

## PERSPECTIVES ET STRATEGIES

5 DÉCEMBRE 2024

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

## Perspectives et stratégies pour décembre 2024 : Les marchés terminent une bonne année malgré les incertitudes

### Faits saillants macroéconomiques pour le mois de novembre

- Le mois de novembre a commencé par la victoire électorale de Trump et s'est terminé par ses menaces de tarifs douaniers de 25 % sur tous les produits canadiens. Les répercussions ultimes sur le Canada ne sont pas encore connues, mais nous nous attendons à ce que certains droits de douane aient un impact sur le commerce et exercent une pression sur le dollar canadien. Aux États-Unis, nous pourrions assister à un ralentissement de la croissance économique, à une augmentation des pressions inflationnistes, à un ralentissement des réductions de taux, à une baisse des impôts et à un renforcement des actions.
- Les chiffres de l'inflation canadienne pour le mois d'octobre ont été annoncés, montrant que l'indice des prix à la consommation (IPC) a rebondi un peu plus que prévu, remontant à 2,0 %, contre 1,6 % en septembre. Les mesures préférées de la Banque du Canada, à savoir l'IPC trimestriel et l'IPC médian, étaient respectivement de 2,6 % et de 2,5 %, contre 2,4 % et 2,3 % auparavant. Parallèlement à une croissance du PIB qui pourrait être plus forte au quatrième trimestre de l'année 2024, la réduction des taux de la Banque du Canada pourrait se ralentir.
- Un nouveau congé de taxe canadien de deux mois (TPS/TVH) sur certains articles et le remboursement proposé de 250 \$ pourraient temporairement stimuler le PIB avec quelques pressions inflationnistes, bien que les nuages tarifaires pourraient l'emporter sur tous les avantages.

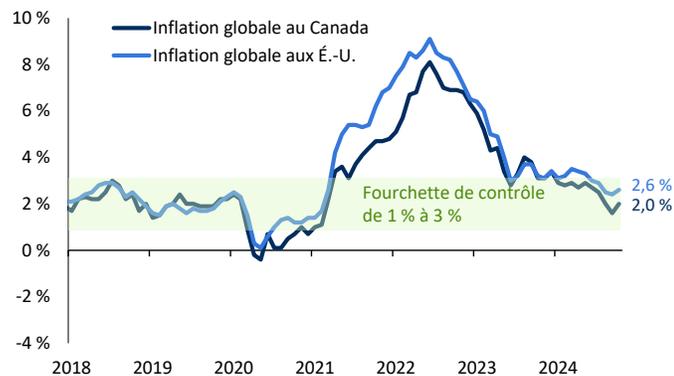
### Faits saillants sur les marchés financiers

- L'indice de référence canadien TSX Composite a progressé de 6,4 % en novembre, après avoir augmenté de 10,5 % au troisième trimestre de 2024, et de 25,8 % depuis le début de l'année, contre l'indice de référence américain S&P 500, qui a progressé de 5,9 % en novembre, après avoir augmenté de 5,9 % au troisième trimestre de 2024, et de 28,1 % depuis le début de l'année. Tous les chiffres représentent les rendements totaux en monnaie locale.
- L'étendue du marché a été un sujet important au cours du deuxième semestre de l'année 2024, les actions des petites et moyennes capitalisations ayant gagné en force grâce à une meilleure toile de fond économique sur les marchés américains, avec le début du cycle d'assouplissement des taux d'intérêt.
- Les secteurs canadiens qui se sont le mieux comportés en novembre sont les technologies de l'information (+28,3 %), services financiers (+7,5 %) et les l'énergie (+5,4 %), tandis que les services de communication (-7,0 %), matériaux (-2,9 %) et les l'immobilier (+1,0 %) ont été les plus faibles.

### À venir

- Nous prévoyons que l'assouplissement des taux se poursuivra au Canada jusqu'à la fin de l'année, avec une nouvelle réduction de 25 points de base le 11 décembre, bien que tout affaiblissement des données sur l'emploi (prévu pour le 6 décembre) pourrait augmenter la probabilité d'une réduction de 50 points de base. Nous prévoyons de nouvelles réductions de 25 points de base jusqu'en 2025, jusqu'à ce que le taux directeur atteigne 2,75 % lors de la réunion du 16 avril.
- Nous prévoyons de nouvelles pressions à la baisse sur l'inflation; l'économie canadienne fonctionnant en dessous de son potentiel.
- Les attaques de Trump sur les médias sociaux, les menaces tarifaires et les négociations bilatérales sont susceptibles d'accroître la volatilité et l'anxiété auprès des investisseurs (canadiens) au cours des deux prochains mois, jusqu'à ce que nous évaluions dans quelle mesure il convient de prendre au sérieux les récentes déclarations après l'investiture du 20 janvier.

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



Source: FactSet; Raymond James Ltd.; données au 31 octobre 2024. Variations saisonnières non corrigées.

graphique 2 - La victoire de Trump a alimenté la reprise du dollar américain



Source: FactSet; Raymond James Ltd.; données au 30 novembre 2024.

## Résumé

Une citation me trotte dans la tête récemment. Elle provient du célèbre économiste John Maynard Keynes; « Le marché peut rester irrationnel plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable. » Le premier point que j'en retiens est le plus évident : malgré les suppositions de nombreuses personnes au sujet de l'étirement des valorisations sur les marchés boursiers américains, et citant la position de trésorerie exceptionnelle de Warren Buffet, le contexte économique et les perspectives de bénéfices des entreprises pourraient soutenir la poursuite de cet état pendant un certain temps. La deuxième raison pour laquelle la citation semble résonner en ce moment est si nous prenons en compte l'esprit de la citation, car elle pourrait refléter l'environnement politique actuel. Plus précisément, je réfléchis à la façon dont elle se rapporterait au récent message du président élu Trump sur les médias sociaux menaçant d'imposer des tarifs douaniers de 25 % sur toutes les marchandises entrant aux États-Unis en provenance du Canada. Cette menace peut sembler irrationnelle compte tenu de ses répercussions évidentes sur l'économie et les consommateurs américains. Même si nous ne nous attendons pas à ce qu'elle soit finalement exécutée comme annoncé, nous ne pouvons pas simplement écarter les dommages potentiels qu'une telle politique, même si elle est atténuée, pourrait infliger à l'économie canadienne. Les investisseurs devraient prendre ce coup de semonce comme un rappel de rester bien diversifié et dans leur tolérance au risque.

Avec du recul, alors que nous terminons 2024, nous pouvons résumer cette année à la fois comme déchirante et meilleure que prévue. Aux États-Unis, nous avons vécu l'une des élections les plus controversées de mémoire récente, mais nous en sommes sortis avec des messages forts des électeurs américains au sujet de leurs préoccupations, principalement au sujet de l'économie et de leur niveau de vie. Malgré ces inquiétudes, l'économie américaine a en fait été étonnamment résiliente, avec une croissance du PIB relativement élevée, un taux de chômage toujours faible et une inflation qui retourne à la tendance. La réinitialisation du niveau des prix après cette période de forte inflation a évidemment eu une incidence majeure sur plusieurs, mais le taux de croissance futur est presque revenu vers la cible. La Réserve fédérale doit maintenant trouver un équilibre dans la gestion de son taux directeur alors qu'elle tente de le ramener à un niveau neutre pour empêcher la croissance de trop ralentir, tout en continuant à essayer de retourner l'inflation vers la cible sans la laisser augmenter. Le travail de la Réserve fédérale pourrait devenir plus difficile si Trump donne suite à des programmes tarifaires massifs, car ils feraient en sorte que l'inflation soit de nouveau à la hausse, mais nous devons attendre pour évaluer la gravité et l'étendue de ces répercussions. Avec le contexte économique favorable et la croissance toujours forte des ventes et des bénéfices des entreprises, le marché boursier américain a continué d'être en hausse, soutenu en novembre par la « transaction Trump » et les attentes de baisse des impôts et de déréglementation. Bien que la croissance puisse être plus modérée au cours des 12 prochains mois et que les valorisations dans certains secteurs semblent tendues, le contexte général reste favorable à une année 2025 positive.

Les perspectives canadiennes ne sont pas aussi positives que les perspectives américaines. La croissance économique a été plus faible au nord de la frontière, et bien que nous ne voyions pas de signes de contraction qui nous mèneraient dans un scénario de récession, nous nous attendons toujours à une croissance faible en deçà du potentiel du pays. Cette situation se combine avec un taux de chômage plus élevé. La croissance démographique a joué un rôle important dans ces deux mesures, car un plus grand nombre de consommateurs ont fait augmenter le PIB. Bien qu'ajusté en fonction de la population, le PIB par habitant a montré des baisses dans cette approximation du niveau de vie. Le taux de chômage a augmenté, car un grand nombre de personnes sur le marché du travail sont incapables de se trouver un emploi. On s'attend à ce que les annonces récentes d'importantes restrictions en matière d'immigration imposées aux résidents permanents et temporaires ramènent la croissance de la population de plus de 3 % au cours des deux dernières années à un peu moins de 0 % au cours des deux prochaines années. Ces restrictions

semblaient conçues pour permettre au logement et à d'autres services de s'adapter passablement à la croissance démographique. La réduction de la population active atténuera probablement également une certaine pression à la hausse sur le taux de chômage, bien que cela puisse également augmenter les coûts de main-d'œuvre et, par conséquent, la pression inflationniste, qui devrait être plus que compensée par une baisse de l'inflation des frais de logement. Le résultat final sera probablement la poursuite de la désinflation et le ralentissement de la croissance économique, ce qui incitera davantage la BdC à continuer de baisser les taux d'intérêt.

