

RJL PCS: PERSPECTIVES ET STRATEGIES

13 JUIN 2025 (9:41 AM EDT)

RJL Stratégie et placement (Canada) | RJIInvestment.StrategyCanada@raymondjames.ca
Neil Linsdell, responsable de la stratégie de placement | 438.843.0150 | Neil.Linsdell@raymondjames.ca
Eve Zhou, Analyste principale, Stratégie d'investissement | 647.577.8766 | eve.zhou@raymondjames.ca
Taha Aamir, Associé, Stratégie de placement | 647.837.2259 | Taha.Aamir@RaymondJames.ca

Perspectives et stratégies pour juin 2025 : les tensions commerciales perdurent

Faits saillants macroéconomiques pour mai

- L'économie canadienne a affiché une croissance meilleure que prévu, avec un taux annualisé de 2,2 % au premier trimestre 2025, soutenue en partie par les exportations, les entreprises américaines ayant accéléré leurs achats avant l'entrée en vigueur des tarifs douaniers. Il est attendu que la croissance stagne à zéro au T2 de 2025 à mesure que la ruée des exportations se normalise, que l'effet des tarifs douaniers commence à se faire sentir et que l'incertitude générale dans l'économie freine la prise de décisions, les plans de croissance et les engagements d'embauche.
- Le déficit commercial du Canada a toutefois grimpé à 7,1 G \$ en avril, en raison d'un recul de 15,7 % des exportations vers les États-Unis pour un troisième mois consécutif, tandis que l'excédent américain diminuait à 3,6 G \$. Cette baisse a été modérément compensée par une hausse de 2,9 % des exportations canadiennes vers les autres régions du monde. Étant donné que 76 % des exportations canadiennes sont destinées aux États-Unis, représentant plus de 1 000 G \$ d'échanges bilatéraux, les perturbations liées aux tarifs douaniers et à l'incertitude ont entraîné une chute de 10,8 % des exportations, ramenées à 60,4 G \$ en avril. Les véhicules automobiles et les pièces détachées ont été les plus touchés, enregistrant une baisse de 17,4 % des exportations.
- Le PIB américain s'est contracté pour la première fois en trois ans, affichant un taux annualisé de -0,2 % au premier trimestre 2025, les effets des tarifs douaniers commençant à se refléter dans les données économiques concrètes. Le plus grand détracteur au cours du trimestre a été la ruée des importations avant l'entrée en vigueur des tarifs douaniers, et nous nous attendons à ce que celle-ci se normalise. Le contexte reste bruyant et parsemé d'événements possiblement exceptionnels, alors que consommateurs et entreprises ajustent leurs dépenses face aux tarifs douaniers; nous observons de près les données sur l'emploi pour mieux évaluer la trajectoire économique : si les individus se sentent en sécurité dans leur emploi, ils consomment; dans le cas contraire, ils réduisent leurs dépenses. Le taux de chômage aux États-Unis a légèrement augmenté, mais est demeuré stable entre mars et avril, à 4,2 %.

Les marchés financiers en mai

- L'indice composé TSX a poursuivi sa progression vers de nouveaux sommets, avec un rendement de 5,4 % et un rendement total de 5,6 % en mai, portant le rendement cumulé à 5,9 % et le rendement total à 7,1 % depuis le début de l'année. De son côté, l'indice S&P 500 a enregistré un rendement de 6,2 % et un rendement total de 6,3 % pour le mois. Son rendement cumulé depuis le début de l'année est redevenu positif, atteignant 0,5 %, avec un rendement total de 1,1 %, le tout exprimé en monnaie locale.
- Au sein de l'indice TSX, les secteurs cycliques comme l'industrie, la consommation discrétionnaire, les technologies de l'information et les services financiers ont pris la tête, soutenus par les avancées dans les discussions tarifaires. Les secteurs défensifs comme les biens de consommation de base, les services publics et les services de communication ont enregistré des performances inférieures. Une dynamique comparable a été observée dans l'indice S&P 500, bien que marquée par une volatilité légèrement accrue. Le climat s'est amélioré après l'annonce, le 12 mai, d'une trêve commerciale entre les États-Unis et la Chine, tandis que les résultats décevants des adjudications de bons du Trésor américain du 21 mai ont exercé une pression baissière.
- Les prévisions consensuelles de bénéfices par action pour 2025 du S&P 500 ont été abaissées de 272 \$ en début d'année à 263 \$, alors que notre équipe Stratégie de placement américaine anticipe un niveau inférieur, entre 250 et 255 \$. La question centrale est désormais de savoir si les mesures de relance budgétaire des États-Unis pourront compenser le ralentissement économique induit par les tarifs douaniers.

À venir

- À la suite d'un premier entretien jugé constructif entre le premier ministre Carney et le président Trump dans le Bureau ovale, il semble que les deux chefs d'État poursuivent des pourparlers privés sur les questions de commerce et de sécurité. Un dénouement favorable, apportant

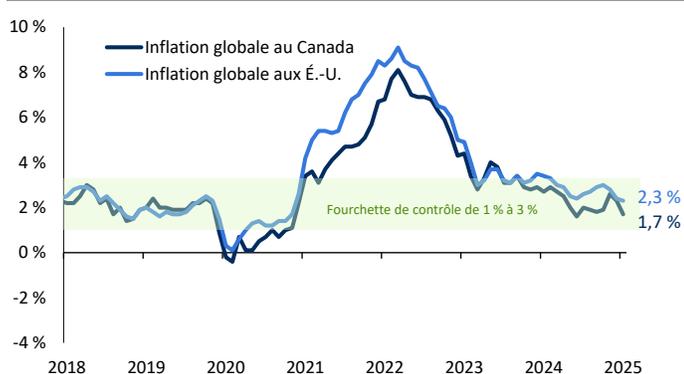
Veillez lire les renseignements sur la divulgation et les risques au pays et à l'étranger à partir de la page 23

Raymond James Ltée. 1400 - 100 rue Yonge, Toronto, ON, Canada M5C 2W1

plus de stabilité aux échanges commerciaux et réduisant le risque de nouvelles perturbations, pourrait agir comme un facteur de soutien pour les marchés boursiers, même si certains secteurs continueront de subir des tensions.

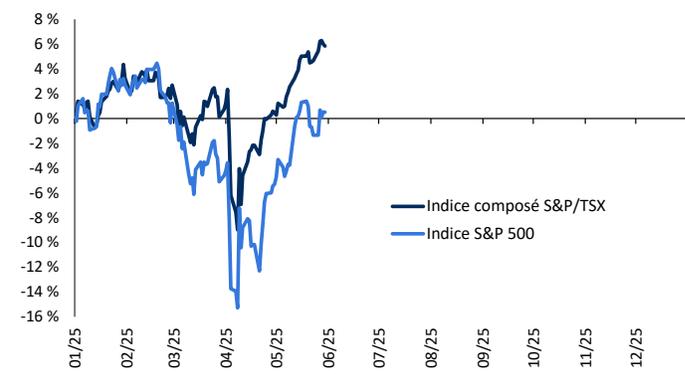
- Les récentes décisions de la Réserve fédérale américaine et de la Banque du Canada ont abouti au maintien des taux directeurs, tandis que les deux banques évaluent les effets des mesures tarifaires sur la croissance, l'emploi et l'inflation. En supposant que l'inflation ne s'accélère pas de façon marquée et que les hausses soient perçues comme des ajustements ponctuels, nous estimons qu'une meilleure lisibilité sur les tarifs douaniers, la décélération de l'activité et la montée du chômage conduira les deux banques à procéder à deux baisses de taux avant la fin de l'année.
- À l'issue de la période des résultats du premier trimestre 2025, les bénéficiaires ont affiché une progression satisfaisante, bien que teintée d'une plus grande prudence pour les mois à venir, les revenus et les charges ressentant déjà l'effet des tarifs douaniers. Le deuxième trimestre 2025 sera déterminant pour observer comment les entreprises gèrent le ralentissement des revenus, la transmission des hausses de coûts, l'augmentation des dépenses d'approvisionnement, la maîtrise des frais généraux et des effectifs, ainsi que la pression exercée sur les marges. Face à la décélération de l'économie américaine et à l'érosion des marges induite par la montée des coûts pour les entreprises, notre équipe américaine a abaissé ses prévisions de BPA pour le S&P 500, désormais comprises entre 250 et 255 \$ au lieu de 265 \$. Nous avons également revu notre objectif pour le S&P 500 à la baisse, le ramenant de 6 375 points à 5 800 points depuis le début de l'année. Nous aurons une meilleure visibilité sur la pérennité des tarifs douaniers dans les semaines et mois à venir, même si les intentions de l'administration américaine, visant à accroître les recettes publiques et encourager la relocalisation industrielle, laissent penser à une volonté de les rendre durables, avec une certaine souplesse sur les taux et les exemptions. Nous évaluerons également les ajustements à notre objectif pour le TSX à mesure que la longévité et l'ampleur des tarifs douaniers deviendront plus certaines, en tenant compte de l'incidence potentielle sur l'économie canadienne d'un ralentissement de l'économie américaine, ainsi que des résultats trimestriels et des prévisions. Pour l'instant, cependant, notre objectif de fin d'année pour l'indice composé TSX est demeuré inchangé à 26 300.

graphique 1 - Inflation globale au Canada et aux É.-U.



Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 30 avril 2025. Non désaisonnalisé.

graphique 2 - Rendement de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice S&P 500 en 2025



Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 mai 2025. Rendement du prix en monnaie locale.

Résumé

Malgré les multiples rebondissements de cette saga tarifaire en perpétuelle mutation, le mois de mai a presque marqué un apaisement après la tourmente des annonces et la chute des marchés, suivies d'un rebond rapide postérieur aux déclarations du Jour de la libération en avril. Le mois dernier, nous nous interrogeons sur le fait que le point culminant de « choc et effroi » soit dépassé, et nous pensons que c'est toujours le cas. Avec l'atténuation du conflit sino-américain depuis le 12 mai, les marchés semblent refléter un optimisme renouvelé quant à l'adoption de tarifs douaniers plus mesurés à l'avenir. La tolérance accrue des marchés face aux annonces inattendues est également manifeste, puisque la décision judiciaire invalidant certains tarifs douaniers fondés sur l'IEEPA et l'instauration de nouveaux droits de 50 % sur les importations en provenance de l'UE n'ont guère suscité de réaction.

Bien que Wall Street et Bay Street aient rapidement réagi aux annonces tarifaires de ces derniers mois, les effets sur l'économie réelle ne commencent à se manifester que maintenant, les détaillants ayant relevé leurs prix en juin et un nombre croissant d'entreprises annonçant des licenciements ou des restructurations pour préserver leur rentabilité face à la hausse des coûts des intrants. Tout en observant la manière dont les données subjectives (sentiment) se transforment en données objectives encore relativement solides, nous suivons également de près l'évolution des pressions sur la rentabilité des entreprises. En début d'année, nous étions attentifs à la façon dont l'amélioration de la rentabilité des entreprises pouvait soutenir la progression continue des actions, les multiples de valorisation s'étant déjà étendus. Dans le contexte actuel, nous recherchons davantage une rentabilité d'entreprise capable de résister aux pressions liées aux tarifs douaniers, ainsi que des occasions ciblées dans certains secteurs.

Les marchés des actions ont fortement rebondi entre la mi-avril et la mi-mai, portés par le report de 90 jours des tarifs douaniers initialement prévus pour le Jour de la libération, qui avait déclenché une vague massive de ventes. Cet optimisme a permis aux marchés de combler toutes leurs pertes, puis de progresser encore, les concessions répétées du président Trump ayant renforcé la conviction d'un possible allègement substantiel des tarifs douaniers. Cette dynamique a été alimentée par l'annonce d'un accord commercial majeur avec le Royaume-Uni, bien que de nombreux détails restent à négocier, ainsi que par la rapide désescalade de la guerre commerciale avec la Chine. La reprise semble avoir atteint son sommet lorsque les marchés ont intégré le « *One Big Beautiful Bill* » du Congrès américain et commencé à prendre la mesure des risques associés à la montée des déficits.

Nous abordons le mois de juin avec une croissance économique toujours positive, malgré des signaux de ralentissement qui commencent à émerger. Alors que plusieurs échéances dans les négociations tarifaires se rapprochent, les discussions récemment évoquées entre le président Trump et le Premier ministre Carney laissent penser qu'un nouvel accord commercial et sécuritaire pourrait voir le jour d'ici la fin de l'année. L'appel téléphonique tant attendu entre le président Trump et le président Xi a également contribué à apaiser les tensions et à ouvrir la voie à des discussions plus constructives. Par ailleurs, le Canada et la Chine sont actuellement engagés dans des pourparlers visant à résoudre certains différends commerciaux persistants. Même si la voie s'annonce semée d'embûches, nous restons prudemment optimistes quant à une amélioration du contexte économique.

Récapitulatif du mois de mai

Sans grande surprise, les tarifs douaniers ont continué à dominer l'actualité en mai. Bien que nous estimions que le pic du « choc et effroi » avait été atteint avec l'annonce des tarifs douaniers le 2 avril, Jour de la libération, suivie de l'escalade avec la Chine la semaine suivante, le mois de mai a été marqué par des développements évoquant davantage des tensions commerciales qui s'annoncent prolongées.

Le fait le plus marquant a sans doute été la décision rendue le 28 mai par la Cour américaine du commerce international (CIT), qui a déclaré que les libertés prises par l'administration Trump pour mettre en œuvre les tarifs douaniers sur le fentanyl en février et les tarifs douaniers du Jour de la libération en avril dépassaient le cadre autorisé par la loi sur les pouvoirs économiques d'urgence internationaux (IEEPA). Le tribunal a accordé à l'administration un délai de 10 jours calendaires pour se conformer à la décision, puis rembourser les 15 à 20 G \$ US déjà perçus. Alors que nous faisons valoir qu'il ne s'agissait au mieux que d'un revers provisoire dû à d'autres mécanismes aux effets comparables, une cour d'appel fédérale a rapidement rétabli les tarifs douaniers, les maintenant en vigueur dans l'attente probable d'un examen par la Cour suprême. Nous estimons en définitive qu'il s'agit d'un contretemps passager pour l'administration Trump, qui ne devrait pas compromettre son programme global, bien qu'il puisse prolonger une certaine incertitude.

Parmi les autres faits marquants du mois en matière de tarifs douaniers figurent les tensions avec l'Europe, Trump jugeant les négociations trop lentes et annonçant des tarifs douaniers de 50 % sur la région à compter du 1^{er} juin, avant de repousser cette date au 9 juillet. Trump a également doublé les tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium, les portant à 50 % dès le 4 juin, sans doute pour soutenir l'industrie nationale après avoir modifié sa position et approuvé l'acquisition d'U.S. Steel par le groupe japonais Nippon Steel. Nous avons également assisté à ce qui semblait

être une première menace ciblant une entreprise spécifique, avec l'imposition d'un tarif douanier de 25 % sur les iPhones d'Apple non fabriqués aux États-Unis, avant que M. Trump n'indique que la mesure s'appliquerait à l'ensemble des téléphones intelligents.

