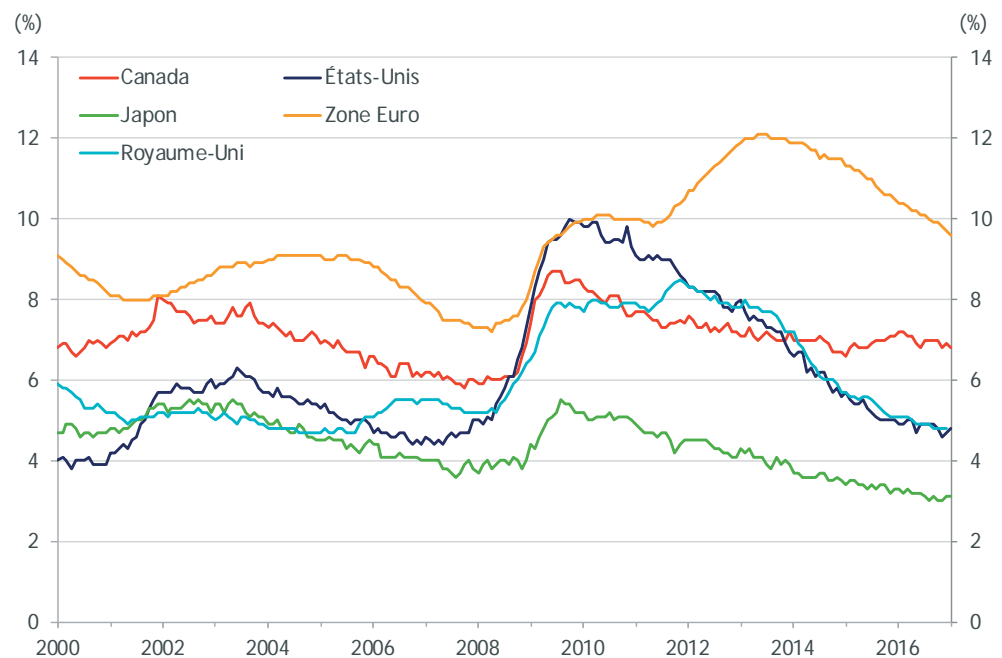


## Un manteau d'hiver est-il utile en été ?

Après une période prolongée de faible croissance économique, l'économie mondiale affiche des signes de progrès de plus en plus nombreux. Certains diront que la léthargie a assez duré et qu'il est temps que le long hiver qui a suivi la Grande Récession cède sa place à un climat plus tonifiant.

Les taux de chômage bas ou en baisse dans plusieurs pays témoignent depuis quelques temps du redoux de conjoncture qui marque le climat économique en Amérique du Nord certes, mais aussi en Europe et dans plusieurs autres pays. Pourtant, populisme oblige, les gouvernements semblent vouloir accélérer la croissance par des politiques budgétaires et fiscales expansionnistes même si la croissance économique a déjà repris de l'élan. Notons aussi que la vitesse de croisière de l'économie est probablement plus basse aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a une dizaine d'années.

### Taux de chômage internationaux



Sources : Bloomberg, Addenda Capital

### AUTEURS

**Richard Beaulieu, CFA**  
Vice-président et économiste principal

**Benoît Durocher**  
Vice-président directeur et chef stratège économique

La baisse du taux de croissance potentielle traduit notamment le vieillissement de la population et le ralentissement de la croissance du commerce international et des gains de productivité. À moins que les politiques publiques ne s'attaquent à ces causes structurelles, le redressement de l'activité économique visé par ces politiques l'amènera à atteindre ses limites plus rapidement. On pourrait alors s'attendre à ce que la politique monétaire, craignant une reprise de l'inflation dans ce contexte de disparition de l'écart au potentiel, soit moins expansionniste et qu'elle tende vers la neutralité, voire le resserrement.

### Impacts de la réforme de la fiscalité aux États-Unis

Outre les politiques budgétaires expansionnistes, l'élan de populisme ouvre aussi la porte aux politiques protectionnistes, notamment aux États-Unis. Ainsi, la réforme de la fiscalité envisagée par la nouvelle administration comporterait une taxe frontalière d'ajustement qui pourrait changer les règles du jeu du commerce international et attiser davantage les feux de la croissance intérieure.

