

Commentaires

Bureau du chef des placements | 3 février 2025

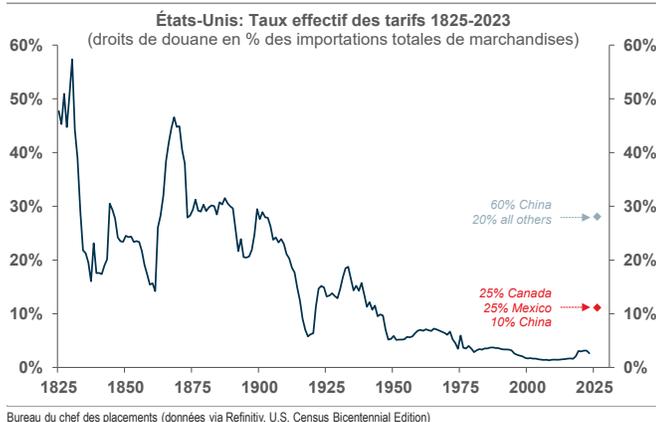
Cinq points de repère dans le brouillard d'une guerre tarifaire

Mise à jour du 3 février (document initial publié le 31 janvier)

Le 1^{er} février, la nouvelle administration américaine a mis à exécution sa menace d'imposer des droits de douane de 25% sur les importations en provenance du Canada et du Mexique à l'exception des produits énergétiques et minéraux critiques qui seront taxé à la hauteur de 10%, comme pour les importations en provenance de la Chine.

Techniquement, ce n'est pas la menace la plus agressive qu'a pu faire le Président américain durant sa campagne électorale, M. Trump ayant parfois évoqué un tarif universel de 20 % bonifié à 60 % pour la Chine. Toutefois, si maintenu, il s'agirait tout de même du taux de tarifs le plus élevé depuis 1943, en plus de la plus forte hausse annuelle depuis le « tarif de Morrill » du début des années 1860 (graphique 1).

1 | Les É.-U. concrétisent l'une de leurs menaces

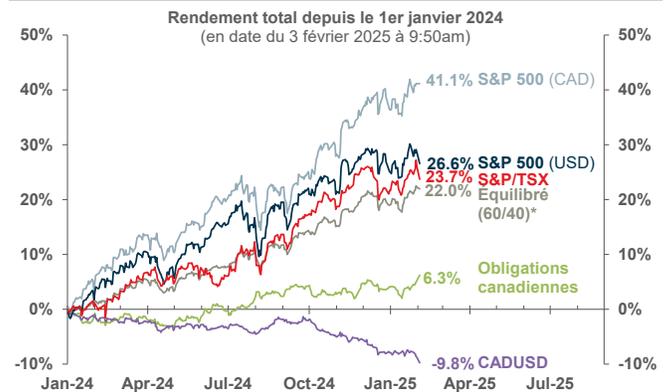


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, U.S. Census Bicentennial Edition)

Jusqu'à récemment, les marchés financiers avaient accueilli sans grande émotion toute nouvelle entourant la politique de tarifs des États-Unis. Aujourd'hui, la réaction est plus importante, tant

pour la bourse américaine (S&P 500, -1,7 %) que la bourse canadienne (S&P/TSX, -1,7 %), le dollar canadien (CADUSD, -1,0 %) et les obligations canadiennes (FTSE univers, +0,9 %)¹. Néanmoins, ces mouvements demeurent relativement contenus par rapport aux performances enregistrées au cours de la dernière année (graphique 2).

2 | Les marchés réagissent, mais ne paniquent pas



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *30% S&P/TSX, 30% S&P 500, 40% ICE BofA Canada Universe, tous en CAD.