Sur le plan économique, les données et indicateurs de confiance signalent de plus en plus un ralentissement, bien que les chiffres concrets continuent de refléter une économie relativement solide. Alors que Wall Street et Bay Street réagissent depuis des mois aux annonces tarifaires, l'effet sur l'économie réelle commence tout juste à se manifester et l'on doit désormais observer attentivement la manière dont les entreprises réagiront à ces nouvelles taxes. Celles-ci pourraient se traduire par une hausse des prix, une baisse de la rentabilité et/ou une réduction des coûts, notamment par des licenciements. Nous avons également noté une diminution des expéditions de marchandises vers les États-Unis, ce qui devrait se traduire par un choix plus restreint en magasin et une augmentation des prix. Les déclarations de plusieurs détaillants indiquent que les hausses de prix commenceront à se répercuter sur les consommateurs dès le mois de juin.

L'événement politique majeur du mois de mai aux États-Unis a été l'adoption à la Chambre des représentants, avant son examen par le Sénat, du projet de loi de réconciliation baptisé « *One Big Beautiful Bill* ». L'attention se concentre sur la reconduction des baisses d'impôts de la loi sur les réductions d'impôts et l'emploi (TCJA) votée lors du premier mandat de Trump, ainsi que sur les coupes dans les dépenses liées à Medicaid, aux prêts étudiants et au programme d'aide alimentaire SNAP (anciennement Food Stamps). Le texte vise également à revenir sur certains engagements de la loi sur la réduction de l'inflation, notamment les crédits d'impôt pour l'énergie et les véhicules propres. Ces réductions budgétaires et les recettes attendues des tarifs douaniers devraient compenser partiellement les baisses d'impôts, même si la loi devrait maintenir un déficit élevé et accroître la dette nationale.

Le Canada s'en est relativement bien sorti jusqu'à présent (comparé à d'autres pays), ayant été exclu des tarifs douaniers instaurés à l'occasion du Jour de la libération, et grâce à l'exemption des produits conformes à l'USMCA des tarifs douaniers de 25 % sur le « fentanyl », bien que les droits sectoriels sur l'automobile, l'acier et l'aluminium continuent de perturber l'économie. De plus, nous pourrions encore être pris dans les vagues ultérieures de tarifs douaniers, qui devraient inclure les produits pharmaceutiques et les minéraux. Alors que 50 % des exportations canadiennes vers les États-Unis (contre 40 % auparavant) sont désormais officiellement reconnues comme conformes à l'USMCA, il semble que de nombreux exportateurs n'aient pas engagé de procédure d'homologation, préférant s'accommoder des anciens taux minimaux ou s'inscrire dans un segment déjà exempté. Maintenant que ces produits non conformes pourraient être touchés par des tarifs douaniers de 10 % à 25 %, nous nous attendons à une ruée pour faire certifier ces produits, de sorte que les taux de conformité augmenteront certainement, potentiellement jusqu'à la fourchette de 75 % à 80 %.

La rencontre entre le Premier ministre Carney et le président Trump dans le Bureau ovale semble s'être déroulée aussi favorablement que prévu. Même si cela ne devrait pas conduire à une levée immédiate des mesures américaines contre le Canada, cela permet de réduire quelque peu la pression bilatérale, alors que les deux pays envisagent de renégocier l'accord commercial USMCA d'ici la mi-2026 et que Trump cherche à rallier le Canada à une initiative conjointe de défense antimissile nommée « *Golden Dome* ».

Sur les marchés boursiers, l'indice composé TSX du Canada a clôturé le mois de mai avec une progression de 6 % depuis le début de l'année, tandis que le principal indice américain, le S&P 500, est demeuré quasiment inchangé. La performance supérieure du marché canadien s'explique en partie par la forte pondération des titres aurifères dans le secteur des matériaux, dans un contexte de flambée du prix de l'or alimentée par les tensions géopolitiques

Tarifs douaniers

Le mois dernier, notre rapport portait le titre : « *Avons-nous dépassé le pic du choc et de l'effroi* »? Bien que nous estimions difficile de surpasser l'annonce faite lors du Jour de la libération, ce mois a néanmoins été marqué par plusieurs nouveaux épisodes dans le feuilleton des tarifs douaniers. Le premier événement a été une trêve de 90 jours dans le conflit commercial opposant les États-Unis à la Chine, suivie par l'imposition de tarifs douaniers sur certains produits, le président Trump ayant initialement visé l'iPhone d'Apple avant d'élargir puis d'atténuer sa menace à l'ensemble des téléphones intelligents fabriqués hors des États-Unis. Le président Trump a aussi désigné Walmart après que le groupe eut déclaré qu'il pourrait être contraint d'augmenter les prix sur un vaste éventail de produits. Trump a simplement sommé Walmart de « prendre en charge les tarifs douaniers », après quoi d'autres entreprises ont annoncé à leur tour des hausses de prix prévues pour juin, tout en évitant souvent de relier directement ces ajustements aux mesures tarifaires. Par la suite, une décision judiciaire a déclaré illégaux les tarifs douaniers initiaux sur le « fentanyl » ainsi que les tarifs douaniers « réciproques » qui en ont découlé, et le mois de juin s'est ouvert sur un doublement des droits appliqués à l'acier et à l'aluminium.

Sur le plan des accords commerciaux, les États-Unis et le Royaume-Uni ont annoncé avoir conclu un nouveau partenariat, bien que de nombreux éléments restaient encore à finaliser. Le président Trump a ensuite ordonné l'instauration immédiate de tarifs douaniers de 50 % sur les

importations en provenance de l'UE, invoquant le manque de progrès dans les discussions, avant de faire volte-face. Plus récemment, le président Trump a manifesté son agacement face à l'absence d'avancées dans les pourparlers avec la Chine, les deux parties s'accusant mutuellement d'avoir rompu les engagements pris lors des discussions de désescalade du 12 mai.

Le taux moyen effectif des tarifs douaniers sur l'ensemble des produits entrant aux États-Unis atteint actuellement environ 15 %, contre approximativement 2,5 % en début d'année. On estime généralement qu'une hausse de 1 % de ce taux moyen entraîne une contraction de 0,1 % du PIB américain et une augmentation équivalente de 0,1 % du taux d'inflation.

Les tarifs douaniers reposant sur l'IEEPA sont-ils conformes au droit?

Le soir du 28 mai, la Cour américaine du commerce international (CIT) a unanimement jugé (3-0) que l'usage par le président Trump de la loi sur les pouvoirs économiques d'urgence internationaux (IEEPA) pour imposer des tarifs douaniers mondiaux sans limite était illégal. Cette loi constituait le levier principal utilisé par l'administration Trump pour appliquer rapidement des tarifs douaniers massifs à différents pays, comme ceux sur le fentanyl imposés au Canada, au Mexique et à la Chine, annoncés pour la première fois en février et toujours en vigueur sur les produits non conformes à l'USMCA, ainsi que tous les droits « réciproques » déclarés le 2 avril.

L'IEEPA n'était nullement le seul outil tarifaire à la disposition du président Trump, et les autres mesures sectorielles comme celles touchant l'automobile, l'acier ou l'aluminium, mises en place sous l'article 232, ne sont pas concernées par cette décision. Nous pensons que cette décision du CIT n'a pas pris l'administration au dépourvu; en quelques heures, une cour d'appel a autorisé la perception continue des droits le temps de l'appel, en attendant un éventuel passage devant la Cour suprême. Même si la décision du CIT devait être confirmée, on assisterait probablement à une simple reconfiguration du dispositif tarifaire, ce qui prolongerait l'incertitude pour les nations, les entreprises et les marchés. Cette décision pourrait également compliquer les négociations en cours sur les accords commerciaux.

Même si une décision défavorable au président pouvait entraîner le remboursement de dizaines de milliards de dollars déjà perçus, nous estimons que l'administration Trump s'était déjà préparée à cette éventualité et que, parallèlement à une contestation de cette décision, elle pourrait invoquer l'article 122, qui autorise le président à instaurer des tarifs douaniers allant jusqu'à 15 % pendant une durée de 150 jours pour compenser des déficits commerciaux jugés « importants et graves » (voir tableau 1). Une autorisation existante fondée sur l'article 301 à l'encontre de la Chine pourrait également être mobilisée pour maintenir la pression sur ce pays, tandis que de nouvelles enquêtes au titre des articles 301 et 232 pourraient être ouvertes à l'encontre d'autres États à l'expiration des tarifs douaniers prévus par l'article 122. Des enquêtes fondées sur l'article 232 visant les produits pharmaceutiques, les semi-conducteurs, le cuivre et le bois sont déjà en cours. Dans l'ensemble, bien que les instruments puissent évoluer, nous pensons que l'administration actuelle poursuivra sa politique tarifaire indépendamment de cette décision.

2 avril – Tarifs du « Jour de la libération » – le compte à rebours avant leur réintroduction prévue le 9 juillet est lancé

Le 2 avril, le président Trump a annoncé des tarifs douaniers radicaux sur la plupart des pays. Bien qu'il s'agisse de tarifs douaniers « réciproques » en fonction des barrières commerciales tarifaires et non tarifaires de chaque pays sur les produits américains, les taux affichés étaient plutôt basés sur les déficits commerciaux américains avec chaque pays en 2024, divisés par la valeur des importations américaines en provenance de ce pays. Ce taux a ensuite été réduit de moitié pour calculer le taux tarifaire que les États-Unis appliqueraient à chaque pays, sous réserve d'un taux minimum de 10 %, mais pouvant atteindre 50 %. Ces taux se sont cependant ajoutés aux taux existants, de sorte que le taux « réciproque » de 34 % sur la Chine a été cumulé sur le taux de 20 % précédemment annoncé dans le cadre des tarifs sur le « fentanyl », pour un taux combiné de 54 %. Le 9 avril, les tarifs réciproques supérieurs au taux de base universel de 10 % ont été suspendus pour une durée de 90 jours, à l'exception de ceux appliqués à la Chine, jusqu'au 9 juillet. Ce délai de 90 jours vise à permettre aux pays concernés de réduire ou supprimer leurs propres barrières commerciales, ce qui pourrait aussi inclure des engagements d'achat massif de produits américains, en vue d'un allègement des tarifs douaniers « réciproques » dont le retour est prévu le 9 juillet. Selon les rares détails rendus publics de l'accord avec le Royaume-Uni, l'issue la plus favorable inclurait toujours un tarif universel de 10 %, à l'exception de certaines exonérations sectorielles ou spécifiques à certains produits.

Si conclure 90 accords commerciaux en 90 jours semblait ambitieux, l'administration laisse entendre qu'elle pourrait se contenter de réévaluer unilatéralement les tarifs douaniers « réciproques » à l'échelle régionale et transmettre les nouveaux taux aux pays concernés, au-delà des 18 « partenaires commerciaux majeurs » qui n'auraient pas conclu d'accords améliorés d'ici au 9 juillet.

Tarifs douaniers de la Chine

Après que la Chine a riposté au plan de tarifs douaniers du 2 avril, qui imposait une taxe de 34 % sur toutes les marchandises entrant aux États-Unis, une escalade de va-et-vient s'est ensuivie. À son issue, il a été décidé que des tarifs douaniers de 145 % seraient appliqués sur les produits à destination des États-Unis et de 125 % sur les produits à destination de la Chine. Cela reviendrait à instaurer un quasi-embargo commercial.

Après qu'un analyste a analysé les chiffres et publié que le prix d'un iPhone forcé d'être produit aux États-Unis serait d'environ 3 500 \$ US, le président Trump a créé des exemptions pour les appareils électroniques comme les téléphones intelligents et les ordinateurs, bien qu'il y ait des questions quant à la permanence de ces exemptions. Le président Trump a assuré au public que le président chinois Xi l'avait contacté et que des négociations quotidiennes étaient en cours, laissant entendre qu'un allègement tarifaire substantiel était envisageable. La Chine affirme pour sa part qu'aucun appel n'a eu lieu et qu'aucune discussion n'est en cours ni prévue tant que tous les tarifs douaniers ne seront pas levés. Le premier appel entre les deux chefs d'État a finalement eu lieu le 5 juin.

Face aux inquiétudes croissantes quant à une pénurie de produits dans les rayons et à l'approvisionnement en minéraux critiques en provenance de Chine, les deux pays ont annoncé, le 12 mai, une désescalade et un report de 90 jours de l'application des tarifs douaniers prohibitifs. Depuis, les deux parties se sont mutuellement accusées de manquements à l'accord, bien qu'aucune nouvelle escalade n'ait été rapportée.

Tarifs douaniers européens

Le président Trump a durci sa position envers l'Union européenne au mois de mai, excédé par la lenteur et la tournure des négociations. L'UE semble avoir proposé une réduction réciproque des tarifs douaniers et une amélioration de l'accès au marché, tandis que M. Trump se montrait plus enclin à exiger des concessions unilatérales de la part de l'Union. La menace d'un tarif douanier de 50 % sur les produits européens à compter du 1^{er} juin a été repoussée au 9 juillet, soit deux jours après un échange téléphonique avec la présidente de la Commission européenne, Ursula von der Leyen. L'UE a établi une liste de produits américains d'une valeur de 24 G \$ sur lesquels elle envisage d'appliquer des tarifs douaniers en guise de rétorsion en cas d'échec des négociations. L'UE a établi une liste de produits américains d'une valeur de 21 G d'euros (24 G \$) sur lesquels elle prévoit d'imposer des tarifs douaniers si aucun accord n'est trouvé.

Exemption de minimis

La question de l'exemption « de minimis » a également été évoquée dans le cadre des discussions tarifaires. Une importante niche fiscale dont profitaient les consommateurs américains a été profondément remaniée le mois dernier. Auparavant, les envois par la poste d'une valeur inférieure à 800 \$ US étaient exemptés de tarifs douaniers. Désormais, les utilisateurs américains de plateformes de commerce en ligne, dont beaucoup s'approvisionnent principalement en Chine, comme Temu et Shein, devront s'acquitter de taxes actuellement fixées à 30 %, comme c'est le cas pour les envois en provenance de Chine. En 2022, 80 % de toutes les expéditions de commerce électronique à destination des États-Unis étaient couvertes par l'exemption « de minimis », la majeure partie venant de la Chine, et l'année dernière, le Service des douanes et de la protection des frontières des États-Unis (CBP) a traité 1,36 milliard de colis exemptés « de minimis ».

Tarifs douaniers liés au fentanyl

Après de nombreuses menaces, avant comme après les élections, le président Trump a lancé la première offensive le 1^{er} février en décrétant des tarifs douaniers de 25 % sur tous les produits entrant aux États-Unis en provenance du Canada et du Mexique (avec une réduction de 10 % pour les produits énergétiques canadiens – pétrole, gaz naturel, électricité, charbon et uranium) ainsi que de 10 % sur les produits chinois. Cette série de tarifs douaniers était principalement justifiée parce qu'elle traitait de la question de l'afflux de fentanyl aux États-Unis.

