Commentaires

Bureau du chef des placements | 31 janvier 2025

Tarifs : 5 points à garder à l'esprit

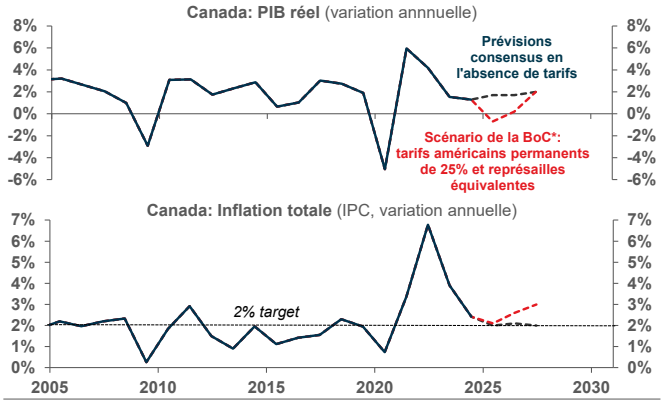
Depuis l'investiture du président Trump il y a tout juste 11 jours, l'actualité entourant la politique tarifaire des États-Unis à l'égard de ses voisins s'est révélée plus volatile que les marchés financiers eux-mêmes, où un calme relatif persiste. Et pourtant, il semble que Donald Trump mettra à exécution sa menace la plus agressive, à savoir l'imposition de droits de douane de 25 % sur les importations canadiennes dès le 1er février.

Cette toile de fond soulève de nombreuses questions. En attendant d'y voir plus clair, soulignons cinq points essentiels que les investisseurs doivent garder à l'esprit.

Premièrement, le scénario de récession récemment publié par la Banque du Canada en cas de tarifs américains est un cas extrême[1]**.** À lire les manchettes, on pourrait croire qu'une récession sévère est inévitable au Canada, certains mentionnant quelque chose de pire que la crise de 2008[2] et d'autres tentant des comparables avec la pandémie.

Or, si la récente étude de la Banque du Canada sur le sujet laisse effectivement penser qu'une récession est concevable à court terme avec un impact inflationniste à moyen terme (**graphique 1**), ne perdons pas de vue que leur modèle suppose un scénario extrême dans lequel les États-Unis imposeraient (et recevraient en représailles) un tarif permanent de 25 % sur la totalité de leurs importations (exportations).

1 | Un potentiel choc de stagflation selon la BdC



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, Consensus Forecasts, Banque du Canada).

Bien entendu, ce genre d'études ne sont pas un exercice de précision et l'économie ne réagit pas toujours comme on pourrait s'y attendre – surtout dans des scénarios extrêmes… comme les dernières années l'ont démontré –, mais on semble loin d'un environnement à la 2008 ou 2020.

Deuxièmement, les menaces de tarifs les plus agressives (25 %) sont d'abord un outil de négociations, mais des tarifs permanents sont tout de même à prévoir. À titre d'exemple, souvenez-vous qu'en mai 2018, l'administration Trump avait imposé des tarifs de 25 % sur l'acier et de 10 % sur l'aluminium canadien qui sont demeurés effectifs pendant un an, soit le temps de compléter la renégociation du traité de libre-échange nord-américain[3].

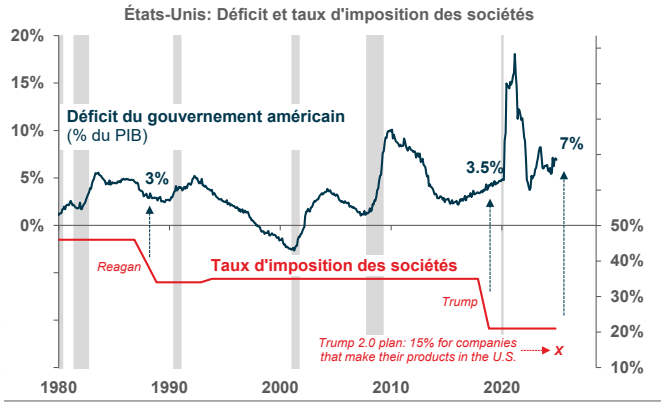
Cette fois, l'administration américaine cherche visiblement une victoire à la frontière en plus de préparer le terrain à la renégociation du même traité

