentionnons aussi que si les positions de la vice-présidente en matière d'échanges commerciaux sont généralement en phase avec celles du président Biden, sa feuille de route révèle une vision un peu plus protectionniste. Alors qu'elle était sénatrice, Kamala Harris a voté contre l'Accord Canada-États-Unis-Mexique en 2020 et contre l'Accord de partenariat transpacifique, qui avait été piloté par l'administration Obama. Dans les deux cas, elle avait exprimé des préoccupations environnementales et avait fait valoir que les accords ne protégeaient pas suffisamment les travailleurs américains. Bref, la vice-présidente pourrait aller encore plus loin que le président dans l'intégration de mesures commerciales et climatiques et, peut-être, durcir sa position envers la Chine pour rendre les règles du jeu plus équitables.

la prolongation dans son intégralité de la TCJA et la réduction du taux d'imposition des sociétés pour les sociétés admissibles abaisseraient les recettes à concurrence de 4 200 milliards de dollars au cours des dix prochaines années. Les conséquences pour le déficit seraient encore plus importantes (hausse de 300 G\$) si Donald Trump élargissait l'allègement fiscal à toutes les sociétés américaines. Toutefois, ces deux changements sont par nature favorables à la croissance, ce qui signifie qu'ils permettraient de générer des recettes compensatoires. L'effet net, ou « dynamique », de ces mesures serait l'augmentation du déficit de 3 500 milliards de dollars (graphique 6).

En contrepartie, Donald Trump propose l'imposition universelle de droits de douane de 10 % sur tous les produits importés aux États-Unis et, peut-être, une

hausse allant jusqu'à 60% des droits de douane sur les produits chinois. Si tous les partenaires commerciaux des États-Unis leur rendaient la pareille, la Tax Foundation estime que l'effet net effacerait probablement tous les avantages économiques associés aux fortes réductions d'impôt, ce qui pourrait se solder par un léger ralentissement de la production et de la création d'emplois. De plus, les recettes fiscales tirées des droits de douane seraient insuffisantes pour couvrir entièrement le coût de la prolongation de la TCJA, ce qui mènerait à une augmentation encore plus prononcée du déficit au cours des dix prochaines années.

Nos propres analyses font ressortir que même si les États-Unis donnaient suite uniquement au projet d'imposition de droits de douane de 10 % à tous leurs partenaires commerciaux, la croissance pourrait ac-

cuser un ralentissement de 1,5 % dans les années à venir et le taux de chômage risquerait de croître de 0,5 point de pourcentage. Toutefois, ces estimations sont fortement teintées d'incertitude et dépendent en grande partie de l'ampleur des représailles et de la position des marchés financiers à l'égard de la réorientation des politiques commerciales vers un protectionnisme accru. Nos analyses reposent sur l'hypothèse que tous les pays riposteraient en imposant aux États-Unis des hausses comparables des droits de douane. Une telle riposte tarifaire susciterait une forte aversion pour le risque. Résultat : les écarts de taux s'élargiraient, la volatilité monterait en flèche et les actions américaines perdraient environ 20 % – tout cela en deux trimestres à peine. Une telle combinaison de facteurs sape la confiance et représente le principal vecteur du ralentissement économique.

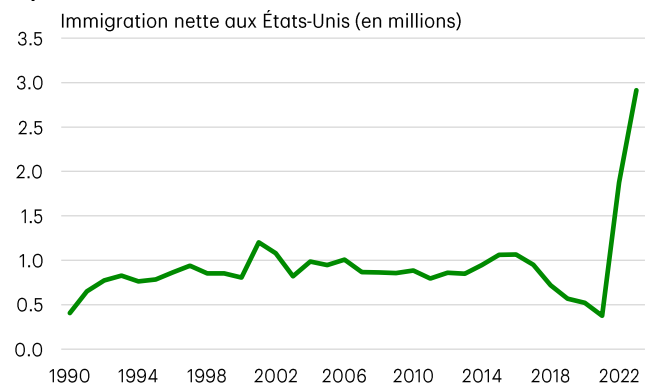
Le coup de barre que Donald Trump entend donner à la politique énergétique américaine constitue un autre thème porteur de sa campagne, caractérisé par l'attribution d'une place plus importante aux combustibles fossiles, un net recul sur le front de la réglementation et l'amenuisement de la portée des politiques en matière d'énergies renouvelables. Pour dynamiser la production pétrolière et gazière, l'ancien président propose de rattraper le retard pris par l'administration Biden dans l'octroi de permis de forage fédéraux et de baux des terrains fédéraux afin de libérer plus de terres publiques pour la mise en valeur de ressources énergétiques et d'accélérer le processus d'approbation de nouveaux gazoducs. Le candidat républicain a également déclaré que son administration ferait marche arrière à propos de deux mesures politiques phares des administrations précédentes dans les domaines des infrastructures et du climat, en ce qui concerne notamment l'IRA et l'*Infrastructure Investment & Jobs Act* (IIJA). Comme ces deux lois ont été adoptées par le Congrès, leur modification ou leur abrogation nécessiterait l'approbation des deux chambres et ne pourrait emprunter la voie d'un décret-loi. Même dans l'éventualité d'un balayage républicain, cela pourrait se révéler ardu, compte tenu du fait que les États d'allégeance républicaine ont été les principaux bénéficiaires de ces deux textes de loi au cours des dernières années.

