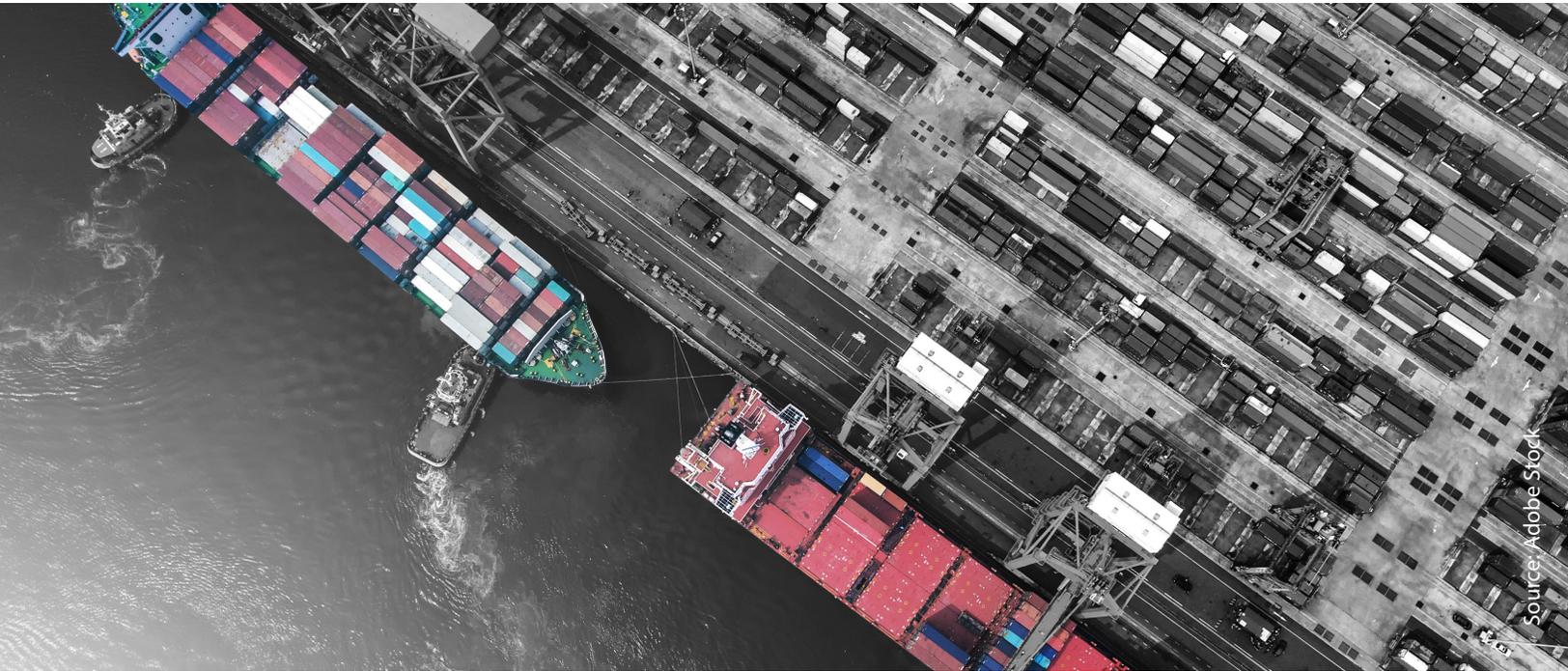


Tarifs : après la peur, l'enthousiasme

Comment les marchés ont cessé de craindre les tarifs

Résumé : La forte volatilité des marchés du début du mois d'avril a été suivie d'un regain de confiance des investisseurs au cours de l'été, et ce même si les tarifs appliqués actuellement par les États-Unis ressemblent beaucoup à ceux annoncés le « Jour de la libération ». Dans le présent article, l'équipe des titres à revenu fixe de Beutel Goodman décortique ce revirement ainsi que les effets que les tarifs douaniers pourraient encore avoir sur l'économie à long terme.



