



Un soupir de soulagement ? Plus ou moins, pour l'instant.



Art Patten, CFA
Stratège de marchés

Dans nos perspectives trimestrielles précédentes, nous avons prédit une année intéressante pour les investisseurs canadiens. Avec le recul (et conformément à la nature des années 2020), nous aurions peut-être dû dire : « Que le chaos commence ». Par une multitude de mesures exécutives, la deuxième administration Trump a rompu (du moins menacé de rompre) radicalement avec l'ordre commercial et militaire mondial des 60 à 80 dernières années, tout en exprimant des ambitions territoriales qui rappellent la fin du XIXe et le début du

XXe siècle. À l'approche de la « Journée de la libération » le 2 avril, nous n'avons pas constaté de bouleversements majeurs dans l'économie et les marchés, mais les économistes et autres observateurs s'inquiétaient, à juste titre, des répercussions potentielles sur les économies canadienne et mondiale ainsi que sur les marchés financiers. Dans cet article, nous récapitulerons l'état actuel de la guerre commerciale, discuterons des répercussions potentielles et tenterons d'identifier certains risques sous-estimés.

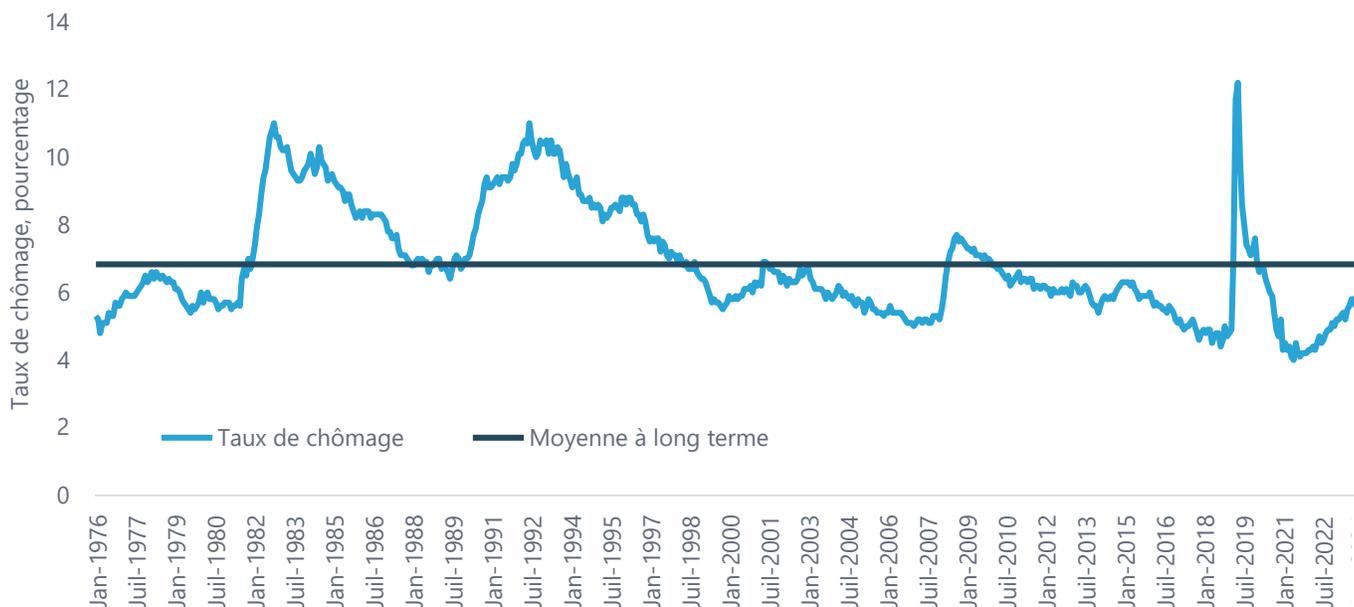
Un signe de soulagement, mais il faut retenir son souffle

Je pense que « chaos » décrit bien les décrets-lois de Trump. Même les partisans les plus ardents de l'administration reconnaissent que ces décrets-lois visent à remodeler massivement les modèles commerciaux établis de longue date. Dans son décret-loi du 2 avril, Trump a annoncé l'imposition de droits de douane de 10 % à l'encontre de plus de 130 pays, ainsi que des droits réciproques plus élevés pour les pays que Trump considère comme les pires contrevenants en termes de déséquilibres commerciaux.¹ Étonnamment, le Canada et le Mexique ont été complètement exclus de la liste.

