



Kevin Hebner, Ph. D.
Directeur général et
stratège en placements
mondiaux, TD Epoch

Trump, droits de douane et échanges commerciaux :

vers un nouvel ordre économique mondial

Souvent décrit comme une personne mercantile et imprévisible, le président Trump a tout de même bâti son cadre de politique économique à partir de principes tangibles qu'il vénère depuis des décennies. D'abord, M. Trump soutient que les États-Unis ont été trop magnanimes en donnant aux autres pays un accès aux consommateurs et au bouclier de défense américains. Il estime que cet accès devrait être conditionnel à un équilibre commercial et à des conditions équitables, faute de quoi les droits de douane sont justifiés. Il en va de même pour la défense. D'ailleurs, plusieurs administrations depuis Eisenhower, y compris celles de Kennedy, de George W. Bush et d'Obama, ont fait remarquer que de nombreux pays de l'OTAN profitaient de la force des Américains. Ensuite, M. Trump déplore la perte des emplois dans l'industrie manufacturière au pays et est résolu à la relancer.

On peut raisonnablement débattre de ce cadre. De nombreuses questions restent en suspens quant aux politiques tarifaires et à l'ordre économique mondial que M. Trump a en tête. Les investisseurs font bien de s'y intéresser, car les politiques commerciales du gouvernement Trump influenceront fortement sur les taux d'actualisation, les flux de trésorerie disponibles et la volatilité des marchés au cours des quatre prochaines années.

Le présent article décortique le sujet de l'heure : les droits de douane. Il est structuré de manière à répondre aux questions fréquentes que nous avons reçues. La première série de questions porte sur le point de vue américain, la deuxième, sur le rôle de premier plan de la Chine dans la guerre commerciale en cours, et la troisième, sur les conséquences macroéconomiques et pour les marchés. Pour conclure, nous nous penchons sur les répercussions pour les investisseurs.

Pourquoi M. Trump aime-t-il tant les droits de douane?

Il y a quatre raisons : il n'a pas besoin du Congrès, et les droits de douane lui donnent un pouvoir de négociation, tout en générant des revenus et en encourageant la production dans le pays.

Premièrement, M. Trump dispose d'un pouvoir unilatéral assorti d'une grande autorité discrétionnaire, de sorte qu'il peut imposer des droits de douane rapidement, sans avoir à obtenir l'approbation du Congrès. Il est particulièrement partisan de l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) de 1977, qui autorise le président à régler le commerce international après avoir déclaré une urgence nationale en réponse à une menace inhabituelle et extraordinaire pour la sécurité nationale, la politique étrangère ou l'économie américaine, dont la source se trouve en totalité ou en partie à l'extérieur des États-Unis¹.

Deuxièmement, la simple menace d'imposer une surtaxe importante et universelle donne à M. Trump un grand pouvoir de négociation sur des questions commerciales et autres (et lui permet de réaliser les séances photos qu'il souhaite, habituellement à Mar-a-Lago). Pour le Canada et le Mexique, il met l'accent sur l'immigration illégale et le trafic de stupéfiants. Pour ses partenaires commerciaux du nord-est de l'Asie, il souligne l'importance des excédents commerciaux, et pour les pays de l'Union européenne, il insiste sur les arriérés de dépenses de l'OTAN. Bien que cette approche ait donné lieu à quelques maigres concessions, elle s'apparente souvent à de la poudre aux yeux et a connu beaucoup moins de succès auprès de grands pays comme l'Inde et la Chine.

Troisièmement, à l'origine, les droits de douane devaient servir à augmenter les revenus. Entre la fondation des États-Unis et la guerre de Sécession, les droits de douane ont généré environ 90 % des recettes du gouvernement fédéral américain (à noter

qu'à l'époque, les dépenses étaient minimes comparativement à aujourd'hui). À ce moment-là, il s'agissait tout simplement du seul impôt possible.

Par ailleurs, l'histoire nous enseigne que les droits de douane pourraient prendre beaucoup d'ampleur. À l'heure actuelle, la taxe moyenne en vigueur sur les importations manufacturières ne constitue qu'une fraction de ce qu'elle était avant 1950 (soit dans une fourchette de 20 à 50 %)². Les droits de douane représentent une source de revenus d'autant plus tentante, vu que M. Trump et le Congrès sont en pleine négociation de la politique fiscale et du « beau grand projet de loi » de 2025. M. Trump pourrait arguer de manière crédible que les droits de douane contribueront aux finances publiques à hauteur de plus de 100 milliards de dollars, soit une participation conséquente au financement de priorités politiques comme la réduction du taux d'imposition à 15 % pour les sociétés qui produisent aux États-Unis (figure 1).

Quatrièmement, M. Trump pense que les droits de douane pourraient concourir à restaurer le cœur manufacturier des États-Unis. Selon lui, ils sont nécessaires pour éviter qu'un raz de marée d'exportations subventionnées continue de saigner les secteurs essentiels. Ils pourraient également favoriser le rapatriement des investissements, de la production et des emplois. En théorie, c'est logique, mais y a-t-il des preuves que ça fonctionne?

Figure 1 : Durant le premier mandat présidentiel de M. Trump, les taxes douanières ont doublé, passant à 80 milliards de dollars. Pour son deuxième mandat, on peut s'attendre à une hausse encore plus substantielle, notamment pour financer des baisses d'impôt.



Source : Bloomberg Finance L.P.

¹L'IEEPA est extrêmement attrayante pour le président Trump, mais ce dernier a encore plusieurs autres options. Au cours de son premier mandat, M. Trump a invoqué les articles 201 et 301 de la Trade Act de 1974, ainsi que de l'article 232 de la Trade Expansion Act de 1962. Toutefois, ces moyens légaux prennent environ 18 mois, car le Bureau du représentant américain au Commerce doit d'abord mener une enquête, puis respecter une période de préavis et de réception des commentaires.

²Source de référence : « Clashing over Commerce: A History of US Trade Policy », par D. Irwin, Dartmouth, 2017.

Est-il seulement possible de rapatrier la production manufacturière?

Oui, et le processus est déjà enclenché. Par contre, l'industrie manufacturière ne représentera jamais plus de 30 % de l'économie américaine.

Bien qu'il soit encore tôt, il existe déjà des preuves convaincantes d'une renaissance de l'industrie manufacturière aux États-Unis (**figure 2**). Cela dit, cette évolution n'est pas vraiment attribuable aux hausses tarifaires de 2018-2019. Elle résulte plutôt de politiques industrielles, telles que la Chips and Science Act de 2022, et de la perception voulant que les chaînes d'approvisionnement mondiales soient devenues plus risquées et plus vulnérables (à cause de la COVID-19, de la guerre en Ukraine et des tensions grandissantes autour de Taïwan).

Ce rebond en a surpris plus d'un. On croit généralement que les Américains ne sont tout simplement pas doués pour la fabrication, surtout par rapport à l'Allemagne et aux pays

du nord-est de l'Asie. Plusieurs réussites récentes prouvent néanmoins le contraire : les véhicules Tesla (ceux vendus aux États-Unis y sont assemblés), les fusées SpaceX et les satellites Starlink, de même que les drones Anduril et Skydio³. De plus, des secteurs stratégiques comme ceux de l'énergie solaire, des batteries et des semi-conducteurs sont en plein essor. La plupart des économistes sont sceptiques à l'égard des droits de douane et des politiques industrielles (nous y reviendrons), mais il n'y a aucune ambiguïté quant au fait que de telles politiques portent déjà leurs fruits et que les États-Unis sont en voie de rebâtir leur base manufacturière⁴.

Figure 2 : Les investissements américains dans les installations de fabrication ont grimpé en flèche depuis 2022, après avoir stagné pendant des décennies.



Source : Bloomberg Finance L.P.

Pourquoi cette obsession de l'industrie manufacturière?

Les capacités manufacturières intérieures demeurent essentielles compte tenu des vulnérabilités des chaînes d'approvisionnement et des impératifs liés à la sécurité nationale. De plus, il faut des décennies pour atteindre l'excellence en matière de fabrication, même dans une économie tertiaire propulsée par les technologies numériques et l'IA. Les arguments en faveur d'une politique industrielle sont particulièrement convaincants dans les secteurs qui revêtent une importance stratégique.

