

Économie

ECONOMIC FLASH!

economics.cibccm.com

05 mars 2025

Guerre commerciale: C'est parti! Encore une fois

 par **Avery Shenfeld** (avery.shenfeld@cibc.com), **Andrew Grantham** (andrew.grantham@cibc.com), **Ali Jaffery** (ali.jaffery@cibc.com)

Tableau 1: Prévisions canadiennes en supposant que les tarifs diminueront d'ici l'été 2025

	24Q4A	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F	2024A	2025F	2026F
Croissance réelle du PIB (annualisée en t/t)	2.6	1.3	-2.4	0.9	1.3	1.5	1.0	2.0
Prévisions antérieures		1.3	1.2	1.6	2.4		1.8	2.3
IPC de tous les éléments (variation sur 12 mois en %)	1.9	2.0	2.5	2.9	2.7	2.4	2.5	1.5
Prévisions antérieures		2.0	1.7	1.7	2.0		1.8	2.0
Taux de chômage (%)	6.7	6.8	7.1	7.0	6.7	6.4	6.9	6.2
Prévisions antérieures		6.7	6.9	6.6	6.3		6.7	6.0

Le cessez-le-feu de 30 jours a suivi son cours, et la guerre commerciale nord-américaine est de retour. Le tarif de 25 % sur toutes les exportations canadiennes (10 % sur les produits énergétiques), en plus des tarifs déjà en place pour l'acier et l'aluminium, aura une incidence importante sur les exportations et les investissements des entreprises et, s'il est permanent, plongera l'économie canadienne dans une récession.

Toutefois, nous reviendrons au scénario que nous avons publié il y a un mois, lorsque, pour une seule journée, les tarifs étaient censés arriver, dans lequel nous avons soutenu que la combinaison des répercussions négatives sur l'économie américaine, un vote négatif des marchés financiers, des mesures de représailles du Canada, Le Mexique et la Chine ramèneront les États-Unis à la table de négociation d'ici cet été. En effet, tard hier, la secrétaire du département du Commerce des États-Unis a signalé qu'il était possible de réduire ces tarifs, mais le président semble jouer un rôle central dans de telles décisions. Pour le moment, nous n'avons aucun signal du président Trump indiquant qu'un tel accord est imminent, même si nous avons appris à nous attendre aux imprévus de la Maison-Blanche au cours des dernières semaines, et nous pourrions encore devoir ajuster nos prévisions en fonction de tout changement à venir. Compte tenu de ce que nous avons vu de ce président dans d'autres dossiers, les pays qui sont maintenant assujettis à des tarifs douaniers pourraient devoir faire des offres de paix qui donnent à l'administration Trump une victoire ou deux sur d'autres questions pour obtenir une nouvelle trêve, même dans ce cas, nous continuerons d'exercer nos activités dans l'infonuagique jusqu'à ce qu'une prolongation de l'entente avec l'AEUMC soit en place.

La guerre est en cours, mais pendant combien de temps?

Dans des recherches antérieures (voir Les problèmes tarifaires au Canada : la récession l'emporte sur l'inflation), Services économiques CIBC a estimé qu'un tarif de 25 % sur les marchandises non énergétiques et un tarif de 10 % sur l'énergie étaient imposés de façon permanente, laisserait le niveau du PIB réel environ 5 % inférieur à ce qui était prévu dans nos prévisions antérieures d'ici la fin de 2026 (sans tenir compte de la réponse de la politique). Si toutes les mesures commerciales annoncées aujourd'hui demeurent en place, et si l'on ajoute à cela certains des inconvénients des mesures de représailles sur le pouvoir d'achat des Canadiens, l'impact serait un peu plus important, car les droits de douane sur l'acier et l'aluminium seraient de 50 %, et d'autres tarifs douaniers sur le bois d'œuvre pourraient aussi être ajoutés à celui-ci. Nous aurons de fortes chances d'assister à une récession au Canada au cours de la première année d'un choc de guerre commerciale. Les répercussions seront disproportionnées dans le centre du Canada et seront les

plus importantes dans les secteurs du secteur manufacturier où les États-Unis représentent une grande part des ventes (p. ex., automobiles, acier) et où les États-Unis sont capables d'éroder la part de marché du Canada.