Avant d'entrer dans des discussions plus détaillées sur l'économie et les marchés financiers, nous devrions probablement clarifier notre opinion sur les récentes menaces tarifaires. Au moment de commencer notre commentaire ci-dessus, nous étions surpris de voir un tarif aussi large et important mis en œuvre si rapidement alors que la source de la frustration des États-Unis semble résider davantage dans le Mexique et la Chine qu'avec le Canada. Cela étant dit, il serait également téméraire de balayer de telles menaces comme s'il s'agissait d'un bluff. Il est quelque peu rassurant de voir que le Canada s'est rapidement engagé à injecter plus d'argent dans l'Agence des services frontaliers du Canada et la GRC. Le Canada doit s'assurer que la justification de cette menace, et peut-être d'autres menaces jusqu'au 20 janvier, est traitée le plus rapidement possible. La Chambre de commerce du Canada a déjà publié une analyse<sup>1</sup> selon laquelle la menace précédente consistant en un tarif universel de 10 % réduirait le revenu réel de 0,9 % et la productivité du travail de près de 1 %. Les représailles tarifaires aggraveraient encore davantage les baisses du revenu canadien à 1,5 % et la productivité de 1,6 %. Un total de 25 % serait très important et entraînerait probablement le Canada dans une récession. Il y a une multitude de raisons pour lesquelles les tarifs douaniers ne sont pas mis en œuvre, surtout près du niveau indiqué, y compris la dépendance des États-Unis sur le pétrole canadien, mais le gouvernement fédéral ne peut risquer de ne pas être attentif aux préoccupations des États-Unis, principalement au sujet de la sécurité frontalière, qui a incité cette salve d'ouverture. Pour l'instant, les promesses et les menaces ne sont pas définitives, mais la discussion doit commencer avant que d'autres dommages ne soient causés. Les menaces seules, même si elles ne sont pas mises en œuvre, pourraient amener de nombreuses entreprises à suspendre les achats ou les décisions de placement d'affaires au cours des prochains mois, jusqu'à ce que des précisions soient fournies, peut-être en janvier ou même plus tard. Encore une fois, les investisseurs devraient profiter de cette occasion, avec leurs conseillers en placement, pour confirmer qu'ils sont bien diversifiés et positionnés dans leur tolérance au risque, surtout compte tenu du potentiel de volatilité à venir.

<sup>1</sup> Stephen Tapp, Partners in Prosperity: How the Canada-U.S. Trade Relationship Goes Beyond Buying and Selling, Chambre de Commerce du Canada, <https://businessdatalab.ca/publications/partners-in-prosperity/>

## Discussion macroéconomique canadienne

### Commerce et tarifs douaniers

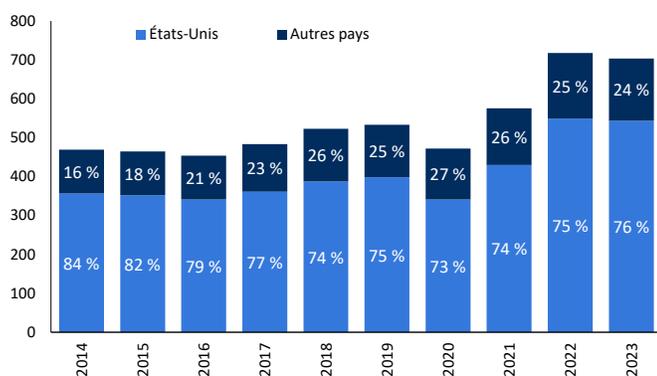
Avec l'élection américaine décidée et le président en faveur des tarifs douaniers qui devrait prendre ses fonctions dans un peu plus de deux mois, les tarifs douaniers ont usurpé l'inflation et les taux d'intérêt comme sujet du jour. L'importance de ce sujet ne peut être surestimée au Canada, mais nous devons être conscients de la nature transactionnelle du président élu Trump, qui utilise des menaces et une rhétorique pour obtenir des résultats directs et indirects. En ce qui concerne les menaces de grande portée qui visent à charger des tarifs douaniers à tous les pays, qui peuvent ou non inclure le Canada en raison de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) relativement au commerce, et peuvent ou non inclure des exemptions sur certaines industries sur lesquelles les États-Unis s'appuient, nous devons être prêts, mais toujours attendre et voir où les promesses se croisent avec la politique. Il est également possible que les tarifs douaniers soient utilisés comme punition ou incitation à contourner le non-respect par le Canada de ses obligations en matière de dépenses de défense en vertu des accords de l'OTAN. Les permutations sont vraiment vertigineuses. Il semble y avoir une croyance croissante aux États-Unis que la mondialisation et le libre-échange n'ont pas profité à l'Amérique (au moins autant qu'ils auraient dû), car ils ne créent pas d'emplois pour les Américains aux États-Unis. Le protectionnisme sera un thème pendant au moins les quatre prochaines années. Les dommages économiques et les pressions inflationnistes sont deux conséquences possibles des deux côtés de la frontière.

Le Canada est dans une position unique pour être à la fois lésé et favorisé par la poussée tarifaire de Trump. En dollars canadiens, le Canada dirige environ 77 % de ses exportations de biens vers les États-Unis, ce qui représente 544 milliards de dollars en 2023 (graphique 3), tandis que 439 milliards de dollars ont été versés des États-Unis sous forme d'importations au Canada. Les États-Unis sont donc de loin le plus important partenaire commercial du Canada. L'énergie est la composante la plus importante de ces exportations canadiennes de biens, à 22 % ou 158 milliards de dollars en 2023 (graphique 4), y compris 151 milliards de dollars de pétrole et de gaz, suivis des automobiles et des pièces à 128 milliards de dollars. Le statut du Canada au sein de l'ACEUM pourrait lui permettre d'être avantagé si les États-Unis sont rigides avec le reste du monde, à condition que nous puissions travailler en étroite collaboration avec notre voisin pour conserver ou retrouver un accès préférentiel à mesure que ces barrières tarifaires sont mises en place. La plus récente menace tarifaire de 25 % de Trump, applicable à toutes les marchandises en provenance du Mexique et du Canada, est très probablement un coup de semonce visant à accélérer les discussions et à forcer le Canada à

faire des concessions et à prendre des mesures rapides sur la sécurité frontalière, et probablement les dépenses de défense dans son ensemble. Malheureusement, en raison de l'asymétrie des dommages potentiels et immédiats à l'économie, le Canada doit prendre l'initiative de répondre aux préoccupations de Washington. Le Canada a réagi rapidement en s'engageant à augmenter le financement de l'ASFC et de la GRC, mais nous nous attendons à ce qu'il s'agisse d'un processus continu à long terme et qu'il soit probable que de nombreux problèmes supplémentaires et différents feront surface au fur et à mesure que nous progresserons.

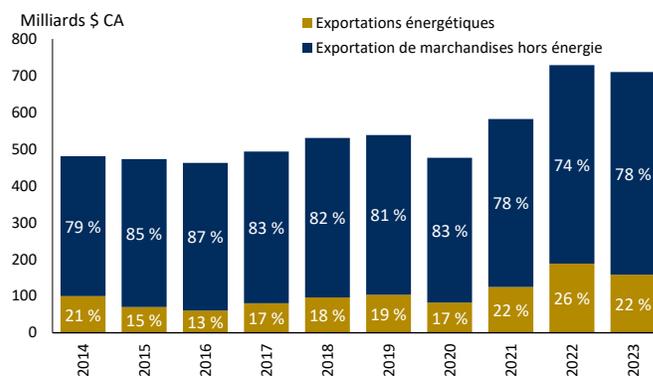
**L'énergie sera un secteur très important et intéressant à surveiller ici.** Promettant un nouvel âge d'or de la croissance et de la faible inflation, nous doutons que président Trump voudra que les Américains se plaignent de la hausse des prix à la pompe. Avec la pression sur les prix du pétrole à court terme en raison de la baisse de la demande, en particulier en provenance de Chine, et de l'offre excédentaire alors que les États-Unis pourraient être sur le point d'augmenter encore plus la production, les menaces d'une hausse des prix du gaz peuvent ne pas sembler une préoccupation immédiate. Beaucoup de choses peuvent cependant se produire en quatre ans, et nous pourrions imaginer que l'administration pourrait être plus ouverte à exclure le pétrole et le gaz du Canada des tarifs douaniers, plus que tout autre produit. À la dernière mesure, le Canada livrait 4,3 millions de barils par jour (en juillet) aux États-Unis, ce qui représentait 97 % des exportations de pétrole canadiennes et 54 % des importations américaines de pétrole. Cette dépendance à l'égard des États-Unis devrait être un peu atténuée avec l'expansion du pipeline Trans Mountain, mais il ne fait aucun doute qu'il y a une grande concentration de clients ici dont les besoins peuvent être rapidement répondus. C'est une position importante à garder ouverte si l'on tient compte que la production de pétrole du Canada est d'environ 4,9 millions de barils par jour, et que le Canada fournit près d'un quart des plus de 20 millions de barils par jour de pétrole que les Américains consomment.

**graphique 3 - Environ 76 % des exportations de marchandises du Canada sont destinées aux États-Unis.**



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltd.; données au 31 décembre 2023.

**graphique 4 - Environ 20 % des exportations de marchandises du Canada sont des produits énergétiques**



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltd.; données au 31 décembre 2023. Les exportations énergétiques comprennent les produits de l'industrie de l'extraction de pétrole et de gaz et des services publics.

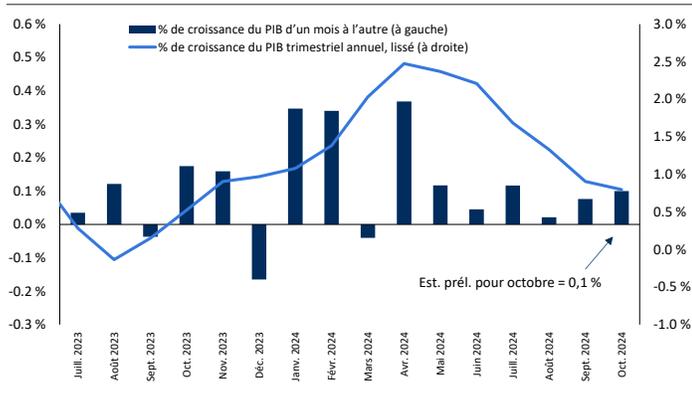
### La croissance économique demeure inférieure au potentiel au Canada

Contrairement à la forte croissance économique des États-Unis, le Canada est à la traîne. Le PIB mensuel de septembre n'a augmenté que de 0,1 %, ce qui était inférieur à l'estimation préliminaire de Statistique Canada de 0,3 % (graphique 5). Cela place la croissance annualisée du PIB au 3e trimestre 24 à 1,0 %, la faiblesse des biens ayant plus que compensé les légères améliorations dans le commerce de détail, les finances et les assurances. Les arrêts de travail au CN et au CP Rail ont contribué à freiner la croissance au 3T24 et les grèves portuaires et postales au 4T24 pourraient avoir un effet plus modeste. Compte tenu de la faiblesse de l'élan à l'approche du quatrième trimestre, les estimations du dernier Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada d'une croissance de 1,5 % pour le troisième trimestre de 2024 et d'une modeste reprise à 2,0 % au quatrième trimestre de 2024 semblent maintenant trop optimistes. L'économie continue de fonctionner en deçà de son potentiel, avec une situation « d'offre excédentaire » dans laquelle la demande ne suit pas l'offre. Les indicateurs de la Banque du Canada et de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI) (graphique 6) montrent tous deux un ralentissement de l'économie canadienne, ce qui suggère une pression à la baisse sur le PIB et l'inflation.