Il y a deux raisons économiques pour lesquelles nous ne devrions pas simplement externaliser des activités archaïques, comme la fabrication. La première raison est la fragilité inhérente aux chaînes d'approvisionnement mondiales hyperefficaces. Ce risque s'est concrétisé pendant la COVID-19 (fournitures médicales essentielles) et la guerre en Ukraine (gaz naturel), et il pèse sur Taïwan (semi-conducteurs). En outre, les pays se servent de plus en plus de

l'interdépendance comme d'une arme. Les États-Unis sont particulièrement vulnérables sur le plan des minéraux critiques à double usage, qu'ils importent de la Chine dans certains cas à hauteur de 80 %. Il nous paraît également extrêmement naïf de dépendre autant de la Chine pour l'ensemble de la chaîne logistique des véhicules électriques, ainsi que pour des biens à double usage comme les drones.

³ « Reentry: SpaceX, Elon Musk, and the Reusable Rockets that Launched a Second Space Age », par E. Berger, 2024, et « Unit X: How the Pentagon and Silicon Valley Are Transforming the Future of War », par R. Shah et coll., 2024.

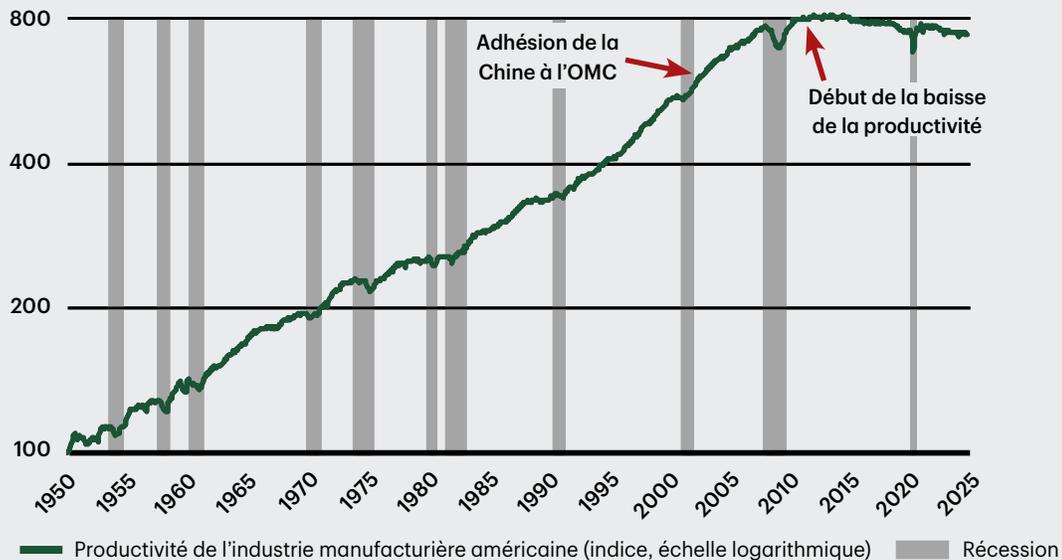
⁴ « Yes, reshoring American industry is possible », par N. Smith, janvier 2025. Noah Smith croit que la surévaluation du dollar américain et les subventions chinoises expliquent en grande partie la désindustrialisation des États-Unis et recommande l'intégration d'aspirations promanufacturières à la politique industrielle du pays.

La deuxième raison concerne la loi de Wright et les courbes d'apprentissage. Pour exceller en matière de fabrication, il faut une infrastructure moderne, un vaste réseau de fournisseurs, une main-d'œuvre qualifiée et une expertise approfondie (propriété intellectuelle) perfectionnée au fil des décennies. C'est ce que dit la loi de Wright, qui exprime la relation entre l'expérience et l'efficacité manufacturière. Il y a près d'un siècle, Theodore Wright a constaté que chaque fois que la production d'un avion doublait, le temps de travail nécessaire pour fabriquer un nouvel avion diminuait de 20 %⁵.

L'économiste classique David Ricardo considérait les ressources naturelles, les terres agricoles et le climat comme les facteurs déterminants de l'avantage concurrentiel. Toutefois, dans l'économie moderne, ces facteurs ont été

remplacés par les politiques industrielles et la loi de Wright. C'est ce qui explique l'essor de l'industrie manufacturière en Allemagne et au Japon après la Deuxième Guerre mondiale, ainsi qu'en Corée du Sud et à Taïwan depuis les années 1980. Plus récemment, les dirigeants chinois ont resserré leur politique industrielle, l'appliquant sans pitié à la production de véhicules électriques, de batteries, de panneaux solaires, de drones, etc. En revanche, les conséquences de la loi de Wright ont été largement ignorées aux États-Unis, où la fabrication est devenue une considération secondaire. Les capacités intérieures se sont donc atrophiées et la productivité a décliné (figure 3). Or, de toute évidence, cette situation est intenable dans le nouvel ordre économique mondial.

Figure 3 : Entre 1950 et 2000, la croissance de la productivité de l'industrie manufacturière américaine a été en moyenne de 3,4 % par an. Depuis, elle a ralenti pour s'établir à 0,6 %. De plus, la productivité a diminué de 9 % par rapport à son sommet de 2012.



Source : Bloomberg Finance L.P.

Qu'est-ce que les citoyens américains pensent du commerce et des droits de douane?

Depuis l'adhésion de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce (OMC), l'opinion relative au libre-échange a basculé. Aujourd'hui, 83 % des Américains ont une opinion négative du gouvernement chinois. En 2007, ce pourcentage n'était que de 29 %.

L'opinion publique a considérablement changé au cours des 20 dernières années, prenant une tangente résolument en faveur des droits de douane⁶. Selon une enquête réalisée en 2024 par Pew Research, 59 % des Américains pensent que les États-Unis ont perdu plus qu'ils ont gagné en matière de commerce international. Cette croyance est particulièrement

répandue chez les républicains (73 % contre 65 % en 2021). Par ailleurs, une récente enquête du Chicago Council on Global Affairs révèle que 56 % des Américains considèrent que les échanges commerciaux avec la Chine affaiblissent la sécurité nationale des États-Unis.

⁵ « Factors Affecting the Cost of Airplanes », *Journal of the Aeronautical Sciences*, 1936. Des études plus récentes suggèrent des valeurs de 15 % à 25 % pour l'aérospatiale, la construction navale et les machines-outils de pointe.

⁶ « Majority of Americans take a dim view of increased trade with other countries », juillet 2024, Pew Research Center, « American Views of China Hit All-Time Low », octobre 2024, Chicago Council on Global Affairs, et « Americans Are Critical of China's Global Role », avril 2023, Pew Research Center.

D'après l'enquête de 2023 de Pew Research, en ce qui concerne le commerce, 83 % des Américains ont une opinion négative du gouvernement chinois (contre 47 % en 2017 et 29 % en 2007). Bien que cette perception soit répartie dans toute la population, elle est plus marquée chez les républicains (88 % contre 81 % pour les démocrates). De surcroît, les républicains sont 53 % à voir la Chine comme une ennemie (41 % la voient comme une concurrente et à peine 5 % comme une partenaire) et 61 % à penser que le principal bénéficiaire du commerce entre les deux pays est la Chine (seulement 6 % pensent que ce sont les États-Unis). Dans ce contexte, une forte majorité d'Américains sont maintenant en faveur d'une augmentation des droits de douane sur les importations chinoises.

Jusqu'à récemment, les entreprises américaines étaient les dernières récalcitrantes, s'opposant vigoureusement aux droits de douane. Néanmoins, bon nombre d'entre elles ne parlent dorénavant plus de l'importance des relations sino-américaines. Cela est largement attribuable au fait qu'elles ne considèrent plus la Chine comme un eldorado. En outre, elles estiment que les dommages causés par les hausses tarifaires de 2018-2019 ont été limités et que, cette fois-ci, le milieu américain des affaires est mieux préparé à une guerre commerciale.

