

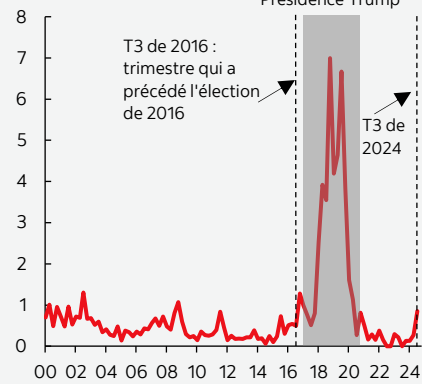
Contributeurs

René Lalonde, premier directeur, Modélisation et prévisions économiques
Études économiques de la Banque Scotia
416.862.3174
rene.lalonde@scotiabank.com

Farah Omran
Économiste principal
Études économiques de la Banque Scotia
416.866.4315
farah.omran@scotiabank.com

Graphique 1

L'indice de l'incertitude sur les politiques commerciales américaines*



* Catégorie des politiques commerciales de l'indice de la VMB.
Source : Policyuncertainty.com.

Les coûts de l'incertitude sur les politiques commerciales

- L'issue de la présidentielle américaine reste un coup de dés. Puisque dans cette campagne, l'ex-président Trump priorise les politiques commerciales et que la menace des tarifs douaniers essentiels à sa plateforme économique perdure, il est quasiment certain que l'incertitude qui pèse sur les politiques commerciales se multipliera s'il est élu.
- En faisant appel à un indice de volatilité des marchés d'après les politiques commerciales, nous mesurons les effets économiques de l'incertitude liée au commerce dans le cadre d'une éventuelle deuxième présidence Trump. L'incertitude liée au commerce a considérablement culminé durant son premier mandat, ce qui continue de représenter une source d'inquiétude majeure dans la prochaine élection.
- En raison de l'incertitude qui continue de planer sur les politiques commerciales dans un éventuel deuxième mandat de Donald Trump, ce qui reprendrait les niveaux élevés d'incertitude constatés dans son premier mandat, le PIB américain pourrait baisser d'un point de pourcentage complet à la fin de son mandat par rapport à un scénario dans lequel il n'y a pas de multiplication de l'incertitude, ce qui aurait des effets d'entraînement importants sur l'économie canadienne.
- Ce recul projeté de la production s'explique uniquement par l'incertitude qui plane sur les politiques commerciales et est différent de l'impact des mesures officielles effectives qui pourraient être mises en œuvre dans le gouvernement de M. Trump, dont les tarifs douaniers, les baisses d'impôts et les déportations. Ces mesures, soit essentiellement les tarifs douaniers, sont inflationnistes, alors que l'incertitude liée au commerce elle-même est désinflationniste, puisqu'elle amoindrit la demande et les investissements.

L'issue de la présidentielle américaine est très incertaine. Certains économistes, dont [nous sommes](#), ont analysé les conséquences potentielles d'une victoire de la vice-présidente Harris ou de l'ex-président Trump. Cette note est consacrée à un aspect sous-analysé de l'environnement post-électoral : l'incertitude qui plane sur les politiques commerciales. Compte tenu des déclarations des deux candidats, il est tout à fait évident que l'approche de M. Trump dans les questions commerciales serait plus disruptive et créerait plus d'incertitude. Cette incertitude a marqué son premier mandat au pouvoir (graphique 1) et il est probable qu'elle caractérise son deuxième mandat s'il remporte la victoire. Selon un [article](#) du Financial Times, le prochain secrétaire d'État potentiel de Trump a déclaré : « La prévisibilité est quelque chose d'épouvantable. Évidemment, l'autre parti réclame la prévisibilité. Trump n'est pas prévisible, et c'est ce que les Américains aiment bien. »

Selon l'[article](#) signé par Adam S. Posen pour les Affaires étrangères, il s'agit d'une dérogation aux candidatures présidentielles traditionnelles — stratégie qui met l'accent sur l'incertitude plutôt que sur la stabilité macroéconomique dans l'ensemble. Il avertit que « [l']approche Trump, par contre, instrumentalise l'incertitude. Or, l'incertitude est une arme difficile à manier, et elle se retourne sur celui ou celle qui la dégage sans discernement ».