[1] Évaluation des conséquences potentielles des droits de douane américains, janvier 2025, Banque du Canada.
[2] B.C. premier says U.S. tariff could hit harder than 2008 recession, backs pandemic-style relief, CBC, 28 janvier 2025.
[3] Trump's tariffs on Canadian steel and aluminum: A timeline of key events since 2017, Global news, 7 août 2020.

qui pourrait d'ailleurs être devancé. Toutefois, une importante différence existe aujourd'hui.

Lors des baisses d'impôt de Reagan en 1986 et de Trump en 2018, le déficit budgétaire américain était de 3 % et 3,5 % du PIB, respectivement. Aujourd'hui, il est à 7 %, une contrainte importante si M. Trump veut à nouveau baisser la charge fiscale des entreprises cette année (**graphique 2**).

2 | Les É.-U. à la recherche de nouveaux revenus

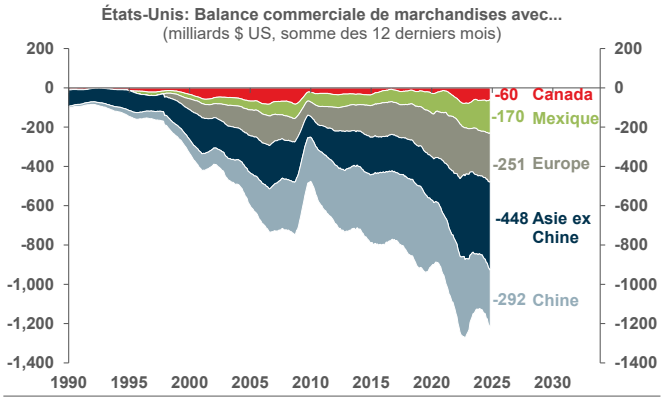


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Cela suggère donc qu'il existe deux types de tarifs, comme l'a effectivement avancé le secrétaire au commerce, M. Lutnick, lors de son audience au Sénat[4]. Ceux qui visent à obtenir des concessions rapides de ses partenaires commerciaux (25 % temporaires), et ceux qui viendront une fois que l'étude complète de la politique commerciale des États-Unis qu'a commandé M. Trump sera complétée fin mars / début avril (<25 % permanent)[5], lesquels serviront notamment de source de revenus pour financer leur agenda fiscal pro croissance.

Troisièmement, il y a des arguments en faveur d'un meilleur dénouement pour le Canada. Par exemple, le déficit commercial de marchandises que les États-Unis ont avec le Canada est non seulement minuscule par rapport à celui qu'ils ont avec d'autres partenaires commerciaux, mais il est relativement stable depuis plus de 20 ans. À l'inverse, si le déficit avec la Chine a diminué depuis la dernière guerre commerciale, il s'est grandement accentué avec le reste de l'Asie et le Mexique, signe que plusieurs biens produits en Chine ont simplement trouvé une autre porte d'entrée libre de tarifs pour les États-Unis (**graphique 3**)[6].

3 | Le déficit commercial est minime avec le Canada



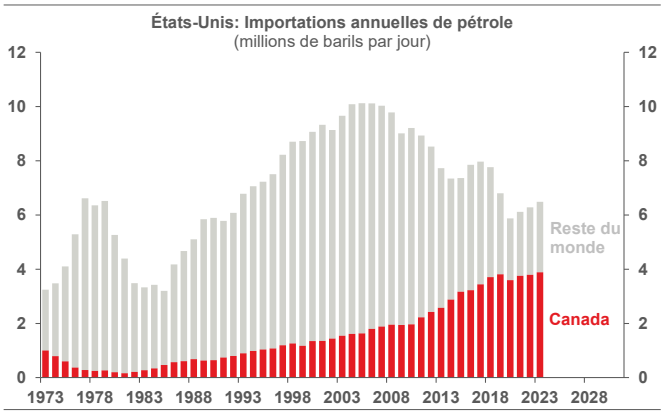
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