Les dernières données de Statistique Canada suggèrent que la croissance annualisée du PIB au T3 de 2024 sera de l'ordre de 1 %, la faiblesse des biens ayant plus que compensé de légères améliorations dans les domaines du commerce de détail, des services financiers et des assurances. Les interruptions des activités au CN et au Chemin de fer Canadien Pacifique ont contribué à freiner la croissance au T3 de 2024 et les grèves dans les ports et les postes au T4 de 2024 pourraient avoir un effet plus modeste.

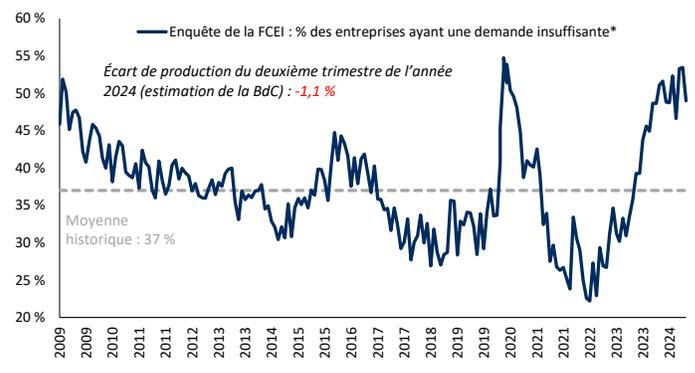
**Le récent revirement du gouvernement sur la politique d'immigration signifie probablement que la croissance potentielle de l'économie canadienne diminuera.** Le taux de croissance potentiel est généralement l'augmentation de la main-d'œuvre (qui diminuera probablement légèrement en 2025 et en 2026), ainsi que la croissance de la productivité (dans laquelle le Canada est depuis longtemps à la traîne, subissant des baisses de productivité depuis plusieurs années et que la BdC a classées comme une situation d'urgence). Dans son Rapport économique d'octobre, qui supposait une croissance démographique de 1,7 % en 2025 et 2026, la BdC a prévu une croissance potentielle de la production de 2,4 % en 2024, suivie de 1,9 % en 2025 et 2026. Ces prévisions seront probablement réduites lors de la prochaine révision. La BdC s'attendait à ce que des taux d'intérêt plus bas aident à stimuler cette croissance, la faisant augmenter de 2,25 % en 2025 et 2026, mais cela resterait inférieur au taux de croissance mondial prévu de 3,2 % pendant 2024 et 2025, selon le Fonds monétaire international (FMI) dans sa récente *mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2024. Ce qu'il faut retenir, c'est que la population légèrement en déclin réduira à la fois la croissance potentielle et réelle du PIB.

**graphique 5 - Le PIB s'est affaibli au T3 de 2024**



Source: Statistique Canada; Raymond James Ltd.; données au 31 août 2024.

**graphique 6 - Offre de croissance excédentaire dans l'économie canadienne**

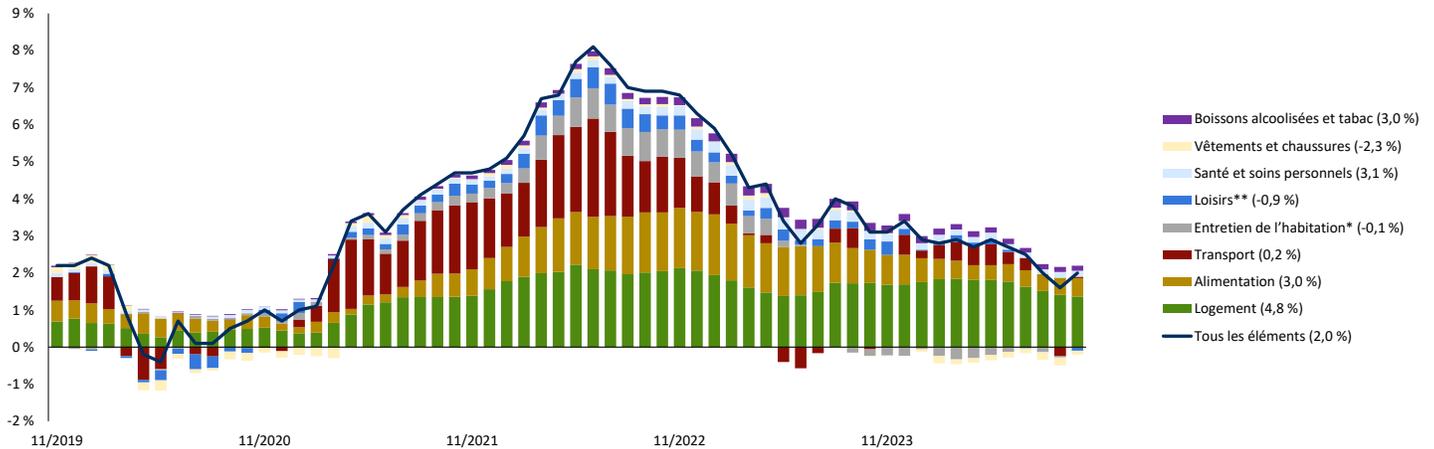


Source: FCEI, Raymond James Ltd.; enquête de la FCEI en date du 30 novembre 2024. \* Demande nationale avant 2024, demande nationale et étrangère à partir de janvier 2024. Estimations de l'écart de production au T2 de 2024.

## L'inflation au Canada

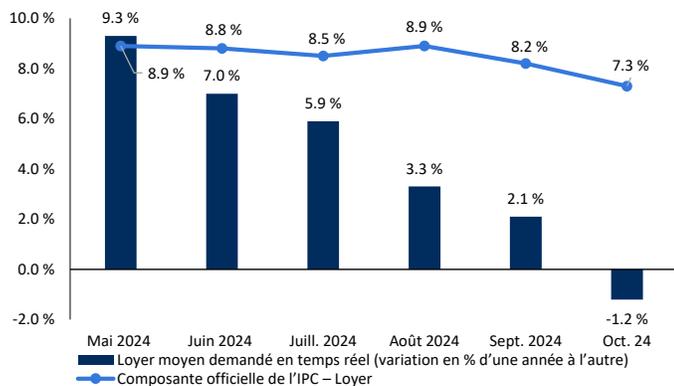
L'inflation, mesurée par l'IPC, s'est légèrement redressée en octobre, à 2,0 %, contre 1,6 % en septembre. C'était généralement prévu, le consensus s'attendant à 1,9 %, mais avec des hausses légèrement plus élevées dans des articles comme les vêtements et les chaussures, les loyers et les billets d'avion (graphique 7). Chaque année, en octobre, il y a un ajustement pour l'inflation de l'impôt foncier, qui a atteint son plus haut niveau en 32 ans cette année, à 6,0 % contre 4,7 %. Si l'on exclut le redressement de l'impôt foncier et les valeurs aberrantes et les composantes plus volatiles, les mesures de réduction de l'IPC et de la médiane de l'IPC auxquelles la BdC accorde le plus d'attention étaient de 2,6 % et de 2,5 %, respectivement (comparativement à 2,4 % et 2,3 % en septembre). La bonne nouvelle, c'est que l'une des composantes encore élevées et clés de l'IPC, les prix des loyers immobiliers, a connu un ralentissement important de la variation d'une année à l'autre des données en temps réel, atteignant même -1,2 % en octobre, ce qui indique que les loyers demandés sont maintenant inférieurs à ceux d'octobre dernier (graphique 8). Cependant, la mesure officielle de l'inflation des loyers n'a que légèrement diminué de mai à octobre, se situant maintenant à 7,3 %, ce qui est nettement inférieur aux données en temps réel. Par conséquent, nous demeurons persuadés que l'inflation continuera de s'atténuer, bien que le processus puisse être un peu cahoteux, surtout si l'on tient compte des allègements fiscaux potentiels et du « remboursement pour les travailleurs canadiens » (graphique 9). Dans l'ensemble, un taux proche du niveau de 2 % est la position la plus confortable, et permet donc à la BdC de continuer à assouplir son taux directeur vers un niveau plus neutre.

**graphique 7 - Cotisations des composantes principales à l'IPC du Canada (diagramme à barres empilées) et au dernier IPC mensuel (entre parenthèses à côté de la légende)**



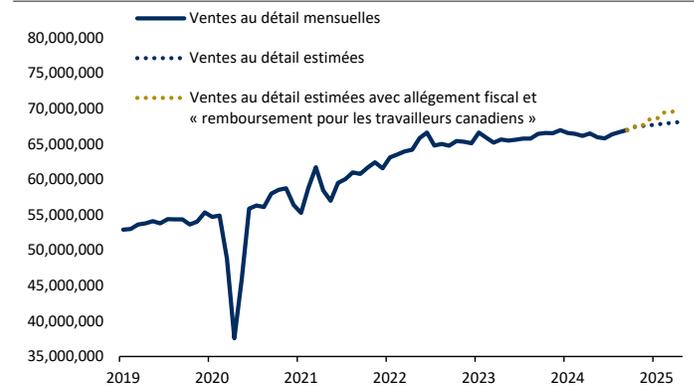
Source: Statistique Canada; Raymond James Ltd.; données au 31 octobre 2024. \* Entretien de l'habitation, ameublement et équipement; \*\* Loisirs, éducation et lecture.

**graphique 8 - L'IPC officiel des loyers a tendance à être à la traîne par rapport aux données en temps réel, ce qui est assez important cette fois-ci**



Source: Statistique Canada, Urbanation Inc. Rentals.ca Network; données au 31 octobre 2024.

**graphique 9 - Incidence estimée de l'allégement fiscal et du « remboursement pour les travailleurs canadiens » sur les ventes au détail**



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltd. à titre d'illustration seulement

l'estimation rapide est utilisée pour les ventes au détail d'octobre, les valeurs mensuelles futures sont censées croître au même rythme que l'inflation. Supposons que les environ 6 milliards de dollars en mesures de relance soient entièrement dépensés.

**Taux d'intérêt canadiens - De nouvelles réductions sont attendues**

Le 23 octobre, la Bdc a réduit son taux directeur de 50 points de base, la plus importante réduction depuis le début du cycle d'assouplissement des taux le 5 juin, ramenant le taux de 5,00 % à 3,75 %. Avec l'inflation essentiellement retournée à la cible de 2 % (1,6 % en septembre), et les signes que l'économie reste faible, mais pourrait encore s'améliorer légèrement au T4 de 2024, nous voyons une réduction de 25 points de base lors de la réunion du 11 décembre. Nous préférierions voir une réduction de 50 points de base et pensons que l'économie en bénéficierait, mais étant donné que cela dépend des données, la Bdc sera légèrement plus prudente avec l'initiative des 25 points de base. En 2025, nous prévoyons des réductions de 25 points de base à chaque réunion jusqu'à ce que nous atteignons le niveau de 2,75 % après l'annonce du 16 avril 2025 (graphique 10).