31 juillet 2025

Par l'équipe des titres à revenu fixe de Beutel Goodman

Les marchés semblent avoir bouclé la boucle depuis le « Jour de la libération » du gouvernement américain, le 2 avril. Après un affolement marqué par des ventes massives, les investisseurs ont eu un regain d'optimisme, confirmé par des données économiques positives. Ce revirement témoigne de la résistance et de la capacité d'adaptation des marchés mondiaux face aux barrières commerciales, mais démontre également leur propension à être complaisants et à ignorer certains changements significatifs dans les fondamentaux. Nous nous trouvons donc à la croisée des chemins entre trois récits de marché dominants :

- un boom économique dû à la déréglementation et aux dépenses publiques;
- la crainte d'un ralentissement au niveau mondial;
- une stagflation (le scénario selon lequel les prix augmentent et l'économie ralentit).

Fluctuation des cours : de la panique à la reprise

Les marchés ont réagi rapidement et négativement au Jour de la libération, reflétant la profonde incertitude concernant les droits de douane et les restrictions sur le commerce mondial. Du 25 mars au 8 avril, les actions ont chuté de façon spectaculaire, l'indice S&P 500 perdant plus de 13,5 %. Les écarts de crédit se sont considérablement élargis au cours de cette période – les écarts de l'indice Bloomberg U.S. BBB ont augmenté de 36 points de base, et ceux de l'indice Bloomberg Canada BBB, de 16 points de base. De même, les rendements des obligations du Trésor américain à 10 ans ont chuté de 32 points de base entre le 25 mars et le 4 avril, ce qui est un signe classique d'une fuite vers les valeurs refuges.

L'optimisme a rapidement refait surface après l'annonce par l'administration américaine d'une suspension de 90 jours de l'entrée en vigueur des tarifs, ce qui a permis aux marchés de s'adapter à la nouvelle réalité commerciale. Depuis les creux du 8 avril jusqu'au 31 juillet, les marchés boursiers se sont nettement redressés, le S&P 500 ayant gagné 27 %. Les écarts de crédit ont également connu un important resserrement pendant cette période, notamment de 50 points de base pour l'indice Bloomberg U.S. BBB et de 43 points

de base pour l'indice Bloomberg Canada BBB par rapport à leurs maximums. De même, les taux d'intérêt ont rebondi par rapport à leur niveau plancher du 4 avril, avec notamment une hausse de 38 points de base jusqu'au 31 juillet aux États-Unis. Cette reprise spectaculaire souligne la rapidité avec laquelle les marchés ont modifié leur perception de l'impact des barrières commerciales.

Si les prix du marché sont revenus à leurs niveaux d'avant le Jour de la libération, les réalités fondamentales ont quant à elle nettement changé. Au moment d'écrire ces lignes, le niveau des tarifs reste comparable à celui instauré le 2 avril (voir la figure 1). La complaisance des marchés s'explique sans doute par les volte-face successives de la politique commerciale et les reports à répétition des menaces tarifaires, qui brouillent les perspectives quant à leur niveau final et à la durée de leur application. Une autre possibilité est que les barrières commerciales et les droits de douane, initialement perçus comme une menace existentielle pour le commerce mondial, sont désormais perçus comme un facteur connu et gérable de la conjoncture, comme les autres objectifs de l'administration américaine décrits dans la loi « [One Big Beautiful Bill](#) », dont la déréglementation et les réductions d'impôts.

Figure 1. Tarifs annoncés le Jour de la libération (le 2 avril) par rapport à leur niveau actuel (au 31 juillet).

Le tableau compare les taux des droits de douane du « Jour de la libération » aux niveaux actuels, établis à partir des annonces officielles du gouvernement et des récents accords commerciaux. Dans la plupart des cas, ces nouveaux accords annoncés ces derniers mois restent très proches des niveaux du « Jour de la libération », lesquels avaient déclenché une spectaculaire vente massive des actifs à risque.