Après divers retards et exemptions provisoires, ces tarifs douaniers, fondés sur l'IEEPA, se sont établis à 25 % pour les produits non conformes à l'USMCA, à l'exception de l'énergie et de la potasse, qui demeurent soumis à un tarif de 10 %. Nous estimons qu'environ 50 % des produits canadiens importés aux États-Unis échappent à ces tarifs douaniers grâce à leur conformité à l'USMCA, contre 40 % au début de l'année. Ce taux pourrait atteindre 80 % à mesure que les exportateurs finalisent les démarches administratives requises.

Tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium

Le 12 mars, un tarif de 25 % a été imposé sur les produits d'acier et d'aluminium importés aux États-Unis, y compris du Canada. Ces tarifs douaniers concernent les métaux bruts ainsi que les produits finis en acier et en aluminium, englobant une gamme de produits particulièrement étendue. Il y a une exemption pour le produit fini si l'acier ou l'aluminium est « fondu et coulé » aux États-Unis. Cette menace tarifaire ressemble à une action de juin 2018 où le président Trump a promulgué des tarifs douaniers de 25 % sur l'acier et de 10 % sur l'aluminium lors de son premier mandat. Cette série de mesures a entraîné une baisse d'environ 20 % des exportations canadiennes vers les États-Unis au cours de l'année suivante, avant de rebondir après la ratification de l'ACEUM en mai 2019. Le Canada est l'économie la plus exposée à ce tarif précis, car il représente environ 20 % de ces importations américaines et 90 % des exportations canadiennes de ces marchandises, soit l'équivalent d'environ 24,4 G \$ US ou environ 1 % du PIB canadien. À titre de comparaison, la Chine était déjà soumise à des tarifs douaniers de 47,5 % sur l'acier et de 32,5 % sur l'aluminium, rendant l'incidence de nouvelles taxes limitée. Toutefois, le pays a tout de même exporté pour 15,4 G \$ US de ces métaux vers les États-Unis l'an dernier.

Le 4 juin, le président Trump a doublé les tarifs douaniers sur tous les produits en acier et en aluminium, les portant à 50 %. Le seul pays qui

pourrait bénéficier d'une exemption à ce stade est le Royaume-Uni, qui a annoncé un accord commercial avec les États-Unis supprimant les tarifs douaniers de 25 % sur l'acier et l'aluminium, accord qui pourrait être finalisé dans les prochaines semaines pour permettre une exemption totale. Bien que l'industrie sidérurgique canadienne subisse une pression considérable du fait de ces mesures, le Premier ministre Carney, tout en les dénonçant, évite d'envenimer la situation alors que se poursuivent les discussions commerciales bilatérales.

En réponse aux tarifs douaniers initiaux sur le fentanyl, l'acier et l'aluminium, le Canada a instauré des droits pouvant aller jusqu'à 25 % sur 30 G \$ de produits américains, comme des outils, des ordinateurs, des serveurs, des écrans et du matériel sportif. Aucune réponse d'escalade n'a été annoncée à la suite du doublement récent des droits sur l'acier et l'aluminium, une mesure d'ampleur mondiale qui ne visait pas spécifiquement le Canada.

Tarifs douaniers sur les téléphones intelligents

En mai, le président Trump a semblé adresser une menace à Apple en envisageant une première mesure tarifaire ciblant spécifiquement une entreprise. Le projet d'Apple de relocaliser une partie de la production de l'iPhone de Chine vers l'Inde aurait été perçu par l'administration américaine comme une tentative d'échapper aux tarifs douaniers élevés sur les produits d'origine chinoise, bien que l'issue tarifaire pour la Chine et l'Inde reste incertaine. Il est notable que cette position soit intervenue quelques semaines seulement après l'octroi d'une exemption visant certains appareils électroniques et ordinateurs, censée réduire en partie la pression exercée sur Apple. Le président Trump souhaite désormais que tous les téléphones intelligents vendus aux États-Unis soient fabriqués sur le sol américain, une exigence qui, selon certaines estimations, ferait grimper le prix de l'iPhone à 3 500 dollars (plus de trois fois son prix actuel) et nécessiterait encore des dizaines de milliards de dollars et plusieurs années pour être concrétisée. Le président Trump menace également d'appliquer des tarifs douaniers de 25 %, une mesure qui paraît bien plus réalisable, même s'il n'est pas certain qu'Apple puisse désamorcer cette menace en augmentant ses investissements aux États-Unis. Ces tarifs douaniers devraient entrer en vigueur d'ici la fin du mois de juin.

Bois d'œuvre

Le Canada et les États-Unis ont un différend de longue date au sujet du bois d'œuvre. Les États-Unis s'opposent aux frais que le gouvernement canadien facture à l'industrie forestière, les jugeant trop bas et les considérant effectivement comme des subventions injustes par le gouvernement. Les États-Unis ont augmenté les tarifs douaniers sur le bois d'œuvre résineux de 8 % à environ 14,5 % l'an dernier. Une enquête sur les importations mondiales de bois d'œuvre et de produits dérivés a été lancée le 1^{er} mars et doit être terminée dans les 270 jours. Par la suite, une décision finale sera prise sur les tarifs douaniers (probablement 25 %). Il est attendu qu'une augmentation des droits correcteurs sur le bois d'œuvre résineux canadien de 20,07 % ait lieu, combinée à des droits compensateurs de 6,74 %.

Tarifs douaniers sur les automobiles

Le président Trump a de nouveau exhorté les constructeurs automobiles à fermer leurs usines canadiennes et à rapatrier leur production aux États-Unis. Comme nous l'avons déjà mentionné, déplacer une production de cette ampleur, avec des chaînes d'approvisionnement mondialisées, ne peut se faire rapidement.

Depuis le 3 avril, les États-Unis appliquent des tarifs douaniers de 25 % sur les véhicules complets, tandis que les pièces essentielles, comme les moteurs, les pièces de moteur, les transmissions, les composants du groupe motopropulseur et les éléments électriques, sont soumises à ces taxes depuis le 3 mai. Pour le moment, les tarifs douaniers sur les véhicules en provenance du Canada et du Mexique, couverts par l'USMCA, ne concernent que les composants non produits aux États-Unis, tandis que les pièces importées du Canada et du Mexique conformes à l'USMCA en sont exemptées. Il s'agira probablement d'exemptions à court terme jusqu'à ce que les États-Unis établissent un processus pour imposer le tarif à toute la valeur du contenu non américain.

Fin avril, le président Trump a annoncé une mesure d'allègement limitée pour le secteur automobile, réduisant les tarifs douaniers sur les pièces importées utilisées dans les voitures fabriquées localement et supprimant l'effet cumulatif lié aux taxes sur les métaux. Parmi les autres mesures d'allègement figure le remboursement de 3,75 % des tarifs douaniers acquittés par les constructeurs automobiles américains pour les pièces, pourcentage réduit à 2,5 % après un an, puis supprimé au bout de trois ans.

Menaces sectorielles à venir

Le président Trump a menacé d'imposer davantage de tarifs douaniers sectoriels pour les semi-conducteurs, les produits pharmaceutiques et les produits laitiers canadiens. Une enquête sur les importations de cuivre est également en cours, et on s'attend à ce que des tarifs similaires à ceux de l'acier et de l'aluminium soient dans les cartes.

graphique 3 - Taux de droits de douane effectifs appliqués par les États-Unis



Source: The Budget Lab at Yale; données arrêtées au 4 juin 2025.

Tableau 1 - Synthèse des mesures tarifaires américaines affectant le Canada au 4 juin 2025

Date	Produits ciblés	Taux tarifaire	Mesures correctives commerciales	Remarques
Données au 7 mars 2025	Biens non conformes à l'ACEUM (sauf la potasse et l'énergie canadienne)	25 %	« IEEPA (sous réserve d'une décision judiciaire) »	Aucun tarif douanier n'a été appliqué sur près de 80 % des importations aux États-Unis en provenance du Canada en 2024, dont environ la moitié sont conformes à l'ACEUM.
Données au 7 mars 2025	Biens non conformes à l'ACEUM (potasse, énergie canadienne)	10 %	« IEEPA (sous réserve d'une décision judiciaire) »	En mars, environ 50 % des produits étaient conformes à l'USMCA
March 12, 2025	Acier et aluminium	« 50 % (25 % entre le 12 mars et le 3 juin) »	Section 232 (toujours en vigueur)	
« 3 avril 2025 / 3 mai 2025 »	Véhicules automobiles et pièces de rechange	25 %	Section 232 (toujours en vigueur)	Les droits de douane sur les voitures ne concernent que les composants non fabriqués aux États-Unis dans les véhicules conformes à l'USMCA Les pièces d'automobiles conformes à l'ACEUM sont exemptées de droits de douane Les droits de douane sur les pièces automobiles ne s'ajoutent pas à ceux sur le fentanyl imposés au Canada et au Mexique, ni à ceux sur l'acier et l'aluminium

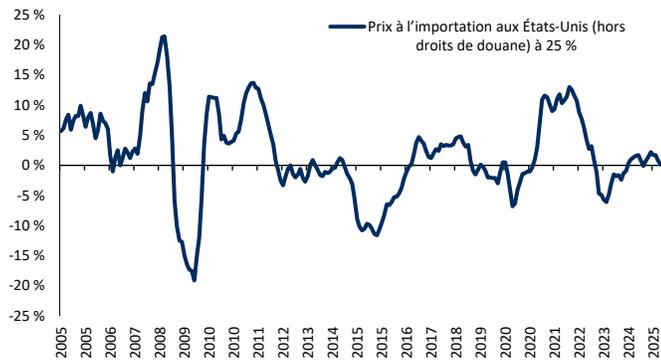
Source: Raymond James Ltée

Comment les tarifs douaniers ont touché les principaux partenaires commerciaux des États-Unis

Les tarifs douaniers ne sont pas payés par le pays exportateur (par exemple, le Canada), contrairement à la façon dont certains commentateurs les présentent. Les tarifs douaniers sont collectés par le gouvernement du pays importateur (en l'occurrence les États-Unis) sous forme de taxe, mais les détaillants, distributeurs ou fabricants peuvent choisir de réduire leurs marges afin de limiter la hausse des prix pour les consommateurs américains.

Que s'est-il passé jusqu'à présent? Les indices des prix à l'importation aux États-Unis, qui ne tiennent pas compte des tarifs douaniers perçus par les douanes américaines, ont peu varié depuis le début de l'année (voir graphique 4). Cela laisse entendre que les importateurs américains continuent de payer des prix de base comparables à ceux d'avant, mais doivent désormais régler les tarifs douaniers en supplément. (Comme mentionné plus haut, ce sont en général les importateurs qui assument le coût des tarifs douaniers.) Si les exportateurs absorbaient une partie de la charge tarifaire, on observerait une baisse de l'indice des prix à l'importation. Par ailleurs, la forte progression de l'indice ISM des directeurs d'achat (PMI) pour les prix des matières premières confirme également que les importateurs américains supportent l'essentiel du coût des tarifs douaniers (voir graphique 5).

graphique 4 - Les prix à l'importation aux États-Unis (hors droits de douane) sont restés globalement stables depuis le début de l'année



Source: Bureau of Labor Statistics; données au 30 avril 2025.

graphique 5 - Les coûts des intrants manufacturiers sont en hausse, selon l'indice PMI



Source: ISM PMI; données au 31 mai 2025.

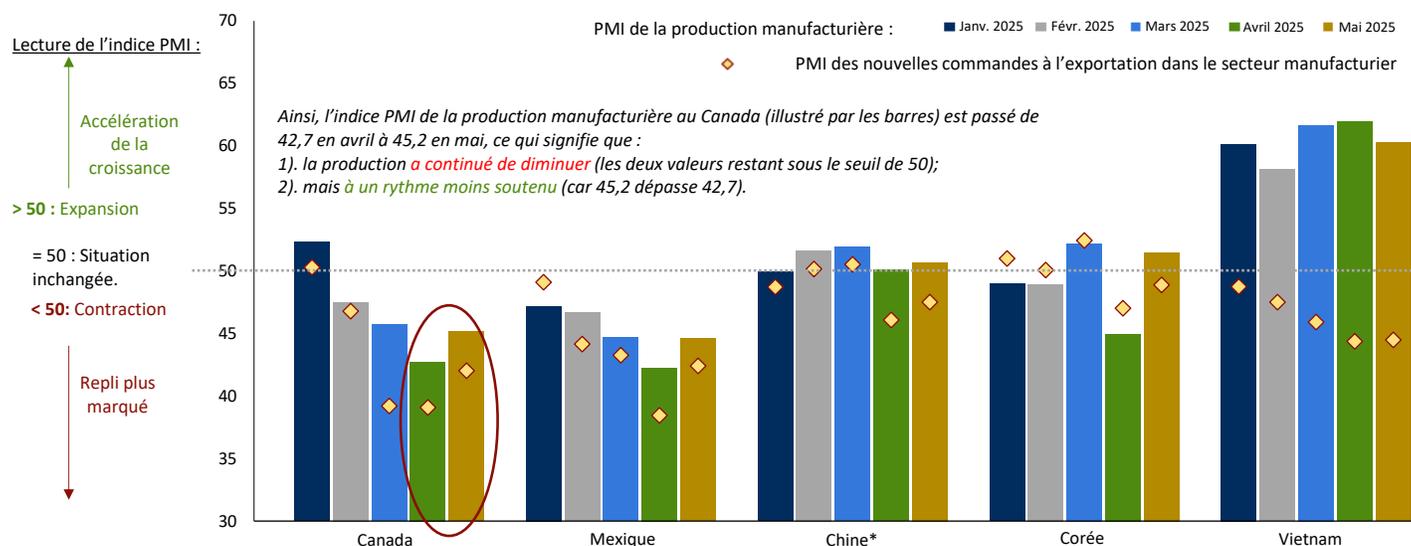
Selon Bloomberg Economics, dans le cadre de la série actuelle de tarifs douaniers, le Canada et le Mexique ont absorbé une part plus importante des coûts que les autres grands partenaires commerciaux des États-Unis. Cependant, même dans ces cas, la part absorbée demeure relativement faible. Cela corrobore les études récentes qui montrent que le poids des tarifs douaniers retombe presque systématiquement sur les importateurs et, en fin de compte, sur les consommateurs.

Toutefois, même si les exportateurs ne baissent pas leurs prix pour atténuer les tarifs douaniers, cela ne les prémunit pas contre les effets négatifs de ces mesures. Un des effets les plus marquants est souvent une diminution des nouvelles commandes. Deux raisons principales expliquent ce phénomène. D'une part, la hausse des prix induite par les tarifs douaniers peut peser sur la demande globale. D'autre part, la contraction des marges peut forcer certains importateurs à quitter le marché, offrant ainsi une occasion aux producteurs nationaux de gagner des parts de marché. L'ampleur du premier effet dépend de la sensibilité des clients aux variations de prix, tandis que le second repose sur la capacité des producteurs locaux à accroître rapidement leur production.