Même si c'est une bonne chose, il ne faut pas crier victoire trop vite. Les exportations du Canada vers les États-Unis sont toujours soumises à des barrières commerciales plus élevées, notamment des droits de douane de 25 % sur l'aluminium, l'acier et les marchandises non conformes à l'accord Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) de 2020, ainsi que de 10 % sur les produits énergétiques. Le Canada a la chance d'avoir échappé à de nouveaux droits de douane de la Journée de la libération, mais ces mesures existantes représentent toujours un risque important. Comme de nouveaux observateurs l'ont noté, les droits de douane cumulés en vigueur et annoncés par les États-Unis ont désormais atteint des niveaux observés pour la dernière fois dans les années 1930.²

De plus, Trump a promis d'imposer des droits de douane supplémentaires sur des secteurs stratégiques tels que le bois d'œuvre, les produits pharmaceutiques et les semi-conducteurs (les deux premiers pourraient entraîner des répercussions particulièrement importantes sur les industries canadiennes). Enfin, en plus de ces vents contraires imminents et potentiels, l'économie du Canada est très exposée à tout ralentissement économique mondial ou américain précipité par la guerre commerciale de Trump et aux représailles ultérieures d'autres pays. Les perspectives à moyen terme sont très préoccupantes. Les indicateurs de confiance se sont détériorés au Canada et aux États-Unis, et bien que le marché du travail soit encore dans un état raisonnable selon le rapport le plus récent (Tableau 1), il est fort possible que nous commençons à observer une détérioration plus importante des données économiques concrètes au cours des mois à venir.

Tableau 1 : Le taux de chômage est correct, mais la tendance est négative et pourrait s'aggraver



Données mensuelles de janvier 1976 à février 2025. Sources : Statistique Canada, SEI.

Une situation difficile pour les banquiers centraux

Quelle forme pourrait prendre cette détérioration économique ? Elle est soumise à de multiples forces et est donc impossible à prédire. Toutefois, nous pouvons identifier plusieurs points généraux : les volumes de marchandises soumises à des droits de douane importées par les États-Unis ; les marchandises de substitution disponibles sur le marché intérieur américain ; l'absorption ou la répercussion des coûts des droits de douane par les importateurs et autres entreprises et les répercussions sur les marges (une préoccupation pour les créanciers et les investisseurs) ; et les prix (une préoccupation pour les entreprises en aval et les consommateurs), etc.