La possibilité d'une abrogation partielle n'est cependant pas exclue, en particulier dans le cas de l'IRA. Dans ce scénario, les mesures dont la mise en place serait la plus simple consisteraient à plafonner ou à abrégier l'offre de certains incitatifs prenant la forme de crédits d'impôt, à supprimer le crédit d'impôt accordé aux particuliers qui achètent un véhicule électrique et à renverser la réglementation en matière de normes d'émissions.

Enfin, le resserrement de la sécurité aux frontières s'inscrit aussi dans le programme de campagne de Trump. D'après la plateforme 2024 du Parti républicain, il faudra pour ce faire « fermer hermétiquement la frontière » et « réaliser la plus grande opération d'expulsion de l'histoire des États-Unis ». La mesure dans laquelle l'administration Trump serait apte à donner suite à cet engagement dépendra fortement de la composition du Congrès. Donald Trump a prouvé dans le passé qu'il n'avait pas peur de resserrer les contrôles frontaliers. Pendant le deuxième mandat de Barack Obama, 1,0 million d'immigrants en moyenne sont entrés chaque année aux États-Unis. Sous la présidence Trump, l'immigration a constamment chuté et a atteint un creux d'environ 600 000 personnes en 2019, soit la croissance annuelle la plus faible depuis 1990.

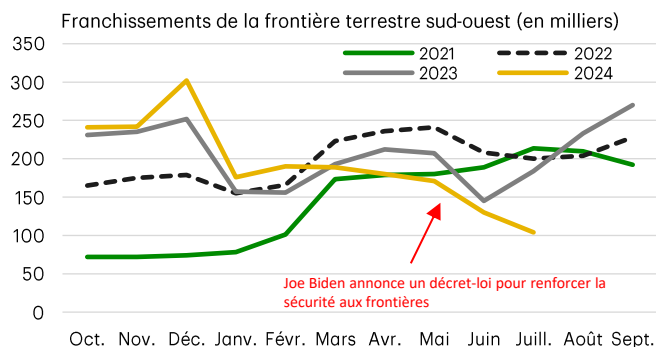
Une opération d'expulsion plus musclée pourrait avoir d'importantes conséquences économiques. L'augmentation de l'immigration enregistrée au cours des dernières années a contribué à accélérer le rééquilibrage du marché du travail, en particulier dans les secteurs d'activité les plus dépendants des

**Graphique 7 : L'immigration a monté en flèche après la pandémie**



Source : Congressional Budget Office et Services économiques TD.

**Graphique 8 : Les franchissements de la frontière terrestre sud-ouest ont chuté depuis l'adoption du décret-loi de Joe Biden**



Source : Department of Homeland Security et Services économiques TD.

travailleurs étrangers (c.-à-d. l'agriculture, la construction, les loisirs et l'hôtellerie et certains pans du secteur manufacturier). Le départ soudain de travailleurs étrangers risquerait d'effacer en partie les progrès accomplis dans le passé, ce qui rendrait les conditions d'emploi plus tendues et pourrait même faire bondir les coûts de main-d'œuvre; tout cela risquerait de ralentir le processus désinflationniste en cours.