L'indice PMI des nouvelles commandes signale un recul de la demande à l'exportation chez tous les principaux partenaires commerciaux des États-Unis (comme l'indiquent les losanges sur le graphique 6), bien que dans le cas de la Corée, la baisse d'avril puisse s'expliquer partiellement par des commandes anticipées en mars. Le Canada et le Mexique figurent parmi les pays les plus touchés par les nouvelles politiques tarifaires mises en place par les États-Unis. Même si ni l'un ni l'autre ne sont soumis à des tarifs douaniers réciproques et que la majorité des marchandises, hors quelques secteurs spécifiques, peuvent toujours entrer librement sur le marché américain grâce à l'USMCA, l'impact demeure significatif. Environ 76 % des exportations canadiennes et 80 % des exportations mexicaines sont destinées aux États-Unis, ce qui rend ces deux économies particulièrement vulnérables aux perturbations commerciales venues de ce partenaire; à titre de comparaison, seulement 14 % des exportations chinoises, 20 % des coréennes et 28 % des vietnamiennes sont dirigées vers les États-Unis.

La composition sectorielle des exportations constitue également un élément central pour mesurer la vulnérabilité face aux changements commerciaux. Dans le cas du Canada, sa proximité avec les États-Unis dans la chaîne de valeur manufacturière rend plus exposées les industries dont les capacités de production se recoupent et offrent des biens ou des valeurs similaires. Ainsi, près de 88 % des véhicules assemblés au Canada sont destinés au marché américain, alors qu'ils ne représentent que moins de 15 % du total des importations américaines dans cette catégorie. Par ailleurs, les États-Unis fabriquent environ 70 % des véhicules vendus sur leur territoire. Cette configuration permet aux États-Unis une marge importante pour diversifier leurs sources d'approvisionnement et potentiellement exclure les fournisseurs canadiens de leur chaîne de valeur.

graphique 6 - Indice PMI manufacturier – nouvelles commandes et production



Source: Capital Economics, Raymond James Ltée.; données au 31 mai 2025. *Le PMI chinois est la moyenne des indices PMI de NBS et Caixin.

L'indice PMI pour la production indique également une contraction de l'activité manufacturière au Canada et au Mexique, tandis que la situation reste relativement stable en Chine et en Corée, comme l'illustre le graphique 6. Le Vietnam, en revanche, a vu sa production croître, profitant de tarifs douaniers plus cléments que ceux appliqués à la Chine et de sa position de solution alternative privilégiée dans la région. À ce stade, les niveaux de production montrent une meilleure résistance que ceux des nouvelles commandes, en partie parce que les importateurs américains ont besoin de temps pour adapter leurs chaînes d'approvisionnement. Toutefois, sauf si les principaux partenaires parviennent à trouver de nouveaux débouchés pour compenser la chute de la demande américaine – une tâche ardue – ou qu'un changement notable intervient dans la politique tarifaire, la production devrait continuer à se contracter avec le ralentissement progressif des commandes. Au Canada, en particulier, l'excédent commercial avec les États-Unis s'est réduit à 3,6 G \$ en avril, les exportations vers ce pays ayant chuté de 15,7 % pour un troisième mois consécutif.

Nous envisageons néanmoins une perspective un peu plus favorable pour le Canada. Pour de nombreux secteurs, dès lors que les produits respectent les exigences de l'USMCA, ils peuvent encore pénétrer le marché américain sans être taxés, ce qui permet de préserver en grande partie le fonctionnement des chaînes d'approvisionnement. Il est encourageant de constater une progression à ce sujet : en mars, la part des exportations canadiennes vers les États-Unis conformes à l'USMCA a bondi de plus de 10 %, atteignant 50 %. D'après les prévisions consensuelles, cette proportion pourrait finir par atteindre 80 %. À terme, l'effet sur les exportateurs canadiens dépendra de leur aptitude à préserver ou reconquérir des parts de marché une fois les contraintes administratives levées et les turbulences atténuées.

Nous estimons également que le calendrier de renégociation de l'USMCA pourrait être avancé. Une version révisée de l'accord pourrait remodeler les relations commerciales entre les États-Unis, le Mexique et le Canada, en posant les bases d'un cadre plus robuste et durable. Si cette transition ne sera sans doute pas sans difficultés pour l'ensemble des acteurs, elle pourrait à terme apporter davantage de visibilité et une orientation plus claire au commerce nord-américain.

Économie

Le Canada – L'économie ralentit, mais ne montre pas de signes marqués de dégradation

Un nouveau mois de tensions tarifaires, mais l'économie continue de faire preuve de résilience, du moins pour l'instant. Une croissance du PIB plus vigoureuse que prévu au premier trimestre 2025, à un rythme annualisé de 2,2 %, laisse entendre que l'économie canadienne a bien résisté à la première salve de menaces tarifaires. Cependant, la nature de cette croissance, essentiellement portée par une accumulation des stocks des entreprises et une hausse temporaire des exportations nettes, suggère que ces gains pourraient avoir été anticipés au détriment des trimestres suivants. La vigueur inattendue du PIB au premier trimestre a également conduit la Banque du Canada (BoC) à maintenir son taux directeur inchangé à 2,75 % lors de sa réunion du 4 juin, malgré des préoccupations persistantes liées à l'inflation sous-jacente. Néanmoins, des signes de fragilité commencent à apparaître sur le marché du travail, notamment dans les secteurs les plus vulnérables aux tarifs douaniers américains, tandis que les données contrastées continuent d'indiquer un possible ralentissement. Nous continuons donc d'anticiper une modération de la croissance économique au deuxième trimestre de 2025. Nous estimons également que la BoC poursuivra l'abaissement de son taux directeur au

cours de l'année, mais à un rythme plus mesuré, pour atteindre 2,25 % d'ici la fin de 2025.

Une croissance du PIB éclatante au premier trimestre 2025, mais des éléments sous-jacents peu convaincants

Le PIB canadien au premier trimestre 2025 a dépassé les attentes, progressant à un rythme annualisé de 2,2 %, bien au-delà de l'estimation initiale de 1,5 % (graphique 7). Les chiffres préliminaires indiquent également une hausse de 0,1 % du PIB réel en avril par rapport au mois précédent (graphique 8), ce qui montre que l'économie continue de bien tenir malgré les perturbations liées aux tarifs douaniers. Cependant, une analyse plus fine des données révèle un tableau moins encourageant que ne le suggèrent les résultats d'ensemble.

L'un des principaux facteurs de la croissance du PIB au premier trimestre a été l'augmentation des stocks des entreprises, un élément particulièrement instable. Cette progression pourrait s'expliquer en partie par des commandes anticipées de biens américains passées par les importateurs canadiens, dans un contexte où les importations ont elles aussi connu une hausse marquée sur le trimestre. Les exportations nettes ont également joué un rôle significatif dans la croissance observée. Bien que les importations aient progressé à un rythme annualisé de 4,4 %, les exportations ont connu une augmentation plus rapide, atteignant 6,7 %, en grande partie en raison de l'incertitude liée aux tarifs douaniers américains. Fait notable, les exportations vers les États-Unis ont culminé en janvier, avant de décliner en février et mars, bien qu'elles soient restées légèrement supérieures en mars à leur niveau de fin 2024. La forte croissance des exportations vers le Royaume-Uni (or) et les Pays-Bas (pétrole brut) a également contribué au dynamisme du mois de mars. Cependant, il semble improbable que les exportateurs canadiens puissent durablement s'appuyer sur d'autres marchés pour compenser le repli de la demande en provenance des États-Unis. Il est à souligner que le déficit commercial a déjà atteint un record de 7,1 G \$ en avril, la chute marquée de 10,8 % des exportations par rapport au mois précédent ayant surpassé le recul de 3,5 % des importations. En conséquence, la pérennité de ces deux moteurs de croissance apparaît incertaine. Par ailleurs, la progression des dépenses de consommation a nettement ralenti, leur rythme annualisé en glissement trimestriel s'établissant à 1,2 % au premier trimestre de 2025, contre 4,9 % au trimestre précédent. Les investissements en immobilisations ont eux aussi fléchi, affichant une contraction annualisée de 3,1 %. La baisse la plus marquée concerne les investissements résidentiels, en repli de 11 % sur une base annualisée après une hausse de 16 % au quatrième trimestre de 2024.

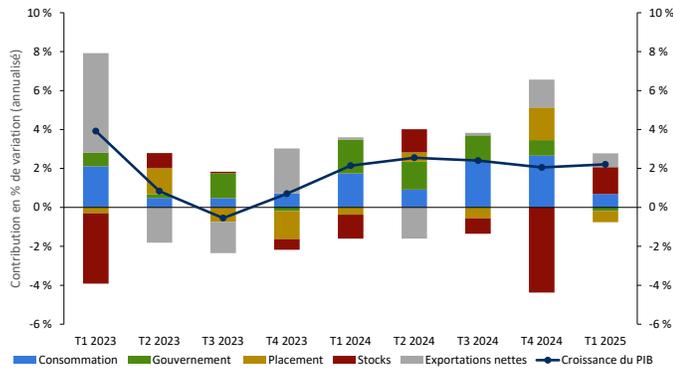
Compte tenu de l'incertitude persistante entourant les tarifs douaniers et des signes de fragilité des indicateurs avancés, nous maintenons notre prévision de la Banque du Canada, qui anticipe essentiellement un ralentissement de l'économie au deuxième trimestre de 2025. Dans un registre plus encourageant, les commandes d'exportation vers les États-Unis pourraient se redresser dans les mois à venir, à mesure que davantage de produits recevront la certification conforme à l'USMCA. Néanmoins, il pourrait s'avérer difficile de retrouver pleinement les niveaux d'avant l'instauration des tarifs douaniers.

Les ventes au détail de mars ont été portées par les achats de véhicules automobiles

Alors que nous attendons de voir si la faiblesse des données subjectives (sentiment) se reflétera dans les données concrètes, les ventes au détail au Canada ont montré une certaine résilience en mars, les consommateurs ayant possiblement anticipé une hausse des tarifs douaniers. L'augmentation des ventes d'automobiles en mars (+5,2 %) a contribué à la progression de 0,8 % en glissement mensuel, après une baisse de 0,5 % observée en février. Cette hausse a eu lieu malgré un recul de 6,5 % des ventes d'essence, dont les deux tiers s'expliquent par la diminution des prix. Les estimations préliminaires font état d'une nouvelle progression des ventes au détail de 0,5 % en avril.

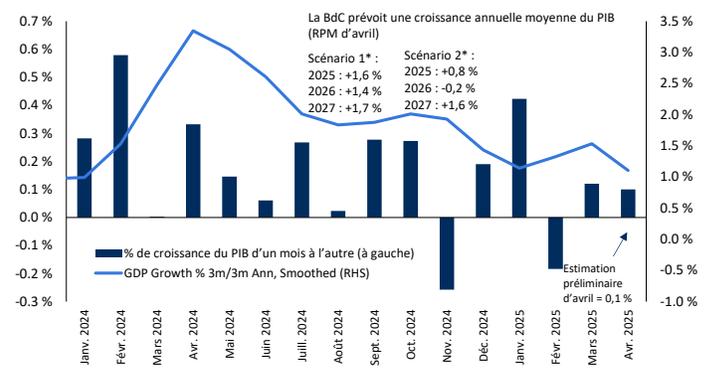
Toutefois, nous anticipons un affaiblissement des ventes au détail une fois que l'effet de la vague d'achats automobiles se sera dissipé. Selon Equifax, la dette moyenne non hypothécaire par consommateur a augmenté au premier trimestre de 2025, portée en grande partie par un marché des prêts automobiles dynamique, les acheteurs s'empressant d'acquiescer un véhicule avant la hausse des prix attendue. Les dépenses moyennes par titulaire de carte de crédit ont reculé de 107 \$ au cours du trimestre, atteignant leur plus bas niveau depuis mars 2022, ce qui laisse penser que les consommateurs freinent leurs dépenses discrétionnaires dans un climat d'incertitude persistante. Parallèlement, le taux moyen de remboursement des cartes de crédit a diminué, signe d'une pression financière accrue. Dans l'ensemble, le taux de défaillance sur les prêts non hypothécaires a progressé de 17 % en glissement annuel au premier trimestre de 2025, atteignant 1,6 % à l'échelle du Canada. Bien que ce niveau ne soit pas encore préoccupant, il conforte notre conviction selon laquelle les dépenses de consommation devraient ralentir au deuxième trimestre de 2025.

graphique 7 - Contributions à la croissance du PIB réel selon les principales composantes



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 mars 2025.

graphique 8 - Le PIB s'est contracté en février, mais devrait rebondir légèrement en mars



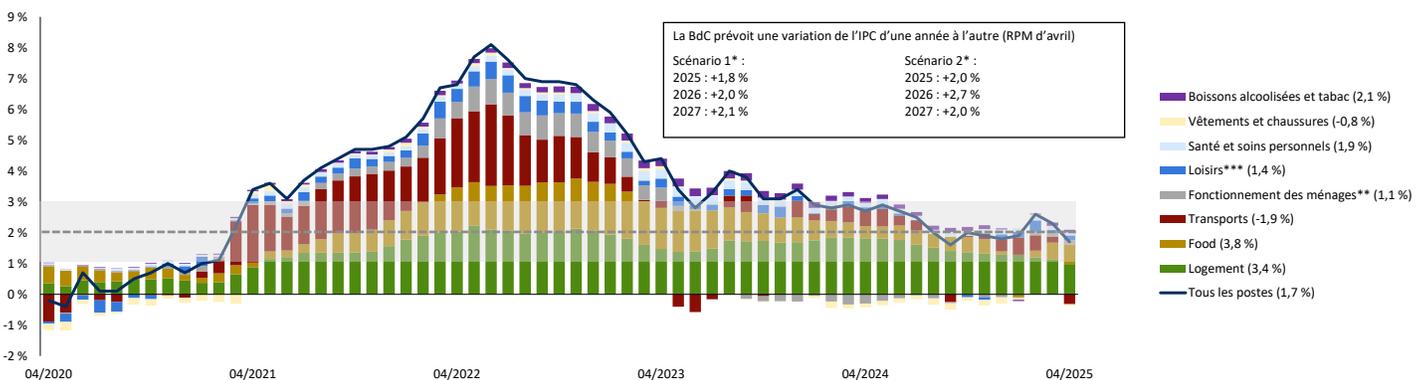
Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 mars 2025.

Les pressions haussières sur l'inflation sous-jacente ne devraient pas perdurer

L'inflation globale mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) a nettement ralenti en avril, passant de 2,3 % en mars à 1,7 % (graphique 9), principalement en raison de l'abolition de la taxe fédérale sur le carbone, bien que le Québec, où un système distinct de plafonnement et d'échange demeure en vigueur, ait affiché le taux provincial le plus élevé à 2,2 %. Hors énergie, l'IPC a progressé de 2,9 % en avril, après une hausse de 2,5 % en mars.