Il convient de souligner qu'à mesure que l'inflation est en baisse, le taux d'intérêt « réel », qui est le taux directeur moins le taux d'inflation, est demeuré élevé, ce qui signifie que la politique monétaire agit pour ralentir l'économie (graphique 11). C'est évidemment le contraire de ce dont le Canada a besoin à l'heure actuelle, ce qui renforce la stratégie de réduction du taux directeur, peut-être même plus rapidement que ce que nous modélisons. Si nous observons une détérioration économique ou une augmentation du taux de chômage au cours des prochains mois, nous pourrions envisager que la Bdc abaisse son taux directeur jusqu'à 2,25 %, ce qui correspond à l'extrémité inférieure de la fourchette estimée du

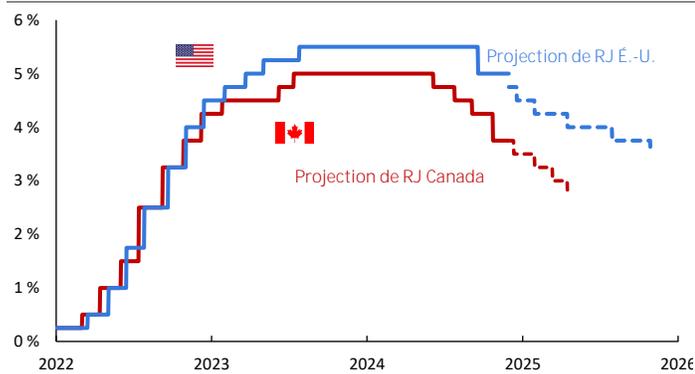
« taux neutre »<sup>2</sup>.

L'annonce récente du gouvernement fédéral de réduire les objectifs d'immigration (permanente et temporaire) pour 2025 et 2026 pourrait également ralentir ou réduire les dépenses de consommation et la croissance économique. Le rythme de croissance de la population ralentissant, voire se contractant, nous voyons des risques pour les dossiers résidentiels et éventuellement pour les bénéficiaires des entreprises, étant donné la pression potentielle à la hausse sur la croissance des salaires. Par conséquent, le taux directeur de la BdC pourrait devoir être plus accommodant afin de compenser certains de ces facteurs.

Une autre raison importante de réduire les taux d'intérêt est la vague toujours imminente de renouvellements de prêts hypothécaires qui frappera l'économie canadienne pendant 2025 et 2026. Malgré la baisse des taux, de nombreux détenteurs de prêts hypothécaires seront confrontés à des taux plus élevés lors de leurs renouvellements, ce qui se traduira par des paiements mensuels plus élevés et des amortissements prolongés, augmentant ainsi les coûts d'emprunt à long terme. Ce n'est pas l'environnement dans lequel la BdC veut que les consommateurs réduisent leurs dépenses, soit en raison du fardeau des paiements hypothécaires plus élevés. Nous abordons ce sujet plus en plus dans la section sur le logement.

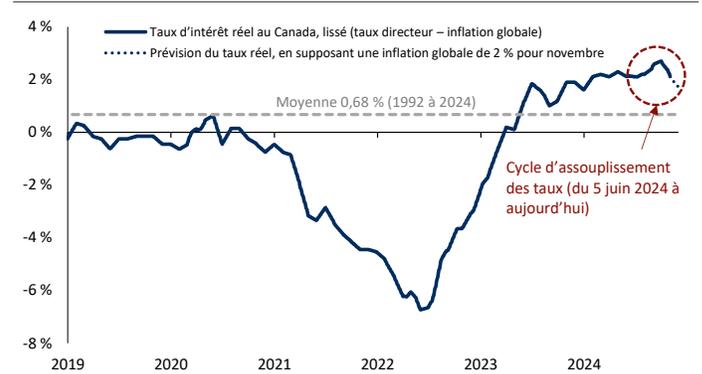
<sup>2</sup> La BdC estime une fourchette pour le taux neutre, ou R-star, qui est le taux qui devrait permettre à l'économie canadienne de croître dans un environnement équilibré, sans surchauffe et sans causer d'inflation. Elle estime actuellement que ce niveau se situe entre 2,25 % et 3,25 %, et réexamine cet objectif chaque année en avril.

**graphique 10 - Le rythme des taux de la BdC et de la réserve fédérale diffère**



Source: FactSet; Raymond James Ltd; données au 30 novembre 2024.

**graphique 11 - Les taux de réduction ne sont pas au rythme de la désinflation**



Source: FactSet; Raymond James Ltd.; données au 30 novembre 2024.

## Opérations de change

Le contraste marqué des taux de croissance économique entre les États-Unis et le Canada, la productivité relative et le PIB par habitant, combinés à l'attente de réductions plus rapides et plus profondes des taux directeurs au Canada qu'aux États-Unis, ont tous entraîné des pressions sur le dollar canadien par rapport au dollar américain. Alors que les restrictions prévues de l'immigration au Canada continuent de faire pression sur la croissance du PIB, nous voyons la BdC poursuivre sa trajectoire de réduction des taux pour aider à soutenir l'économie, tandis que la Réserve fédérale pourrait ralentir sa réduction des taux, entraînant ainsi une divergence plus large dans les rendements à court terme et donc une pression supplémentaire sur le dollar. Un élément clé qui pourrait compenser cette pression serait l'augmentation des prix des produits de base, notamment dans les secteurs de l'énergie et de l'exploitation minière où le Canada possède une abondance de ressources.

## Croissance de la population canadienne

Au cours de l'année écoulée, nous avons abordé à plusieurs reprises la question de la croissance démographique spectaculaire au Canada. Outre l'augmentation des objectifs pour les résidents permanents (500 000 par an), le gouvernement a également perdu le contrôle des résidents temporaires entrant dans le pays, principalement par l'intermédiaire d'un programme de visas pour étudiants. Au total, il est estimé que la population canadienne a augmenté de 3,3 % en 2024, contre 3,1 % en 2023. Cela équivaut à environ 1,2 million de personnes de plus au pays chaque année. Malheureusement, sans augmentation correspondante de la création d'emplois, de la disponibilité de logements ou d'autres infrastructures et services tels que les soins de santé, nous avons constaté des tensions importantes. Si l'augmentation du nombre de consommateurs et des ressources en main-d'œuvre contribue à atténuer certaines pénuries de personnel et à maintenir la croissance du PIB à un niveau positif, le PIB par habitant, indicateur du niveau de vie, est en baisse si l'on tient compte de l'augmentation de la population.

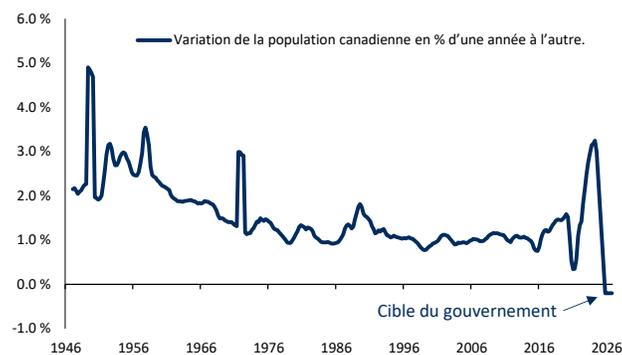
Récemment, face à un examen minutieux, le gouvernement fédéral a radicalement changé de cap, annonçant que l'objectif de nouveaux résidents

permanents en 2025 serait de 395 000, puis de 380 000 en 2026 et de 365 000 en 2027. Une grande partie (40 %) de ces nouvelles places de résidents permanents devrait être occupée par des résidents temporaires déjà présents dans le pays en changeant simplement leur statut. En ce qui concerne les résidents temporaires, l'objectif est de réduire ce groupe à 5 % de la population d'ici la fin de 2026, contre 7,3 % (environ 3 millions) actuellement. Cela signifie que la population non résidente sera réduite de près de 445 000 en 2025 et 2026. Le calcul fonctionne, car en 2025 le gouvernement s'attend à ce que 1,27 million de résidents temporaires quittent le pays, tout en accueillant 380 000 nouveaux travailleurs temporaires, 310 000 nouveaux étudiants et 140 000 autres personnes et demandeurs d'asile. Notez cependant que certains de ces 1,27 million de résidents temporaires sortants devraient convertir leur statut et faire partie des 390 000 résidents permanents entrants. L'effet net serait un déclin démographique de 50 000 personnes, sans ajustement pour les naissances et les décès naturels.

Ces mesures auraient pour effet de ramener la croissance démographique globale de plus de 3 % par an à de légères baisses au cours des deux prochaines années (graphique 12). Bien que le PIB canadien ait été soutenu par la croissance démographique au cours des deux dernières années, le PIB par habitant a été essentiellement stable par rapport à il y a 10 ans, à l'exception d'une volatilité importante entourant la pandémie. Face à une population encore plus stable à légèrement en baisse en 2025 et en 2026, le Canada subira des pressions à la baisse sur la croissance du PIB, une population active potentiellement en baisse (graphique 13), ce qui réduira le taux de chômage, mais aussi une augmentation de la croissance des salaires qui pourrait faire monter l'inflation, plus que compensée par un certain allègement de la pression sur le logement (loyers moins dispendieux) qui pourrait dissiper certaines pressions inflationnistes.

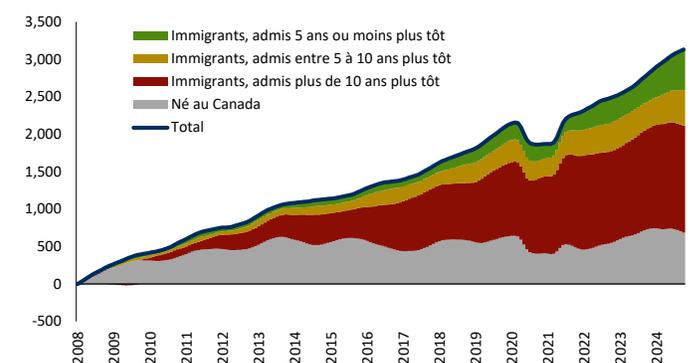
La BdC, dans son rapport sur la politique monétaire d'octobre qui a été publié juste avant les nouvelles directives concernant l'immigration, a supposé une croissance démographique de 1,7 % en 2025 et 2026. Maintenant que la croissance démographique est estimée à -0,2 % au cours des deux années, la BdC devra réduire certaines de ses hypothèses clés, en réduisant les prévisions du PIB et la croissance potentielle, ce qui pourrait potentiellement augmenter la justification des baisses de taux pour stimuler la croissance.