Bien que, compte tenu du retard, ce choc puisse être atténué un peu par des mesures de relance monétaire et budgétaire et d'autres politiques visant à promouvoir la croissance à long terme grâce à la diversification des échanges, le niveau du PIB à l'égard du plein emploi sera de façon permanente sur une trajectoire plus faible en raison de la réduction des échanges bilatéraux.

Mais nous voyons le genre de signes que nous cherchions il y a un mois lorsque nous avons jugé qu'il y avait encore des raisons de croire que les tarifs ne seraient pas permanents. Cela comprend la réaction des marchés financiers, la résistance dont nous commençons à entendre parler de la part des secteurs touchés, comme l'automobile, la possibilité d'exemptions supplémentaires et, bien entendu, l'imposition rapide de tarifs de représailles qui nuiront à certains secteurs américains des exportations. La Maison-Blanche prétendra d'abord que les difficultés à court terme en valent la peine pour un gain à l'avenir, mais nous nous attendons à ce que les gens d'affaires fassent preuve d'un peu moins de patience. De plus, les répercussions négatives des tarifs sur l'inflation aux États-Unis devraient s'accumuler, car M. Trump a signalé aujourd'hui des tarifs douaniers à venir sur les produits agricoles (au-delà des tarifs du Canada et du Mexique et de la Chine), dans le contexte d'une annonce faite au début d'avril.

Le tableau 1 montre les prévisions révisées du PIB canadien, de l'inflation et du taux de chômage pour les quatre prochains trimestres, ainsi que les projections annuelles pour 2025 et 2026, en supposant que les tarifs seront considérablement éliminés d'ici cet été. Notre demande de croissance au premier trimestre dans la fourchette de 1 1/2 % demeure inchangée, car le choc à la baisse sur les activités de mars aura été compensé par le meilleur début de trimestre associé au solide transfert du PIB de décembre et de janvier. Toutefois, au deuxième trimestre, les dépenses en immobilisations des entreprises connaîtront probablement une baisse en raison du degré d'incertitude, des pressions sur les consommateurs en raison des tarifs douaniers sur les importations en provenance des États-Unis et, bien entendu, de la faiblesse des volumes d'exportation, et seule une partie de ces facteurs seront annulés au troisième trimestre. La reprise de la croissance subséquente ne compense pas pour toute la perte de terrain par rapport au niveau du PIB réel par rapport à nos prévisions à la fin de 2024, en raison de l'incidence sur les dépenses en immobilisations des entreprises de ce côté-ci de la frontière et d'une légère substitution permanente aux importations canadiennes du côté de l'État. Le PIB du Canada est d'environ 1 % inférieur à notre projection avant la révision d'ici la fin de 2026.

Au début, l'inflation augmentera en raison de la dépréciation du dollar canadien, des tarifs sur les importations et des retombées de l'augmentation du coût de production des biens aux États-Unis (en raison de leurs tarifs sur les intrants). Toutefois, même si la guerre commerciale se poursuit en 2026, des pressions à la baisse sur l'inflation émergeraient en raison de l'augmentation des capacités excédentaires de l'économie et d'une réduction du pouvoir de dépenser des consommateurs à la suite de pertes d'emploi importantes.