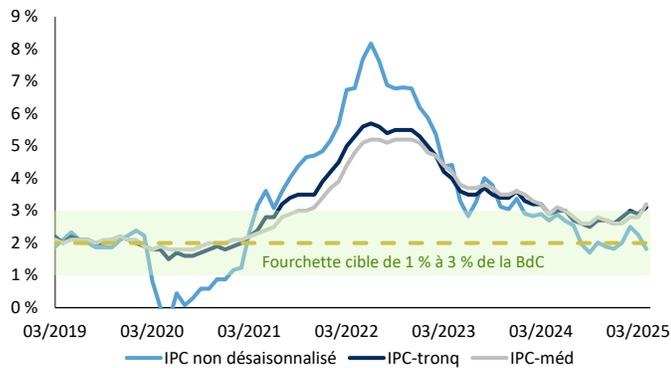
La Banque du Canada privilégie des mesures de fond comme l'IPC désaisonnalisé et l'IPC médian (graphique 10), qui ont tous deux augmenté en avril sous l'effet de la hausse des prix des aliments et des services. La progression des prix des denrées alimentaires pourrait en partie s'expliquer par les tarifs douaniers imposés en représailles sur certaines importations alimentaires américaines. S'agissant de l'inflation dans les services, nous considérons qu'au sein d'une économie en ralentissement, aggravé par l'incertitude commerciale et les anticipations d'un affaiblissement du marché de l'emploi, une hausse persistante des prix des services semble peu probable. D'après S&P Global, les entreprises de services au Canada ont, en moyenne, abaissé leurs prix de vente pour la première fois en près de quatre ans, en raison d'une concurrence marquée et d'une demande atone. Le Baromètre des affaires de la CFIB indique également que, si la hausse moyenne anticipée des prix sur 12 mois atteignait 3,6 % en mars, elle a rapidement chuté à 2,9 % en mai (graphique 11). Cela conforte notre analyse selon laquelle une pression inflationniste durable paraît peu probable dans un contexte de ralentissement économique.

graphique 9 - Contributions des composantes principales à l'IPC du Canada (diagramme à barres empilées) et au dernier IPC mensuel (entre parenthèses à côté de la légende)

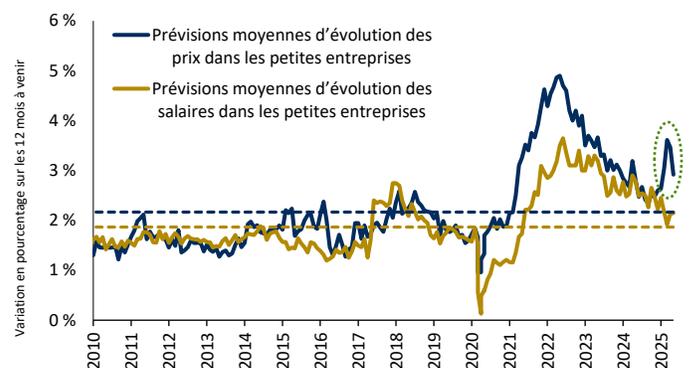


Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée.

*Les hypothèses utilisées pour les deux scénarios sont détaillées dans la section « Incidences possibles des droits de douane au Canada sur le PIB »; **Fonctions des ménages, ameublement et équipement; ***Loisirs, éducation et lecture.

graphique 10 - L'inflation fondamentale s'intensifie alors que l'inflation générale ralentit

Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée.; données en date du 30 avril 2025.

graphique 11 - L'indicateur de hausse des prix se stabilise tandis que les salaires évoluent à un rythme constant

Source: Baromètre mensuel de l'activité commerciale de la FCEI; réponses recueillies entre le 6 et le 12 mai.

La vigueur inattendue du PIB au premier trimestre 2025 pousse la Banque du Canada à observer une nouvelle pause cette année et à maintenir son taux directeur à 2,75 %.

Le 4 juin, la Banque du Canada (Bc) a laissé son taux directeur inchangé à 2,75 % pour la deuxième fois en 2025, après une croissance du PIB supérieure aux attentes au premier trimestre (graphique 12). Cette décision était largement anticipée par les marchés, l'incertitude liée aux tarifs douaniers américains sur les produits canadiens s'étant partiellement dissipée.

Le Conseil de la Banque du Canada continue de suivre attentivement trois éléments essentiels :

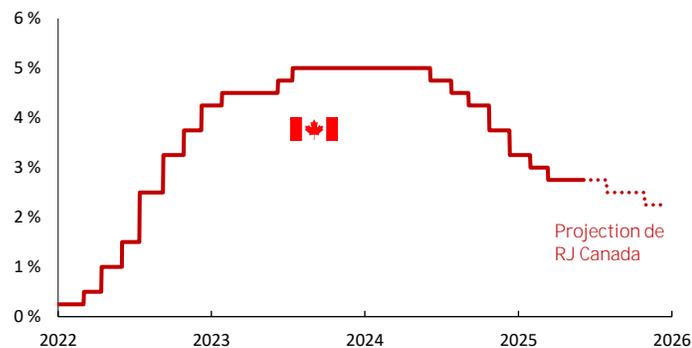
1. la mesure dans laquelle la hausse des tarifs douaniers américains pèse sur la demande d'exportations canadiennes;
2. les effets sur les investissements des entreprises, l'emploi et les dépenses des ménages;
3. le rythme et l'intensité avec lesquels les hausses de coûts se répercutent sur les consommateurs, ainsi que l'évolution des attentes inflationnistes.

Les indicateurs économiques concrets, notamment la consommation, les exportations et le taux de chômage des actifs de base, sont demeurés relativement stables jusqu'à présent, limitant les craintes d'un affaiblissement brutal de l'économie. Le pic de l'incertitude relative aux tarifs douaniers au Canada étant apparemment passé, du moins pour les prochains mois, et l'économie demeurant stable, la Bdc a suffisamment de marge de manœuvre pour attendre plus d'informations au fur et à mesure que la situation évolue. La bonne nouvelle est que, dans ce climat d'incertitude accrue, la Banque du Canada accorde davantage d'attention aux données non publiées et à la consultation des entreprises, en adoptant une approche moins tournée vers l'avenir qu'à l'accoutumée. Cette stratégie permet de réduire le risque d'être dépassé par les événements.

Pour les mois à venir, nous réaffirmons notre prévision selon laquelle la Banque du Canada poursuivra l'abaissement de son taux directeur tout au long de l'année, à mesure que l'essoufflement économique se confirmera, tandis que l'inflation demeurera relativement modérée, pour finir 2025 à 2,25%. Même si le rythme des baisses pourrait ralentir, l'orientation demeure claire, au vu des signes de plus en plus manifestes de ralentissement économique. Nous constatons d'ores et déjà des effets plus concrets des tarifs douaniers dans les données désagrégées. Ainsi, les indices des nouvelles commandes et de la production manufacturière ont fléchi quatre mois de suite, les dépenses discrétionnaires, évaluées à partir des transactions par carte VISA, ont ralenti entre février et mai, et les intentions d'embauche ont reculé dans plusieurs enquêtes d'entreprises, notamment les indices PMI Ivey, PMI S&P Global et CFIB. Par ailleurs, comme déjà évoqué, nous n'anticipons pas non plus le maintien d'une inflation sous-jacente élevée dans un contexte économique globalement en repli.

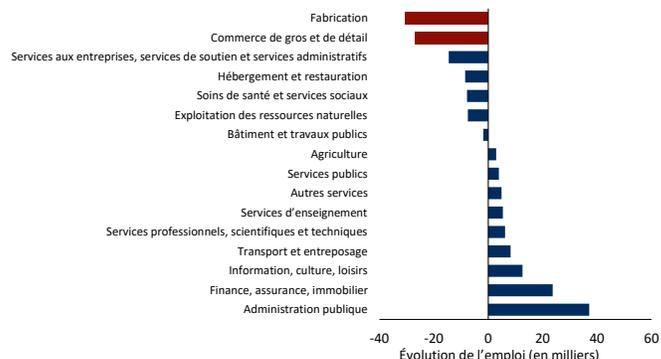
Outre les répercussions macroéconomiques et géopolitiques externes, ne négligeons pas les défis intérieurs, comme le ralentissement de la croissance démographique, les problèmes persistants liés à l'investissement résidentiel et commercial ainsi que la faible croissance de la productivité, qui exerceraient une pression supplémentaire à la baisse sur le taux directeur. Ces sujets seront probablement de nouveau d'actualité au cours du deuxième semestre de l'année, une fois que la situation concernant les tarifs douaniers au Canada se stabilisera.

graphique 12 - La Banque du Canada maintient son taux directeur à 2,75 % pour la deuxième fois cette année



Source: FactSet, Raymond James Ltée.; données en date du 4 juin 2025.

graphique 13 - Les secteurs les plus touchés par les droits de douane ont enregistré les plus fortes pertes d'emploi en avril



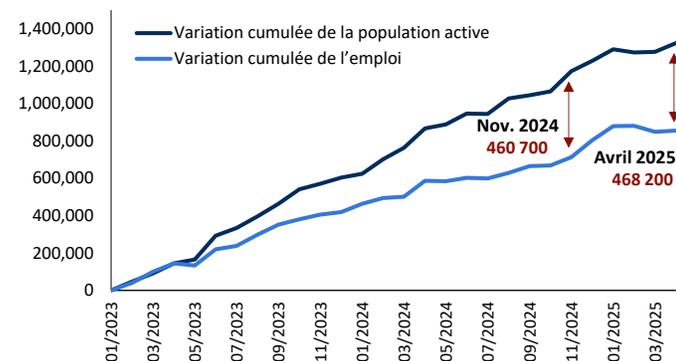
Source: Statistique Canada; Raymond James Ltée.; données en date du 30 avril 2025.

Le chômage progresse à mesure que les tarifs douaniers commencent à peser sur le marché du travail.

Le marché de l'emploi canadien a continué d'afficher des signes de faiblesse en avril, avec un taux de chômage en hausse de 0,2 point, atteignant 6,9 %. Cela fait suite à une hausse de 0,1 point de pourcentage en mars, marquant ainsi une deuxième augmentation consécutive du taux de chômage. Ces hausses successives ont effectivement effacé les modestes progrès enregistrés au cours des mois antérieurs, ramenant le taux de chômage à son niveau record de novembre 2024. En avril, les pertes d'emplois ont été les plus prononcées dans le secteur manufacturier (-31 000) et dans le commerce de gros et de détail (-27 000), les deux domaines les plus sensibles aux tarifs douaniers américains (graphique 13). À l'inverse, l'administration publique a connu une progression notable de 37 000 emplois, augmentation largement attribuable à des postes temporaires liés aux activités entourant les élections fédérales. Dans l'ensemble, le salaire horaire moyen des employés a progressé de 3,4 % sur un an en avril, après une hausse de 3,6 % en mars (données non corrigées des variations saisonnières).

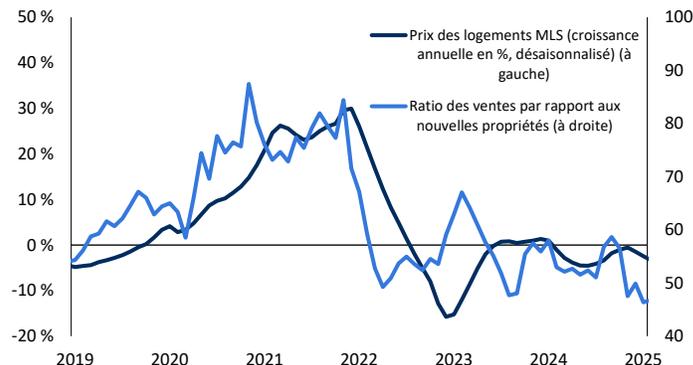
Bien que la croissance de la population active soit restée relativement modérée, la persistance de la faiblesse des créations d'emplois a encore élargi l'écart entre la progression cumulée de la population active et celle de l'emploi. Cet écart a désormais dépassé le précédent sommet atteint en novembre 2024 (graphique 14). Comme mentionné précédemment, même en supposant que chaque série de menaces soit résolue par la négociation ou que les tarifs douaniers appliqués soient de courte durée, cela entraînera malheureusement des pertes d'emplois et des retards dans les embauches, et nous n'anticipons pas d'amélioration notable de cet indicateur à court terme.

graphique 14 - La hausse de la population active dépasse de nouveau la progression de l'emploi



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée.; données en date du 30 avril 2025.

graphique 15 - Le ratio national ventes/nouvelles inscriptions demeure modéré en avril



Source: CREA, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 30 avril 2025

Inquiétudes croissantes concernant le marché immobilier

Le marché immobilier canadien est demeuré morose en avril, avec une demande similaire à celle observée durant la seconde moitié de 2022. Les ventes de maisons ont reculé légèrement de 0,1 % par rapport à mars, tandis que les nouvelles inscriptions ont diminué de 1 % sur un mois. Le ratio national des ventes par rapport aux nouvelles inscriptions a légèrement progressé, passant de 46,4 en mars à 46,8 en avril, tout en demeurant

relativement faible (graphique 15). Les tarifs douaniers et l'incertitude persistante sur les marchés continuent de constituer les principaux facteurs de faiblesse dans le secteur immobilier. Le ralentissement de la croissance démographique, conséquence de la révision à la baisse des cibles d'immigration, accentue encore la pression sur le marché.

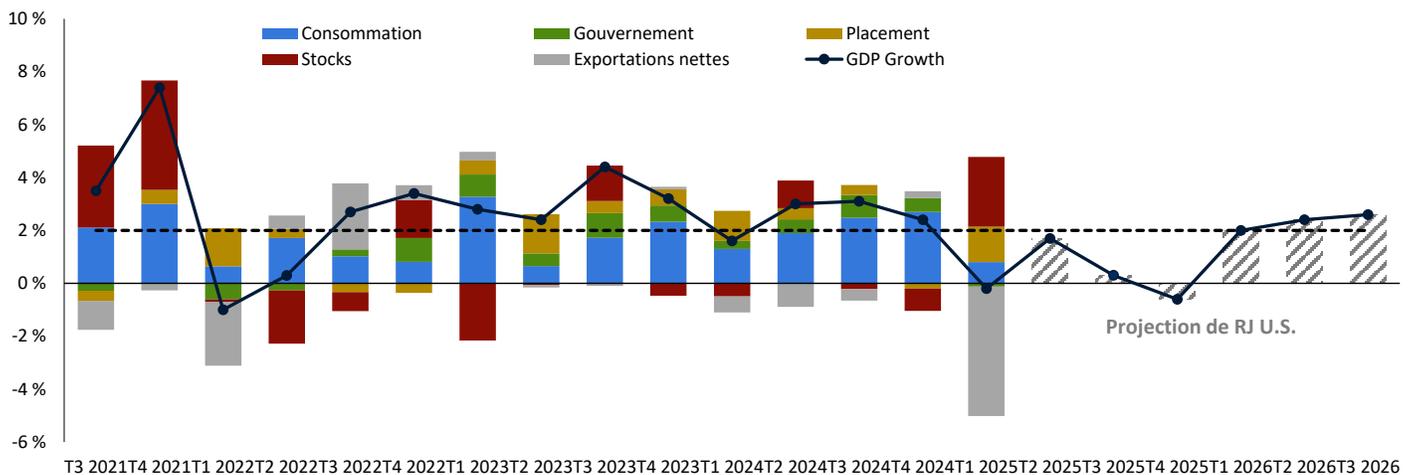
Pour appuyer les acheteurs d'une première propriété, le gouvernement canadien a lancé le 27 mai une nouvelle remise de la TPS, désignée comme la « remise de la TPS pour l'achat d'une première maison ». Cette initiative permet aux acheteurs admissibles d'économiser jusqu'à 50 000 dollars à l'acquisition d'une maison neuve ou auto-construite. Ce programme devrait permettre aux Canadiens de réaliser des économies fiscales de 3,9 G \$ sur une période de cinq ans, à partir de l'exercice 2025-2026. Même si cette mesure vise à renforcer l'accessibilité, les données du mois de juin sur le logement pourraient fournir une meilleure indication de son effet réel.