De plus, ce déficit entre nos deux pays serait en fait un surplus si on exclut le pétrole canadien que les Américains achètent à la hauteur de près de 4 millions de barils de pétrole par jour, soit environ 60 % de leurs importations en la matière (**graphique 4**, page suivante), 24 % de tout ce qui est raffiné aux États-Unis[7], et la vaste majorité de ce qui est raffiné dans le Midwest où une conversion des raffineries pour accueillir du pétrole léger américain prendrait potentiellement plusieurs années[8].

Bref, si M. Trump ne veut pas trop s'éloigner de sa promesse phare de « ramener l'inflation à des

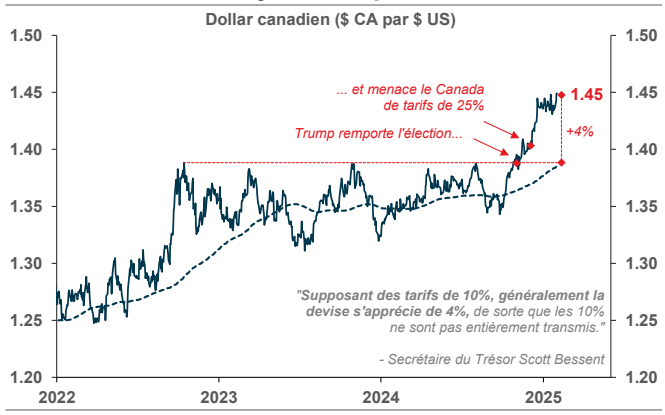
[4] Voir l'extrait sur Youtube ici.
[5] America First Trade Policy memorandum, White House, 20 janvier 2025.
[6] Pour plus de détails, voir cet article : In U.S. trade war with China, Mexico is emerging as the big winner, CNBC, 20 septembre 2024.
[7] Canada's crude oil has an increasingly significant role in U.S. refineries, U.S" Energy Information Administration, 1er août 2024.
[8] U.S. Refineries and Canadian Crude Oil, Institute for Energy Research, 28 janvier 2025.

4 | Le pétrole canadien est une ressource majeure



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

5 | Le $C semble déjà escompter des tarifs



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

niveaux que vous n'avez pas connus depuis des décennies » en « réduisant de moitié les prix de l'énergie en l'espace de 12 mois » [9], il a probablement intérêt à s'entendre avec son voisin du nord.

Quatrièmement, les devises semblent déjà escompter des tarifs d'envergure. Ne perdons pas de vue que les mouvements de devises agissent en partie comme une force d'équilibre face aux tarifs douaniers. C'est d'ailleurs ce qu'a voulu rappeler le nouveau secrétaire du Trésor, Scott Bessent, lors de son audience au Sénat, en stipulant que le dollar américain pourrait s'apprécier de 4 % en réponse à un tarif hypothétique de 10 % [10].

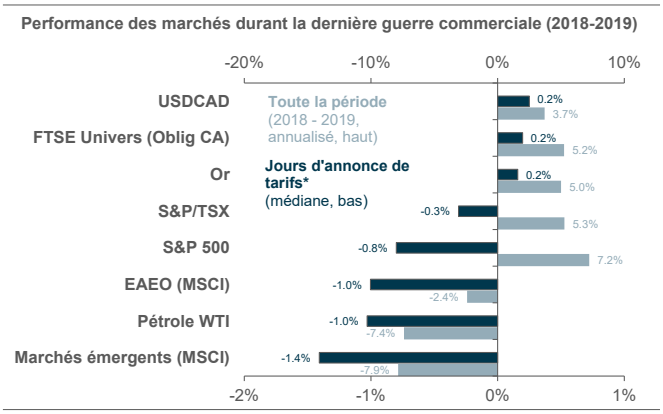
En pratique, il est difficile d'isoler un seul facteur derrière les mouvements de devises qui ne répondent pas nécessairement à des fonctions aussi précises que ce que M. Bessent suggère. De plus, son affirmation ne tient pas compte de mesures de rétorsion qu'imposerait le Canada aux importations en provenance des États-Unis. Toutefois, soulignons que depuis l'élection du Président Trump et ses menaces de tarifs, le dollar américain s'est justement apprécié de 4 % par rapport au $ CA (**graphique 5**).