**graphique 12 - Le gouvernement vise une faible croissance démographique sans précédent en 2025 et en 2026**



Source: Statistique Canada; estimations de la population au T3 de 2024.

**graphique 13 - Cotisation cumulative au marché du travail selon le statut d'immigrant depuis 2008**



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltd.; données en date d'octobre 2024.

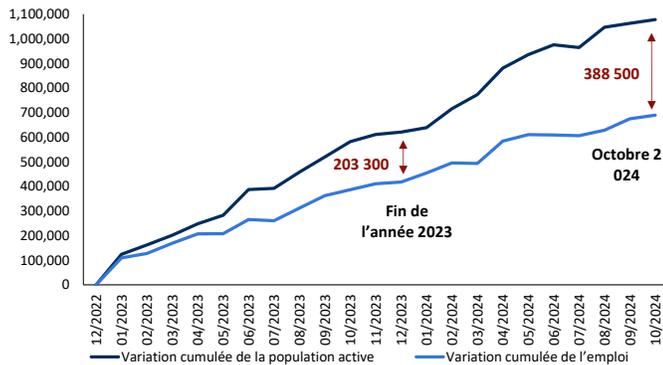
### Marchés du travail canadiens

Les chiffres de l'emploi d'octobre ont montré une augmentation de seulement 14 500 du nombre d'emplois au Canada, contre 46 700 en septembre. Alors que l'emploi des jeunes s'est amélioré (+33 000), il y a eu une baisse inquiétante de 11 100 pour les 25 à 54 ans, ce qui soulève nos inquiétudes concernant les mises à pied dans ce principal groupe d'âge. Cela s'inscrit également dans un contexte où la population a augmenté de 85 200 en octobre, bien que la population active (le nombre de personnes employées ou à la recherche active d'un emploi) n'ait augmenté que de 15 400, ce qui a permis au taux de chômage de rester stable à 6,5 %. Pourtant, au cours de la dernière année, la population active a augmenté de 2,3 %, dépassant largement la création de nouveaux emplois à 1,5 % (graphique 14). Par conséquent, nous avons observé des taux de chômage plus élevés chez les nouveaux arrivants dans tous les groupes d'âge (graphique 15). Toutefois, les intentions du gouvernement de réduire le nombre de nouveaux résidents permanents et temporaires au Canada devraient également exercer une pression à la baisse sur le taux de chômage plus tard en 2025.

Le salaire horaire moyen annuel a augmenté de 4,9 %, contre 4,5 %, ce qui suggère que l'inflation des salaires pourrait continuer à poser problème, en particulier dans le secteur public. Dans l'ensemble, la croissance des salaires est actuellement d'environ 4 %, même si les attentes ont diminué depuis le pic de la mi-2022 et sont désormais prévues entre 2,9 et 3,5 % au cours des 12 prochains mois, selon les sondages auprès des entreprises. Encore une fois, avec les changements en matière d'immigration et un marché du travail potentiellement plus tendu, nous pourrions assister à

des revendications salariales plus élevées vers la fin de 2025 et en 2026.

**graphique 14 - La croissance de la population active dépasse les créations d'emplois**



Source: Statistique Canada; Raymond James Ltd.; données au 31 octobre 2024.

### Marché du logement canadien

La grande nouvelle qui a touché le logement ce mois-ci a été le revirement du gouvernement fédéral en matière d'immigration, qui inversera une croissance sans précédent pour devenir une population légèrement en contraction au cours des prochaines années. Cela a une incidence sur la dynamique de l'offre et de la demande de divers segments du marché canadien de l'immobilier.

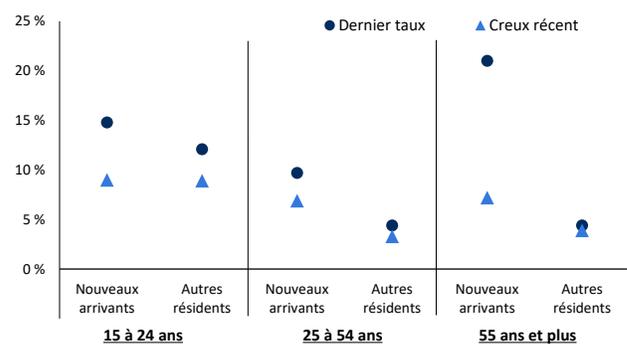
Le Canada fait face à une crise croissante de l'accessibilité et de la disponibilité des logements depuis des années, avec une faible croissance de l'offre, mais une croissance massive de la demande. Les promoteurs se sont montrés d'accord avec la nécessité et les incitatifs gouvernementaux d'accroître la disponibilité des immeubles locatifs construits à cet effet, et la baisse récente des taux d'intérêt a fourni la promesse d'un intérêt croissant pour le placement résidentiel. Les bâtiments dont la construction avait déjà été entamée se poursuivront très probablement et aideront à atténuer le manque de disponibilité, bien que les nouvelles mises en chantier puissent être confrontées à des obstacles, car les promoteurs réévaluent la demande compte tenu de l'évolution de l'environnement de l'immigration, compensée par la baisse des taux d'intérêt et donc des conditions de financement plus favorables. Le contexte de baisse des taux devrait également permettre encore aux prix des logements d'augmenter légèrement, tandis que les loyers des nouveaux baux sont déjà en baisse à Toronto, Vancouver et Calgary, et que la croissance des loyers a rapidement ralenti à Montréal et à Ottawa.

Avec le cycle de baisse des taux qui a débuté en juin, nous prévoyons que les acheteurs ont commencé à revenir sur le marché, se préparant aux baisses ultérieures des taux hypothécaires. Alors que cette navigation s'est transformée en offres et que les vendeurs ont probablement estimé qu'ils devaient équilibrer de nouvelles réductions de taux avec la probabilité d'une hausse des prix, en octobre, le nombre de maisons vendues au Canada a augmenté de 30 % par rapport à l'année précédente et a augmenté de 7,7 %. À la fin du mois d'octobre, le nombre de propriétés nouvellement inscrites était en baisse de 3,5 % par rapport au mois précédent, avec 174 458 propriétés inscrites à travers le Canada, en hausse de 11,4 % par rapport à l'année dernière. Le prix d'une maison « typique », tel que mesuré par l'indice des prix des logements MLS, reste modéré (graphique 16). Nous prévoyons toutefois un redressement graduel au début de 2025, à mesure que nous entrons dans le milieu et vers la fin du cycle d'assouplissement des taux. À mesure que les taux se rapprochent du plus bas attendu par les acheteurs, davantage d'acheteurs ont tendance à entrer sur le marché, ce qui fait grimper les valorisations (graphique 18).

**Les renouvellements de prêts hypothécaires au Canada demeurent une préoccupation.** En 2025, 1,2 million d'hypothèques seront renouvelées, suivies de 980 000 en 2026. La plupart d'entre elles seront renouvelées à des taux qui sont beaucoup plus élevés que dans les conditions qui expirent. Au moins 1,05 million, ou 85 %, des hypothèques renouvelées en 2025 ont été fixées pour la dernière fois lorsque le taux de la BdC était à 1 % ou plus bas.

La baisse des taux d'intérêt s'est accompagnée d'une baisse des taux hypothécaires. Cependant, les taux hypothécaires fixes et variables sont toujours beaucoup plus élevés que les niveaux d'avant la pandémie (graphique 17). Nous nous attendons à ce que les propriétaires ayant des hypothèques à taux fixe de trois à cinq ans aient un choc par rapport à leur revenu disponible lors du renouvellement, avec des augmentations moyennes de taux de 170 à 240 points de base. Cet alourdissement de la charge financière pourrait pousser les propriétaires en difficulté financière à vendre leur bien pour un logement plus petit, ce qui contribuerait à l'augmentation du nombre de nouvelles propriétés sur le marché.

**graphique 15 - Moyenne mobile du taux de chômage sur 3 mois, désaisonnalisée**

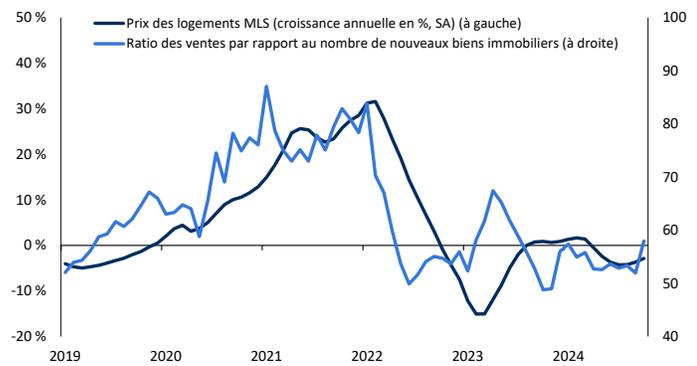


Source: Calculs de Statistique Canada et de la Banque du Canada; les nouveaux arrivants sont ceux qui sont arrivés au cours des cinq dernières années. Le creux récent est le plus bas enregistré de janv. 2022 à oct. 2024.

En juillet, la dette hypothécaire s'élevait à 2,2 billions de dollars et augmentait d'environ 3,5 % par année. Le taux de défaillance a également augmenté, pour atteindre 0,192 % au T2 de 2024, mais reste inférieur au taux d'avant la pandémie de 0,28 %. Toutefois, ce montant augmentera probablement jusqu'en 2025, car des tensions accrues et des taux et des paiements plus élevés seront imposés aux propriétaires. Pour faire face à cette situation, de nombreux détenteurs de prêts hypothécaires réduisent la durée des renouvellements en s'attendant à ce qu'à mesure que les taux continuent de baisser, il y aurait plus de possibilités de bloquer le taux pour une période plus longue à une date ultérieure.