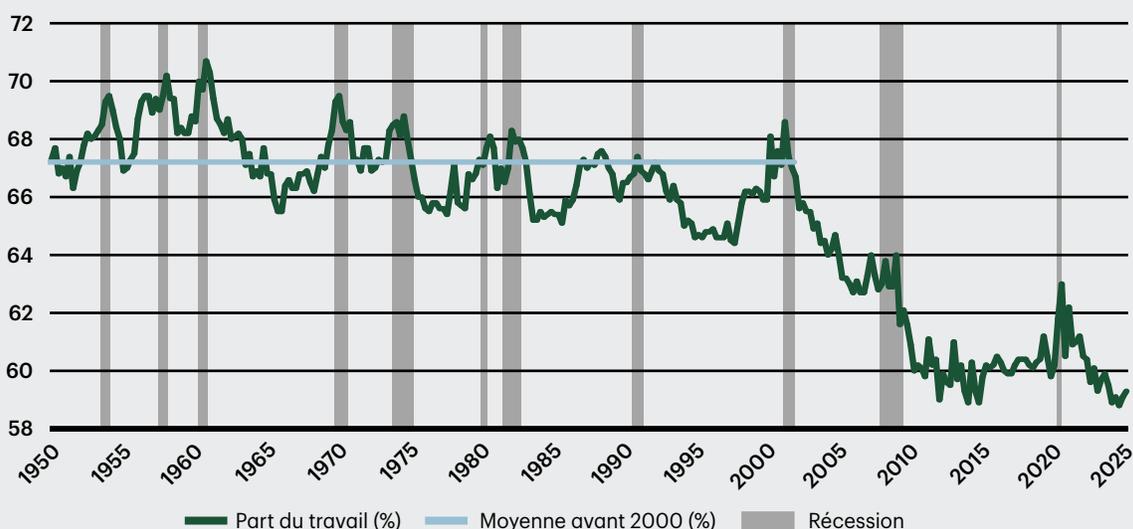
Les droits de douane aideront-ils les travailleurs à faible revenu?

Peut-être, mais juste marginalement. Un droit de douane repose sur deux politiques distinctes : une subvention industrielle et une taxe de vente. La subvention industrielle encourage le rapatriement et pourrait être avantageuse pour les travailleurs à faible revenu. La taxe de vente, quant à elle, sera assurément défavorable pour ces personnes. En conséquence, l'impact global est ambigu. Quoi qu'il en soit, le rapatriement ne créera pas suffisamment d'emplois de cols bleus bien rémunérés pour compenser l'effet négatif persistant de la technologie numérique et de l'IA.

L'une des principales raisons de la levée de boucliers contre le mercantilisme chinois est la chute de la part du travail, qui coïncide avec l'adhésion de la Chine à l'OMC (**figure 4**). Au cours des 30 dernières années, les travailleurs ont subi à la fois les contrecoups de la délocalisation et des technologies numériques. Si la délocalisation diminue, du moins dans les secteurs essentiels à la sécurité nationale, les technologies numériques, quant à elles, continuent de s'accélérer et risquent d'accentuer les inégalités de revenu.

Les droits de douane ressemblent à une taxe de vente, et les hausses de 2018 ont été en partie refilées aux consommateurs, réduisant le revenu national d'un montant négligeable de 1,4 milliard de dollars par mois, mais affectant de manière disproportionnée les travailleurs à faible revenu⁷. Pendant les deux dernières décennies, les électeurs sont devenus de plus en plus mécontents d'une économie qui, à leur sens, ne fonctionne pas pour eux. Malheureusement, nous croyons que la part du travail restera faible et continuera d'être un moteur important du populisme et d'autres tendances complexes.

Figure 4 : De 1950 à 2000, la part du travail s'est élevée en moyenne à 67 %. Toutefois, avec l'adhésion de la Chine à l'OMC, elle est tombée à 59 %.



Source : Bloomberg Finance L.P.

⁷ « The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare », par M. Amiti (FRB NY) et coll., *Journal of Economic Perspectives*, 2019.

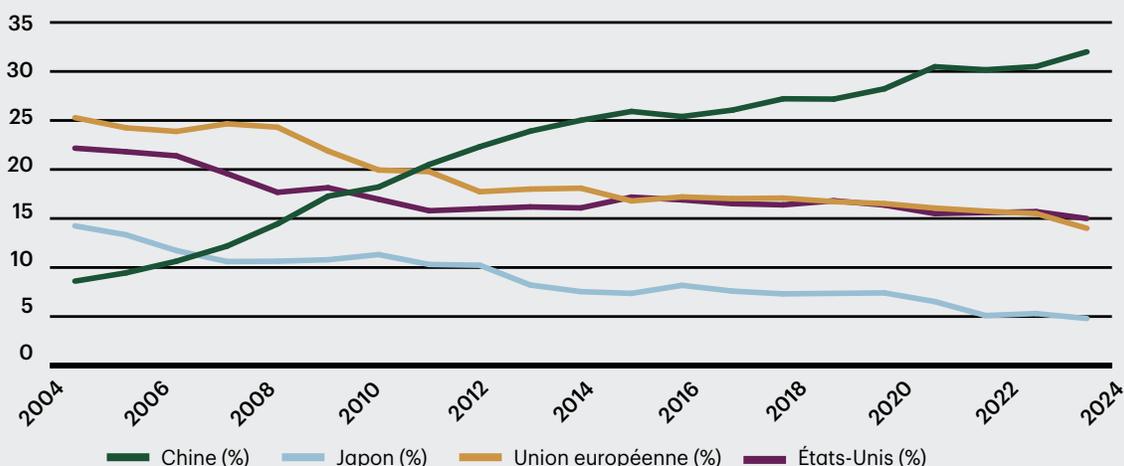
Comment la Chine est-elle devenue une superpuissance manufacturière mondiale?

Elle y est parvenue grâce à une forme extrême de mercantilisme, avec des subventions massives, une politique industrielle implacable et des plans quinquennaux audacieux comme le programme « Fabriqué en Chine 2025 ».

Depuis 20 ans, la part de la Chine dans l'industrie manufacturière mondiale a quadruplé, tandis que celle des États-Unis a diminué du tiers (figure 5). À titre d'exemple, la part de la Chine dans la production automobile mondiale a été multipliée par 20, passant de 2 à 39 %, tandis que celle des autres pays s'est effondrée : de 33 à 13 % pour l'Europe, de 21 à 12 % pour le Japon et de 14 à 3 % pour les États-Unis. Jusqu'en 2022, la Chine était un importateur net d'automobiles, mais depuis 2020, ses exportations ont été multipliées par six, ce qui témoigne de l'augmentation massive de la capacité (plus du double de la demande intérieure). Fait encore plus inouï, la capacité de la Chine en matière de construction navale est maintenant 232 fois plus grande que celle des États-Unis.

Évidemment, cela ne s'est pas seulement produit de façon organique en raison des marchés libres et de l'avantage comparatif naturel⁸. Il s'agit plutôt du résultat de généreuses subventions à l'exportation, de lourdes restrictions à l'importation et d'énormes prêts dirigés par l'État, ainsi que d'une monnaie largement sous-évaluée et d'un traitement fiscal favorable. Tous ces facteurs font partie du tableau depuis les années 1990, lorsque la Chine était encore un pays d'une importance relativement mineure. Or, le petit poisson est devenu grand, et ces subventions s'élèvent à environ 500 milliards de dollars par année. Sur le plan intérieur, il a fallu des investissements excessifs et une faible consommation. Et sur le plan extérieur, cette situation a attisé la hargne des partenaires commerciaux.

Figure 5 : Valeur ajoutée manufacturière mondiale (part, %)



Source : Banque mondiale

Le deuxième choc chinois : le modèle économique de la Chine est-il incompatible avec le système commercial mondial de l'après-guerre froide?

Oui, la forme extrême de mercantilisme de la Chine est insoutenable et a entraîné une énorme réaction négative de la part de ses marchés d'exportation.

Dans un article récent du WSJ, on apprend que la Chine aurait rompu l'ordre de l'après-guerre froide par son rôle croissant de rivale géopolitique et ses politiques ultramercantilistes⁹. Bien que de telles politiques soient en place depuis des décennies, elles sont passées à la vitesse supérieure en mai 2015, quand le Conseil d'État a publié son programme « Fabriqué en Chine 2025 ». L'objectif explicite de la Chine était

de devenir la première puissance manufacturière au monde et de dominer les secteurs d'avenir (notamment ceux des véhicules électriques, des batteries, des panneaux solaires et des drones). Selon le magazine The Economist, les engagements de subventions au titre du programme « Fabriqué en Chine 2025 » totalisent plus de 3 000 milliards de dollars pour la décennie écoulée depuis 2015.