Même dans une administration dirigée par Kamala Harris, le renforcement de la sécurité aux frontières et la diminution des flux d'immigration seraient inévitables. Selon des estimations du Congressional Budget Office, l'immigration aux États-Unis a explosé après la pandémie (graphique 7). Le Department of Homeland Security a publié des données selon lesquelles une part importante de cet accroissement a été attribuable aux personnes en quête d'asile ou d'autres formes d'aide humanitaire et à la hausse des franchissements illégaux de frontières. L'administration Biden a déjà pris des dispositions pour renforcer sensiblement la sécurité à la frontière sud-ouest. Elle a récemment annoncé de nouvelles mesures qui empêcheront les migrants qui franchissent illégalement la frontière de demander l'asile, ce qui a déjà entraîné une forte baisse des traversées clandestines de la frontière (graphique 8). Comme le décret-loi du président Biden sera maintenu dans un avenir prévisible, les flux d'immigration devraient continuer de ralentir.

Or, compte tenu de l'étape du cycle économique, le ralentissement de la croissance de l'immigration n'est peut-être pas une mauvaise chose. Le marché du travail

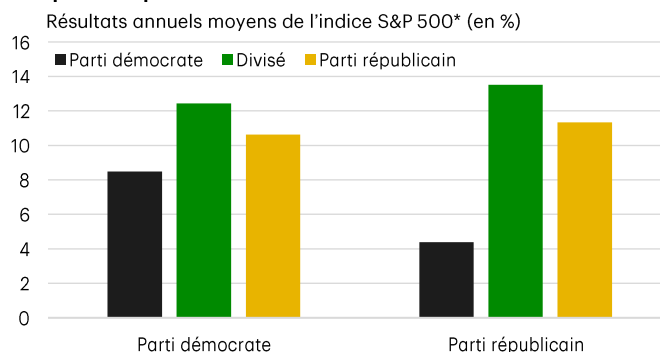
est manifestement en perte de vitesse par rapport à l'an dernier et le taux de chômage subit maintenant des pressions à la hausse, car la croissance de la population active devance la création d'emplois. La demande de main-d'œuvre étant appelée à poursuivre son ralentissement jusqu'à la fin de l'année, le tassement de la croissance de la population active contribuerait à atténuer les répercussions économiques globales.

## Conséquences pour les marchés financiers

Du côté des marchés financiers, les actions ont tendance à connaître une remontée de courte durée après une victoire républicaine et un recul après une victoire démocrate à l'élection présidentielle. Quoi qu'il en soit, ces gains sont temporaires et l'histoire nous enseigne qu'indépendamment du parti au pouvoir à la Maison-Blanche, un Congrès divisé sous contrôle républicain est plus bénéfique pour les actions au cours des années suivant l'élection (graphique 9).

Un balayage républicain signifierait probablement le statu quo en ce qui concerne la structure d'imposition des particuliers, mais une forte baisse du taux d'imposition des sociétés aurait un effet net positif pour les bénéfices des sociétés et, par conséquent, pour les actions. Selon toute probabilité, le financement des allégements fiscaux par la voie de hausses tarifaires susciterait toutefois une grande inquiétude dans les marchés financiers, en particulier si Donald Trump tenait sa promesse de campagne d'imposer des droits douaniers tous azimuts. Qui plus est, les recettes

**Graphique 9 : Résultats annuels moyens de l'indice S&P 500 pour une administration divisée ou unifiée, selon le parti au pouvoir**



\*Données de 1933 à 2022, sauf 2001 et 2002. Source : Bloomberg et Services économiques TD.



prévues provenant des hausses tarifaires seraient insuffisantes pour contrebalancer les coûts liés à la prolongation de la TCJA et à une réduction additionnelle du taux d'imposition des sociétés. Somme toute, les déficits seront encore plus élevés que ce qu'indiquent actuellement les projections de base du CBO.

Jusqu'à maintenant, les participants au marché semblent peu s'inquiéter de la trajectoire insoutenable de la dette américaine. Le vent finira pourtant par tourner – en particulier si rien n'est fait pour résoudre ce problème grandissant. De plus, une hausse substantielle des droits de douane aux États-Unis entraînerait probablement des représailles de la part des partenaires commerciaux, ce qui concourrait à déstabiliser les chaînes d'approvisionnement mondiales encore fragiles, perturberait les flux commerciaux dans le monde entier et risquerait de servir de catalyseur à une récession mondiale. Si des contraintes budgétaires devenaient soudain impérieuses, les États-Unis disposeraient sans doute d'une latitude plus restreinte pour adopter des mesures de soutien budgétaires, ce qui risquerait d'amplifier le choc. Compte tenu de tous les facteurs en présence, la réaction du marché à une victoire républicaine serait probablement prudente, eu égard aux incertitudes planant sur les politiques.