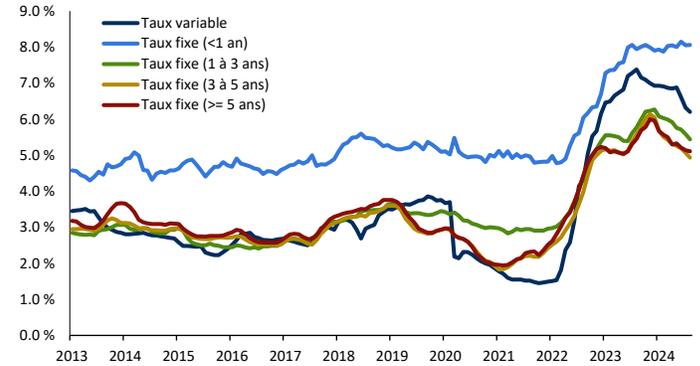
La BdC s'attendait à ce que le placement résidentiel augmente de 6 % en 2025 et 2026. Avec le récent revirement sur la politique d'immigration, et donc la croissance démographique au cours des deux prochaines années, nous voyons plus de pression à la baisse sur les loyers, les prix des logements et la construction de logements neufs.

**graphique 16 - Il y a une augmentation des ventes de maisons, mais les prix restent modérés**



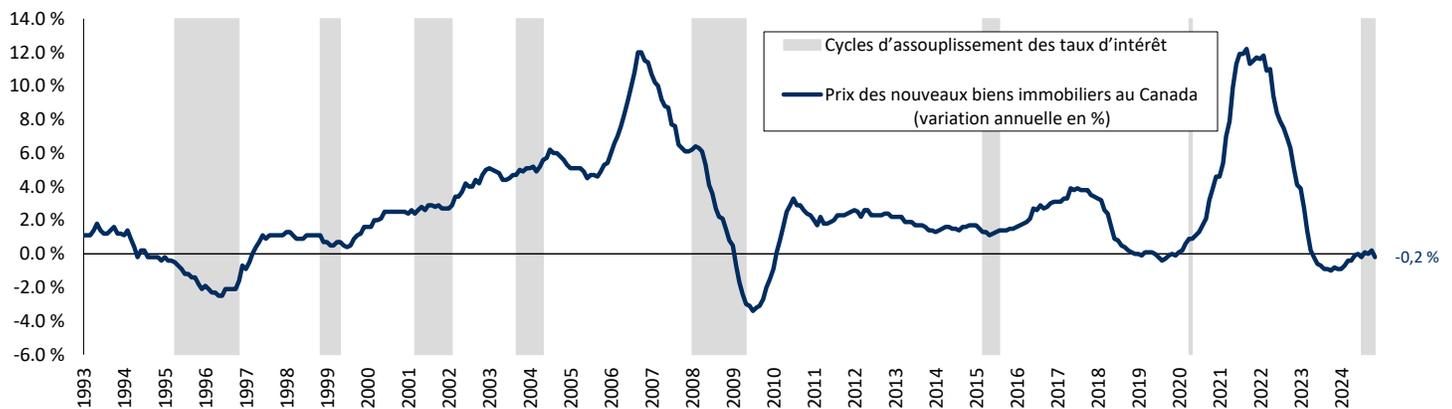
Source: ACI; Raymond James Ltd.; données au 31 octobre 2024.

**graphique 17 - Les ménages sont susceptibles de faire face à des taux hypothécaires plus élevés lors du renouvellement**



Source: Statistique Canada; Raymond James Ltd.; données au 31 août 2024.

**graphique 18 - Prix des nouveaux biens immobiliers au Canada (variation annuelle en %)**



Source: Statistique Canada; Raymond James Ltd.; données au 31 octobre 2024.

## Discussion macroéconomique américaine

Aux États-Unis, nous continuons de nous diriger vers un scénario d'atterrissage en douceur. La dernière fois que les États-Unis ont atteint ce type de ralentissement, c'était en 1994 et 1995 et c'est le scénario idéal pour réinitialiser l'économie et entrer progressivement dans un nouveau cycle de croissance. Un atterrissage en douceur est lorsque l'économie traverse un ralentissement cyclique, mais sans passer par quelques trimestres de croissance négative du PIB, ce qui est généralement appelé une récession technique. Bien sûr, une véritable récession n'est généralement catégorisée en tant que telle qu'après le fait et est évaluée sur la durée et la profondeur du ralentissement. Elle comprend généralement un nombre important de mises à pied et une augmentation marquée du taux de chômage. L'économie américaine est loin d'être dans cette situation actuellement, avec une croissance du PIB encore solide, de bons bénéfices des entreprises et un taux de chômage encore faible. Il y a des signes d'un ralentissement du taux de croissance, mais rien de drastique.

### Les États-Unis continuent de se diriger vers un atterrissage en douceur

La croissance du PIB réel des États-Unis (c'est-à-dire une croissance supérieure à l'incidence de l'inflation) a été de 2,5 % en 2023, et semble en

bonne voie pour atteindre 2,7 % en 2024 après que la croissance du T3 de 2024 s'élève à 2,8 % (annualisée par rapport au T2 de 2024, ou 2,7 % par rapport au T3 de 2023). Nous nous attendons à une croissance modérée de l'emploi et à l'effet cumulatif des taux d'intérêt qui frappent les consommateurs américains pour freiner les dépenses, ce qui conduit à une prévision de croissance du PIB de 2,1 % en 2025 (par rapport à 2024).

### **Des baisses de taux de la Réserve fédérale sont toujours attendues**

Le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, nous a rappelé que les décisions sur les baisses de taux sont basées sur les données et leurs modèles, et que leurs modèles n'intègrent pas ce qui pourrait ou ne pourrait pas se produire une fois que la nouvelle administration prendra le relais en janvier. Ses commentaires les plus récents étaient que « l'économie n'envoie pas de signaux indiquant que nous devons être pressés de baisser les taux », renforçant l'idée que la Réserve fédérale pourrait encore être plus prudente quant à l'assouplissement. Toutefois, avant la prochaine annonce des taux, la Réserve fédérale disposera de points de données supplémentaires sur l'IPC (11 décembre) et les données sur la masse salariale (6 décembre) à partir desquels elle pourra évaluer la nécessité de réduire les taux à la suite de la prochaine réunion du FOMC (17 et 18 décembre). Bien que la persistance de signaux économiques forts réduise les chances d'une autre baisse des taux avant la fin de l'année, nous continuons de nous attendre à une réduction de 25 points de base le 18 décembre.

### **La dette américaine continue de croître**

L'un des aspects que nous voulons surveiller est la dette américaine. Alors que l'on s'attend à ce que le nouveau gouvernement accélère la croissance de la dette, qui s'élève maintenant à environ 36 billions de dollars américains, contre environ 30 billions de dollars américains au début de 2024, la dette nationale est en voie d'augmenter de 20 billions de dollars américains au cours des 10 prochaines années. Les paiements d'intérêts à eux seuls s'élèvent maintenant à 900 milliards de dollars américains par an. On s'attendrait maintenant à ce que la dette augmente si les États-Unis devaient intervenir pour soutenir une économie faible, mais cela se produit alors que l'économie américaine croît à un rythme relativement élevé. Le Trésor des États-Unis n'a eu aucune difficulté à trouver des acheteurs pour cette dette croissante, et avec les États-Unis ayant l'avantage de la monnaie de réserve, cela pourrait potentiellement continuer pendant une longue période.

### **Les taux américains à 10 ans revus à la baisse**

Face aux préoccupations croissantes concernant les politiques budgétaires inflationnistes et l'augmentation de la dette et des paiements d'intérêts aux États-Unis, le rendement du Trésor à 10 ans a augmenté au cours de la première moitié de novembre, pour atteindre 4,44 %, mais a depuis diminué à environ 4,25 %, les investisseurs ayant terminé le mois alors que les données sur l'inflation (DPC) ont répondu aux attentes et que les réunions de la Réserve fédérale ont apaisé les préoccupations d'une nouvelle inflation et ont établi un facteur de confiance qu'il y aurait une baisse des taux le 18 décembre. Le choix de Scott Bessent à titre de secrétaire du Trésor de Trump a également calmé les marchés, compte tenu de sa réputation de conservateur fiscal qui devrait donner la priorité à la stabilité du marché et à la croissance économique.

Le pic précoce a peut-être semblé surprenant étant donné que la Réserve fédérale baissait son taux directeur, mais le taux à 10 ans est déterminé par les investisseurs en obligations, et est davantage une expression des perspectives de croissance économique, du risque d'inflation et de la conviction que les États-Unis seront en mesure de continuer à faire des paiements d'intérêts et, en fin de compte, de rembourser leur dette. Le taux à 10 ans est ancré par le taux directeur de la Réserve fédérale et est normalement plus élevé, ce qui nous donne notre courbe de rendement normalement inclinée, mais la prime que les investisseurs exigent pour détenir cette dette sur 10 ans est influencée par de multiples facteurs. À l'heure actuelle, il est probable que la menace de l'inflation, et le fait que les liquidités confiées à ces obligations devront conserver cette valeur pour plus de 10 ans afin de compenser ce risque, fassent grimper les rendements, bien qu'ils soient inférieurs à ceux d'il y a un an.

La hausse des taux à 10 ans a des répercussions sur l'économie, le marché des obligations et le marché des actions. Pour l'économie, nous devons envisager des prêts à plus long terme qui ne sont pas liés au taux directeur à court terme de la Réserve fédérale. Lorsque les consommateurs prennent des prêts à plus long terme pour des véhicules ou des maisons, dont les conditions sont bloquées pendant cinq à 30 ans, ces taux sont déterminés par des taux à plus long terme similaires que leur institution financière utilise pour obtenir ces fonds. Les investisseurs qui détiennent des placements à revenu fixe s'attendent généralement à ce que leur valeur augmente pendant les cycles d'assouplissement, mais si l'extrémité la plus longue de la courbe de rendement augmente, ces obligations perdent de la valeur. Sur les marchés boursiers, les valorisations des actions sont souvent déterminées en actualisant les mouvements de trésorerie futurs pour déterminer leur valeur actuelle. Le taux d'actualisation est souvent lié au taux du Trésor à 10 ans et, par conséquent, des rendements plus élevés réduisent la valeur actuelle de ces mouvements de trésorerie futurs et sont observés dans des ratios cours/bénéfice plus faibles. Les rendements peuvent également rendre les revenus fixes plus attrayants et attirer certains investisseurs à réaffecter les pondérations du marché boursier dans le rendement plus sûr du marché des obligations.

## **Trump 2.0**

De nombreux commentateurs du marché se sont tournés vers le premier mandat de Trump en tant que président pour avoir un aperçu de ce à quoi

s'attendre au cours de son deuxième mandat. Dans cette section, nous examinons en quoi l'environnement économique cette fois-ci est différent de celui d'il y a huit ans, pour juger si ces comparaisons sont applicables.