États-Unis – Contraction au premier trimestre de 2025 due à une hausse record des importations; la détérioration du sentiment n'est pas encore visible dans les données concrètes

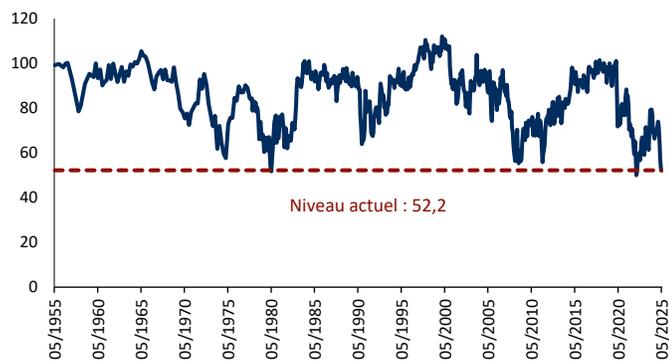
Les premières données tangibles clairement négatives ont été publiées le 30 avril, révélant que l'économie américaine s'est contractée de 0,2 % (en rythme annualisé) au premier trimestre de 2025 (graphique 16). Il s'agit de la première contraction en trois ans, largement attribuable à une flambée des importations, les entreprises américaines ayant accéléré la constitution de stocks et les consommateurs ayant devancé leurs achats avant l'application des tarifs douaniers. Les importations ont bondi de 43 %, ce qui a fait chuter la contribution des exportations nettes au PIB à -4,9 % sur le trimestre. Le déséquilibre commercial, avec des importations excédant les exportations, pèse sur le PIB, et la hausse actuelle est la plus marquée depuis le début des relevés en 1947. L'équipe économique américaine a donc révisé à la baisse ses prévisions de croissance du PIB pour 2025, les ramenant de 2,4 % à seulement 1,3 %.

Pourtant, les consommateurs américains ont poursuivi leurs dépenses malgré l'accumulation de mauvaises nouvelles (graphique 17). Les importations étant appelées à diminuer prochainement, comme en témoignent déjà les chiffres d'avril, le PIB pourrait repartir à la hausse au deuxième trimestre. La plupart des augmentations de prix dues aux tarifs douaniers ne devraient apparaître dans les rayons qu'en fin de trimestre et n'influeraient donc probablement pas de manière notable sur la consommation, d'autant que l'emploi demeure stable. Toutefois, les stocks devraient eux aussi diminuer, les entreprises écoulant les réserves constituées avant l'entrée en vigueur des tarifs douaniers. La baisse de la contribution des stocks ne devrait cependant pas suffire à contrebalancer l'apport positif des exportations nettes en hausse.

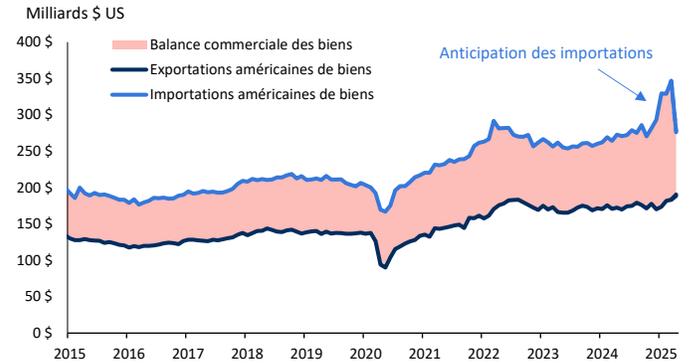
graphique 16 - Contributions à la croissance du PIB réel selon les principales composantes



Source: Bureau of Economic Analysis des États-Unis; données arrêtées au 31 mars 2025.

graphique 17 - La confiance des consommateurs américains reste proche de ses niveaux historiquement bas

Source: FactSet, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 31 mai 2025.

graphique 18 - Le déficit commercial américain devrait se résorber avec l'atténuation des importations anticipées liées aux droits de douane

Source: Bureau of Economic Analysis, United States Census Bureau, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 30 avril 2025.

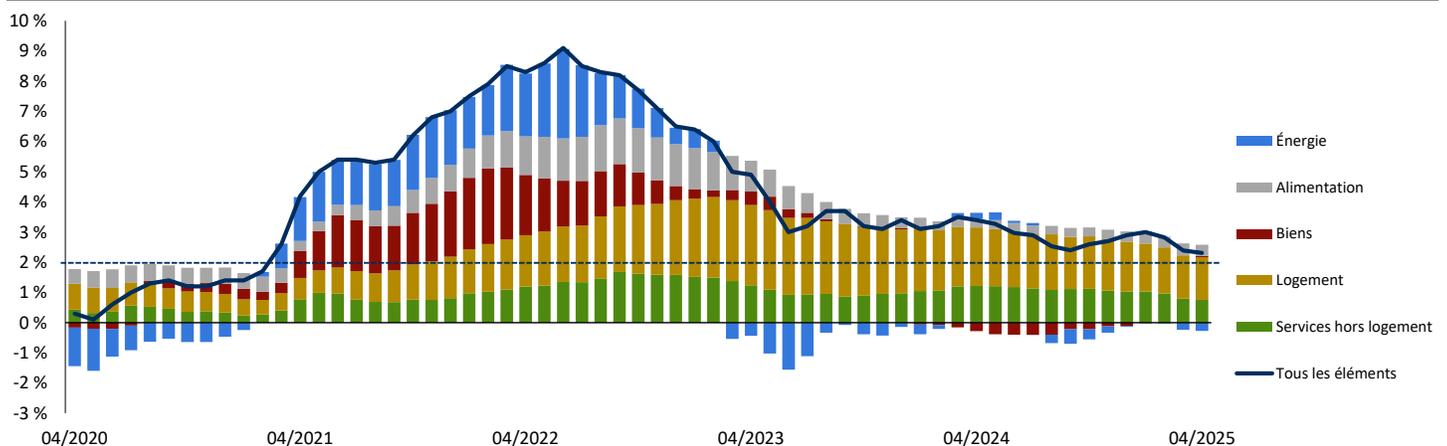
Le déficit commercial s'atténue nettement avec le ralentissement de la poussée des importations causée par les tarifs douaniers.

En avril, le déficit commercial des États-Unis s'est considérablement réduit, les importations de biens et de services ayant reculé de 68,4 G \$ par rapport à mars, pour atteindre 351 G \$, soit une baisse de 16 %. Les importations de biens, en particulier, ont enregistré une chute plus prononcée, avec un recul de 20 % sur un mois (graphique 18). Cette évolution mensuelle a presque effacé le creusement du déficit commercial de biens observé entre octobre 2024 et mars 2025. Les plus fortes baisses ont concerné les produits pharmaceutiques, les produits métalliques finis et les voitures particulières.

La diminution du déficit des biens en avril était attendue après l'explosion des importations précédant l'application des tarifs douaniers. Maintenant que ces livraisons anticipées sont passées, nous anticipons une poursuite de la réduction du déficit commercial dans les mois à venir. Cependant, cette amélioration proviendra surtout d'un repli des importations plutôt que d'un regain notable des exportations, ce qui pourrait s'écarter des objectifs fixés par l'administration Trump.

Effet modéré des tarifs douaniers sur les prix à la consommation

L'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de 2,3 % en glissement annuel en avril, un léger recul par rapport aux 2,4 % de mars (graphique 19). La progression de l'IPC sous-jacent est demeurée stable à 2,8 % sur un an. Bien que le rapport d'avril sur l'IPC soit resté globalement modéré, il révèle un léger effet des tarifs douaniers sur les prix des biens, notamment dans les secteurs fortement dépendants des importations chinoises, comme le mobilier et les équipements audio. Nous anticipons une poursuite des pressions haussières sur les prix des biens, les entreprises tentant de compenser la hausse des coûts de production en les transférant aux consommateurs. Néanmoins, le ralentissement de l'inflation dans certains services pourrait partiellement amortir cette pression. L'indice de référence de la Fed en matière d'inflation, l'IPC de base (hors alimentation et énergie), a progressé de 2,5 % en glissement annuel en avril, enregistrant sa hausse la plus faible depuis plus de quatre ans.

graphique 19 - Contribution des principales composantes à l'évolution de l'IPC américain

Source: Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 30 avril 2025.

La Réserve fédérale maintient les taux pour l'instant

Sans surprise, la Fed a maintenu inchangés ses taux directeurs lors de sa réunion du 7 mai. Le seuil nécessaire pour envisager une baisse des taux reste élevé, la Fed admettant désormais la montée des risques de stagflation. Dans sa déclaration de politique générale, elle a indiqué que « les risques d'une hausse du chômage et de l'inflation se sont accrus ».

À la lumière des nouvelles conditions tarifaires, de la solidité de l'économie et d'un chômage toujours bas, le président Powell a précisé lors de la conférence de presse que « nous ne pensons pas qu'il faille se précipiter » pour abaisser les taux. À l'issue de la réunion, les anticipations des marchés ont évolué, prévoyant désormais environ deux baisses de taux en 2025, contre trois auparavant.

Le marché du travail est sain pour l'instant, mais les données montrent des signes de ralentissement de l'embauche

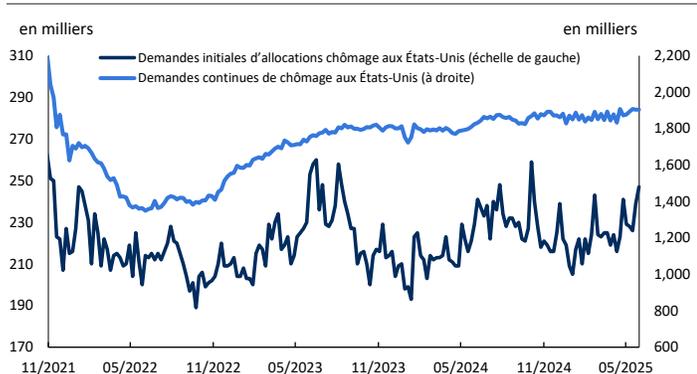
Des signes de fragilité émergent sur le marché du travail américain. Le pourcentage de personnes déclarant qu'il est « difficile de trouver un emploi » dans l'enquête sur la confiance des consommateurs de mai a atteint son plus haut niveau depuis février 2021. Les demandes d'allocations de chômage prolongées, correspondant aux personnes toujours inscrites au régime, ont atteint un sommet de trois ans et demi (graphique 20), reflétant une recherche d'emploi plus longue et une prudence accrue des employeurs dans leurs embauches face à un environnement incertain. Le ratio entre les offres et les demandeurs d'emploi est tombé à environ un pour un, repassant sous le niveau observé avant la pandémie (graphique 21).

Selon le rapport Challenger, qui recense les annonces de licenciements dans les secteurs public et privé à partir des données fournies par les départements du travail des États, environ 94 000 suppressions d'emplois ont été annoncées en mai par les entreprises américaines. Ce chiffre marque une baisse de 12 % par rapport aux 105 000 suppressions annoncées en avril, mais reste supérieur de 47 % à celui enregistré à la même période l'an passé.

Sur la période de janvier à mai 2025, le nombre total de suppressions d'emplois annoncées a atteint près de 700 000, soit une hausse de 80 % par rapport à la même période en 2024. Pour donner un ordre de grandeur, ces 700 000 suppressions représentent environ 37 % des demandes d'allocations de chômage enregistrées en décembre 2024. Étant donné que les licenciements collectifs sont généralement précédés d'un préavis d'au moins 60 jours, nous anticipons une montée progressive des demandes d'allocations de chômage dans les mois à venir, ce qui devrait exercer une pression haussière sur le taux de chômage.

Le rapport sur l'emploi publié le 6 juin par le Bureau of Labor Statistics a indiqué que 139 000 emplois ont été créés en mai aux États-Unis, un chiffre légèrement supérieur aux attentes du consensus fixées à 130 000, mais inférieur à la création révisée de 147 000 en avril. Comme prévu, le taux de chômage s'est maintenu à 4,2 %.

graphique 20 - Augmentation soutenue des demandes d'allocations chômage de longue durée malgré la stabilité des demandes initiales



Source: FRED, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 30 mai 2025.

graphique 21 - La lenteur de l'embauche a entraîné une baisse du ratio d'offres d'emploi par demandeur d'emploi



Source: FRED, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 30 avril 2025.

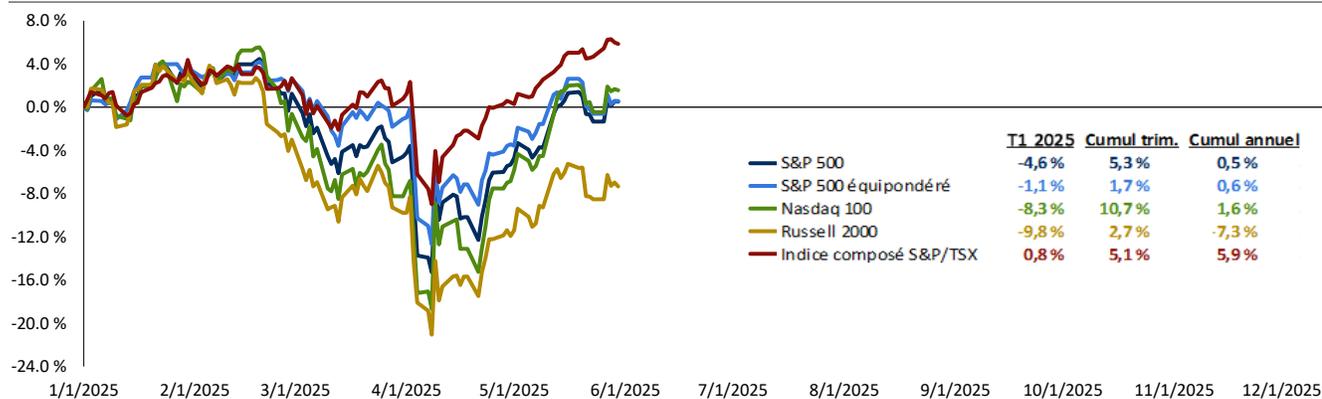
Marchés financiers

En mai, le TSX Composite, principal indice boursier canadien, et le S&P 500, principal indice américain des grandes capitalisations, ont tous deux enregistré leurs meilleures performances mensuelles de 2025 jusqu'à présent. Le VIX a reculé par rapport à ses niveaux élevés d'avril, principalement grâce aux avancées sur le front tarifaire, notamment l'accord commercial entre les États-Unis et le Royaume-Uni et la trêve commerciale de 90 jours avec la Chine. Toutefois, nous prévoyons une recrudescence de la volatilité à l'expiration de ces suspensions tarifaires et sous l'effet d'autres facteurs macroéconomiques, notamment la « date X » (date à laquelle le Trésor américain ne sera plus en mesure d'honorer toutes ses obligations financières dans leur intégralité et dans les délais impartis) et la publication de données économiques. En mai, l'indice composé TSX a continué d'atteindre de nouveaux sommets, affichant un rendement de 5,4 % et un rendement total de 5,6 %, ce qui a porté le rendement depuis le début de l'année à 5,9 % et le rendement total à 7,1 %. De son côté, l'indice S&P 500 a enregistré un rendement de 6,2 % et un rendement total de 6,3 % pour le mois. Son rendement cumulé depuis le début de l'année est passé en territoire positif à 0,5 %, avec un rendement total de 1,1 %, en monnaie locale.