⁸ L'expression du 19^e siècle « avantage comparatif » peut sonner vieillote; elle correspond, en langage moderne, à l'« efficacité relative ». Autrement dit, il s'agit de faire ce dans quoi on excelle et d'importer le reste.

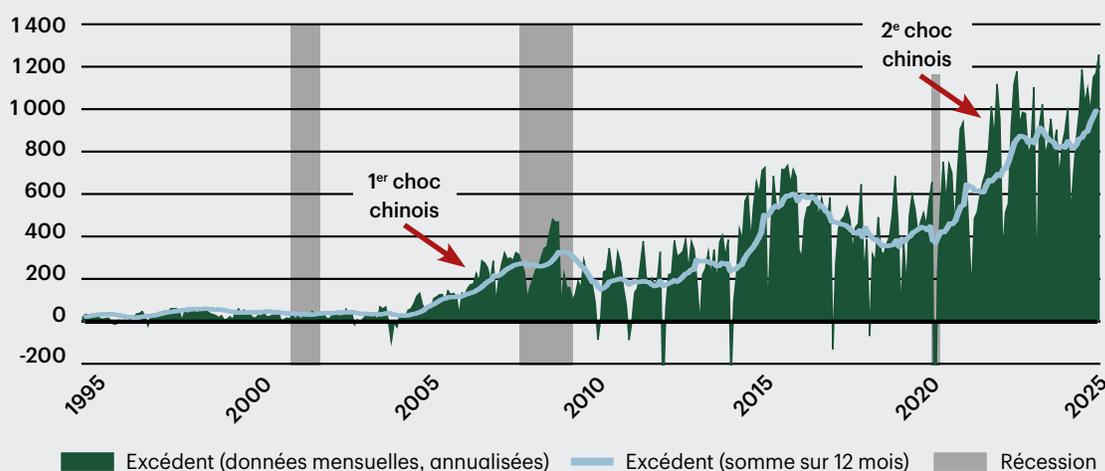
⁹ « We are all mercantilists now: China's emergence as an economic power helped fuel the rise of protectionist views on trade worldwide », par Greg Jensen, Bridgewater Associates, WSJ, décembre 2024.

L'une des conséquences de cette situation est l'excédent commercial considérable et croissant de la Chine, qui se chiffre à 1 200 milliards de dollars en rythme annualisé (**figure 6**). C'est plus du double par rapport au niveau d'avant la COVID-19, qui était déjà le plus élevé de l'histoire. Pour illustrer l'ampleur du contraste, qu'on qualifie souvent de deuxième choc chinois¹⁰, les sociétés chinoises produisent maintenant 90 % des panneaux solaires de la planète, 70 % des batteries et 90 % des drones grand public. De plus, au cours des trois dernières années, les exportations de voitures chinoises ont triplé, et la Chine a ravi le premier rang mondial pour

ce qui est de l'exportation d'automobiles par unité. De ce fait, même l'Allemagne est désormais confrontée à un choc chinois : la production industrielle allemande a reculé de 15 % depuis 2017 et le PIB du pays stagne depuis 2021.

Dans ces conditions, personne à Beijing ne devrait s'étonner que la stratégie d'exportation chinoise se heurte à des obstacles importants, y compris des barrières commerciales, des interdictions pures et dures et la menace de droits de douane beaucoup plus élevés. À certains égards, le grand pari de la Chine en matière de politique industrielle a porté ses fruits, mais ce choix révolte de plus en plus les autres pays.

Figure 6 : Excédent des biens chinois (G\$ US), vers l'infini et plus loin encore



Source : Bloomberg Finance L.P.

Si le protectionnisme s'accroît sur les marchés développés, où la Chine pourra-t-elle exporter ses produits?

La Chine se tourne vers les marchés émergents; cependant, ces derniers sont plus en plus conscients du fait qu'elle étouffe leur base industrielle et crée des failles de sécurité nationale inacceptables.

Michael Pettis, de l'Université de Beijing, plaide depuis des décennies pour que la Chine rééquilibre son économie¹¹. Bien que les représentants du gouvernement chinois fassent souvent des déclarations publiques pour exprimer leur accord avec M. Pettis, ils n'ont pas encore donné suite à ses conseils. Pour illustrer le degré de déséquilibre, nous croyons qu'en 2024, la totalité de la croissance chinoise a été attribuable aux exportations nettes (une contribution d'environ 2 points de pourcentage [pp]), plus les investissements

nécessaires pour produire ces exportations¹². Ce modèle de croissance reposant sur les exportations pourrait être viable si la Chine était de la taille du Vietnam ou de l'Indonésie, mais il est manifestement insoutenable pour la deuxième économie mondiale.

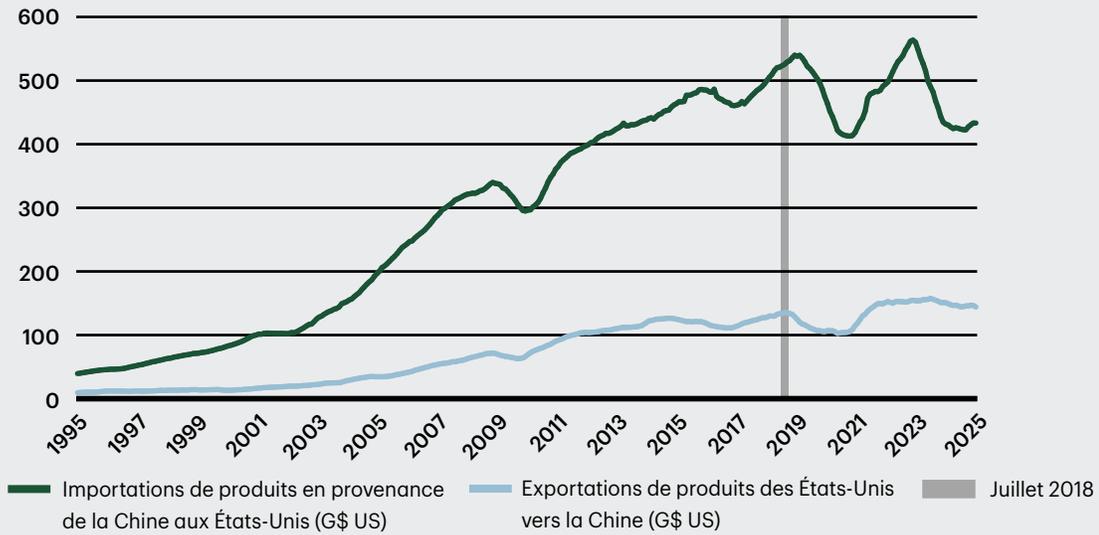
L'animosité des marchés développés s'intensifie, surtout celle des États-Unis (**figure 7**). Soulignons que les exportations chinoises vers les États-Unis n'ont pas augmenté depuis plus

¹⁰ Le premier choc chinois s'est produit entre 2000 et 2007, période durant laquelle la flambée des exportations chinoises a entraîné la perte de 550 000 à 2,4 millions d'emplois dans l'industrie manufacturière des États-Unis. Certains secteurs et certaines collectivités ont été particulièrement touchés. Par exemple, dans le secteur du meuble, environ 300 000 emplois ont disparu, soit 45 % du nombre total. Le secteur était concentré dans la région du Piedmont en Caroline du Nord, où il employait environ un travailleur sur six. Source : « China's Very Bad, No Good Trillion-Dollar Trade Surplus », par Paul Krugman, janvier 2025.

¹¹ Michael Pettis est un auteur prolifique, comme vous pouvez le voir ici : <https://carnegieendowment.org/people/michael-pettis>

¹² Selon les statistiques officielles, le PIB de la Chine a progressé de 5,4 % l'an dernier. Nous avons davantage confiance dans l'estimation de 2,4 à 2,8 % du Rhodium Group. En ce qui concerne les autres composantes du PIB, le logement risque de continuer à agir comme un frein jusqu'en 2030, et même les défenseurs de l'élan haussier estiment que la contribution de la consommation à la croissance de l'économie chinoise ne dépasse pas 1 pp.

Figure 7 : Les importations de produits chinois aux États-Unis sont inférieures de 20 % par rapport à leur niveau de juillet 2018, date à laquelle les premiers droits de douane de M. Trump sont entrés en vigueur. Il y a donc lieu de se demander où la Chine a l'intention d'exporter sa production excédentaire.