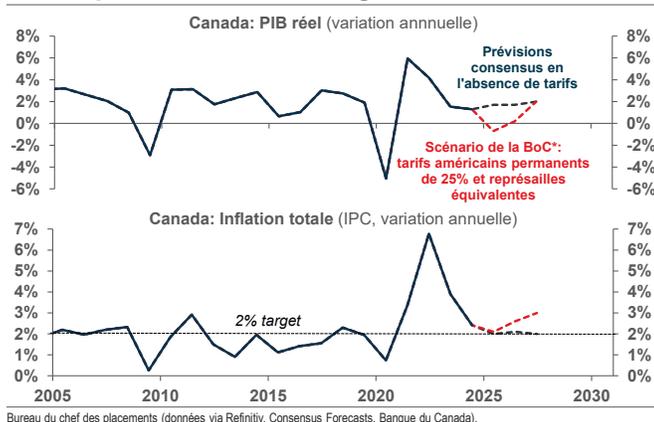
Le Président américain a fait le choix de frapper l'économie mondiale et canadienne, plongeant tout le monde dans un épais brouillard de guerre commerciale. Quand la visibilité est basse, les projections deviennent délicates, mais de points de repère sont toujours utiles. En voici cinq.

¹ Les fluctuations journalières mentionnées sont en date du 3 février 2025, 9:50AM.

#1 : Si l'impact économique s'annonce important, il faut se méfier des scénarios catastrophistes. À lire certaines manchettes, on pourrait croire qu'une récession sévère est inévitable au Canada, certains mentionnant quelque chose de pire que la crise de 2008² et d'autres tentant des comparables avec la pandémie.

Or, si la récente étude de la Banque du Canada³ sur le sujet suggère qu'une récession est effectivement concevable à court terme avec un impact inflationniste à moyen terme (**graphique 3**), 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 leurs importations (exportations) avec la totalité de leurs partenaires commerciaux. La situation peut toujours empirer, mais pour l'instant, nous ne sommes pas là⁴.

3 | Un potentiel choc de stagflation selon la BdC



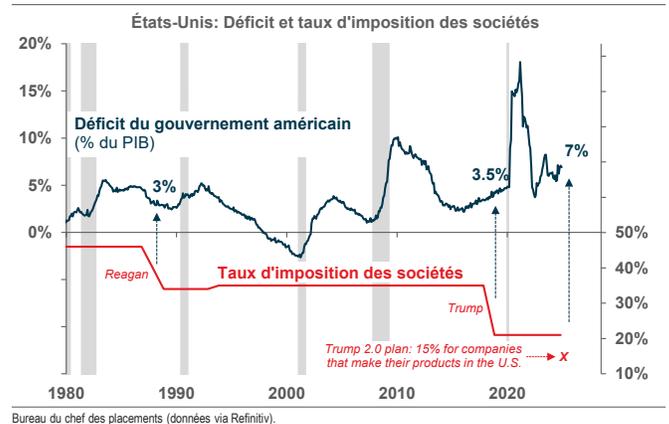
De plus, n'oublions pas que l'économie ne réagit pas toujours comme on pourrait s'y attendre – surtout dans des scénarios extrêmes... comme les dernières années l'ont démontré –, tandis que des mesures pour supporter la croissance au Canada risquent d'être annoncées très bientôt, incluant potentiellement une réduction des taux d'intérêt.

#2 : En principe, les tarifs les plus agressifs sont d'abord un outil pour obtenir des concessions, mais des droits de douane permanents sont 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-américain⁵.

Cette fois, nous faisons visiblement face à une administration américaine bien plus agressive qui semble chercher une victoire à la frontière. Toutefois, il existe une autre différence majeure.

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 4**).

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



En principe, cela suggère donc qu'il existe deux types de tarifs, comme l'a d'ailleurs avancé le secrétaire au commerce, M. Lutnick, lors de son

² [B.C. premier says U.S. tariff could hit harder than 2008 recession, backs pandemic-style relief, CBC, 28 janvier 2025.](#)

³ [Évaluation des conséquences potentielles des droits de douane américains, janvier 2025, Banque du Canada.](#)

⁴ Par exemple, les tarifs douaniers de rétorsion de 25 % sur 155 milliards de dollars de marchandises importées par le Canada en provenance des États-Unis, annoncés par le gouvernement canadien, représentent environ un tiers des importations canadiennes. Pour les Américains, les tarifs annoncés pour leurs taux effectifs de tarifs à environ 11%, contre 25% dans le cas du scénario extrême de la Banque du Canada.