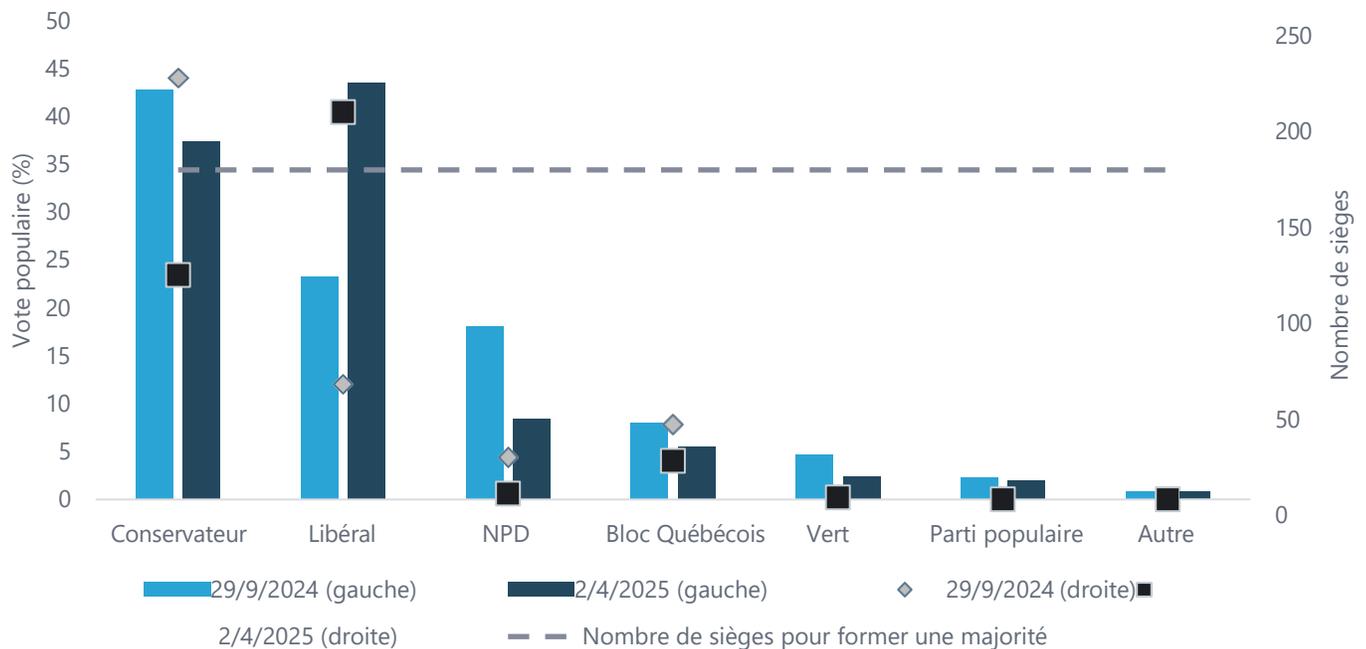
La composante critique du risque de récession est l'impact sur l'emploi : si la baisse de l'activité globale ou la compression des marges entraîne une augmentation importante du chômage, une récession est presque certaine. Même si les États-Unis sont *relativement* peu exposés à ce risque, étant donné qu'ils sont un importateur net massif et que leur économie globale n'est pas fortement dépendante du commerce, ils ne sont pas à l'abri.

En plus du ralentissement de l'activité économique globale, les droits de douane aux États-Unis pourraient aussi d'exacerber l'inflation³, ce qui fait planer l'ombre redoutée de la *stagflation*, le fléau des banquiers centraux (la stagflation est également stressante pour les ménages qui n'ont toutefois pas à expliquer les décisions de politique monétaire à un public anxieux). Même si la Banque du Canada a continué à mener la voie pour ce qui est des baisses de taux d'intérêt parmi les banques centrales des pays développés, la stagflation pourrait la placer dans une situation difficile. Le fait que le Canada ait été exclu de la Journée de la libération de Trump pourrait rendre le travail de la Banque du Canada légèrement plus facile que ce que l'on craignait. Il n'en va peut-être pas de même pour la Réserve fédérale. Et si la guerre commerciale de Trump fait augmenter le niveau mondial des prix, la Banque du Canada et les autres banques centrales pourraient toutes se retrouver coincées par des choix politiques difficiles à terme.

Un échiquier politique bouleversé

Si les premiers mois de la présidence Trump ont de grandes conséquences, l'une des plus étonnantes a été le changement de perspective électorale au Canada. Nous avons observé précédemment que les sondages indiquaient une victoire des conservateurs en 2025. La situation s'est rapidement inversée, comme le montre le Tableau 3. Fin septembre 2024, il semblait que les conservateurs obtiendraient 43 % du vote populaire et 220 des 343 sièges au Parlement (172 sièges sont nécessaires pour former une majorité). Le 2 avril, ces chiffres étaient respectivement tombés à 37 % et 117, tandis que les libéraux, sous la nouvelle direction de l'ancien chef de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, voyaient leurs chiffres passer de 23 % et 60 sièges à 43 % et 202 sièges.

Tableau 2 : Un autre gouvernement libéral ?



Résultats agrégés des sondages et projections des sièges au 29 septembre 2024 et au 2 avril 2025. Sources : Radio-Canada, Oxford Economics, SEI.