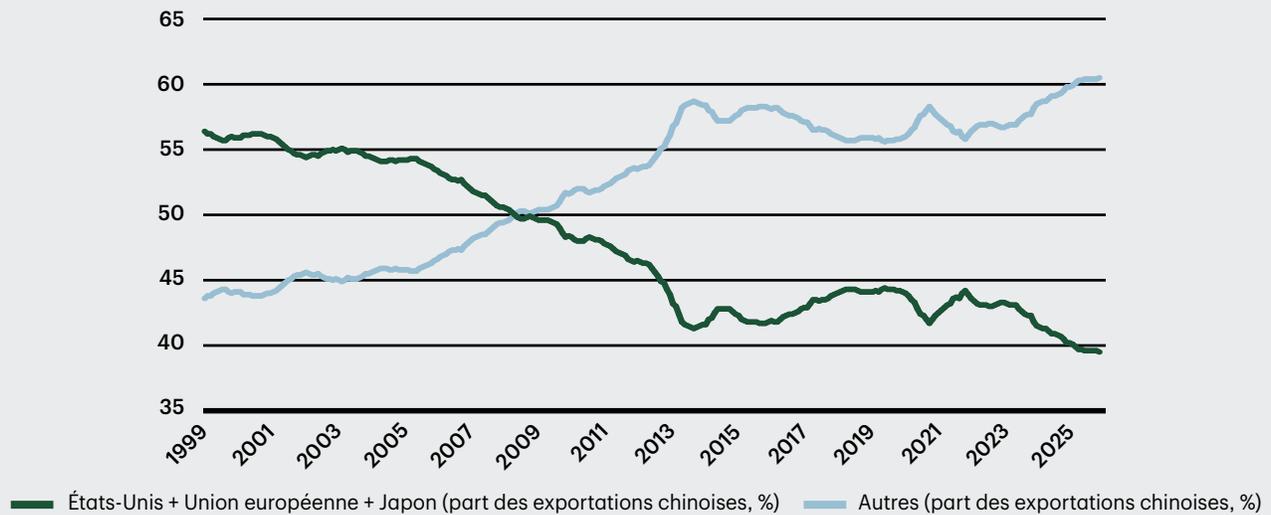
Source : Bloomberg Finance L.P.

de 10 ans. Toujours est-il que cela pourrait s'expliquer en partie par la relocalisation de la production chinoise au Vietnam ou au Mexique, raison pour laquelle l'administration Trump examine la possibilité d'imposer des droits de douane en fonction de l'origine de chaque composante d'un produit importé.

Puisque la résistance des États-Unis et autres pays développés au tsunami d'exportations augmente graduellement,

la Chine se tourne vers les marchés émergents (figure 8). Toutefois, ces derniers sont plus en plus conscients du fait qu'elle étouffe leur base industrielle et crée des failles de sécurité nationale inacceptables. À un moment donné, Beijing n'aura donc pas d'autre choix que de se désengager des exportations et des investissements au profit de la consommation. La croissance économique ne sera durable que lorsque les décideurs abandonneront leur obsession mercantiliste.

Figure 8 : La Chine exporte de plus en plus vers les marchés émergents plutôt que vers les marchés développés.



Source : Bloomberg Finance L.P.

Accès aux consommateurs américains : quels seront les pays touchés par la guerre commerciale 2.0?

Au cours du premier mandat présidentiel de M. Trump, il a été beaucoup question de droits de douane sans que les menaces se concrétisent vraiment, sauf pour la Chine. Une fois de plus, la guerre commerciale 2.0 concerne à 80 % la Chine; mais le Mexique, le Canada et l'Allemagne sont également des cibles.

Les pays qui comptent sur des excédents commerciaux importants et persistants pour stimuler la croissance sont les plus exposés dans un monde où le mercantilisme gagne du terrain. La Chine a été de loin le principal bénéficiaire de l'hypermondialisation et a le plus à perdre si l'on retourne en arrière. Nous nous attendons à ce que le taux effectif des droits de douane sur les importations chinoises augmente de 20 pp (soit plus que les 10 pp déjà annoncés). C'est l'une des raisons pour lesquelles nous croyons que les difficultés économiques de la Chine persisteront (les droits de douane devraient entraîner une baisse de la croissance du PIB de 0,3 à 0,4 pp dans les 12 prochains mois) et que les actions chinoises resteront à la traîne.

Le Mexique est le deuxième sur la liste. Le pays représente 15 % du déséquilibre commercial global des États-Unis, juste derrière la Chine, avec un imposant 25 % (figure 9). De plus, 83 % des exportations mexicaines vont aux États-Unis, ce qui représente 25 % du PIB, et M. Trump est déterminé à renégocier l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM). Le différend commercial conventionnel est par ailleurs exacerbé par d'autres sujets contentieux (notamment le trafic de stupéfiants et l'immigration illégale). Si des droits de douane de 25 % étaient imposés sur les importations en provenance du Mexique, le PIB pourrait reculer de 2 % et l'indice des prix à la consommation (IPC), bondir de 2,25 pp.

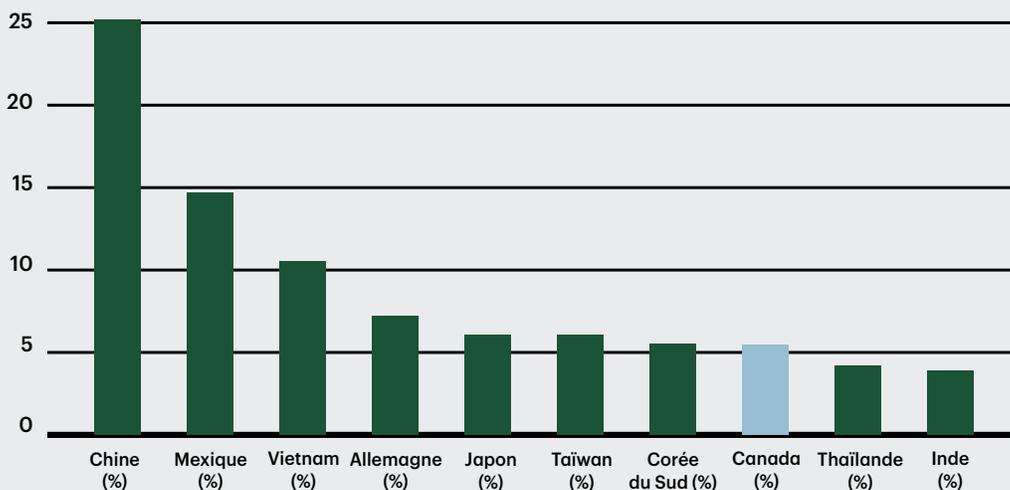
M. Trump critique souvent le Canada du même souffle que le Mexique. C'est parce qu'il fait également partie de l'AEUMC et qu'il est tout aussi vulnérable, car 75 % des exportations

du Canada sont destinées aux États-Unis, ce qui représente 19 % de son PIB. En revanche, l'excédent bilatéral du Canada avec les États-Unis est dérisoire et entièrement attribuable à l'énergie (en particulier le pétrole lourd, dont les raffineries américaines ont besoin). En fait, sur le plan manufacturier, le Canada affiche un déficit commercial avec son voisin. Si des droits de douane de 25 % étaient imposés sur les importations en provenance du Canada, le PIB pourrait diminuer de 1,0 à 1,5 % et l'IPC, augmenter de 1,5 pp. Cependant, nous prévoyons que ces droits de douane seront de courte durée.

L'Allemagne, qui affiche un important excédent bilatéral, est elle aussi dans la mire. Nous nous attendons à ce que la taxe sur les automobiles européennes grimpe de 20 à 25 pp. L'Union européenne dispose de plusieurs options politiques pour faire face à la menace tarifaire des États-Unis : des mesures de rétorsion (comme ce fut le cas en 2018), un engagement crédible à acheter plus de produits américains (en particulier dans le secteur de l'énergie), l'augmentation des dépenses et des capacités militaires, et l'adoption d'une politique commerciale plus restrictive avec la Chine. À notre avis, toutes ces réponses devraient s'appliquer cette année.