Le marché réagirait vraisemblablement de la même façon en cas de balayage démocrate. Toutes choses étant égales par ailleurs, en contexte de hausses d'impôt, de renforcement de la réglementation et d'appui aux travailleurs, un balayage démocrate aurait sans doute aussi un effet négatif sur les actions, compte tenu de l'incidence de ces mesures sur les bénéfices des sociétés. Il se pourrait qu'un parcours plus prévisible et plus favorable aux entreprises en matière de géopolitique et de politique commerciale ait un effet compensatoire. Un autre aspect positif pour les marchés serait une approche moins intrusive envers la Réserve fédérale américaine (Fed). Comme Joe Biden, Kamala Harris appuie l'indépendance de la Fed et s'abstiendrait probablement de la critiquer en public ou de désigner des candidats atypiques au conseil des gouverneurs. De plus, bien que l'administration Biden ait déjà pris des dispositions pour raffermir la sécurité aux frontières, les flux d'immigration devraient continuer de se rapprocher des niveaux enregistrés pen-

**Graphique 10 : La prime à l'échéance des titres du Trésor américain a grimpé en 2011 pendant la crise du plafond de la dette américaine**



dant le second mandat de l'administration Obama, voire les dépasser légèrement. Ces dispositions, auxquelles s'ajoutent les projets de Kamala Harris en matière de réduction des inégalités de revenus (par la mise en place d'une structure fiscale plus progressive et l'injection de ressources additionnelles pour soutenir les familles à faible revenu), pourraient contribuer à dynamiser le rythme sous-jacent de la croissance économique à longue échéance. Ces mesures finirait par faire croître le niveau naturel, ou d'équilibre, du taux des fonds fédéraux – ce que les économistes appellent le  $R^*$  – et, en contrepartie, par pousser vers le haut les taux obligataires à long terme.

Nos prévisions actuelles reposent sur une « juste valeur » du taux des titres du Trésor américain à 10 ans de 3,45 %. Cela suppose un taux neutre réel de 1 %, une cible d'inflation à long terme de 2 % et une prime à l'échéance de 45 points de base (pdb), ce qui excède d'environ 50 pdb les niveaux estimés d'aujourd'hui (graphique 10). L'augmentation attendue de la prime à l'échéance reflète en grande partie le délestage graduel des bilans de la banque centrale au cours des prochaines années. Toutefois, une escalade des inquiétudes des investisseurs au sujet de la viabilité budgétaire pourrait exercer de fortes pressions à la hausse sur la prime à l'échéance, qui gagnerait jusqu'à 50 à 100 pdb – ce qui la rapprocherait des niveaux atteints au paroxysme de la crise liée au plafond de la dette américaine en 2011 (graphique 10).

Quel que soit le parti vainqueur de la course à la Maison-Blanche, le premier point à l'ordre du jour sera la limite de la dette. En juin 2023, le président Biden et le Congrès ont négocié un projet de loi de compromis – la *Fiscal Responsibility Act* – qui suspendait provisoirement le plafonnement de la dette jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2025. Si le Congrès ne prolongeait pas la suspension ou ne relevait pas le plafond de la dette avant le début de janvier, le Trésor serait de nouveau contraint d'adopter des « mesures extraordinaires », donnant priorité aux dépenses nécessaires, mais retenant le financement de tous les services non essentiels. Selon toute probabilité, le Congrès gagnerait ainsi plusieurs mois supplémentaires pour négocier une entente, mais plus les États-Unis se rapprocheront de la date fatidique, plus la volatilité s'emparera des marchés financiers mondiaux.

## Conclusion

L'économie et les marchés financiers ne sont jamais indifférents aux élections, mais les marchés seront particulièrement à l'écoute des politiques qui alourdiront le déficit et les niveaux d'endettement alors que la marge de manœuvre pour esquisser un changement de trajectoire s'amenuise déjà en raison du vieillissement démographique et de l'augmentation des engagements au titre des programmes sociaux.