Au sein de l'indice composé TSX, les secteurs cycliques comme l'industrie, la consommation discrétionnaire, les technologies de l'information et les services financiers ont dominé, soutenus par les avancées continues dans les discussions tarifaires. Les segments défensifs comme les biens de consommation de base, les services aux collectivités et les services de communication ont enregistré des performances inférieures. Une dynamique comparable a été observée dans l'indice S&P 500, bien que marquée par une volatilité légèrement accrue. Le sentiment a été renforcé par la trêve commerciale annoncée avec la Chine le 12 mai, tandis que les résultats décevants des enchères de bons du Trésor américain du 21 mai ont exercé une pression baissière supplémentaire.

Toutes les valeurs du « *Magnificent Seven* », à l'exception d'Apple, ont prolongé leur rebond amorcé à la fin du mois d'avril. Cette dynamique a permis au Nasdaq 100 ainsi qu'à la version pondérée par la capitalisation du S&P 500 de surpasser l'indice S&P 500 pondéré de manière égale en mai. Le Nasdaq 100 a désormais pris le dessus sur le S&P 500 pondéré de manière égale, et l'écart de performance entre les deux versions du S&P 500 s'est nettement resserré. Parallèlement, le Russell 2000, qui reflète la performance des petites capitalisations américaines, a continué de pâtir des inquiétudes persistantes autour de l'économie américaine.

graphique 22 - Rendement du cours des indices sélectionnés



Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 mai 2025. Rendement du prix en monnaie locale.

Marchés boursiers des États-Unis

L'indice phare américain, le S&P 500, reste globalement inchangé depuis le début de l'année, après de fortes variations autour de la correction tarifaire liée au Memorial Day, suivies d'un rebond grâce à l'annonce d'une pause de 90 jours et à la prise en compte par les marchés d'éventuelles négociations sur les tarifs douaniers. Ce contexte peut encore paraître quelque peu optimiste, même si l'on attend désormais de voir la réaction des consommateurs face aux hausses de prix prévues à partir de juin, dans un climat de risque inflationniste et de potentielles pénuries. Les prévisions consensuelles de bénéfices par action pour 2025 du S&P 500 ont été abaissées de 272 \$ en début d'année à 263 \$, alors que notre équipe Stratégie de placement américaine anticipe un niveau inférieur, entre 250 et 255 \$. Jusqu'à présent, la saison des résultats du premier trimestre 2025 s'est révélée satisfaisante, avec une progression des bénéfices de 12 % sur un an, soit le double des prévisions consensuelles. Toutefois, l'épreuve décisive interviendra aux deuxième et troisième trimestres 2025, face à l'érosion des marges liée à la hausse des coûts, aux tensions commerciales subies par les exportateurs et à la pression sur le pouvoir d'achat des consommateurs.

La grande incertitude réside désormais dans la capacité des mesures de relance budgétaire américaines à compenser le ralentissement provoqué

par les tarifs douaniers. À cela s'ajoutent des complications liées à une récente décision de justice concernant l'IEEPA, susceptible d'influencer le calendrier de la « date X », ainsi que les éventuels amendements du Sénat au « *One Big Beautiful Bill* ». Dans cet environnement incertain, il nous semble primordial de maintenir une diversification sectorielle. Il convient, au sein de chaque secteur, d'opérer une sélection rigoureuse des titres en privilégiant des critères de qualité.

S'agissant du marché global, il demeure difficile de prédire si le S&P 500 franchira de nouveaux sommets ou si nous sommes proches de la fin du cycle actuel. Notre préférence va plutôt vers cette dernière hypothèse. Cependant, des rotations rapides entre secteurs cycliques et défensifs pourraient se produire dans les mois à venir. Après deux années de performance robuste et au vu des valorisations élevées, même en cas de nouveau sommet du S&P 500, une phase de consolidation nous paraît probable avant l'émergence d'un marché haussier durable. À défaut de franchissement, l'histoire montre que nous pourrions être dans la dernière phase du cycle en cours. Lors des cycles précédents, la période suivant le creux majeur – le 8 avril cette fois – ne représentait généralement qu'environ 10 % de la durée totale du cycle. Durant cette phase, le leadership sectoriel a tendance à se renverser rapidement, tandis que le marché met à l'épreuve son niveau plancher. En conclusion, la diversification reste indispensable à l'approche d'une fin de cycle caractérisée par une incertitude macroéconomique grandissante.

Alors que l'économie ralentit et que les tarifs douaniers entrent progressivement en application, il devient d'autant plus crucial de faire preuve de discernement, surtout lorsque leur effet peut différer sensiblement, même entre entreprises d'un même secteur. L'exposition aux tarifs douaniers peut être appréhendée sous trois angles principaux :

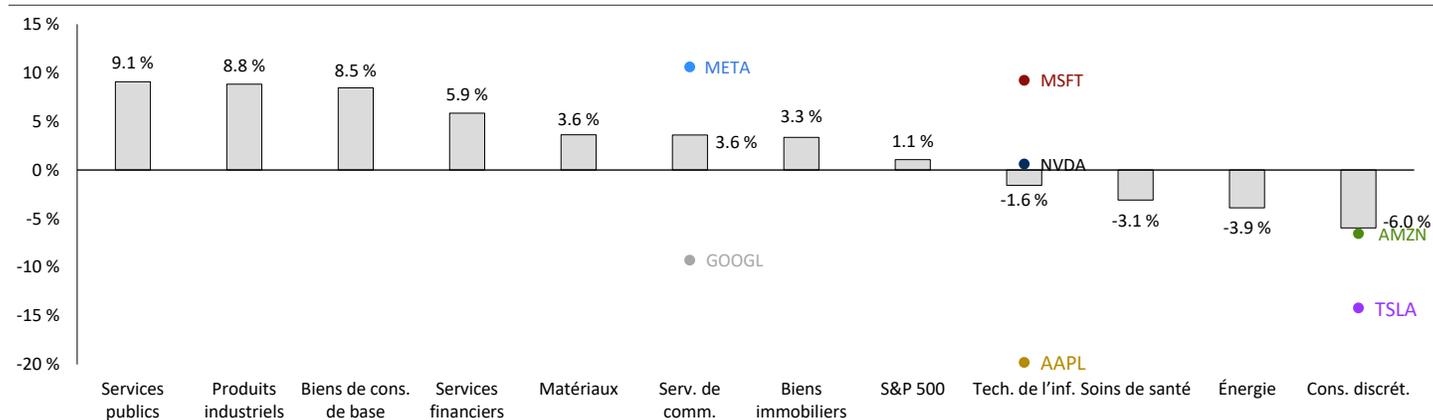
Impact sur les coûts des intrants – Celui-ci peut être évalué en examinant le taux de tarifs douaniers pondéré, la proportion des coûts des marchandises vendues (COGS) concernée, ainsi que des éléments qualitatifs comme le pouvoir de négociation des fournisseurs, les initiatives internes de réduction des coûts et la diversification des sources d'approvisionnement. Ces différents aspects permettent ensemble d'estimer l'effet des tarifs douaniers exprimé en pourcentage du résultat avant intérêts et impôts (EBIT).

Augmentations de prix nécessaires – La capacité d'une entreprise à répercuter les tarifs douaniers sur ses prix dépend de sa rentabilité et de la part de ses revenus exposée. Certaines entreprises internationales peuvent atténuer cet effet en ajustant leurs prix sur d'autres marchés que les États-Unis.

Élasticité-prix de la demande – Elle évalue la part des tarifs douaniers pouvant être transférée aux consommateurs sans affecter significativement la demande, ce qui influe directement sur la rentabilité.

Ce ne sont là que quelques-uns des principaux facteurs que nous pouvons étudier pour mieux comprendre les répercussions des tarifs douaniers sur diverses entreprises.

graphique 23 - Rendements totaux des secteurs du S&P 500 et des Sept magnifiques depuis le début de l'année



Source: FactSet, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 31 mai 2025.

Marchés boursiers canadiens

L'indice composé TSX progresse depuis le 8 avril et a atteint de nouveaux sommets au cours du mois de mai. Cependant, cette vigueur d'ensemble masque des rotations sectorielles notables. En début d'année, les secteurs cycliques dominaient, portés par l'élan de l'économie canadienne stimulée par les baisses de taux antérieures de la Banque du Canada. La tendance s'est inversée en février, lorsque les menaces de nouveaux tarifs douaniers ont commencé à influencer le climat de marché. Depuis cette période, la performance sectorielle a été fortement dictée par les évolutions des tensions commerciales. Les secteurs défensifs ont eu tendance à surperformer lorsque les tensions s'intensifiaient, tandis que les

secteurs cycliques rebondissaient à mesure que la pression se relâchait. Nous avons déjà été témoins de certaines de ces rotations.

Malgré le récent regain des secteurs cycliques, nous restons mesurés dans notre approche. Une grande part de cette performance est liée à une expansion des multiples cours/bénéfices (C/B) anticipés, reflétant des attentes de marché pour les prochains mois – des attentes susceptibles d'évoluer rapidement dans un environnement incertain. Il convient également de rappeler que toutes les industries au sein d'un secteur ne relèvent pas clairement d'une dynamique cyclique ou défensive. Cela souligne l'importance d'une approche davantage sélective. Ainsi, les magasins à un dollar, bien qu'appartenant au secteur de la consommation discrétionnaire, adoptent un comportement plus proche de celui des valeurs défensives. De même, les entreprises de gestion des déchets généraux dans le secteur industriel sont relativement protégées des effets des tarifs douaniers et des cycles économiques globaux. Dans ce contexte, nous estimons qu'il est pertinent de dépasser les classifications sectorielles traditionnelles pour mieux évaluer les spécificités de certaines industries. À l'horizon, en tenant compte de nos anticipations de ralentissement de l'économie canadienne, nous maintenons notre préférence pour les secteurs et industries défensifs ainsi que pour les titres de grande qualité.

Les trois principaux secteurs (mai 2025) :

- **Industrie :** Le secteur a connu une progression généralisée, avec une performance particulièrement remarquable de la construction et de l'ingénierie. Cependant, une part importante de cette performance provient de l'élargissement des multiples du ratio cours/bénéfice prévisionnel. La récente accalmie commerciale entre les États-Unis et la Chine a constitué un soutien notable, le secteur industriel étant le deuxième plus exposé aux revenus américains dans l'indice composé TSX, juste après les technologies de l'information. Nous prévoyons néanmoins une volatilité persistante dans ce secteur, en raison de l'évolution de la situation commerciale. Par ailleurs, un ralentissement économique possible au Canada et aux États-Unis pourrait accentuer la pression baissière sur ce secteur cyclique, tandis que celui de la collecte des déchets généraux devrait rester relativement stable.
- **Consommation discrétionnaire :** Le mois de mai a marqué le deuxième mois consécutif de surperformance de ce secteur par rapport à l'indice composé TSX. Contrairement à avril, où les gains étaient essentiellement attribuables aux détaillants à bas prix, la vigueur observée en mai a été plus largement répartie. Bien que les prévisions de bénéfices aient légèrement progressé durant le mois, la consommation discrétionnaire demeure parmi les secteurs affichant la plus forte baisse du BPA prévisionnel depuis le début de l'année. Malgré la tendance haussière récente, les perspectives globales du secteur demeurent relativement prudentes. Même si le choc initial lié à l'incertitude tarifaire semble être passé, les répercussions économiques concrètes devraient apparaître au deuxième ou au troisième trimestre de 2025. L'industrie des composants automobiles reste la plus directement touchée par les tarifs douaniers américains, tandis que les segments comme l'habillement, les produits de loisirs et le commerce de détail spécialisé pourraient faire face à des pressions accrues à mesure que les effets économiques plus larges des tarifs douaniers pèsent sur la demande des consommateurs.
- **Technologies de l'information :** le secteur a affiché une solide performance en mai, principalement grâce à l'apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine le 12 mai, en raison de sa forte exposition au marché américain et de sa nature cyclique. L'élan renouvelé autour de l'intelligence artificielle a également insufflé une certaine dynamique, offrant un soutien positif pour les perspectives futures. Nous estimons toutefois que le secteur pourrait traverser une phase de consolidation avant de connaître une progression plus soutenue.