Au-delà des quatre pays dont nous venons de parler, les parieurs croient qu'il y a 60 % de chances que des droits de douane soient imposés sur les produits du Japon et de Taïwan en 2025. Et pour la Corée du Sud, ce pourcentage est de 45 %. Tous ces pays présentent d'importants excédents commerciaux bilatéraux et une industrie manufacturière d'envergure.

Figure 9 : Part (%) du déficit commercial global des États-Unis en 2023; la Chine se distingue, suivie du Mexique.



Source : Bloomberg Finance L.P.

Interdépendance utilisée pour dominer : quelles seront les représailles de la Chine?

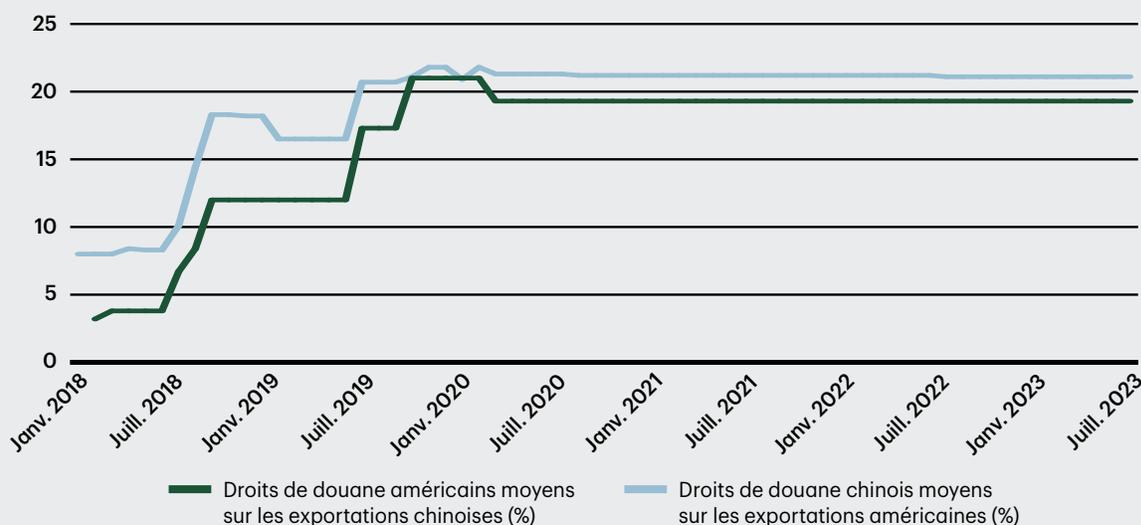
Elles devraient être similaires à celles de 2018-2019 et appliquées immédiatement, de façon proportionnelle. Cette fois, le principal levier de la Chine est sa domination au chapitre des minéraux critiques à double usage.

La Chine ne se laissera pas intimider et ripostera rapidement, comme cela s'est produit en 2018-2019 (**figure 10**).

Quels sont les secteurs américains qui risquent d'en pâtir? Les exportations des États-Unis vers la Chine comprennent principalement du pétrole, des produits agricoles (soya, maïs et poulet), des produits pharmaceutiques, des automobiles

et des aéronefs¹³. Par contre, cette fois, le principal levier de la Chine est sa domination au chapitre des minéraux critiques à double usage. Ces minéraux sont indispensables pour les secteurs américains de la production industrielle et de la défense, dans lesquels les importations chinoises représentent souvent 80 %.

Figure 10 : Advenant une hausse des droits de douane, la Chine réagira promptement et en nature.



Source : Bloomberg Finance L.P.

Quelles seront les répercussions de la hausse des droits de douane sur la croissance, l'inflation et les bénéfices des sociétés aux États-Unis?

Voici ce qui pourrait arriver : baisse de 0,4 à 0,8 pp du PIB des États-Unis, augmentation de 0,4 à 0,6 pp du niveau des prix à la consommation et repli de 4 à 8 \$ du bénéfice par action (BPA) des sociétés de l'indice S&P/TSX.

Nous prévoyons que l'escalade des droits de douane fera reculer le PIB des États-Unis de 0,4 à 0,8 pp. La limite inférieure (0,4 pp) correspond à l'impact des droits de douane de 2018-2019 sur les importations chinoises (selon les estimations du Peterson Institute for International Economics).

Toutes choses étant égales par ailleurs, nous nous attendons à ce que le niveau des prix à la consommation augmente de 0,4 à 0,6 pp¹⁴. Il s'agirait toutefois d'une hausse du niveau des prix, qui aurait un effet beaucoup moins important sur l'inflation. Les droits de douane font monter les prix durablement seulement en cas de menaces soutenues d'autres hausses tarifaires et d'ancrage de celles-ci dans les attentes des consommateurs¹⁵.

Les bénéfices des sociétés américaines pourraient être fortement touchés. La mondialisation a joué un rôle important

dans l'accroissement des marges aux États-Unis ainsi que des revenus à l'étranger. Les marges des sociétés de l'indice S&P 500 pourraient céder de 25 à 50 points de base (pb), soit l'équivalent de 4 à 8 \$ de moins pour les estimations prévisionnelles du BPA. Depuis le mois d'octobre, les mentions des droits de douane dans les transcriptions des sociétés de l'indice S&P 500 ont triplé, surtout dans les secteurs cycliques et liés à la consommation (produits industriels, matériaux, consommation discrétionnaire, biens de consommation de base et soins de santé).

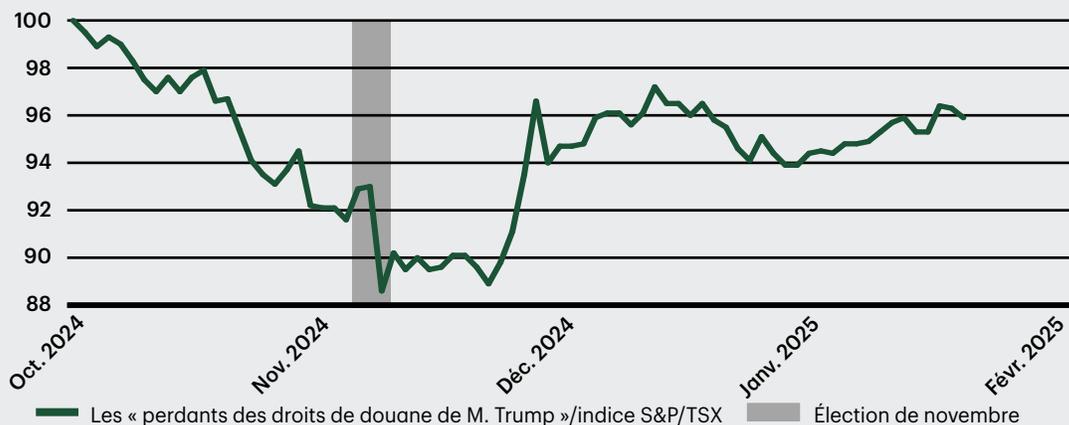
Néanmoins, en raison du niveau élevé d'incertitude, les droits de douane ne sont pas encore pleinement pris en compte dans les cours du marché (**figure 11**).

¹³ En 2018-2019, M. Trump a autorisé l'octroi de 28 milliards de dollars à des agriculteurs américains (dont 70 % dans la culture du soya) pour compenser leurs pertes dues aux représailles commerciales chinoises. Cela représentait une part importante des recettes tarifaires.

¹⁴ Calculs : les importations comptent pour environ 11 % des dépenses personnelles de consommation aux États-Unis (c'est-à-dire 2 200 milliards de dollars divisés par 20 200 milliards de dollars) et les droits de douane effectifs moyens sont actuellement de 1,5 %. Si ces droits de douane augmentaient de 4 pp, le niveau des prix des dépenses personnelles de consommation progresserait d'un peu plus de 0,4 pp (en supposant une faible substitution à court terme des produits importés plus chers).

¹⁵ Pour une estimation des effets sur les prix de divers produits, veuillez consulter : « The Economic and Fiscal Effects of the Trump Administration's Proposed Tariffs », The Budget Lab at Yale, 31 janvier 2025.

Figure 11 : Les menaces tarifaires de Donald Trump ne sont pas encore prises en compte dans le cours des actions.



Source : Bloomberg Finance L.P.