Dans cette note, nous avons voulu quantifier l'impact économique de cette incertitude. Nous faisons appel à l'[indice des politiques commerciales](#) pour la volatilité des marchés boursiers (VMB) — sous-indice de l'indice de la VMB qui capte la volatilité liée à l'incertitude sur les politiques commerciales. Cet indice est construit d'après le dénombrement mensuel des occurrences de termes spécifiques se rapportant à l'incertitude sur les politiques commerciales dans 11 grands quotidiens américains et concorde assez bien avec l'indice largement consulté sur la volatilité des marchés, soit l'indice VIX, de même qu'avec la volatilité des rendements des valeurs du S&P 500.

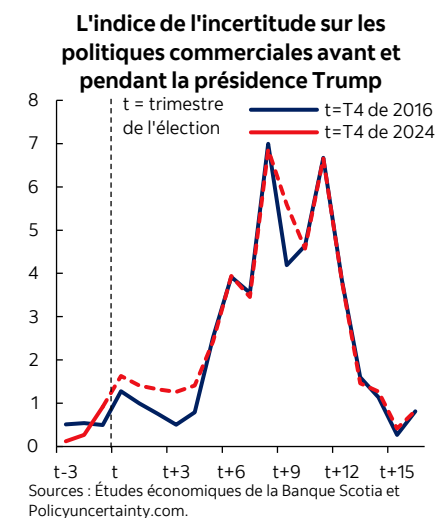
À l'approche de l'élection de 2016, cet indice a commencé à augmenter lorsque dans ses promesses électorales, Trump a priorisé des politiques commerciales protectionnistes (graphique 1). Lorsque Trump est entré en fonction en 2017 et qu'il a commencé à mettre en œuvre son programme commercial, notamment en se retirant du Partenariat transpacifique, en renégociant l'ALÉNA et en vantant et imposant les tarifs douaniers, cet indice a atteint des sommets sans précédent et est resté élevé pendant la durée de sa présidence, surtout au zénith des tensions commerciales avec la Chine. Compte tenu de son comportement relativement stable avant 2016, nous considérons que cet indice est un bon baromètre de l'« effet d'incertitude Trump ».

Le commerce continue de représenter un grand motif d'incertitude dans les jours qui précèdent la prochaine présidentielle américaine. Les principaux partenaires commerciaux se préparent à la possibilité de nouveaux tarifs douaniers sur toutes les importations destinées aux États-Unis : on proposait initialement des tarifs de 10 %, et à une époque plus récente, on a suggéré de les porter à 20 % dans l'ensemble, en imposant un éventuel tarif de 60 % sur les biens chinois. Compte tenu des conséquences économiques et inflationnistes négatives de l'application de tarifs généralisés, nous ne croyons pas qu'il mettra nécessairement en œuvre ces tarifs aussi vigoureusement et généralement qu'il le laisse entendre à l'heure actuelle. Imposera-t-il des tarifs douaniers ou non? S'il le fait, comment et quand les appliquera-t-il? Il y a deux grands motifs d'incertitude à affronter si M. Trump remporte cette élection. Nous constatons déjà que cette incertitude se répercute sur l'indice de la VMB pour les politiques commerciales, qui a explosé pour s'inscrire à 0,9 au T3 de 2024, soit près du double de son niveau du trimestre précédant l'élection de 2016, ce qui cadre avec un discours protectionniste plus ambitieux.