⁵ [Trump's tariffs on Canadian steel and aluminum: A timeline of key events since 2017, Global news, 7 août 2020.](#)

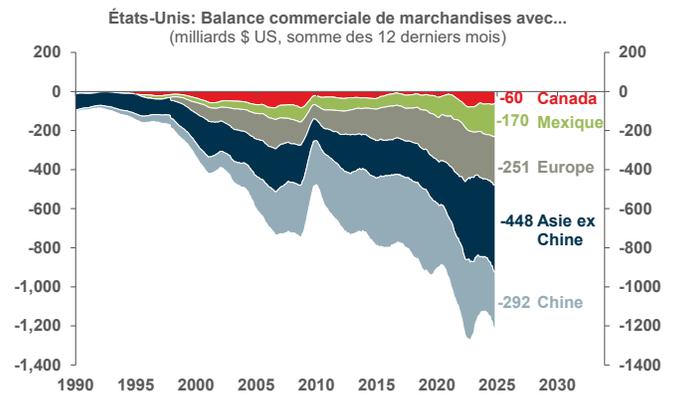
audience au Sénat⁶. Ceux qui visent à obtenir des concessions de ses partenaires commerciaux (~25 %, temporaires), et ceux qui viendront une fois que l'étude complète de la politique commerciale des États-Unis qu'a commandé M. Trump sera complétée fin mars / début avril (<25 %, permanents)⁷, lesquels serviront de source de revenus pour financer un agenda fiscal pro croissance et d'incitatif pour attirer les investissements étrangers aux États-Unis.

En pratique, il reste à voir si M. Trump s'en tiendra au plan de match élaboré par son équipe économique.

#3 : Il y a des arguments en faveur d'un dénouement relativement meilleur pour le Canada, pourvu que l'administration américaine soit ultimement guidée par la raison. Par exemple, le déficit commercial de marchandises que les États-Unis ont avec le Canada est non seulement insignifiant 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 les autres pays, signe que plusieurs biens produits en Chine ont simplement trouvé une autre porte d'entrée libre de tarifs pour les États-Unis (**graphique 5**)⁸.

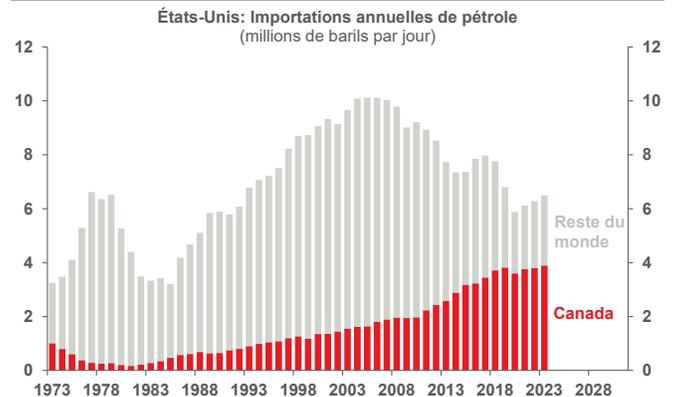
De plus, le déficit qu'ils ont avec le Canada serait en fait un surplus si on exclut le pétrole canadien que les Américains achètent à la hauteur de près de 4 millions de barils de pétrole par jour, soit environ 60 % de leurs importations en la matière (**graphique 6**), 24 % de tout ce qui est raffiné aux États-Unis⁹, et la vaste majorité de ce qui est raffiné dans le Midwest où une conversion des raffineries

5 | Le déficit commercial est minime avec le Canada



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

6 | Le pétrole canadien est clé pour les États-Unis



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

pour accueillir du pétrole léger américain prendrait potentiellement plusieurs années¹⁰.

Bref, si M. Trump ne veut pas trop s'éloigner de sa promesse phare de « ramener l'inflation à des niveaux que vous n'avez pas connu depuis des décennies » en « réduisant de moitié les prix de l'énergie en l'espace de 12 mois »¹¹, il a tout intérêt à s'entendre avec son voisin du nord.

⁶ Voir l'extrait sur Youtube ici.

⁷ America First Trade Policy memorandum, White House, 20 janvier 2025.

⁸ 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.

⁹ Canada's crude oil has an increasingly significant role in U.S. refineries, U.S. Energy Information Administration, 1er août 2024.

¹⁰ U.S. Refineries and Canadian Crude Oil, Institute for Energy Research, 28 janvier 2025.

¹¹ Former President Trump Speaks in Pottsville, Michigan About the Economy, 29 août 2024.