Remarque : Par « perdants des droits de douane de M. Trump », on entend un panier de 38 actions qui sont susceptibles de perdre de la valeur si des droits de douane sont mis en place.

Quel pourrait être l'effet des droits de douane sur le dollar américain?

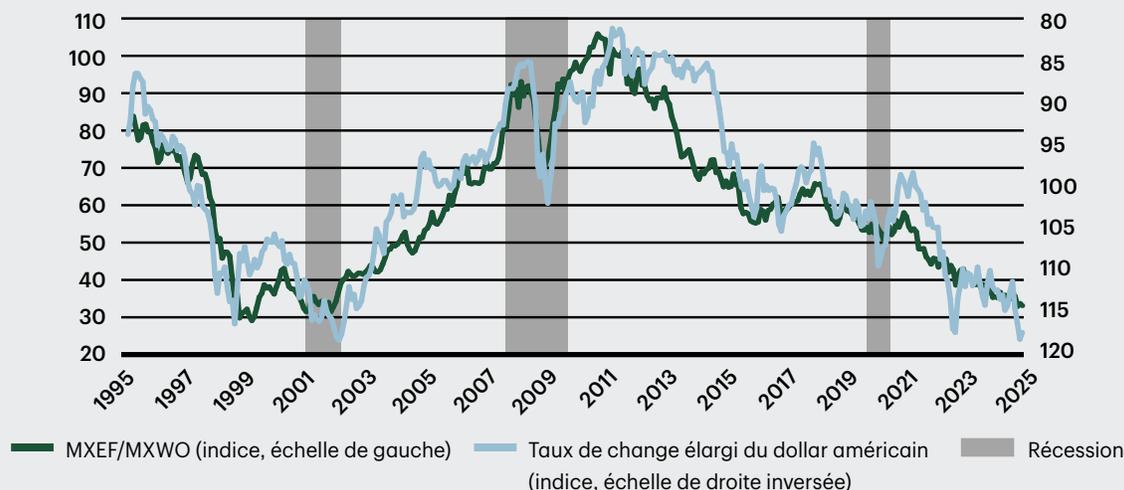
Il est probable que le billet vert s'apprécie à court terme, mais celui-ci est extrêmement surévalué.

Le secrétaire du Trésor, Scott Bessent, a déclaré que, par le passé, l'effet des droits de douane a été compensé à hauteur de 40 à 50 % par l'appréciation de la devise. C'est légèrement plus que le consensus des économistes selon lequel le taux de change entre le dollar américain et le yuan a absorbé environ 30 % de l'impact en 2018-2019. Peu importe le pourcentage exact, nous nous attendons à ce que les droits de douane supplémentaires fassent grimper le dollar américain encore plus. Notre cas de figure s'appuie sur trois facteurs fondamentaux : la dynamique des taux d'intérêt, qui est le principal moteur à court terme des monnaies comparables; la vulnérabilité de certains pays, comme la Chine, qui comptent sur les exportations pour leur croissance; et le

rôle d'équilibre des devises dans la balance des paiements. Cela dit, le dollar américain a déjà gagné 6 % depuis le début d'octobre, ce qui donne à penser que son cours reflète déjà partiellement les scénarios prospectifs.

Un billet vert plus fort implique des conditions financières plus strictes, et pas seulement aux États-Unis. Les pays émergents sont particulièrement vulnérables au resserrement des marchés de financement et au fardeau accru d'une dette libellée en dollars américains (**figure 12**). Par ailleurs, l'appréciation du dollar américain est négative pour les actions en général, mais surtout dans les secteurs cycliques, comme celui des matériaux.

Figure 12 : L'appréciation du dollar américain exerce une pression baissière sur les marchés émergents (corrélation de -91 % depuis 1995).



Source : Bloomberg Finance L.P.

L'administration Trump peut-elle faire quelque chose contre la surévaluation du dollar?

Oui, mais cela serait extrêmement difficile, prendrait des années et pourrait causer une énorme volatilité sur les marchés. Il est donc probable que le billet vert grimpe encore plus haut avant de redescendre brutalement.

Le président Trump râle contre la valeur exorbitante du dollar américain et prétend que c'est l'une des principales causes de la désindustrialisation des États-Unis. Il est difficile de ne pas être d'accord avec lui sur ce point. Le dollar américain se trouve à un sommet depuis celui atteint juste avant les accords du Plaza, en 1985 (figure 13). Cette situation est en partie attribuable aux politiques de la Chine et d'autres pays du nord-est de l'Asie visant à maintenir leur monnaie sous-évaluée afin de subventionner les exportations. De telles politiques de dépréciation monétaire risquent d'être de plus en plus montrées du doigt au cours du présent mandat présidentiel de M. Trump. Cependant, une répétition des accords multinationaux du Plaza (1985) et du Louvre (1987), le premier pour faire baisser le dollar américain et le second pour mettre fin à sa dégringolade, serait impensable dans le monde G-zéro d'aujourd'hui (un ordre mondial dans lequel

aucun pays ni aucune alliance durable de pays ne peut relever les défis du leadership planétaire).

Comme l'a souligné le président du Council of Economic Advisers du gouvernement Trump, les États-Unis ont historiquement adopté des approches multilatérales en matière d'ajustement des devises¹⁵. Pour cela, il faudrait toutefois pouvoir compter sur la coopération active de partenaires commerciaux comme la Chine, ce qui suppose un accord de Mar-a-Lago (ou un accord multinational visant la dépréciation du dollar américain), une perspective très peu probable dans le contexte actuel. Il existe également des outils unilatéraux, comme la taxation des titres du Trésor détenus par la Chine et d'autres pays, mais de telles options entraîneraient une augmentation structurelle de la volatilité des marchés et intensifieraient les efforts pour trouver des solutions de rechange au système financier basé sur le dollar américain¹⁶.

Figure 13 : Le dollar est extrêmement surévalué; il se situe actuellement 30 % au-dessus de la moyenne de 1987 à 2025.



Source : Bloomberg Finance L.P.

Les économistes détestent les droits de douane : que manque-t-il à leurs modèles de laisser-faire?

Les économistes mettent l'accent sur l'efficacité et laissent les marchés opérer leur magie à moins qu'il y ait une raison évidente d'intervenir. En ce qui concerne les droits de douane, le principal motif est la vulnérabilité de certaines chaînes d'approvisionnement critiques (par le passé, il s'agissait seulement de l'armement et de l'agriculture, mais aujourd'hui, cela englobe les semi-conducteurs, l'énergie et les fournitures médicales essentielles). Certains économistes soutiennent que les modèles devraient reconnaître le fait que les consommateurs sont aussi des producteurs et permettre aux droits de douane de jouer un rôle pour inciter des pays comme la Chine à rééquilibrer leur économie.

Le libre-échange est ce qui se rapproche le plus d'une valeur universellement partagée par les économistes. Et ce n'est pas difficile de comprendre pourquoi, les économistes estimant

qu'il a fait progresser le PIB des États-Unis dans une mesure allant jusqu'à 8 %¹⁸. Or, nous sommes d'avis que son effet est nettement sous-estimé, car il ne tient pas compte

¹⁶ « A User's Guide to Restructuring the Global Trading System », par Stephen Miran, novembre 2024.

¹⁷ « Underground Empire: How America Weaponized the World Economy », par H. Farrell (Johns Hopkins) et coll., 2023.

¹⁸ « The U.S. Gains from Trade », par A. Costinot (MIT) et coll., *Journal of Economic Perspectives*, 2018.

de plusieurs canaux clés (qui sont, certes, difficiles à évaluer de façon empirique). Par exemple, comparativement aux entreprises purement nationales, celles qui exportent sont plus novatrices et productives, parce qu'elles sont confrontées à une plus grande concurrence et sont davantage exposées aux nouveaux produits et aux nouvelles techniques.

Quoi qu'il en soit, le consensus du *laisser-faire* parmi les économistes commence à s'effriter. L'avantage comparatif est bien entendu un critère essentiel pour les décisions de production et les tendances commerciales, mais uniquement dans une économie mondiale sans risque¹⁹. Dans un contexte de vulnérabilité croissante des chaînes d'approvisionnement et d'augmentation des risques qui pèsent sur elles, on s'entend de plus en plus pour dire que l'efficacité économique doit faire partie du processus décisionnel, mais ne pas être la seule considération.