Tarifs annoncés le Jour de la libération (le 2 avril) par rapport à leur niveau actuel			
Pays	Tarif du Jour de la libération	Tarif actuel	Différence
Chine	34 %	30 %	-4 %
Union européenne	20 %	15 %	-5 %
Royaume-Uni	10 % (tarif de base)	10 %	0 %
Japon	24 %	15 %	-9 %
Inde	26 %	25 %	-1 %
Vietnam	46 %	20 %	-26 %
Indonésie	32 %	19 %	-13 %
Philippines	17 %	19 %	+2 %
Thaïlande	36 %	19 %	-17 %
Corée du Sud	25 %	15 %	-10 %
Taïwan	32 %	20 %	-12 %
Suisse	31 %	39 %	+8 %

Tarifs annoncés le Jour de la libération (le 2 avril) par rapport à leur niveau actuel			
Pays	Tarif du Jour de la libération	Tarif actuel	Différence
Canada	25 % (sur les produits non conformes à l'ACEUM)	35 % (les produits conformes à l'ACEUM sont exemptés)	+10 %
Mexique	25 % (sur les produits non conformes à l'ACEUM)	25 % (les produits conformes à l'ACEUM sont exemptés)	0 %
Brésil	10 % (tarif de base)	10 % (avec menace d'un tarif réciproque de 50 %)	0 %
Australie	10 % (tarif de base)	10 %	0 %
Malaisie	10 % (tarif de base)	19 %	+9 %
Argentine	10 % (tarif de base)	10 %	0 %
Turquie	20 %	15 %	-5 %
Singapour	10 % (tarif de base)	10 %	0 %

Sources : Beutel, Goodman & Compagnie Ltée, whitehouse.gov au 31 juillet 2025.

Interpréter les données : sentiment ou réalité

Depuis le 2 avril, les données économiques ont montré une divergence notable entre les données « subjectives », fondées sur les sentiments, et les mesures économiques « objectives ». Les données subjectives proviennent principalement de sondages et reflètent les perceptions du marché et des consommateurs. La valeur des données subjectives est qu'elles portent sur l'avenir et peuvent nous donner des indices sur la direction de l'économie. Elles ne sont cependant pas toujours fiables. Bien que les ralentissements économiques soient presque toujours précédés d'une faiblesse des données subjectives (les faux négatifs sont rares), celles-ci peuvent souvent fléchir sans être suivies d'un ralentissement (les faux positifs ne sont pas rares). Les données objectives, en revanche, sont plus fiables, car elles mesurent les performances économiques passées. Leur inconvénient est qu'elles ne sont connues qu'après coup. Il faut en outre tenir compte d'un délai de publication, ou s'attendre à des révisions importantes bien après la date de publication initiale. Cela signifie que des signaux peuvent être émis trop tard pour permettre aux investisseurs d'agir.

Données subjectives : un lent regain de confiance

Les indicateurs des données subjectives se sont gravement détériorés après le Jour de la libération, qui donnait à croire qu'une stagflation ou une récession nous attendait. L'indice des directeurs d'achat (PMI) de

l'Institute for Supply Management (ISM) a plongé bien en dessous du seuil de contraction de 50 points et, bien qu'il se soit redressé depuis, est toujours en territoire négatif. L'enquête sur la confiance des consommateurs du [Conference Board](#) est tombée à des niveaux comparables à ceux de la pandémie en avril, pour finir par se redresser au cours des deux derniers mois, mais elle reste à des niveaux historiquement bas.

Les enquêtes sur les attentes à l'égard de l'inflation continuent à signaler des pressions élevées sur les prix. Au Canada, l'[Enquête sur les perspectives des entreprises](#) de la Banque du Canada a reflété un pessimisme clair en ne montrant qu'une amélioration modeste, son score passant de -25 en mai à -12 en juillet, signe que les entreprises canadiennes demeurent prudentes.

Dans l'ensemble, ces enquêtes révèlent qu'une forte inquiétude a pris après le Jour de la libération, suivie d'un regain de confiance graduel, qui reste toutefois en deçà des niveaux observés avant le 2 avril.

Données objectives : résilience de l'activité économique

Les données objectives vont à l'encontre du pessimisme exprimé par les données subjectives et démontrent une certaine résilience, aux États-Unis comme au Canada. Aux États-Unis, les ventes au détail ont augmenté de 0,6 % en juin (source : U.S. Census Bureau) et la production

industrielle, de 0,3 % (source : Réserve fédérale américaine), ce qui indique que la consommation et l'activité manufacturière se maintiennent. Au Canada, les dépenses des ménages se montrent également solides, les ventes au détail ayant vraisemblablement augmenté de 1,6 % en juin (source : Statistique Canada).