Cinquièmement, si l'on se fie à la dernière guerre commerciale, les actions pourraient connaître des jours plus difficiles et les obligations des jours meilleurs, mais il sera important pour les investisseurs de ne pas surréagir. Lors des 16 journées d'annonces concrètes de tarifs (incluant les mesures de rétorsion) que nous avons relevées entre 2018 et 2019, les obligations canadiennes et le dollar américain ont affiché un gain médian de +0,2 %, contre un recul médian de -0,8 % pour le S&P 500. Mais au terme de deux ans de guerre commerciale, les bourses nord-américaines avaient tout de même réussi à dégager des gains annualisés d'entre 5 % et 7 %, des performances non loin de celles des obligations et significativement meilleurs que celles enregistrées par les actions internationales (**graphique 6**, page suivante).

Cela étant dit, il sera primordial de ne pas perdre de vue la situation dans son ensemble. En 2018, le protectionnisme offensif des Américains était complètement nouveau, la Réserve fédérale augmentait les taux d'intérêt, et le cycle manufacturier était à un sommet. Aujourd'hui, le protectionnisme américain s'intensifie (tel que promis), la Réserve fédérale est sur un cycle de baisses des taux d'intérêt, et l'activité

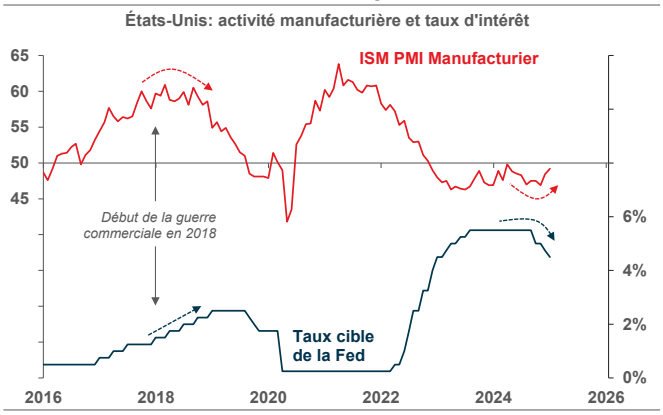
[9] Former President Trump Speaks in Potterville, Michigan About the Economy, 29 août 2024.
[10] Transcription de l'audition de confirmation de Scott Bessent.

6 | Les actions n'aiment pas trop les tarifs…



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

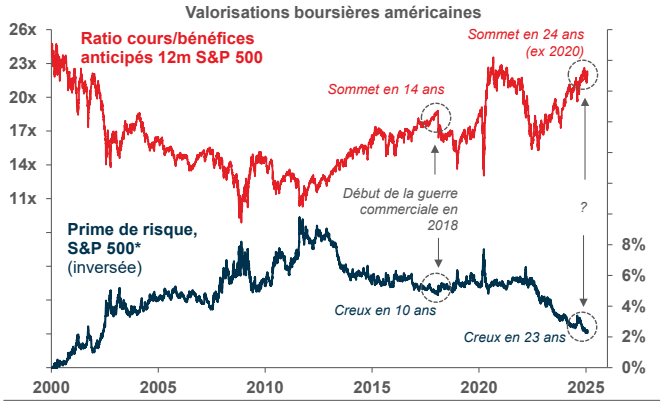
7 | … mais nous ne sommes plus en 2018



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

manufacturière semble en voie de rebondir (**graphique 7**). Tout cela peut vite changer et, avec une prime de risque qui est à son plus faible en 23 ans, l'heure n'est pas à la complaisance (**graphique 8**). Mais c'est peut-être ce qui explique le calme relatif qui s'observe pour l'instant.