La théorie de Ricardo tient-elle toujours la route dans un monde où les chaînes logistiques sont fragiles et où la sécurité nationale est menacée?

Les chaînes d'approvisionnement sont vulnérables aux conflits géopolitiques (comme au Moyen-Orient, en Ukraine et potentiellement à Taïwan), aux catastrophes naturelles (comme le tsunami de 2011 au Japon) et aux pandémies (comme celle de la COVID-19). Cela a toujours été le cas, surtout dans les secteurs critiques comme l'armement et l'agriculture. Toutefois, au cours de la dernière décennie, la liste des secteurs considérés comme cruciaux pour la sécurité nationale s'est allongée pour inclure les semi-conducteurs, l'énergie, la chaîne logistique des véhicules électriques et les fournitures médicales essentielles. Autrement dit, la théorie de Ricardo est toujours valable, mais nous devons trouver un équilibre entre, d'une part, l'avantage comparatif et l'efficacité économique et, d'autre part, les impératifs de résilience et de sécurité.

Qu'est-ce que le nouvel ordre économique mondial au juste?

Avec la montée de la Chine, nous sommes passés d'un monde unipolaire à un monde bipolaire, les deux pays étant déterminés à dominer les industries de l'avenir. De plus, la vulnérabilité croissante des chaînes d'approvisionnement et la forme extrême de mercantilisme de la Chine ont contraint les États-Unis à adopter des politiques industrielles et tarifaires.

Les présidents Donald Trump et Xi Jinping sont résolus à redéfinir l'ordre économique mondial, mais ont des idées bien différentes sur ce que cela signifie. En tout cas, les deux superpuissances s'entendent sur deux points : les industries de l'avenir orbiteront autour des technologies numériques, l'intelligence artificielle et la fabrication de pointe; et la domination de ces industries est essentielle à la vigueur économique et à la sécurité nationale. Aux yeux des investisseurs, cette situation est à l'origine du contexte macroéconomique le plus perturbateur et le plus difficile depuis la fin de la première Guerre froide.

De plus, une minorité d'économistes affirment que les gouvernements doivent reconnaître que les consommateurs sont également des producteurs²⁰. La logique veut qu'une délocalisation excessive puisse amoindrir les salaires de la classe ouvrière et paralyser la consommation. La théorie économique laisse entendre que cette situation est acceptable (optimum de Pareto), car les perdants de la mondialisation peuvent être mutés ou formés pour occuper d'autres postes, mais dans la réalité, cela se produit rarement. En outre, de nombreuses collectivités sont brisées, comme ce fut le cas lors du choc chinois de 2000 à 2007. À mesure que les infrastructures locales se détériorent et que les compétences s'atrophient, il devient de plus en plus difficile de rebondir, ce qui entraîne de longues périodes de ralentissement économique.

Par ailleurs, certains économistes avancent que les droits de douane peuvent inciter les États-Unis et la Chine à rééquilibrer leur économie. L'économie américaine souffre d'une surconsommation, d'un faible niveau d'épargne et d'une part décroissante de l'industrie manufacturière. La Chine a le problème inverse : un surinvestissement et une capacité excédentaire, qui se traduisent par des déséquilibres commerciaux massifs à des lieues du libre-échange tel qu'on l'entend dans les fondements de l'économie. Michael Pettis soutient que les droits de douane, de même que d'autres types de politiques industrielles, peuvent s'attaquer aux causes de ces conditions et contribuer à les renverser.

Enfin, si les droits de douane gagnent le débat, c'est parce que les autres options politiques ne sont pas réalistes. Dans un monde idéal, le FMI imposerait des rajustements de devises et l'OMC ferait respecter le commerce équitable. Cependant, l'expérience des 20 dernières années a poussé les Américains jusqu'au mépris des organisations multilatérales.

Avec la montée de la Chine, nous sommes passés d'un monde unipolaire à un monde bipolaire. Or, la Chine s'affirme de plus en plus, insistant sur le fait que sa prospérité économique et militaire lui vaut une voix proportionnelle dans l'établissement des règles et des institutions du nouvel ordre économique mondial. À bien des égards, c'est tout à fait raisonnable. Toutefois, depuis l'ascension du président Xi Jinping en 2012, la Chine a adopté une série de politiques mercantilistes qui sont incompatibles avec les normes de l'OMC. Le résultat escompté était une croissance axée sur les exportations pour compenser la faiblesse de la consommation intérieure et l'implosion du secteur immobilier. Malheureusement, le comportement mercantiliste de la Chine a sapé l'appui au libre-échange et l'OMC a sombré dans l'insignifiance.

¹⁹ « Is comparative advantage valid in a geopolitical world », par Richard Baldwin, IMD, janvier 2025.

²⁰ « Economists' Way Out of the Wilderness: They must stop treating production as an afterthought », par J. Galbraith, U Texas, 2025.

Les deux mastodontes considèrent maintenant l'interdépendance comme un risque pour les chaînes d'approvisionnement mondiales et la sécurité nationale, particulièrement dans le cas des semi-conducteurs, de l'énergie, de la chaîne logistique des véhicules électriques, des fournitures médicales essentielles et de la défense. Pour les États-Unis, le nouvel ordre économique mondial se caractérise par un rôle beaucoup plus expansif et intrusif, avec un accent prononcé sur la sécurité nationale et la résilience, et nettement moins d'importance accordée à l'avantage comparatif et à l'efficacité du marché.

Les conséquences pour les investisseurs d'une politique commerciale accordant la priorité aux États-Unis

Nous entrons dans une nouvelle ère de droits de douane élevés. Même si les droits de douane font les manchettes depuis des mois maintenant, selon nous, les marchés ne les ont pas encore intégrés. Notre hypothèse de base est la suivante : les droits de douane devraient entraîner une baisse de 0,4 à 0,8 pp du PIB des États-Unis, une augmentation de 0,4 à 0,6 pp du niveau des prix à la consommation et un repli de 4 à 8 \$ du BPA des sociétés de l'indice S&P/TSX. Les secteurs les plus touchés seront sans doute les secteurs cycliques et ceux liés à la consommation, soit les produits industriels, les matériaux, la consommation discrétionnaire, les biens de consommation de base et les soins de santé. En outre, nous nous attendons à ce qu'environ le tiers des contrecoups des droits de douane soit compensé par la vigueur du dollar américain.

Nous sommes d'avis que les droits de douane seront au cœur des préoccupations relatives aux investissements jusqu'en 2028. Toutefois, nous devons faire preuve de prudence dans l'analyse isolée de leurs répercussions. Le programme global de M. Trump est favorable à la croissance et axé sur les technologies, la déréglementation et la réduction des impôts. Nous traiterons de chacun de ces sujets au cours des prochains mois, et nous croyons que les politiques en matière de technologies et de déréglementation pourraient avoir une incidence particulièrement importante.

Nous nous attendons à une volatilité supérieure à la tendance pour les actions, les taux d'intérêt et les taux de change du fait de la transition vers un nouvel ordre mondial, coïncidant avec l'accélération de deux tendances, le numérique et l'IA, et la montée des tensions géopolitiques. À nos yeux, ce contexte macroéconomique est le plus perturbateur et le plus difficile depuis la fin de la première Guerre froide. Par conséquent, les investisseurs devraient rester prudents face à la forte concentration actuelle des marchés boursiers. Nous croyons que les investisseurs peuvent tirer profit d'un portefeuille plus diversifié, tant de part et d'autre de la frontière que du point de vue sectoriel, tout en continuant de privilégier les sociétés qui génèrent des flux de trésorerie disponibles durables et dont la répartition du capital est de niveau supérieur.



Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (Epoch TD). GPTD exerce ses activités au Canada et Epoch TD, aux États-Unis. Ces deux entités sont des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

Les renseignements aux présentes ont été fournis par GPTD/Epoch TD à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun.

Les produits de GPTD et d'Epoch TD sont également offerts par l'intermédiaire d'un réseau de distributeurs affiliés et non affiliés. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec nos partenaires de distribution.

Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci.

Toute discussion ou opinion générale contenue dans ce document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer.

Les titres mentionnés peuvent constituer ou non un placement actuel d'une stratégie. Toute référence à une société donnée indiquée aux présentes ne constitue pas une recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver des titres d'une telle société, ni une recommandation d'investir directement dans une telle société.

Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.