La proposition de réforme de la fiscalité des entreprises initiée par le président de la Chambre des représentants Paul Ryan et le président de son comité des voies et moyens Kevin Brady, et appuyée par l'administration Trump, vise à remplacer l'impôt des sociétés actuel de 35 % sur le revenu net mondial (comprenant un nombre élevé de déductions et d'échappatoires) par une taxe uniforme de 20 % sur une mesure des flux nets de trésorerie (« cash flows »).

D'abord, une réduction de cette ampleur rendrait la fiscalité des sociétés domiciliées aux États-Unis très concurrentielle dans le contexte mondial alors qu'elle est parmi les plus défavorables actuellement. En fait, elle éliminerait la motivation des inversions fiscales<sup>1</sup> qui minent l'assiette fiscale corporative. De plus, la proposition créerait un fort incitatif fiscal permettant aux entreprises de déduire au départ la totalité des sommes investies en immobilisations plutôt que de les amortir graduellement comme c'est le cas actuellement.

Un des éléments distinctifs de l'approche proposée serait d'apporter des ajustements frontaliers à la mesure des flux de trésorerie nets assujettis à la taxe de 20 % en fonction de leur origine. Selon la formule proposée, le produit des ventes intérieures (aux États-Unis) serait assujetti à la taxe alors que les recettes provenant des exportations en seraient exemptées. Cette approche, qui exempte les exportations de la taxe, s'apparente au traitement des exportations dans les pays qui appliquent une taxe sur la valeur ajoutée ; le Canada et plusieurs pays de l'OCDE détaxent en effet les biens et services exportés.

Par contre, le volet plus controversé a trait au traitement réservé aux importations. Selon la proposition, les dépenses en intrants intérieurs (c.-à-d. main-d'œuvre et autres intrants achetés aux États-Unis) seraient déduites du calcul du flux net de trésorerie tandis que le coût des importations ne le serait pas. Cela veut dire qu'en terme d'impact sur la rentabilité après impôt, utiliser des intrants intérieurs coûterait 20 % de moins que d'utiliser des biens et services importés à coût égal en dollars américains. Toute chose étant égale par ailleurs, il en résulterait alors un fort incitatif pour les entreprises domiciliées aux États-Unis de substituer des intrants locaux aux intrants importés.

L'impact éventuel de tels ajustements frontaliers sur la croissance aux États-Unis et sur le commerce international pourrait être important. Il dépendra à la fois de la disponibilité de main-d'œuvre et de capacité de production supplémentaires aux États-Unis et du mouvement du taux de change que pourraient provoquer ces ajustements frontaliers.

<sup>1</sup>La forte taxation actuelle motive les entreprises américaines à fusionner avec un partenaire localisé dans autre pays où la taxation est plus avantageuse et à y déménager le siège social de l'entité fusionnée.

### Quelques cas d'espèce

Si le taux de change demeurait inchangé, la rentabilité des entreprises américaines dont les recettes proviennent entièrement des exportations serait de beaucoup améliorée : elles ne paieraient plus d'impôt alors qu'actuellement, leur profit est imposé au taux de 35 %. Ces entreprises seraient donc plus concurrentielles dans les marchés internationaux et tenteraient assurément d'augmenter leur part du marché mondial. Elles pourraient augmenter leur production s'il y a suffisamment de ressources excédentaires disponibles aux États-Unis, ce qui n'est pas clair à ce stade-ci du cycle et compte tenu du taux de chômage déjà bas et des compétences exigées.