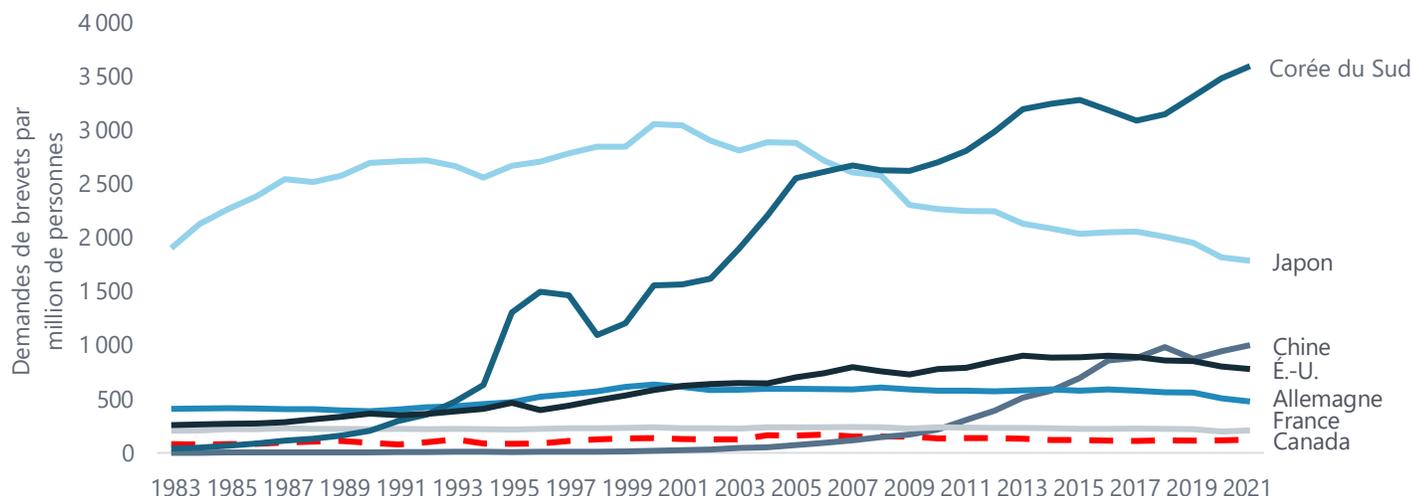
Si environ un quart du glissement vers les libéraux s’est fait aux dépens des conservateurs, la moitié est venue d’anciens partisans NPD et le reste du Bloc Québécois et des verts. Selon un sondage CTV/Nanos mené de la fin février au début mars, « que faire avec le président Trump » a dépassé « l’économie » en tant que préoccupation la plus importante pour les électeurs.⁴ D’après les sondages, les électeurs dans l’ensemble semblent croire que Mark Carney et les libéraux sont les mieux placés pour diriger. Les conservateurs pourraient regagner du terrain entre maintenant et les élections, mais leur chef actuel, Pierre Poilievre, semble mener une bataille sur deux fronts, contre le bilan du gouvernement libéral sortant et contre Trump et ses droits de douane. Il pourrait être avisé pour lui de se concentrer davantage sur la guerre commerciale, et des rumeurs font état de désaccords internes sur le message actuel.⁵

Que peuvent faire les décideurs politiques ?

Quel que soit le parti (ou les partis) qui prendra le contrôle du gouvernement du Canada après les élections d’avril, il aura du pain sur la planche. Dans la mesure où les mains de la Banque du Canada seront liées par des pressions inflationnistes plus fortes au cours des mois à venir et étant donné que les droits de douane mis en place jusqu’à présent sont susceptibles de peser sur l’activité, l’emploi et les revenus au pays, les décideurs politiques devront peut-être se familiariser avec la possibilité d’un assouplissement budgétaire fédéral concerté. M. Carney et M. Poilievre ont tous deux accueilli cette idée de différentes manières et à des degrés divers, mais leurs promesses électorales initiales ne permettent pas de conclure que l’un ou l’autre parti est pleinement prêt, pour reprendre une expression de l’ancien président de la Banque centrale européenne, Mario Draghi, à faire tout ce qui est en son pouvoir pour soutenir un marché du travail en difficulté, et encore moins à encourager des investissements commerciaux nationaux importants. (Ce dernier point est une question que nous avons soulevée, ainsi que d’autres, bien avant que Trump ne remporte l’élection américaine de 2024.) L’inflation induite par les droits de douane pourrait rendre l’assouplissement budgétaire plus difficile, car il est difficile de mettre en œuvre des mesures budgétaires importantes sans avoir d’impact sur l’inflation (voir les États-Unis vers 2021-2024). Il serait quelque peu ironique qu’un gouvernement dirigé par M. Carney adopte des politiques qui rendent la tâche de la Banque du Canada encore plus difficile, étant donné qu’il a été gouverneur de la Banque du Canada de 2008 à 2013. Mais le fait est que, dans l’état actuel des choses, un soutien budgétaire plus concerté sera probablement nécessaire.