Sur le marché du travail, le Canada a gagné 83 100 emplois (+0,4 %) en juin et le taux de chômage a baissé à 6,9 % (source : Statistique Canada). Aux États-Unis, les offres d'emploi restent nombreuses et les licenciements peu fréquents; en juillet, on a enregistré en moyenne 221 000 demandes initiales de prestations de chômage. Cependant, des signes de ralentissement commencent à émerger, surtout après d'importantes révisions à la baisse des chiffres de l'emploi, qui montrent une diminution de 258 000 postes pour mai et juin. Les révisions à la baisse sont parfois le signal d'une faiblesse sous-jacente du marché de l'emploi. Le taux de chômage aux États-Unis reste cependant faible, à 4,2 % en juillet (source : U.S. Bureau of Labor Statistics).

Il est intéressant de noter que si l'inflation globale a augmenté, elle ne l'a pas fait de manière spectaculaire en dépit de la forte augmentation des droits de douane et des fluctuations monétaires. L'IPC global des États-Unis a affiché une hausse modeste de 0,3 % en juin. Les prix à l'importation de base et l'inflation des prix de production sont restés stables d'un mois sur l'autre, ce qui indique que l'incidence de l'augmentation

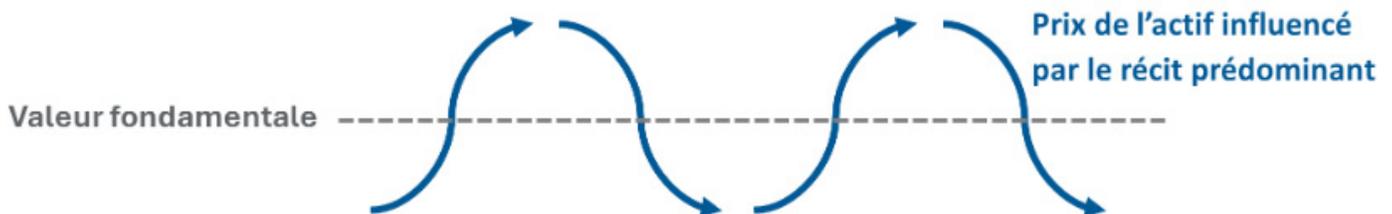
des droits de douane a été limitée (source : Bureau of Labor Statistics). Il y a toutefois des répercussions évidentes au niveau de l'inflation des biens de base, qui a augmenté de 0,2 % en juin. Il est probable que les pressions haussières sur l'inflation se maintiennent pendant quelques trimestres, le temps que les entreprises transmettent progressivement les coûts des tarifs aux consommateurs.

Optimisme ou pessimisme? Le conflit entre récits et fondamentaux

Les fluctuations des marchés sont souvent autant attribuables à l'émotion qu'à l'économie, mais sur le long terme, ce sont invariablement les fondamentaux qui déterminent la direction prise. Depuis le 2 avril, les marchés ont oscillé d'un côté à l'autre de la valeur fondamentale, basculant entre crainte et cupidité, en phase avec les vagues narratives (voir la figure 2), comme nous l'avons décrit précédemment dans notre article intitulé [Comment les récits narratifs façonnent les marchés](#). Dans un premier temps, les marchés ont été gagnés par un pessimisme alimenté par les enquêtes et les données subjectives. Toutefois, avec la stabilité des données objectives et les nombreuses mesures de soutien mises en place, les actifs à risque ont rebondi et le marché a adopté une perspective optimiste, malgré l'annonce de nouveaux tarifs douaniers.

Figure 2. Vague narrative.

Le graphique suivant montre une ligne pointillée horizontale, qui représente la valeur fondamentale relativement stable d'un actif. La vague bleue formée de segments de ligne représente les récits qui font passer le prix des actifs en dessous ou au-dessus de la ligne de la valeur fondamentale.



Source : Beutel, Goodman & Compagnie Itée. Ce graphique est une représentation stylisée du prix des actifs lorsqu'ils s'éloignent de leur valeur fondamentale. Il doit être considéré comme un modèle et n'est pas représentatif des changements de prix exacts.