Sous la présidence de Kamala Harris, la politique budgétaire s'annoncerait neutre, voire légèrement expansionniste, pour l'économie en cas de prise de contrôle des deux chambres du Congrès par les démocrates. L'administration Harris parviendrait peut-être à abaisser le déficit de 2 300 milliards de dollars au cours des dix prochaines années, mais cela pourrait être perçu comme une goutte d'eau dans l'océan par rapport aux projections de base du CBO, selon lesquelles le déficit augmenterait de 22 000 milliards d'ici à 2034.

En elles-mêmes, les réductions d'impôt proposées par Donald Trump seraient foncièrement expansionnistes. Cependant, le financement de ces baisses par un relèvement universel des droits de douane touchant tous les partenaires commerciaux des États-Unis menacerait de perturber les flux commerciaux et de déstabiliser les chaînes d'approvisionnement mondiales, ce

qui ferait croître les probabilités d'une récession mondiale et de perturbations pour les sociétés et les consommateurs américains. Selon l'importance des droits de douane et de la riposte des partenaires commerciaux des États-Unis, les dommages économiques résultant de mesures protectionnistes de même que l'érosion du revenu réel des ménages attribuable au coût plus élevé des produits de consommation neutraliseraient probablement, voire dépasseraient, l'augmentation de la croissance alimentée par les allègements fiscaux. De plus, il est probable que les recettes provenant des droits de douane s'éroderaient avec le temps, car les flux d'importation diminueraient de sorte que le déficit augmenterait encore plus que ce que prévoit actuellement le CBO.

Pour l'heure, les programmes économiques des deux candidats ne corrigent pas adéquatement la trajectoire budgétaire insoutenable des États-Unis. Bien que les marchés financiers soient jusqu'à maintenant restés impassibles face au gonflement de la dette publique des États-Unis, le vent pourrait rapidement tourner, en particulier si un ralentissement économique nécessitait un soutien budgétaire supplémentaire ou si la gestion du plafond de la dette déraillait l'an prochain. Un rajustement budgétaire plus musclé, qui associerait le relèvement des impôts, des compressions dans les grands programmes sociaux ou de fortes baisses des dépenses discrétionnaires, finira par s'imposer pour que les États-Unis s'engagent sur une voie budgétaire plus viable. À brève échéance, cette probabilité est faible. À un moment donné, au cours des dix prochaines années, la fête finira et le parti au pouvoir sera obligé de prendre des décisions difficiles. D'ici là, les démocrates et les républicains en seront réduits à se renvoyer la patate chaude en se gardant bien de s'attaquer aux causes profondes des maux auxquels il faudra remédier pour que les États-Unis renouent avec une situation budgétaire plus viable.

## Annexe

Tableau 1 : Les mesures politiques de Kamala Harris vont plus loin que celles de Joe Biden		
Mesure politique	Harris	Biden
Relèvement à 28 % du taux d'imposition des sociétés	X	X
Relèvement à 33 % du taux d'imposition de la tranche supérieure des gains en capital pour les particuliers qui gagnent plus de 1 M\$	X	Relèvement du taux d'imposition de la tranche supérieure à 44,6 %
Relever à 50 000 \$ la déduction des dépenses de démarrage pour les petites entreprises	X	-----
Mise en place d'un impôt de 25 % sur le revenu non réalisé des milliardaires	X	X
Augmentation du crédit d'impôt pour enfants, qui deviendrait entièrement remboursable	X	X
Crédit d'impôt pour enfants de 6 000 \$ pour les nouveau-nés	X	-----
Augmentation du crédit d'impôt sur le revenu pour les travailleurs à faible revenu	X	X
Maintien des taux d'imposition pour les particuliers gagnant moins de 400 000 \$	X	X
Fin de l'assujettissement à l'impôt des pourboires pour les travailleurs des services et de l'hôtellerie	X	-----
Octroi d'un crédit de 25 000 \$ pour les acheteurs d'une première maison	X	Le crédit d'impôt était de 10 000 \$
Octroi d'un crédit de 25 000 \$ pour les acheteurs de première génération d'une maison	X	Plafonnement à 400 000 particuliers
Incitatif fiscal pour maisons neuves et maisons locatives + fonds d'innovation pour le logement de 40 G\$	X	-----
Plafonnement de l'insuline à 35 \$ pour tous les Américains	X	X
Plafonnement des frais médicaux engagés à 2 000 \$ pour tous les Américains	X	X
Bonification des subventions accordées en vertu de l' <i>Affordable Care Act</i>	X	X

Source : Proposition de la plateforme Harris-Walz, budget Biden-Harris pour l'exercice 2025 et Services économiques TD.