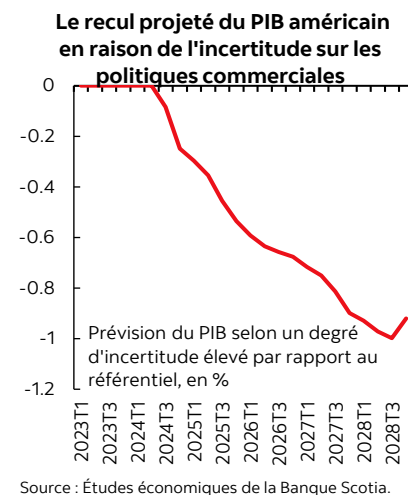
L'incertitude élevée qui plane sur les politiques commerciales donne lieu à un coût économique. Nous nous étions penchés sur cette question dans son premier mandat en estimant empiriquement l'impact de l'incertitude sur les politiques commerciales dans le Modèle macroéconomique mondial des Études économiques de la Banque Scotia (MMMBS). À l'époque, nous avons estimé que si la brusque augmentation de l'incertitude sur les politiques commerciale perdurait pendant le mandat présidentiel, elle aurait pu amoindrir de 0,8 % en 2020 le PIB américain par rapport à un scénario dans lequel l'incertitude se situait à sa moyenne statistique. Les résultats nous ont également appris que cette incertitude aurait un effet considérable sur l'économie canadienne par le truchement des canaux du commerce, du taux de change, des primes de risque et de la richesse financière, ce qui donne pour le PIB canadien un niveau de 0,7 % de moins qu'en 2020 par rapport à un scénario sans incertitude. Dans cette note, nous répliquons le comportement de l'indice dans le premier mandat de Trump à partir du T1 de 2025 jusqu'à la fin du T4 de 2028 (graphique 2). En raison du point de départ supérieur au T3 de 2024 par rapport au T3 de 2016, nous laissons l'indice dériver légèrement au-dessus de ses niveaux du début de 2017 dans le premier semestre de 2025. En exécutant notre MMMBS avec ce profil pour l'indice de l'incertitude sur les politiques commerciales, nous générons, pour le PIB réel des États-Unis, une prévision inférieure à notre prévision référentielle, qui se fonde sur un indice stable de l'incertitude sur les politiques commerciales (graphique 3), avec un impact au pic d'une perte de 1 % de la production économique au T3 de 2028. Le PIB du Canada baisserait aussi de 0,7 % à la fin de son mandat. Dans ce scénario, le PIB réel des deux pays continuerait d'augmenter, mais moins que dans le scénario d'une moindre incertitude. Ce résultat cadre avec le poids qui pèse sur l'activité économique en raison de la forte volatilité des marchés, d'une conjoncture difficile pour l'investissement et d'une planification opérationnelle entravée sur fond de mutations imprévisibles des politiques.

Ce recul projeté de la production économique, qui s'explique exclusivement par l'incertitude sur les politiques commerciales, doit être envisagé distinctement de l'ensemble de l'impact économique d'une deuxième présidence potentielle de Trump. Nous relevons le paradoxe dans ce cas : le PIB et l'inflation fléchissent lorsque l'incertitude augmente parce qu'on s'inquiète d'un impact tarifaire qui serait inflationniste. Si M. Trump ne brandit que la menace tarifaire, l'impact sur l'activité cadrerait avec les constats de cette note. S'il adopte l'ensemble des politiques de sa plateforme, dont les tarifs douaniers, leur impact net aura [manifestement pour effet de hausser](#) l'inflation.

Graphique 2



Graphique 3



Le présent rapport a été préparé par Études économiques Scotia à l'intention des clients de la Banque Scotia. Les opinions, estimations et prévisions qui y sont reproduites sont les nôtres en date des présentes et peuvent être modifiées sans préavis. Les renseignements et opinions que renferme ce rapport sont compilés ou établis à partir de sources jugées fiables; toutefois, nous ne déclarons ni ne garantissons pas, explicitement ou implicitement, qu'ils sont exacts ou complets. La Banque Scotia ainsi que ses dirigeants, administrateurs, partenaires, employés ou sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité, de quelque nature que ce soit, en cas de perte directe ou consécutive découlant de la consultation de ce rapport ou de son contenu.