Sur la question des investissements des entreprises, la Banque du Canada a publié en décembre 2024 une étude intéressante comparant la croissance à long terme du produit intérieur brut (PIB) par personne entre le Canada et les États-Unis, qui a révélé que l’écart pouvait s’expliquer en grande partie par les différences entre les 10 % des salariés les mieux rémunérés dans chaque pays. Ces différences ont également contribué à expliquer l’écart entre les taux de croissance de la productivité des deux pays. Les auteurs ont conclu que « ces différends peuvent aider à déterminer quelles explications de la différence de PIB et de productivité au Canada sont des symptômes ou des causes de l’écart. Notre analyse suggère que l’émigration sélective de personnes hautement qualifiées pourrait être un facteur clé pour expliquer à la fois les différences de revenus persistantes entre les pays et le faible niveau d’innovation au Canada par rapport aux États-Unis ». Ces résultats soulèvent également d’importantes questions sur les éventuelles distorsions dans la mesure de la productivité, mais l’aspect de l’innovation semble toujours pertinent. Bien qu’il ne s’agisse que d’une pièce d’une mosaïque beaucoup plus vaste, une comparaison des demandes de brevets par habitant entre les pays (Tableau 3) indique que le Canada est nettement à la traîne par rapport aux économies plus axées sur la technologie en Asie, ainsi qu’aux États-Unis et à l’Allemagne.

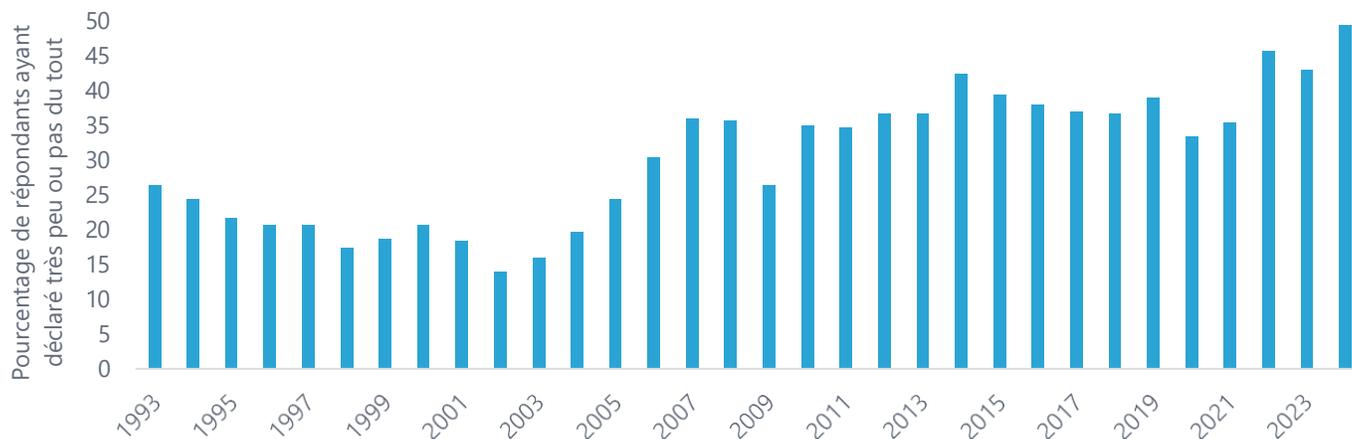
Tableau 3 : Demandes de brevets par personne



Données annuelles de janvier 1983 à 2021. Sources : Our World in Statistics, Banque mondiale, Nations Unies, SEI.