8 | Les attentes sont encore plus élevées cette fois



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Taux de rendement des bénéfices du S&P 500 (1 / ratio CB) moins taux 10m ans réels (TIPS).

Bureau du chef des placements
CIO-Office@nbc.ca

Martin Lefebvre
Chef des placements
martin.lefebvre@bnc.ca

Louis Lajoie
Directeur principal
Stratégie d'investissement
louis.lajoie@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry
Directeur principal
Stratégie de portefeuille
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Nicolas Charlton
Directeur
Stratégie quantitative
nicolas.charlton@bnc.ca

Mikhael Deutsch-Heng
Directeur
Stratégie d'investissement
mikhael.deutschheng@bnc.ca

Zaid Shoufan
Associé
Stratégie de portefeuille
zaid.shoufan@bnc.ca

Julien Gordon
Analyste
Stratégie quantitative
julien.gordon@bnc.ca

Général

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation.

Les hypothèses ou les opinions exprimées sur une société, un titre, une industrie, un secteur du marché en particulier, des événements futurs (comme les conditions du marché ou l'évolution de l'économie), le rendement d'une société ou d'un titre, le placement futur de produits ou d'autres prévisions représentent celles du Bureau du Chef des placements à un moment donné et ne constituent pas nécessairement celles de la Banque Nationale du Canada et ses filiales (la « Banque »). Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, qui peuvent faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement de ce que le Bureau du Chef des placements anticipe ou prévoit actuellement. La Banque décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces opinions. En outre, celles-ci ne peuvent pas être considérées comme des recommandations d'achat et de vente ni comme des conseils en placement.

Ces fournisseurs d'indices peuvent être inclus dans le présent document : BofA Merrill Lynch, Standard & Poor's, FTSE, Nasdaq, Russell et MSCI. Ces fournisseurs d'indices permettent l'utilisation de leurs indices et des données reliées « tels quels », ne donnent aucune garantie à leur sujet, ne garantissent pas la convenance, la qualité, l'actualité ou l'exhaustivité des indices ni d'aucune donnée incluse dans ceux-ci, qui y serait reliée ou qui en serait dérivée, n'assument aucune responsabilité à l'égard de l'utilisation de ce qui précède et ne parrainent pas, n'avalisent pas ni ne recommandent Banque Nationale Investissements ni aucun de ses produits ou services. Les fournisseurs d'indices ci-dessus ne garantissent pas l'exactitude de tout indice ou modèle de référence mixte créé par Banque Nationale Investissements, utilisant un de ces indices. Aucune responsabilité ni aucune obligation n'incombent à aucun membre des fournisseurs d'indices ni à leurs administrateurs, dirigeants, employés, associés ou concédants de licence respectifs pour des erreurs ou des pertes dues à l'utilisation de cette publication ou de tout renseignement ou donnée qu'elle contient. En aucun cas, les fournisseurs d'indices ci-dessus ne seront redevables envers aucune partie de dommages-intérêts directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, particuliers ou consécutifs, de coûts, de frais, notamment de justice, ou de pertes (y compris, sans aucune limite, de perte de revenu ou de profits et de coûts de renonciation) en lien avec l'utilisation du contenu, même s'ils ont été avisés de la possibilité de tels préjudices.

Les indices FTSE/TMX sont des marques de commerce de LSE Group. Les indices S&P sont des marques de commerce de S&P Dow Jones Indices LLC, division de S&P Global. Les indices MSCI sont des marques de commerce de MSCI inc. Les indices BofA sont des marques de commerce de Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (« BofAML »). L'indice Nasdaq est une marque de commerce de Nasdaq Inc. Russell 2000 ® est une marque déposée de Frank Russell Company, utilisée sous license.

© Banque Nationale Investissements inc., 2025. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.

Banque Nationale Investissements est signataire des Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies, membre de l'Association pour l'Investissement Responsable du Canada et participant fondateur de l'initiative Engagement Climatique Canada.