Parmi toutes ces fluctuations, trois récits narratifs se sont démarqués :

- Le récit d'une **réaccélération**, qui prévalait sur les marchés en juillet 2025, et selon lequel les tarifs sont un non-événement, car les économies savent s'adapter et faire preuve de résilience, et les impacts des tarifs seront plus compensés par une importante déréglementation et des mesures de relance budgétaire.
- Le récit d'une **Crainte d'un ralentissement**, mis de l'avant par certains analystes qui estiment que les marchés sont trop optimistes et font fi de la théorie économique classique/néoclassique selon laquelle les droits de douane réduisent intrinsèquement l'efficacité et ralentissent l'activité mondiale. Ce point de vue annonce un éventuel affaiblissement du marché du travail, un ralentissement économique et des baisses de taux d'intérêt.
- Le récit de la **stagflation** s'appuie quant à lui sur l'idée que les tarifs sont intrinsèquement inflationnistes, ce qui limite la capacité des banques centrales à réduire les taux lorsque les pressions sur l'inflation sont très tenaces. La hausse notable de l'or au deuxième trimestre 2025 s'inscrit dans cette perspective.

Notre point de vue est plus nuancé que les trois qui sont présentés ci-dessus, car nous considérons que chaque scénario a une part de validité. Ainsi, même si nous anticipons des hausses de prix dues aux tarifs, nous pensons qu'elles devraient être limitées. Selon nos estimations, la hausse des prix associée aux tarifs devrait entraîner une augmentation d'environ 0,5 % de l'indice PCE¹, ce qui serait perceptible, mais modeste par rapport à d'autres épisodes inflationnistes tels que la stagflation des années 1970 ou l'inflation de 8 % d'une année sur l'autre qui a suivi la pandémie. Cette augmentation maintiendra probablement l'inflation

¹ Nos prévisions de l'incidence de l'inflation aux États-Unis reposent sur les hypothèses suivantes : les importations représentent un peu plus de 10 % du PCE (source : Fed de San Francisco); un tarif effectif moyen de 12,5 % (10 points au-dessus des niveaux de 2024) répercuté à 50 % sur les prix (le reste étant absorbé par l'exportateur et la compression des marges) donne un impact estimé sur l'inflation d'environ 0,5 % : $10\% \times 10\% \times 50\% = 0,5\%$.

au-dessus des objectifs des banques centrales, ce qui limiterait leur capacité à assouplir les taux d'intérêt. En conséquence, nous pourrions observer une baisse de la production à court terme, entraînant ainsi une situation de croissance modérée.

Nous nous attendons également à d'autres moments difficiles le temps que l'économie mondiale s'adapte aux répercussions des droits de douane. Il faut garder à l'esprit que les droits de douane, à leur niveau actuel, rapportent déjà environ 27 milliards de dollars américains par mois au gouvernement fédéral américain; il est donc difficile de croire qu'ils n'aient aucun impact négatif sur la croissance économique mondiale. À l'heure actuelle, il est trop tôt pour savoir si ce sont les entreprises, les importateurs ou les pays exportateurs qui absorberont les coûts tarifaires en comprimant leurs marges ou si ces coûts finiront par se répercuter sur les prix à la consommation. Cela dit, nous pensons actuellement que l'économie devrait se révéler plus résiliente que ne le prévoit le récit de la crainte d'un ralentissement.

À plus long terme, nous considérons toujours que les perspectives sont prometteuses pour le Canada, grâce à sa politique monétaire relativement accommodante et à un taux tarifaire effectif (entre 5 et 8 %, selon les estimations) qui est nettement inférieur à la moyenne mondiale en raison des exemptions prévues par l'ACEUM. Les négociations commerciales entre les deux pays sont toujours en cours, ce qui pourrait modifier considérablement les perspectives pour le Canada.