Selon nous, la guerre commerciale de Trump rend les défis du Canada en matière de productivité et d'innovation encore plus pressants. Même si l'importance de l'investissement intérieur est largement reconnue, la création d'un environnement propice à cet investissement constitue un défi complexe et à long terme. La confiance des Canadiens dans les institutions publiques, bien qu'elle ait quelque peu vacillé ces dernières années, pourrait encore être suffisamment élevée pour permettre de lancer un tel processus. Sinon, le Canada risque de se retrouver dans une situation similaire à celle des États-Unis, où la méfiance croissante à l'égard des institutions politiques (Tableau 4) a entraîné un fossé politique profond et grandissant, avec une volatilité et une incertitude politiques beaucoup plus importantes.

Tableau 4 : Érosion de la confiance dans les institutions politiques américaines

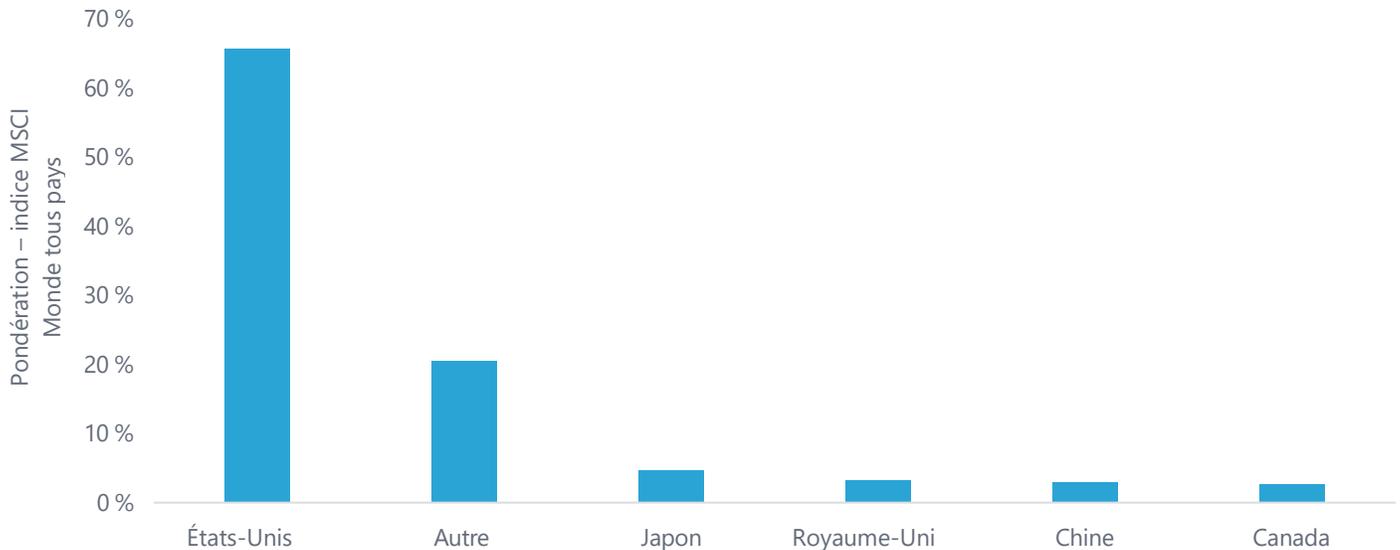


Données de l'enquête annuelle de 1993 à 2024. Somme moyenne des réponses « très peu » et « pas du tout » à la question de savoir si l'on fait confiance à la Cour suprême, au Congrès et à la présidence. Sources : Gallup, SEI.

Que peuvent ou doivent faire les investisseurs ?