Les entreprises qui dépendent des importations pour leurs intrants et qui tirent leurs recettes du marché intérieur subiraient une baisse de rentabilité. Plutôt que de payer un impôt de 35 % sur leur profit selon le régime actuel, ces entreprises verraient la totalité de leurs recettes assujettie à une taxe de 20 % car elles ne pourraient pas déduire le coût des produits et services importés. Si elles pouvaient remplacer ces importations par des intrants intérieurs (c.-à-d. disponibles aux États-Unis), elles seraient fortement motivées à le faire car elles pourraient alors en déduire les coûts dans le calcul du flux net de trésorerie. À court terme, si ces produits ou facteurs de production substitués n'étaient pas facilement accessibles dans le marché intérieur, il est plausible que les prix augmenteraient jusqu'à rétablir la même rentabilité qu'avant. Dans cette situation, ce serait le consommateur américain qui porterait le fardeau du changement fiscal car il devrait payer un prix plus élevé sur les produits importés.

L'autre cas limite serait celui où le taux de change du dollar américain s'apprécierait pour complètement compenser l'impact du déploiement des ajustements frontaliers<sup>2</sup>. Dans ce cas, l'appréciation du taux de change ferait baisser de 20 % les recettes en dollars des exportateurs américains, ce qui pourrait même réduire leur rentabilité nette malgré le changement proposé au régime d'imposition. Pour les importateurs, l'appréciation du taux de change du dollar compenserait pour le fait que le coût des importations ne peut être déduit dans le calcul du flux net de trésorerie. Dans ce cas, ce serait les étrangers qui paieraient la taxe découlant des ajustements frontaliers à travers la hausse des termes de l'échange. Les exportateurs étrangers recevraient moins de dollars pour leurs exportations et les exportations américaines coûteraient plus aux acheteurs étrangers.

### Impacts des politiques publiques sur la conjoncture

Les gouvernements font face au défi de renouveler les infrastructures dont plusieurs approchent de la fin de leur vie utile. Dans cette optique, il faudra beaucoup dépenser pour accomplir les réparations et mises à niveau nécessaires. On peut toutefois se questionner sur le dosage optimal pour de tels investissements à ce stade-ci du cycle économique. En effet si une croissance mondiale plus synchronisée se confirme, on peut craindre qu'une demande accrue de main-d'œuvre dans le secteur de la construction pourrait être difficile à combler.

Au Canada, l'emploi dans la construction n'a que faiblement diminué (48 000) pendant la Grande Récession et n'a cessé d'augmenter depuis lors (+201 000). Aujourd'hui, le secteur de la construction emploie 6,2 % de la main-d'œuvre, un sommet historique quoique pas une anomalie à l'échelle internationale. Le cas est différent aux États-Unis où, sur un total de 8,2 millions emplois perdus pendant la Grande Récession, 2,2 millions l'ont été dans la construction. Depuis le début de la reprise, l'emploi dans ce secteur n'a augmenté que de 1,3 million, ce qui suggère qu'il y aurait encore de la main-d'œuvre disponible. Aujourd'hui le secteur emploie 4,2 % de la main d'œuvre. Toutefois, comme l'emploi du secteur est resté déprimé pendant plus de quatre ans, on peut supposer que plusieurs travailleurs de la construction en chômage prolongé se sont

<sup>2</sup>Une appréciation du dollar américain de 25 % serait nécessaire pour éliminer le gain provenant de l'exemption des exportations de la taxe et pour réduire le prix en dollars des importations non-déductibles pour qu'elles procurent la même rentabilité nette après taxe. Par exemple un intrant de 1,00 \$ provenant des États-Unis, donc déductible, coûterait 0,80 \$ net après la taxe tandis qu'un intrant importé (non déductible) qui coûtait 1,00 \$ avant le mouvement du taux de change coûterait 0,80 \$ si le taux de change variait de 1,00 \$ à 1,25 \$, soit (1/1,25).

recyclés ailleurs. Ceci est d'autant plus plausible étant donné le bas taux de chômage global actuel de 4,7 %. Il ne faudrait donc pas se surprendre si une demande supplémentaire de main-d'œuvre dans ce secteur déclençait des pressions salariales et plus d'inflation<sup>3</sup>.