#4 : Les devises escomptaient déjà des tarifs qu'ils aident à compenser, du moins en partie. C'est d'ailleurs ce qu'a souligné 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 %¹².

Dans les faits, il est difficile d'isoler un seul facteur derrière les mouvements de devises. De plus, la suite pour le dollar canadien dépendra surtout de comment nos économies et banques centrales respectives réagiront à l'ensemble des facteurs en jeu – ce qui est loin d'être évident.

Toutefois, soulignons que depuis l'élection du Président Trump, le dollar américain s'est apprécié de 5,5 % par rapport au \$ CA. Selon la règle du pouce de M. Bessent (qui a un certain fondement académique¹³), cela pourrait vouloir dire que les devises escomptent des tarifs permanents d'environ 14 % vis-à-vis le Canada (**graphique 7**).

7 | Le dollar canadien s'ajuste en continu

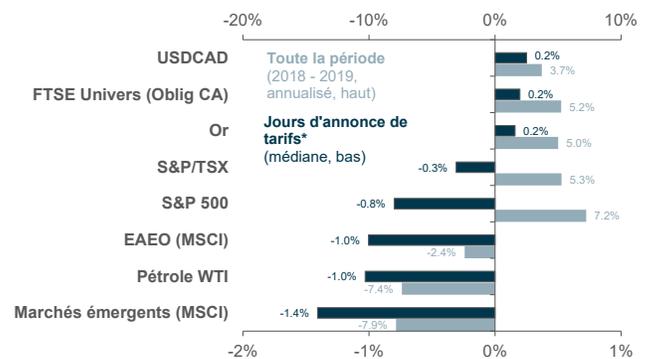


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *En date du 3 février 2025, à 9:50AM.

#5 : Si l'on se fie à la dernière guerre commerciale, les actions connaîtront des jours difficiles et les obligations des jours meilleurs, mais il sera important de garder la tête froide comme investisseurs. 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 8**).

8 | Les actions n'aiment pas trop les tarifs...

Performance des marchés durant la dernière guerre commerciale (2018-2019)



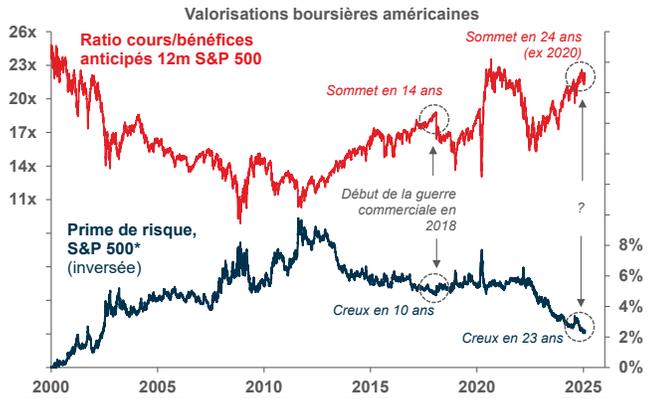
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Par ailleurs, 2018 est tout sauf une comparaison parfaite pour la situation actuelle. Du côté positif, le cycle manufacturier américain semblait plutôt en voie de rebondir aux dernières nouvelles, tandis que les banques centrales ont nettement plus d'espaces pour baisser les taux au besoin. Toutefois, l'approche brutale de l'administration américaine et les valorisations boursières élevées – la prime de risque qui est à son plus faible en 23 ans (**graphique 9**, page suivante) – sont des facteurs aggravants, tout comme les craintes

¹² Transcription de l'audience de confirmation de Scott Bessent.

¹³ To what extent are tariffs offset by exchange rates? National Bureau of Economic Research, Décembre 2021.

9 | 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).

inflationnistes qui pourraient contraindre la portée des mesures d'accommodement à court terme.

Chose certaine, ce sont dans des situations comme celles-ci que la diversification prend tout son sens. C'est vrai en gestion de portefeuille et nous allons continuer de nous assurer que ça demeure le cas en ces temps sans précédent. Et c'est vrai aussi sur le plan des relations commerciales, comme le Canada en est témoin aujourd'hui.

Bureau du chef des placements
CIO-Office@bnc.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 licence.

© 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.