Ces rapports vous sont adressés à titre d'information exclusivement. Le présent rapport ne constitue pas et ne se veut pas une offre de vente ni une invitation à offrir d'acheter des instruments financiers; il ne doit pas non plus être réputé constituer une opinion quant à savoir si vous devriez effectuer un swap ou participer à une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. L'information reproduite dans ce rapport n'est pas destinée à constituer et ne constitue pas une recommandation de swap ou de stratégie de négociation comportant un swap au sens du Règlement 23.434 de la Commodity Futures Trading Commission des États-Unis et de l'Appendice A de ce règlement. Ce document n'est pas destiné à être adapté à vos besoins individuels ou à votre profil personnel et ne doit pas être considéré comme un « appel à agir » ou une suggestion vous incitant à conclure un swap ou une stratégie de négociation comportant un swap ou toute autre transaction. La Banque Scotia peut participer à des transactions selon des modalités qui ne concordent pas avec les avis exprimés dans ce rapport et peut détenir ou être en train de prendre ou de céder des positions visées dans ce rapport.

La Banque Scotia et ses sociétés affiliées ainsi que tous leurs dirigeants, administrateurs et employés peuvent périodiquement prendre des positions sur des monnaies, intervenir à titre de chefs de file, de cochefs de file ou de preneurs fermes d'un appel public à l'épargne ou agir à titre de mandants ou de placeurs pour des valeurs mobilières ou des produits dérivés, négocier ces valeurs et produits dérivés, en faire l'acquisition, ou agir à titre de teneurs de marché ou de conseillers, de courtiers, de banques d'affaires et/ou de maisons de courtage pour ces valeurs et produits dérivés. La Banque Scotia peut toucher une rémunération dans le cadre de ces interventions. Tous les produits et services de la Banque Scotia sont soumis aux conditions des ententes applicables et des règlements locaux. Les dirigeants, administrateurs et employés de la Banque Scotia et de ses sociétés affiliées peuvent siéger au conseil d'administration de sociétés.

Il se peut que les valeurs mobilières visées dans ce rapport ne conviennent pas à tous les investisseurs. La Banque Scotia recommande aux investisseurs d'évaluer indépendamment les émetteurs et les valeurs mobilières visés dans ce rapport et de faire appel à tous les conseillers qu'ils jugent nécessaire de consulter avant de faire des placements.

Le présent rapport et l'ensemble des renseignements, des opinions et des conclusions qu'il renferme sont protégés par des droits d'auteur. Il est interdit de les reproduire sans que la Banque Scotia donne d'abord expressément son accord par écrit.

^{MD} Marque déposée de La Banque de Nouvelle-Écosse.

La Banque Scotia, de pair avec l'appellation « Services bancaires et marchés mondiaux », est une dénomination commerciale désignant les activités mondiales exercées dans le secteur des services bancaires aux sociétés, des services bancaires de placement et des marchés financiers par La Banque de Nouvelle-Écosse et certaines de ses sociétés affiliées dans les pays où elles sont présentes, dont Scotiabank Europe plc; Scotiabank (Ireland) Designated Activity Company; Scotiabank Inverlat S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., Grupo Financiero Scotiabank Inverlat, Scotia Inverlat Derivados S.A. de C.V., lesquelles sont toutes des membres du groupe de la Banque Scotia et des usagers autorisés de la marque Banque Scotia. La Banque de Nouvelle-Écosse est constituée au Canada sous le régime de la responsabilité limitée et ses activités sont autorisées et réglementées par le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada. Au Royaume-Uni, les activités de La Banque de Nouvelle-Écosse sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et assujetties à la réglementation de la Financial Conduct Authority et à la réglementation limitée de la Prudential Regulation Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails du périmètre de l'application, à La Banque de Nouvelle-Écosse, de la réglementation de la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni. Les activités de Scotiabank Europe plc sont autorisées par la Prudential Regulation Authority et réglementées par la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority du Royaume-Uni.

Les activités de Scotiabank Inverlat, S.A., de Scotia Inverlat Casa de Bolsa, S.A. de C.V., de Grupo Financiero Scotiabank Inverlat et de Scotia Derivados, S.A. de C.V. sont toutes autorisées et réglementées par les autorités financières du Mexique.

Les produits et les services ne sont pas tous offerts dans toutes les administrations. Les services décrits sont offerts dans les administrations dont les lois le permettent.