Dans le tableau ci-dessous, nous comparons le paysage économique actuel des États-Unis dont Trump héritera au cours de son deuxième mandat avec les conditions de sa première présidence. Dans l'ensemble, l'économie américaine actuelle semble saine, bien que les effets de la COVID-19 persistent, tels que l'inflation supérieure à 2 %, une courbe de rendement inversée et la question de la dette nationale discutée précédemment. Par contre, nous constatons également une augmentation de la valeur nette des ménages et de la productivité. Cependant, ces données agrégées ne saisissent pas le fait que les ménages américains pourraient connaître plus de difficultés financières en 2023 par rapport à 2016, ce qui entraîne un plus grand fossé dans le bien-être financier dans un contexte de taux d'intérêt élevés, selon le rapport « Economic Well-Being of U.S. Households in 2023 » de la Réserve fédérale. Cette tendance mérite d'être surveillée de façon constante. Néanmoins, nous croyons que l'économie américaine actuelle globale est comparable à l'économie d'avant la COVID (tableau 1).

**Tableau 1 - Comment le paysage économique actuel des États-Unis et du Canada se compare-t-il à la période précédant et durant la première présidence de Trump?**

Meilleur	Pire	Neutre
<b>Valeur nette des ménages</b>	<b>Inflation</b>	<b>Croissance du PIB réel</b>
Les mesures de relance pendant la pandémie, la hausse des prix de l'immobilier et une hausse du marché des actions ont collectivement poussé la richesse des ménages aux États-Unis à un niveau record.	Alors que l'inflation des aliments, de l'énergie et des biens est revenue aux niveaux d'avant la COVID, l'inflation des services reste élevée et rend difficile l'atteinte de l'objectif de 2%.	Malgré les craintes initiales d'une récession potentielle, la croissance a continué de surpasser la moyenne historique à long terme de 2%. Néanmoins, nous prévoyons un ralentissement au T4 de 2024 avant un rebond en 2025.
<b>Productivité du travail</b>	<b>Courbe de rendement</b>	<b>Investissement fixe (équipement)</b>
Après des décennies de croissance lente de la productivité, nous assistons à une hausse initiale de la productivité du travail en 2024, probablement en raison des progrès de l'IA, bien que la durabilité de la tendance soit incertaine.	Les pressions inflationnistes n'ont pas été complètement éliminées, ce qui maintient à l'extrémité avant de la courbe de rendement à un niveau élevé. La courbe de rendement reste partiellement inversée.	Malgré le contexte de taux d'intérêt élevés, le taux de croissance du placement fixe dans l'équipement pour 2024 demeure conforme au rythme moyen observé de 2017 à 2019.
<b>Écart de production*</b>	<b>Indicateur économique avancé</b>	<b>Marché du travail</b>
Les progrès technologiques permettent à l'économie de fonctionner au-dessus de sa pleine capacité estimée. Un écart de production positif indique que la demande est plus élevée que la normale.	L'indice économique avancé a connu une certaine reprise depuis son plus bas à la mi-2023. Bien que la variation en glissement annuel soit toujours négative, nous prévoyons une nouvelle amélioration, car nous nous attendons à ce que la confiance des consommateurs se renforce et à ce que les nouvelles commandes dans les secteurs des services et de la fabrication reprennent en 2025.	Bien que le chômage soit actuellement à la hausse, il est toujours considéré comme faible par rapport aux normes historiques, et nous ne nous attendons pas à une augmentation importante. La croissance plus forte des salaires par rapport aux niveaux d'avant la COVID suggère également qu'il n'y a pas beaucoup de marge de manœuvre sur le marché du travail. Le taux de participation est légèrement inférieur à ce qu'il était avant la pandémie.
	<b>Dette nationale</b>	<b>Effet de levier pour les ménages</b>
	La dette nationale a bondi pendant et après la pandémie en raison des stimulants budgétaires et des programmes de financement importants du gouvernement comme la loi CHIPS. De plus, les taux directeurs élevés ont alourdi le fardeau financier des frais d'intérêt.	Bien que la dette des ménages ait atteint un nouveau sommet et exerce une pression disproportionnée sur les familles à faible revenu en raison de la hausse du coût de la vie et des taux d'intérêt, l'augmentation du revenu disponible a contribué à maintenir un ratio de levier financier relativement stable au niveau agrégé.

Source: Raymond James Ltd., en date de novembre 2024.

\* Écart de production : la différence entre ce qu'une économie produit réellement et ce qu'elle produirait dans un monde idéal.

À environ 50 jours de l'investiture de Trump, nous aimerions donner un aperçu de haut niveau des incidences potentielles de ses politiques clés, ainsi que des observations de son premier mandat présidentiel. Encore une fois, gardez à l'esprit que les politiques clés prennent du temps à élaborer et que de nombreuses propositions initiales sont souvent atténuées. Par conséquent, alors que nous continuons à surveiller la situation, les investisseurs devraient s'en tenir à des plans d'investissement bien établis et éviter de prendre des décisions basées uniquement sur les fluctuations à court terme.

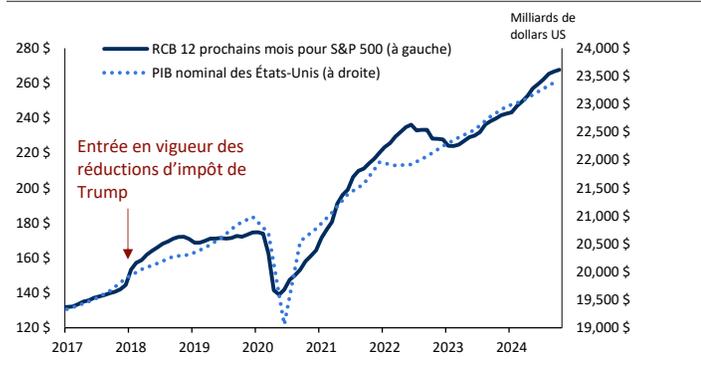
### Réduction de l'impôt sur les sociétés

Les réductions de l'impôt sur les sociétés sont l'un des éléments clés proposés par Trump. Elles pourraient entraîner une augmentation immédiate des bénéfices des sociétés et encourager les entreprises à investir à long terme. Lorsque la Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) est entrée en vigueur au début de 2018, le marché a rapidement intégré la réduction d'impôt dans le bénéfice par action projeté (BPA) pour les 12 prochains mois

(graphique 19). Toutefois, l'effet de la réduction d'impôt sur le PIB nominal ne correspondait pas à l'augmentation du BPA pour les 12 prochains mois, probablement parce que le PIB reflète les changements survenus plus tard dans le processus, et que certains avantages de la réduction d'impôt ont peut-être été perdus en cours de route.

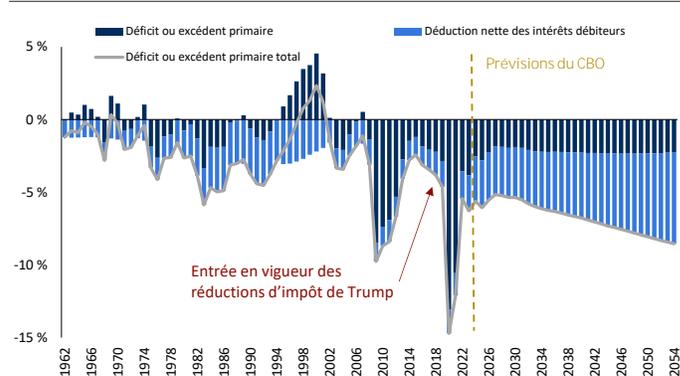
Nous sommes sceptiques quant à la capacité de Trump à adopter une autre série de réductions d'impôts importantes, car le déficit budgétaire est passé d'environ 3 % du PIB en 2016 à environ 6 % en 2023, selon le Congressional Budget Office (CBO) (graphique 20). De plus, la faible majorité probable à la Chambre pourrait également compliquer ce processus. Plus important encore, comme l'indique le tableau 1, l'économie américaine fonctionne actuellement au-dessus de sa pleine capacité estimée, ce qui signifie que toute nouvelle réduction d'impôt pourrait faire plus pour augmenter l'inflation que pour stimuler la demande globale.

**graphique 19 - Les réductions de l'impôt sur les sociétés devraient stimuler le BPA à terme**



Source: FactSet; Raymond James Ltd.; données au 31 octobre 2024.

**graphique 20 - L'aggravation du déficit budgétaire pourrait entraver les nouvelles réductions d'impôt de Trump**



Source: CBO; Raymond James Ltd.

## Déréglementation

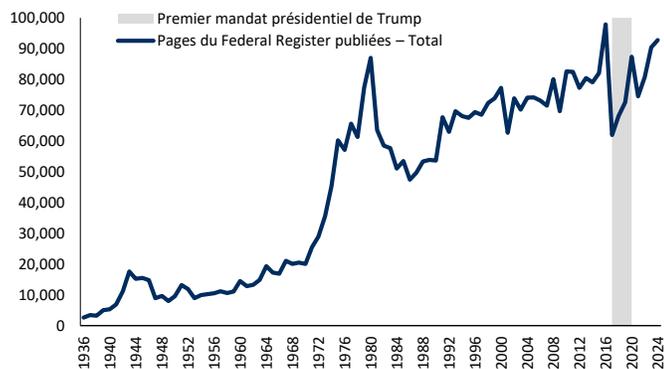
La déréglementation potentielle de Trump pourrait encore améliorer la productivité et le PIB à court terme. Il a mis l'accent sur trois domaines clés :

- Secteur financier : l'assouplissement de la réglementation pourrait aider les entreprises à obtenir des prêts plus facilement, ce qui stimulera l'investissement.
- Secteur des technologies : l'assouplissement des restrictions sur l'IA pourrait renforcer le leadership des États-Unis dans ce domaine.
- Secteur de l'énergie : l'extension de toutes les formes de production d'énergie contribuerait à stimuler les exportations de produits énergétiques.

Cependant, cette déréglementation comporte également des risques, notamment une instabilité financière accrue, des pratiques d'IA contraires à l'éthique et des préoccupations environnementales à long terme. Fait intéressant, bien que Trump ait fait des affirmations similaires sur la déréglementation au cours de son premier mandat, le nombre total de pages du Federal Register est finalement revenu à des niveaux similaires après quelques succès précoces en 2017 (graphique 21).