Les trois secteurs les moins performants (mai 2025) :

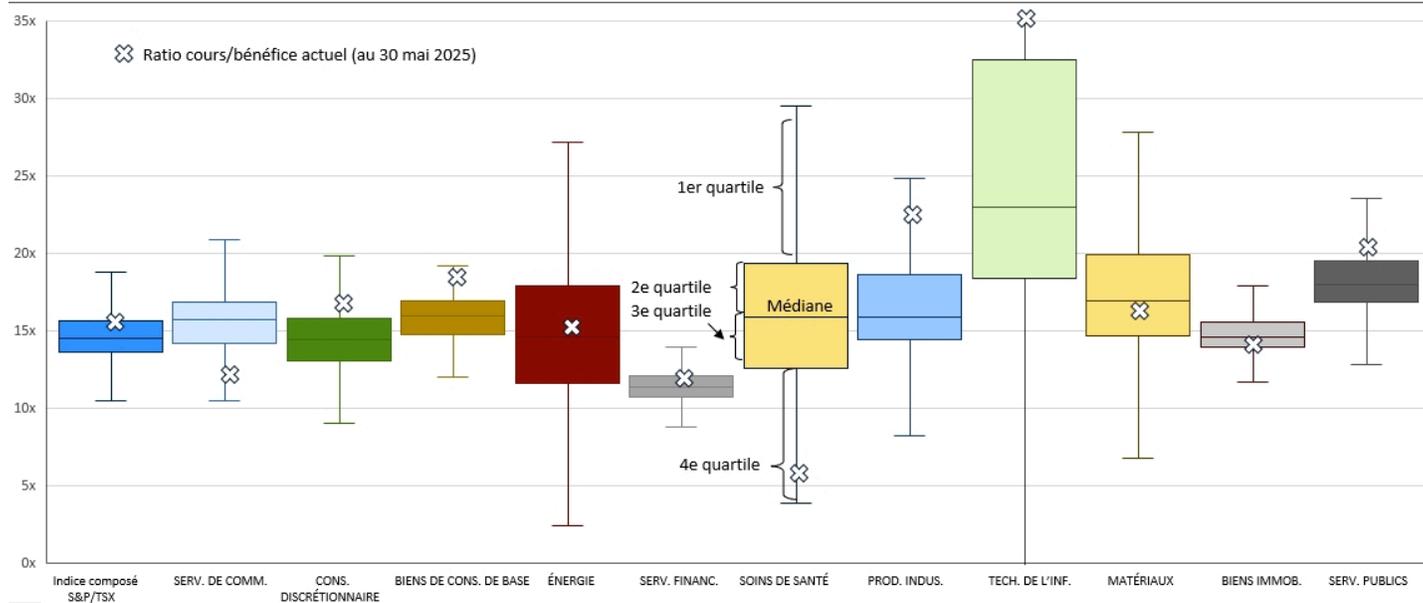
- **Biens de consommation de base :** après avoir surclassé le marché en avril, ce secteur traditionnellement défensif a ralenti en mai, en raison de la dissipation des craintes tarifaires qui a entraîné une rotation vers des secteurs plus cycliques. Si les inquiétudes précédentes sur les marges des distributeurs alimentaires, liées à d'éventuelles représailles tarifaires, se sont atténuées grâce à l'amélioration des relations commerciales entre les États-Unis et le Canada, d'autres difficultés persistent. L'évolution des habitudes de consommation, favorisant les rabais et les promotions, continue de réduire le pouvoir de fixation des prix et la rentabilité des distributeurs alimentaires. Ces tensions pourraient s'accroître si le ralentissement économique se prolonge. Il devient donc crucial d'analyser avec rigueur la rentabilité de chaque entreprise du secteur.
- **Services publics :** Comme les biens de consommation de base, le secteur des services publics, souvent perçu comme défensif, a sous-performé l'indice composé TSX en mai, les investisseurs privilégiant des secteurs plus cycliques dans un contexte d'atténuation des préoccupations liées aux tarifs douaniers. Nous anticipons néanmoins que la croissance des bénéfices dans ce secteur demeurera relativement stable par rapport à la plupart des autres composantes du TSX. Le segment des producteurs indépendants d'électricité et d'énergie renouvelable a montré des signes d'amélioration en mai, probablement soutenu par un regain d'intérêt pour l'intelligence artificielle et les récents articles évoquant les investissements futurs dans les centres de données.

- **Services de communication** : Bien que ce secteur soit relativement épargné par l'effet des tarifs douaniers, l'intensification de la concurrence constitue un obstacle majeur, entraînant une diminution du pouvoir de fixation des prix et, par conséquent, des revenus en baisse. Avec une croissance démographique plus lente cette année, une forte reprise dans ce secteur semble peu probable dans un avenir rapproché.

Tableau 2 - Rendement et évaluations des secteurs de l'indice composé S&P/TSX (classement par rendement total du trimestre à ce jour)

Nom du secteur	Pondération du secteur	Rendement total de l'année à ce jour	Rendement total du trimestre à ce jour	Rendement total sur un mois	RCB actuel des DPM	RCB historique des DPM
Consommation discrétionnaire	3.5 %	9.8 %	10.0 %	8.1 %	17.3	14.4
Technologie de l'information	10.2 %	0.8 %	8.9 %	8.0 %	35.7	23.0
Services financiers	34.6 %	6.9 %	8.2 %	6.5 %	12.0	11.4
Produits industriels	13.2 %	5.7 %	7.8 %	8.9 %	22.8	15.9
Biens de consommation de base	4.2 %	6.3 %	6.8 %	1.2 %	18.5	16.0
Indice composé S&P/TSX	--	7.1 %	5.5 %	5.6 %	15.7	14.5
Services publics	4.1 %	9.7 %	4.6 %	1.9 %	20.6	18.0
Matériaux	14.2 %	25.4 %	4.3 %	2.5 %	16.2	16.9
Biens immobiliers	1.9 %	1.8 %	3.5 %	4.4 %	14.0	14.6
Services de communication	2.4 %	1.9 %	-0.3 %	2.2 %	12.4	15.7
Énergie	16.8 %	0.6 %	-2.0 %	4.5 %	15.4	14.6
Soins de santé	0.3 %	-14.2 %	-5.7 %	1.1 %	5.9	15.9

Source: FactSet, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 31 mai 2025. Le secteur des soins de santé du S&P/TSX a été exclu de l'analyse de performance en raison de sa faible pondération dans l'indice composé S&P/TSX.

graphique 24 - Comparaison du RCB actuel et historique des DPM pour les secteurs de l'indice composé S&P/TSX

Source: FactSet, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 31 mai 2025. Ratio C/B historique : du 1er janvier 2000 au 31 mai 2025. À l'exclusion des valeurs aberrantes.

Rendements des titres à revenu fixe et des bons du Trésor

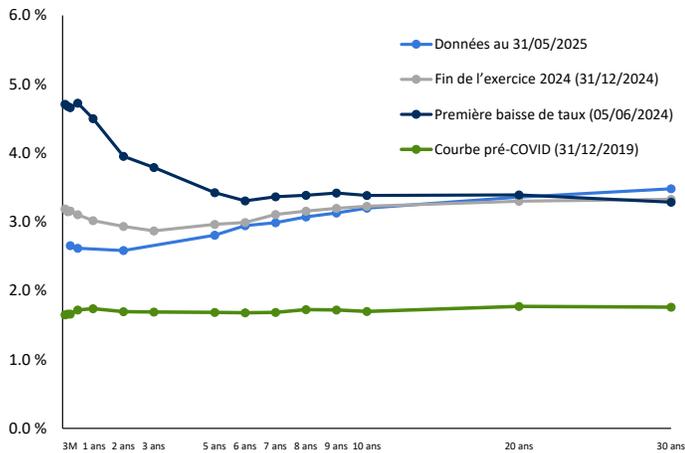
Aux États-Unis, le marché obligataire est resté insensible à la dégradation de la note par Moody's, qui n'a guère surpris, surtout après des décisions similaires de S&P en 2011 et de Fitch en 2023. Ce qui a davantage pesé, c'est le mauvais accueil réservé à l'adjudication des obligations à 20 ans et le projet de loi fiscale de la Chambre des représentants, qui a ravivé les inquiétudes sur la soutenabilité des finances publiques. Cela a propulsé le rendement des bons du Trésor américain à 30 ans au-delà de 5 %. La progression des rendements obligataires à long terme inquiète la Maison-Blanche, car elle renchérit le coût de financement de la dette grandissante nécessaire aux dépenses et aux allègements fiscaux envisagés par l'administration.

Pour les marchés boursiers, le rendement des obligations du Trésor à 10 ans, récemment remonté à 4,5 %, constitue également un paramètre essentiel pour l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Ainsi, un rendement plus élevé réduit l'attrait des actions. La récente hausse des rendements à long terme, conjuguée à la baisse du dollar américain, suggère que les investisseurs étrangers pourraient désormais privilégier d'autres régions que les États-Unis, contrairement aux années récentes où ces derniers faisaient figure de refuge.

Au Canada, la dissipation des craintes liées aux tarifs douaniers a entraîné un léger redressement de la partie courte de la courbe des taux d'intérêt gouvernementaux depuis la fin avril. Ce mouvement reflète à la fois le ralentissement du rythme des baisses de taux par la Banque du Canada et la réaction modérée des marchés face aux perturbations temporaires engendrées par les tarifs douaniers, ce qui laisse penser qu'un fort repli économique reste peu probable. Dans le même temps, les rendements à moyen et long terme ont poursuivi leur progression modérée.

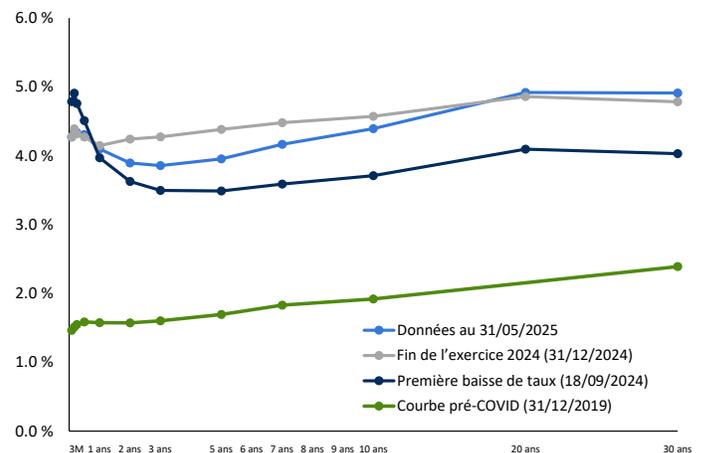
La hausse des rendements des obligations souveraines à long terme se manifeste aussi dans d'autres pays, les marchés intégrant les inquiétudes liées à l'inflation persistante et à l'alourdissement des engagements budgétaires, les investisseurs se montrant plus prudents vis-à-vis des engagements à long terme dans un climat encore incertain.

graphique 25 - Courbes de rendement du gouvernement du Canada



Source: FactSet, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 31 mai 2025.

graphique 26 - Courbes de rendement du Trésor des États-Unis



Source: FactSet, Raymond James Ltée.; données arrêtées au 31 mai 2025.

Tableau 3 - Rendement des actions mondiales

Indices boursiers mondiaux sélecti	Mai (CML)	Mai (en \$ US)	Mai (en \$ CA)	3 mois (CML)	3 mois (en \$ US)	3 mois (en \$ CA)	Cumul annuel	Cumul annuel	Cumul annuel (en \$ CA)	RCB actuel des DPM	RCB historique médian	Prime (ROUGE)/escompte
Principaux agrégats												
Monde (mondial)*	5.9	5.9	5.4	2.1	2.1	-2.6	5.1	5.1	0.5	19.1	15.9	3.1
EAE0 (MD hors É.-U. et Canada)*	4.6	4.6	4.1	8.6	8.6	3.7	17.4	17.4	12.3	14.7	13.6	1.2
ME (marchés émergents)*	3.9	3.9	3.4	5.7	5.7	0.9	8.4	8.4	3.7	12.3	11.8	0.6
Marchés développés sélectionnés												
Nikkei 225 (Japon)	5.3	4.1	3.6	3.0	7.6	2.7	-4.0	4.6	0.0	17.3	16.8	0.5
Euro Stoxx 50 (Europe)	5.4	3.9	3.4	0.3	7.2	2.3	12.3	20.2	14.9	15.5	13.2	2.3
FTSE 100 (R.-U.)	3.8	4.3	3.8	1.0	6.6	1.8	9.4	15.6	10.5	12.8	12.3	0.4
CAC 40 (France)	3.9	3.8	3.3	-2.1	6.9	2.0	7.7	18.1	12.9	15.6	13.5	2.1
DAX (Allemagne)	6.7	6.5	6.0	6.4	16.2	10.9	20.5	31.8	26.0	15.6	12.7	2.9
Hang Seng (Hong Kong)	5.9	4.7	4.3	2.8	2.0	-2.7	18.0	16.9	11.8	10.4	12.4	-2.0
Marchés émergents sélectionnés												
CSI 300 (Chine)	2.0	3.0	2.6	-1.0	0.1	-4.6	-1.9	-0.5	-4.9	13.3	13.7	-0.5
Nifty 50 (Inde)	1.9	0.8	0.4	12.1	14.6	9.2	5.2	5.2	0.6	21.4	18.9	2.5

Source: FactSet, Raymond James Ltée.; rendements totaux, données arrêtées au 31 mai 2025. LCL : libellé dans la devise locale. Médiane historique du ratio C/B : du 1er janvier 2000 au 31 mai 2025 * Les indices sont représentés par les FNB iShares correspondants,

RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES ÉPARGNANTS

Tous les renseignements au sujet des sociétés couvertes par Raymond James peuvent être consultés à l'adresse : Information <https://raymondjames.bluematrix.com/sellside/Disclosures.action>

Le présent bulletin est préparé par l'équipe Groupe gestion privée de Raymond James Ltée (RJL) aux fins de diffusion aux clients de détail de RJL. Il ne s'agit pas des résultats du Service de la recherche de RJL.

Toutes les opinions et les recommandations reflètent le jugement de l'auteur à cette date et peuvent changer. Les recommandations de l'auteur peuvent être fondées sur une analyse technique et tenir compte ou non des renseignements figurant dans les rapports de recherche fondamentale publiés par RJL ou ses sociétés affiliées. L'information provient de sources jugées fiables, mais son exactitude ne peut être garantie. Ce bulletin est présenté uniquement à titre indicatif. Il ne vise pas à fournir des conseils d'ordre juridique ou fiscal. Chaque situation étant différente, les particuliers doivent chercher à obtenir des conseils en fonction de leur situation. Le présent document ne constitue ni une offre de vente ni une sollicitation d'offre d'achat de quelque titre que ce soit. Il est destiné à être diffusé uniquement dans les territoires où RJL est inscrite. RJL, ses dirigeants, ses administrateurs, ses mandataires, ses employés et leur famille peuvent de temps à autre détenir une position en compte ou à découvert dans les titres mentionnés dans le présent document et se livrer à des opérations contraires aux conclusions indiquées dans le présent bulletin. RJL peut assurer la prestation de services bancaires d'investissement ou d'autres services pour les sociétés mentionnées aux présentes, ou solliciter des services bancaires d'investissement auprès de ces dernières. Les valeurs mobilières sont offertes par l'intermédiaire de Raymond James Ltée, membre du Fonds canadien de protection des épargnants. Les services de planification financière et d'assurance sont offerts par l'intermédiaire de Raymond James Financial Planning Ltd., qui n'est pas membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

Des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et des coûts peuvent tous être associés aux placements dans les fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis. Leur valeur fluctue fréquemment, et leur rendement passé n'est pas garant de leur rendement futur. Les résultats présentés ne doivent pas être considérés comme étant une garantie de rendement pour l'avenir. Les résultats individuels varieront, et les frais de transaction liés à un placement dans ces titres auront une incidence sur leur rendement global.

Certaines des valeurs mobilières mentionnées dans le présent bulletin peuvent comporter un risque plus élevé. Les clients doivent communiquer avec leur conseiller pour vérifier si les titres sont compatibles avec leur tolérance au risque et leurs objectifs de placement.

L'information à l'égard des titres à risque élevé, moyen et faible est disponible auprès de votre conseiller.

RJL est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

© 2025 Raymond James Ltée.