Nous révisons également nos perspectives à court terme pour les États-Unis, mais dans une moindre mesure (tableau 2). La croissance du PIB aux États-Unis semblera volatile au cours de la première moitié de l'année, car les importations et les fluctuations des stocks ont une incidence sur les chiffres de croissance globaux, mais nous nous attendons à ce que la croissance annuelle du PIB ralentisse d'un demi-point de pourcentage de plus que nos prévisions antérieures en 2025 et le niveau du PIB sera inférieur de 0,6 % d'ici la fin de notre projection. La croissance de la demande intérieure passera d'un peu plus de 3 % en 2024 à environ 2 % en 2025, et le taux de chômage augmentera de près d'un demi-point de pourcentage. Les prix devraient augmenter considérablement à mesure que les entreprises répercutent rapidement les tarifs, compte tenu du peu de temps dont elles disposaient pour se préparer et du fait que l'inflation mensuelle de l'IPC pourrait atteindre un sommet d'environ 3,5 % au milieu de 2025 et une moyenne annuelle de 3 % en 2025 à mesure que les prix des aliments et des biens de base augmentent, même si les frais d'habitation diminuent graduellement. Les effets du niveau des prix commenceront à s'estomper au cours de la deuxième moitié de l'année et l'inflation se normalisera graduellement en 2026.

La situation des États-Unis est meilleure que celle du Canada, mais pas très reluisante. Le consommateur américain, autrefois infatigable, paraîtra plus fatigué, plus méfiant et plus prudent après avoir vu les prix des fruits et légumes mexicains importés et des biens de consommation durables fabriqués en Chine augmenter considérablement. L'incertitude politique et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement freineront la croissance des investissements des entreprises. Nous nous attendons à ce que la Fed soit en attente pendant la première moitié de l'année, essayant d'équilibrer les défis de la hausse de l'inflation et du chômage, dans le but de s'assurer que les entreprises et les marchés font suffisamment confiance au processus pour croire que l'inflation de 2 % est toujours crédible à long terme. Toutefois, si la guerre commerciale se termine et que le marché du travail montre une faiblesse soutenue au deuxième semestre de l'année, la Fed aura le feu vert pour réduire les taux à la fin de l'année afin de soutenir la croissance et le marché de l'emploi, et, au bout du compte, ils vivront avec une inflation un peu plus élevée dans ces circonstances.

Tableau 2: Prévisions des États-Unis en supposant que les tarifs diminueront d'ici l'été 2025

	24Q4A	25Q1F	25Q2F	25Q3F	25Q4F	2024A	2025F	2026F
Croissance réelle du PIB (annualisée en t/t)	2.3	0.7	1.4	1.8	1.6	2.8	1.7	2.1
Prévisions antérieures		2.1	2.2	1.9	1.7		2.3	2.2
IPC de tous les éléments (variation sur 12 mois en %)	2.7	2.7	3.0	3.3	3.2	2.9	3.0	2.6
Prévisions antérieures		2.5	2.2	2.5	2.7		2.5	2.5
Taux de chômage (%)	4.1	4.1	4.3	4.6	4.6	4.0	4.4	4.3
Prévisions antérieures		4.2	4.3	4.2	4.2		4.2	4.1

Qu'advient-il de la Banque du Canada?

La banque centrale du Canada a clairement indiqué qu'elle ne peut pas, à elle seule, protéger les Canadiens contre le choc économique d'une guerre commerciale. Les dommages structurels découlant de ce qui pourrait être une perte permanente de capacité industrielle ne sont pas annulés par la baisse des taux d'intérêt, et la Banque veut faire preuve de prudence à l'égard de ses mesures, car les tarifs bilatéraux font grimper l'inflation. Toutefois, le gouverneur Macklem a parlé du fait que la Banque du Canada agit pour faciliter le processus d'adaptation, et le seul outil dont dispose la banque centrale pour aider consiste à mettre en œuvre une politique monétaire plus facile qu'elle ne l'aurait fait autrement.