Les trois ou quatre prochains mois seront déterminants pour départager ces points de vue. Quelques points de données clés, dont la publication peut suffire à remettre en cause le discours dominant, permettront de savoir si la dynamique des marchés sera fondée sur la crainte d'un ralentissement économique, les risques d'inflation ou une reprise de la croissance. Les signaux du marché du travail, tels que les demandes initiales de prestations de chômage aux États-Unis et les tendances de l'emploi au Canada, mettront à l'épreuve la résilience de l'économie. Les mesures de l'inflation, notamment les tendances que suivront l'IPC et les prix à l'importation, mettront en lumière les véritables répercussions des droits de douane, ce qui permettra de vérifier la validité de l'hypothèse de la

stagflation. Au-delà des trois ou quatre prochains mois, c'est le soutien budgétaire qui risque d'amortir le choc économique à moyen terme, d'où l'importance des données à court terme.

Quelle que soit la situation à court terme, nous sommes d'avis que ce sont les fondamentaux qui auront le dernier mot, et qu'avec le temps, les données objectives l'emporteront sur les fluctuations émotionnelles. C'est pourquoi nous sommes prêts à adapter nos perspectives en fonction de l'évolution des données et accordons beaucoup d'importance à la valeur de l'analyse fondée sur la recherche et à notre approche d'investissement disciplinée. 

© Beutel, Goodman & Company Ltée, 2025. Le présent document ne peut pas être vendu ou modifié sans le consentement écrit préalable de Beutel, Goodman & Company Ltée. Ces commentaires représentent les points de vue de Beutel, Goodman & Company Ltée à la date indiquée. Il ne s'agit pas d'une invitation à acheter ou négocier des titres. Beutel, Goodman & Company Ltée ne cautionne ni ne recommande les titres dont il est question dans le présent document. Le présent document n'a pas pour objet de proposer des conseils juridiques, financiers, comptables, fiscaux, de placement ou autres et ne doit pas être utilisé à ce titre.

L'indice S&P 500 (l'« Indice ») est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC et est utilisé sous licence par Beutel, Goodman et Compagnie Ltée. Tous droits réservés. S&P 500® est une marque de commerce déposée de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P »). S&P Dow Jones Indices LLC, S&P, leurs sociétés affiliées ou leurs concédants de licence tiers ne donnent aucune garantie ni ne font de déclaration, expresse ou implicite, concernant la capacité d'un indice, quel qu'il soit, à représenter fidèlement la catégorie d'actifs ou le secteur du marché qu'il est censé représenter, et aucune de ces entités ne saurait être tenue responsable des erreurs, omissions ou interruptions de tous ces indices ou de toutes les données connexes.

BLOOMBERG® est une marque commerciale et une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits de propriété sur les indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ou n'endosse pas ce matériel, ni ne garantit l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, ni ne fait aucune garantie, expresse ou implicite, quant aux résultats à en être obtenus et, dans la mesure maximale autorisée par la loi, ni n'assume aucune responsabilité en cas de blessures ou.

Certaines parties du présent rapport peuvent contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs sont des énoncés de nature prédictive, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou y font référence ou qui renferment des termes comme « s'attend », « prévoit », « a l'intention », « projette », « croit », « estime » et d'autres expressions prospectives semblables. En outre, toute déclaration effectuée au sujet de la performance future, des stratégies ou des perspectives ainsi que d'éventuelles mesures futures constitue également un énoncé prospectif. Les énoncés prospectifs sont fondés sur les attentes et les prévisions actuelles concernant les événements futurs et sont assujettis intrinsèquement, entre autres, à des risques, à des incertitudes et à des hypothèses, de sorte que les événements, les résultats, le rendement ou les perspectives réels pourraient démentir ceux qui sont exprimés ou implicites dans ces énoncés prospectifs ou en différer sensiblement.

Ces risques, incertitudes et hypothèses concernent notamment les facteurs généraux relatifs à l'économie, à la situation politique et au marché, les taux d'intérêt et les taux de change à l'échelle nationale et internationale, les marchés des actions et des capitaux, la concurrence des entreprises, les changements technologiques, les changements dans la réglementation gouvernementale, les procédures judiciaires ou réglementaires imprévues et les événements catastrophiques. Cette liste de facteurs importants n'est pas exhaustive. Veuillez examiner attentivement ces facteurs et d'autres avant de prendre des décisions de placement et ne pas vous fier indûment aux énoncés prospectifs. Beutel Goodman n'a pas l'intention expresse de mettre à jour les énoncés prospectifs, que ce soit en raison de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou d'autres éléments.