<b>Tableau 2 : Résumé de l'incidence budgétaire des plateformes économiques Harris et Biden-Harris</b>	
<i>Mesure politique</i>	<i>Incidence sur le déficit pendant dix ans Coût/économies (-), en milliards de \$</i>
<b>Réductions d'impôt, crédits d'impôt et allègements fiscaux</b>	<b>\$1,870</b>
Hausser le CTC à 3 000 \$ ou 3 600 \$ pour les enfants en bas âge	\$1,100
Faire passer le CTC à 6 000 \$ pour les parents de nouveau-nés	\$100
Augmenter le crédit d'impôt sur le revenu gagné des travailleurs n'ayant pas d'enfants à charge	\$150
Prolonger l'augmentation du crédit d'impôt relatif aux primes d'assurance accordé en vertu de l' <i>Affordable Care Act</i>	\$400
Abolir l'impôt sur les pourboires pour les travailleurs des services et de l'hôtellerie	\$100
Relever à 50 000 \$ la déduction des dépenses de démarrage pour les petites entreprises	\$20
<b>Augmentations des dépenses</b>	<b>\$2,267</b>
Promulguer d'autres mesures politiques liées à l'abordabilité du logement pendant quatre ans	\$100
Accorder un crédit de 25 000 \$ aux acheteurs d'une première maison pendant quatre ans	\$100
Améliorer l'accès à la prématernelle et aux services de garderie de même que leur financement	\$600
Instaurer des congés parentaux et de maladie payés à l'échelle nationale	\$325
Offrir la gratuité scolaire dans les collèges communautaires et augmenter les subventions Pell de même que les subventions pour d'autres frais d'études postsecondaires	\$290
Augmenter le financement des services de santé de même que des services de santé mentale et de santé publique	\$344
Relever les niveaux de dépenses discrétionnaires à court terme	\$170
Améliorer les services à domicile et en milieu communautaire du programme Medicaid	\$151
Promulguer d'autres hausses de dépenses	\$187
<b>Total partiel, coûts bruts</b>	<b>\$4,137</b>
<b>Réductions des dépenses</b>	<b>-\$930</b>
Réduire les coûts des médicaments d'ordonnance et d'autres soins de santé	-\$250
Freiner la croissance future des dépenses discrétionnaires	-\$511
Prolonger la séquestration obligatoire au titre de Medicare et d'autres programmes	-\$90
Augmenter les frais d'utilisation et le recours à la vente aux enchères du spectre des radiofréquences et apporter d'autres changements aux dépenses	-\$79
<b>Augmentations d'impôts</b>	<b>-\$5,109</b>
Faire passer le taux d'imposition des sociétés de 21 % à 28 %	-\$1,425
Augmenter les taux d'imposition des gains en capital et des successions	-\$300
Augmenter l'impôt minimal sur le revenu comptable des sociétés et les taux d'imposition des rachats d'actions	-\$317
Réformer la réglementation fiscale internationale	-\$641
Promulguer d'autres augmentations d'impôts pour les sociétés	-\$144
Mise en place d'un impôt de 25 % sur le revenu non réalisé des milliardaires	-\$503
Faire passer le taux d'imposition de la tranche supérieure de revenu des particuliers de 37 % à 39,6 %	-\$256
Augmenter la limite de déductibilité de la rémunération des dirigeants	-\$272
Augmenter le taux d'imposition des placements nets et l'impôt supplémentaire au titre de Medicare	-\$814
Réduire l'écart fiscal lié à l'augmentation du financement de l'IRS et à d'autres changements relatifs aux mesures politiques	-\$260
Mettre fin aux échappatoires concernant divers combustibles fossiles, la monnaie numérique et d'autres allègements fiscaux	-\$177
<b>Total partiel, économies brutes</b>	<b>-\$6,039</b>
<b>Économies nettes d'intérêts</b>	<b>-\$350</b>
<b>Total, économies associées aux mesures politiques du programme économique Biden-Harris</b>	<b>-\$2,252</b>

Source : Estimations produites par le Federal Committee for a Responsible Budget et la Tax Foundation.

## Avis de non-responsabilité

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions que pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.