Il est évident que les décideurs politiques canadiens vont être confrontés à un environnement extrêmement difficile, mais qu'en est-il des investisseurs canadiens ? Certains consommateurs canadiens ont décidé de protester contre les mesures commerciales de Trump en annulant ou en réduisant leurs voyages aux États-Unis et en achetant des produits « fabriqués au Canada ». Les investisseurs devraient-ils prendre des mesures semblables avec leurs portefeuilles, par exemple, en vendant leurs participations en actions américaines ? Nous comprenons ce sentiment, mais nous vous déconseillons de le faire. Premièrement, les impacts à long terme sur la performance relative entre les États-Unis et le reste du monde ne sont pas du tout clairs ; et à notre avis, les investisseurs ne devraient pas faire de gros paris sur de tels résultats avec leurs portefeuilles. Deuxièmement, la diversification est un principe fondamental de la réussite des investissements. Quelle que soit l'opinion que l'on peut avoir de la position actuelle de l'administration américaine à l'égard du Canada et du reste du monde, les entreprises américaines contribuent de loin le plus aux indices boursiers mondiaux tels que le MSCI Monde tous pays (Tableau 5). Retirer ses fonds des États-Unis représenterait un recul important de la diversification à un moment où l'incertitude géopolitique et économique accrue la rend plus importante que jamais.

Tableau 5 : Éviter les États-Unis est un pari énorme



Pondérations en fonction de la capitalisation boursière au 28 février 2025. Sources : MSCI, SEI.

Des cygnes gris à surveiller

La guerre commerciale devrait continuer à dominer les manchettes pendant un certain temps, mais il est toujours bon de garder un œil sur les surprises potentielles, car mieux nous sommes préparés, plus nous avons de chances de respecter notre stratégie d'investissement. Bien que nous n'y consacrons pas beaucoup de temps dans ce rapport, deux événements récents méritent d'être lus, et qui n'apprécierait pas quelques distractions en ce moment ? La fragilité du réseau électrique a été mise en évidence par l'explosion du transformateur de l'aéroport d'Heathrow⁶ et les craintes d'un « mirage de liquidité » sur les marchés des changes ont été soulevées dans un récent article de Bloomberg⁷. Le concept de mirage de liquidité n'est pas nouveau — des chercheurs associés à la succursale de New York de la Réserve fédérale ont écrit à ce sujet il y a dix ans en ce qui concerne les marchés du Trésor américain, par exemple⁸ — mais il faut y prêter attention compte tenu de l'environnement géopolitique et politique intense et chaotique actuelle.

Définition des indices

L'indice MSCI Monde tous pays suit la performance des segments des grandes et moyennes capitalisations dans les pays développés et émergents. L'indice couvre environ 85 % de l'ensemble des occasions d'investissement en actions mondiales.

Renseignements importants

SEI Société de placements SEI Canada, filiale en propriété exclusive de SEI Investments Company, est le gestionnaire des fonds de placement et le gestionnaire de portefeuille des Fonds SEI au.

Les informations fournies le sont à titre d'information générale et d'éducation uniquement et ne constituent pas un avis juridique, fiscal, comptable, un conseil financier ou de placement à propos des Fonds ou de tout titre en particulier, ni une opinion à l'égard de la pertinence d'un placement. Les informations ne devraient pas non plus être interprétées comme une recommandation quant à l'achat ou à la vente d'un titre, d'un produit dérivé ou d'un contrat à terme. Il n'est pas recommandé d'agir en fonction de l'information contenue

dans ce document, à moins d'obtenir expressément un avis juridique, fiscal, comptable et financier auprès d'un professionnel en placement. Le présent document est une évaluation de la situation des marchés à un moment précis et ne constitue pas une prévision d'événements à venir ou une garantie de rendements futurs. Rien ne garantit, à la date du présent document, que les titres mentionnés restent dans les Fonds SEI ou en ont été retirés.

Le présent document pourrait contenir des « informations prospectives » (« IP ») telles que définies par les lois sur les valeurs mobilières canadiennes applicables. Les IP sont des déclarations se rapportant à des événements, des conditions ou des résultats probables et reposent sur des hypothèses au sujet de conditions économiques et de plan d'action futurs. Les IP sont exposées à divers risques, incertitudes et autres facteurs qui pourraient faire en sorte que les résultats réels diffèrent grandement des attentes explicites ou implicites associées au présent document. Les IP reflètent les attentes actuelles en ce qui concerne les événements actuels et ne sont pas une garantie de rendements futurs. Les IP figurant dans le présent document ou mentionnées à titre de référence sont fournies dans l'unique but de communiquer des attentes actuelles et pourraient ne pas être appropriée dans d'autres circonstances.