Si M. Trump avait donné au Canada le feu vert sur les tarifs cette semaine, les données plus solides sur le PIB de la deuxième moitié et quelques mois meilleurs pour les gains en matière d'emploi, cela aurait donné à la Banque du Canada la marge de manœuvre nécessaire pour s'arrêter sur sa trajectoire de réduction de taux, tout en laissant à l'économie le temps de montrer si elle a besoin d'un allègement supplémentaire. Toutefois, au cours des dernières semaines, nous avons continué de réclamer une réduction de taux en mars, car nous doutions que cette semaine serait près d'un sursis complet par rapport au nuage tarifaire. Les tarifs sur l'acier et l'aluminium venaient tout juste d'arriver, tout comme les hausses des tarifs sur le bois d'œuvre, et M. Trump envisageait d'imposer des tarifs sectoriels sur les automobiles, même s'il jugeait que le Canada et le Mexique avaient suffisamment répondu à ses préoccupations au sujet des migrants et du fentanyl.

Ces incertitudes auraient tout de même exercé des pressions à la baisse sur les dépenses en immobilisations au Canada, mais la nouvelle de cette semaine, selon laquelle le train de mesures tarifaires annoncé il y a un mois était maintenant de retour, était, bien entendu, encore plus négative. Nous continuons de pencher pour que la Banque effectue une réduction d'un quart de point en mars afin de donner un coup de main du côté de la croissance, en faisant valoir que le choc sur les prix sera une hausse ponctuelle plutôt que le début d'une inflation soutenue. Nous continuerons de réclamer des taux à un creux de 2,25 %, en supposant que les tarifs seront levés d'ici l'été et que l'économie commencera à se remettre en marche. La façon dont les taux baisseraient dans une guerre commerciale plus soutenue dépendra de la politique budgétaire du Canada, car la Banque croit que les outils financiers pourraient être mieux ciblés pour faire face au choc.

Le dollar canadien s'est déprécié au moment où les marchés digéraient les nouvelles défavorables sur les tarifs, mais il a été protégé par les doutes des marchés quant à savoir si la guerre commerciale sera une réalité durable. Le renversement rapide de la situation par la Maison-Blanche il y a un mois, à peine un jour après l'annonce initiale des tarifs, et les commentaires récents du secrétaire au Commerce ont probablement amplifié ces doutes sur la durée de cette guerre commerciale imposée de nouveau. Toutefois, si, comme nous le prévoyons, aucun cessez-le-feu immédiat n'est imminent, nous nous attendons à ce que le dollar canadien subisse une autre dépréciation au cours des semaines à venir. Si les tarifs douaniers durent au-delà de quelques trimestres, la diminution des flux commerciaux du Canada et d'autres réductions de taux de la Banque du Canada pourraient exercer des pressions supplémentaires sur le dollar canadien, si les marchés commencent à croire que les tarifs sont permanents. Toutefois, dans le contexte actuel, nous ne prévoyons pas de bond vers la fourchette de 1,50, étant donné que la sensibilité aux tarifs a diminué en raison des doutes quant à leur longévité et des préoccupations croissantes au sujet des répercussions d'une guerre commerciale sur les prix des actifs aux États-Unis et la croissance économique. Dans notre scénario de base, nous prévoyons plutôt un retour au taux peu élevé de 1,40 si les eaux sont plus calmes.

CIBC Capital Markets is a trademark brand name under which Canadian Imperial Bank of Commerce ("CIBC"), its subsidiaries and affiliates (including, without limitation, CIBC World Markets Inc., CIBC World Markets Corp. and CIBC Capital Markets (Europe) S.A.) provide different products and services to our customers around the world. Products and/or services offered by CIBC include corporate lending services, foreign exchange, money market instruments, structured notes, interest rate products and OTC derivatives. CIBC's Foreign Exchange Disclosure Statement relating to guidelines contained in the FX Global Code can be found at www.cibccm.com/fxdisclosure. Other products and services, such as exchange-traded equity and equity options, fixed income securities and futures execution of Canadian securities, are offered through directly or indirectly held subsidiaries of CIBC as indicated below.