Pour ce qui est de la contribution possible de la réforme fiscale à la croissance, il semble qu'une refonte ambitieuse comme celle qui est actuellement soupesée aux États-Unis pourrait améliorer les perspectives de croissance à moyen et à plus long termes. En effet, une fiscalité qui motive les multinationales à rester domiciliées aux États-Unis et qui encourage l'investissement et l'entrepreneuriat, augmenterait la capacité de production de l'économie. À court terme, des mesures qui stimuleraient l'investissement en immobilisations pourraient permettre à la croissance actuelle d'augmenter d'un cran. D'autres allègements fiscaux pour les particuliers pourraient stimuler une consommation déjà plutôt robuste mais les réductions d'impôt ne feraient que compliquer davantage la tâche d'atteindre un équilibre budgétaire soutenable.

Au Canada, le nouveau gouvernement fédéral a accédé au pouvoir en promettant des dépenses importantes en infrastructures et des allègements fiscaux pour la classe moyenne. Le plan budgétaire actuel du gouvernement fédéral prévoit donc des déficits budgétaires d'ampleur plus importante et sans fin prévisible, une situation peu enviable à ce stade-ci du cycle. Il faudra éventuellement modifier le plan pour rétablir l'équilibre budgétaire mais cela pourrait devenir problématique si le cycle actuel prenait fin sans que le gouvernement ait regagné de marge de manœuvre budgétaire.

### **Bien identifier la nature du cycle**

Une croissance mondiale plus synchronisée exigera aussi bientôt des ajustements des politiques monétaires qui pourraient précipiter la fin du cycle actuel. Il est utile de distinguer deux sortes de cycles. Les cycles typiquement plus courts et dynamiques, où l'inflation devient une menace plus claire et imminente, forcent les banques centrales à resserrer agressivement les conditions de crédit. Dans ces cycles, de fortes hausses de taux d'intérêt finissent par étouffer les éléments de la demande les plus sensibles aux taux d'intérêt comme l'investissement résidentiel, la consommation de biens durables et l'investissement des entreprises. Les autres cycles, plus étirés où la croissance manque de vigueur, se terminent différemment. Ces plus longs cycles donnent souvent lieu à des excès qui s'accumulent et créent des vulnérabilités financières. Le resserrement monétaire est souvent beaucoup moins intense mais les vulnérabilités amplifient son effet. Parfois, c'est même le dernier excès d'enthousiasme qui suffit à faire éclater une bulle déjà gonflée à bloc.

Le cycle actuel serait de la seconde catégorie. C'est la répression financière prolongée depuis la Grande Récession qui a engendré les vulnérabilités d'aujourd'hui. En réprimant les taux d'intérêt et par leurs achats massifs d'obligations gouvernementales, les banques centrales ont poussé sous zéro la plupart des taux d'intérêt obligataires nets d'inflation et forcé des investisseurs traditionnellement conservateurs dans des placements plus risqués. Les prix gonflés de plusieurs catégories d'actifs les rendent vulnérables à une forte correction dans un contexte de plus forte croissance où les banques centrales seraient interpellées à diminuer la répression financière. La Réserve fédérale est déjà modestement engagée dans cette voie. Avec plus de croissance synchronisée, d'autres banques devront s'y résoudre car il leur faut retrouver de la marge de manœuvre avant la prochaine récession. Dans le contexte marqué par des politiques budgétaires procycliques, réprimer le prix du crédit encore longtemps risque d'avoir des conséquences sérieuses et redonner plus que des frissons à l'économie.

<sup>3</sup>Il est possible que plusieurs travailleurs, de la construction ou d'autres secteurs, se soient retirés de la population active au cours des années suivant la Grande Récession comme en témoigne la baisse du taux d'activité de la main-d'œuvre. Si ces travailleurs devaient réintégrer le marché du travail, les pressions salariales pourraient être moindres.

## La quête constante de valeur ajoutée

Addenda Capital est une entreprise de gestion de placements qui propose des solutions à sa clientèle institutionnelle et privée à valeur nette élevée. Nous offrons des services d'experts pour une vaste gamme de classes d'actif. Notre mission consiste à ajouter de la valeur au moyen de l'innovation, de la discipline et de l'intégrité, en plus d'entretenir des relations étroites avec nos clients.

**[addenda-capital.com](http://addenda-capital.com)**