Bien que les sources externes ou autres sur lesquelles se fondent certaines informations fournies sont jugées fiables, Société de placements SEI Canada ne garantit ni leur fiabilité ni leur intégralité et ces dernières pourraient changer sans préavis. Les sources comprennent Bloomberg, FactSet, MorningStar, Banque du Canada, Réserve fédérale, Statistique Canada et BlackRock,

L'investissement comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La diversification peut ne pas offrir de protection contre le risque lié au marché. Par ailleurs, d'autres titres non mentionnés peuvent comporter des risques spécifiques. En plus des risques habituels associés à l'investissement, les placements internationaux peuvent comporter des risques de pertes en capital découlant de fluctuations défavorables de la valeur des devises, de divergences dans les principes comptables généralement reconnus ou de l'instabilité politique ou économique dans d'autres pays. Les marchés émergents présentent des risques accrus découlant des mêmes facteurs, en plus de ceux associés à leur faible taille et à leur faible liquidité. Les obligations et les fonds obligataires perdent pour leur part de la valeur quand les taux d'intérêt montent.

Les rendements indiciaires sont présentés à des fins illustratives uniquement et ne représentent pas des rendements réels. Les rendements indiciaires ne reflètent pas les frais de gestion, les coûts de transaction et autres charges. Les indices ne sont pas gérés et il n'est pas possible d'y investir directement.

Des commissions, frais de courtage, frais de gestion et autres frais peuvent être associés aux fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leurs valeurs fluctuent fréquemment et leurs rendements passés pourraient ne pas se reproduire.

¹ Les « droits de douane réciproques » ont été calculés selon une approche inhabituelle et controversée basée sur l'excédent commercial de chaque pays avec les États-Unis divisé par ses exportations totales. Même si beaucoup a été écrit à propos de la Chine, cette approche menace également de nuire énormément à certains petits pays.

² Les investisseurs pourraient entendre une référence à la loi douanière Smoot-Hawley Tariff Act de 1930 et à sa proximité avec le début de la Grande Dépression. Même si cela soit pertinent dans le contexte actuel, nous mettons en garde les investisseurs de considérer qu'il s'agit de la cause unique et immédiate de la Grande Dépression. La politique monétaire a probablement joué un rôle beaucoup plus important dans la grave récession mondiale du début des années 1930. Voir, par exemple, l'article de Douglas Irwin de 2010, « Did France Cause the Great Depression? » disponible à l'adresse https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16350/w16350.pdf.

³ Le plein impact des droits de douane sur l'inflation fait l'objet de débats théoriques controversés, mais pour les besoins de la discussion, admettons que l'un des premiers effets est d'augmenter le niveau général des prix.

⁴ « Canadians say Trump and the economy are top issues influencing federal election vote, » CTV News/Nanos, disponible à l'adresse : <https://nanos.co/wp-content/uploads/2025/03/2025-2795-CTV-Feb-Populated-report-PP.pdf>.

⁵ Voir, par exemple, « Second week of campaign underway as Poilievre faces criticism, leaks within Conservative ranks, » Toronto CityNews, disponible à l'adresse <https://toronto.citynews.ca/2025/03/30/second-week-of-campaign-underway-amid-criticism-leaks-within-conservative-ranks/>.

⁶ See, for example, « Heathrow is a wake-up call for utilities, » <https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2025-03-30/heathrow-is-a-wake-up-call-for-utilities>, « Widespread power failures demonstrate the fragility of our electrical grid, and the perils of privatization, » <https://www.halifaxexaminer.ca/morning-file/widespread-power-failures-demonstrate-the-fragility-of-our-electrical-grid-and-the-perils-of-privatization/>, et « From Fragility to Flexibility: The Path to a Resilient U.S. Energy Grid, » <https://picus-capital.medium.com/the-path-to-a-resilient-us-energy-grid-e85546d242db>.

⁷ « Traders fear global FX market may be less liquid than it appears, » <https://www.bloomberg.com/news/features/2025-03-30/wall-street-fears-liquidity-problems-creeping-back-into-currency-market>.

⁸ Liberty Street Economics, « The liquidity mirage, » <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2015/10/the-liquidity-mirage/>.