Distribution

This report is written by the economics team at CIBC Capital Markets and is not the product of a CIBC Capital Markets research department. This report is issued and approved for distribution: (a) in Canada, by CIBC World Markets Inc., a member of the Canadian Investment Regulatory Organization, the Toronto Stock Exchange, the TSX Venture Exchange and a Member of the Canadian Investor Protection Fund; and (b) in the United States, by either: (i) CIBC World Markets Inc. for distribution only to U.S. Major Institutional Investors ("MII") (as such term is defined in SEC Rule 15a-6) or (ii) CIBC World Markets Corp., a member of the Financial Industry Regulatory Authority. U.S. MIIs receiving this report from CIBC World Markets Inc. (the Canadian broker-dealer) are required to effect transactions (other than negotiating their terms) in securities discussed in the report through CIBC World Markets Corp. (the U.S. broker-dealer).

This report is provided, for informational purposes only, to institutional investor and retail clients of CIBC World Markets Inc. in Canada and does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any securities discussed herein, including (without limitation) in any jurisdiction where such offer or solicitation would be prohibited.

The distribution of this report in the United Kingdom is being made only to, or directed only at, persons falling within one or more of the exemptions from the financial promotion regime in section 21 of the UK Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) ("FSMA") including, without limitation, to the following:

- authorised firms under FSMA and certain other investment professionals falling within article 19 of the FSMA (Financial Promotion) Order 2005 ("FPO") and directors, officers and employees acting for such entities in relation to investment;
- high value entities falling within article 49 FPO and directors, officers and employees acting for such entities in relation to investment; and
- persons who receive this presentation outside the United Kingdom.

The distribution of this report to any other person in the United Kingdom is unauthorised and may contravene FSMA. No person falling outside such categories should treat this report as constituting a promotion to them or rely or act on it for any purposes whatsoever. This report is distributed solely to eligible counterparties or professional clients and not retail clients as defined in point (8) of Article 2 of Regulation (EU) No 2017/565 as it forms part of UK domestic law by virtue of the European Union (Withdrawal) Act 2018.

For all other jurisdictions, this report is distributed solely to institutional clients and not retail clients as defined by the applicable securities legislation and regulation to which CIBC Capital Markets may be subject in any jurisdiction.

Miscellaneous

This report does not take into account the investment objectives, financial situation or specific needs of any particular client of CIBC. Before making an investment decision on the basis of any information contained in this report, the recipient should consider whether such information is appropriate given the recipient's particular investment needs, objectives and financial circumstances. CIBC suggests that, prior to acting on any information contained herein, you contact one of our client advisers in your jurisdiction to discuss your particular circumstances. Since the levels and bases of taxation can change, any reference in this report to the impact of taxation should not be construed as offering tax advice; as with any transaction having potential tax implications, clients should consult with their own tax advisors. Past performance is not a guarantee of future results.

The information and any statistical data contained herein were obtained from sources that we believe to be reliable, but we do not represent that they are accurate or complete, and they should not be relied upon as such. All estimates and opinions expressed herein constitute judgments as of the date of this report and are subject to change without notice.

This report may provide addresses of, or contain hyperlinks to, Internet web sites. CIBC has not reviewed the linked Internet web site of any third party and takes no responsibility for the contents thereof. Each such address or hyperlink is provided solely for the recipient's convenience and information, and the content of linked third-party web sites is not in any way incorporated into this document. Recipients who choose to access such third-party web sites or follow such hyperlinks do so at their own risk.

Unauthorized use, distribution, duplication or disclosure without the prior written permission of CIBC World Markets Inc. is prohibited by law and may result in prosecution.

CIBC Capital Markets and the CIBC Logo Design are trademarks of CIBC, used under license.

CIBC Capital Markets – PO Box 500, 161 Bay Street, Brookfield Place, Toronto, Canada M5J 2S8 – Bloomberg @ CIBC