Un autre titre notable est que Trump a nommé Elon Musk et Vivek Ramaswamy à de nouveaux rôles axés sur la réduction des coûts visant à améliorer l'efficacité des dépenses gouvernementales. Cependant, comme l'a souligné Eugenio Alemán, notre économiste en chef chez Raymond James Financial, dans un récent rapport hebdomadaire, les employés du gouvernement fédéral ne représentent que 1,9 % des emplois non agricoles totaux. Lorsque nous évaluons l'efficacité des employés fédéraux en comparant la production brute à leur nombre, il devient évident qu'ils sont en fait plus productifs (graphique 22). Par conséquent, la réduction des coûts devra probablement provenir des programmes gouvernementaux. Les éléments les plus importants du budget fédéral américain comprennent la sécurité sociale, le régime d'assurance maladie, la défense et l'éducation, ainsi que les paiements d'intérêts massifs sur la dette publique qui semblent destinés à augmenter. Des coupures importantes dans l'un ou l'autre de ces programmes pourraient entraîner des réactions ou des perturbations massives et, par conséquent, nécessiteront probablement des années de planification et de négociations.

**graphique 21 - Le nombre de pages du Federal Register demeure largement inchangé à la fin du premier mandat de Trump**



Source: Federal Register; données de novembre 2024.

**Tarifs douaniers**

Les tarifs douaniers ont toujours été un sujet brûlant à l'ordre du jour de Trump. Au cours de la première administration Trump, les pays ont généralement réagi avec prudence aux nouveaux tarifs douaniers américains pour éviter l'escalade des tensions. Bien que les contre-tarifs douaniers n'aient pas forcé les États-Unis à faire des concessions, certains pays ont réussi à éliminer les tarifs douaniers en négociant des accords plus larges de transaction ou en augmentant leurs achats de produits américains.

Pour le deuxième mandat de Trump, il pourrait être plus difficile pour les gouvernements de conclure des accords afin d'éviter des tarifs douaniers plus élevés. Cela pourrait se traduire par un dollar américain plus fort, semblable à ce que nous avons vu en 2018 (graphique 23), et pourrait également accroître les pressions inflationnistes. Cependant, l'incidence exacte est encore incertaine en raison de divers facteurs, tels que la façon dont les revenus tarifaires sont utilisés, l'élasticité de la demande, les niveaux d'emploi intérieur et les représailles par les partenaires de négociation. De plus, de nombreuses importations en provenance de Chine se sont déplacées vers le Mexique ces dernières années, faisant de celui-ci une cible probablement prioritaire pour Trump cette fois-ci (graphique 24).

**graphique 23 - Le taux directeur et les tarifs douaniers élevés de la Réserve fédérale pourraient ajouter une pression à la hausse sur le dollar américain**

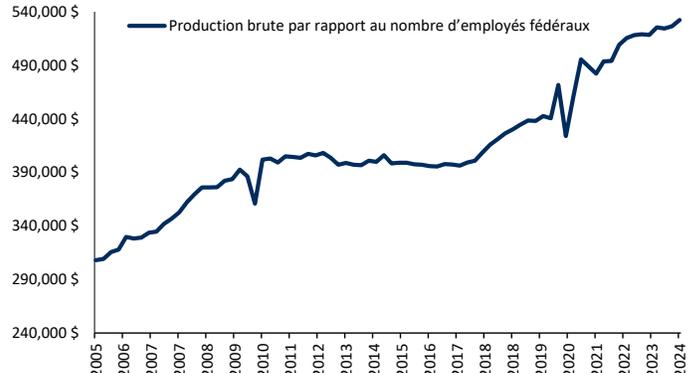


Source: Bloomberg, Raymond James Ltd.; données au 30 novembre 2024.

**Immigration**

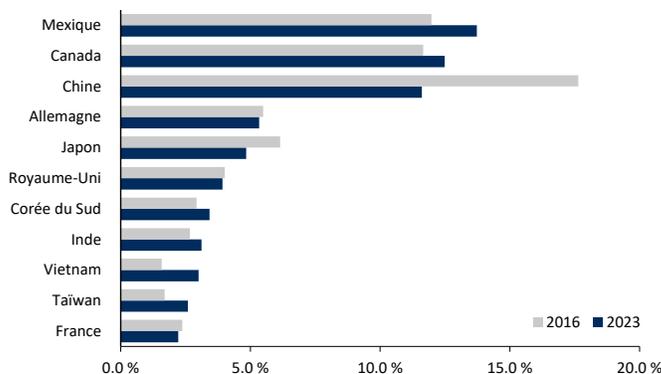
Les politiques d'immigration de Trump pourraient être l'un des sujets les plus négligés en ce qui concerne leur incidence potentielle. Récemment, il a nommé Stephen Miller au poste de chef de cabinet adjoint, qui est connu pour sa position ferme sur l'immigration légale et illégale. Le taux de refus des nouvelles pétitions relatives au H-1B<sup>3</sup> est passé de 6 % en 2015 à 24 % au cours de la seconde moitié du premier mandat de Trump. Cependant, les travailleurs immigrants et les travailleurs nés au pays ont souvent des ensembles de compétences différents, ce qui les rend complémentaires sur le marché du travail plutôt que des concurrents directs. Par conséquent, les taux de chômage sont demeurés relativement faibles dans les professions comptant de nombreux travailleurs avec un H-1B de 2004 à 2023, même pendant la COVID-19 (graphique 25). Cette

**graphique 22 - Les employés fédéraux deviennent sans nul doute de plus en plus efficaces au fil du temps**



Source: BEA, FRED, Raymond James Ltd.; données au 30 juin 2024.

**graphique 24 - Actions des importations américaines (valeur monétaire) en 2016 par rapport à 2023, forte baisse en Chine**



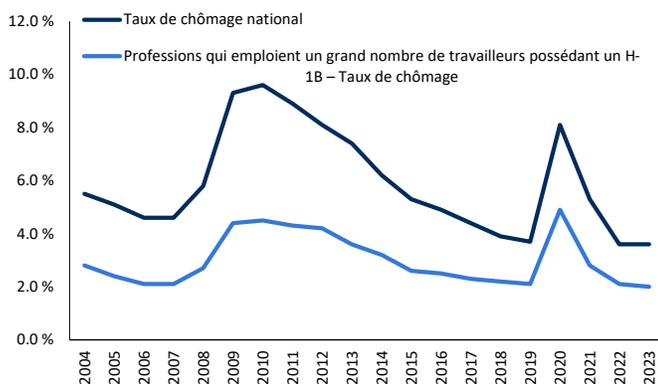
Source: BEA, Raymond James Ltd.; données au 31 décembre 2023.

tendance suggère une forte demande pour ces travailleurs, de sorte que la réduction des visas H-1B pourrait entraîner une croissance des salaires et des pressions inflationnistes. De plus, les immigrants stimulent également la consommation, de sorte que le resserrement de l'immigration pourrait nuire à la fois à l'offre et à la demande, influençant finalement le PIB.

En outre, si Trump devait expulser jusqu'à un million d'immigrants non autorisés chaque année, des secteurs comme la construction, l'agriculture et l'hôtellerie, où de nombreux travailleurs non autorisés sont employés, ressentiraient probablement la plus grande répercussion, ce qui pourrait entraîner de nouveau une hausse des prix. Cependant, en regardant les tendances historiques, la population d'immigrants non autorisés aux États-Unis est restée assez stable, et le déclin pendant le premier mandat de Trump n'a pas été significatif (graphique 26). En fin de compte, l'expulsion d'immigrants non autorisés peut être assez coûteuse.

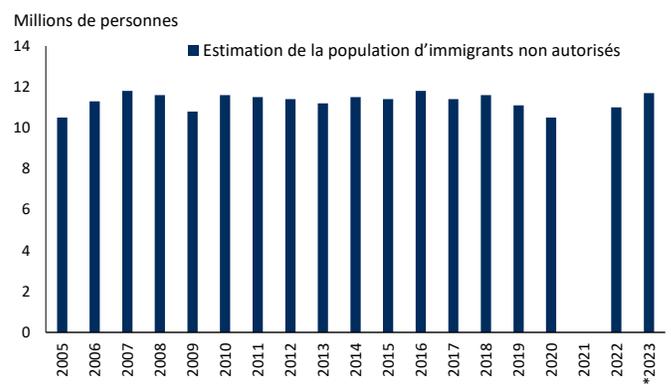
<sup>3</sup> Le programme de visa H-1B permet aux employeurs d'embaucher des travailleurs étrangers dotés des compétences nécessaires dans des professions spécialisées et autorise l'emploi temporaire de particuliers qualifiés.

**graphique 25 - Le taux de chômage est relativement faible dans les professions intensives nécessitant un H-1B**



Source: American Immigration Council; données au 31 décembre 2023.

**graphique 26 - Estimation historique de la population d'immigrants non autorisés**



Source: Office of Homeland Security Statistics.

En résumé, alors que Trump commencera son deuxième mandat avec une économie américaine assez saine, il y a plusieurs préoccupations à prendre en compte. À l'interne, des questions comme la dette nationale et l'inflation, ainsi que des facteurs externes tels que la réaction des partenaires de négociation et les taux de change, pourraient limiter l'ampleur de bon nombre de ses propositions politiques clés. D'après ce que nous avons vu au cours de son premier mandat, certaines de ces politiques pourraient être assouplies. Cela dit, il est encore un peu tôt pour évaluer pleinement l'incidence de ses politiques cette fois-ci.

*Les effets de ces politiques sur les marchés sont examinés dans la discussion sur les marchés financiers.*

## Discussion sur les marchés financiers

### Les indices boursiers se redressent alors que les résultats des élections se stabilisent

En novembre, l'indice composé TSX, l'indice principal du marché des actions canadien, a connu un rendement du cours de 6,2 % et un rendement total de 6,4 %. Ce rendement était en ligne avec l'indice de référence américain à grande capitalisation, le S&P 500, qui a affiché un rendement du cours de 5,7 % et un rendement total de 5,9 % en monnaie locale. Les gains de l'indice composé TSX ont été principalement attribuables au secteur des technologies de l'information, tandis que la croissance de l'indice S&P 500 a été plus généralisée, soutenue par de bons rendements dans les secteurs de la consommation discrétionnaire, des services financiers, de l'industrie et de l'énergie. Parmi les principaux indices boursiers, les titres à petite capitalisation américains, représentés par le Russell 2000, ont connu le plus grand bond après la victoire électorale de Trump, générant un rendement total de 10,8 % (graphique 27).

Depuis le début du trimestre, les secteurs avec le meilleur rendement de l'indice composé S&P/TSX ont été les technologies de l'information, en hausse de 27,6 %, l'énergie, en hausse de 10,5 %, et les services financiers, en hausse de 8,4 %. À l'inverse, les secteurs notables avec un moins bon rendement ont été les services de communication, en baisse de 11,1 %, l'immobilier, en baisse de 4,7 %, et les matériaux, en hausse de 0,6 %.

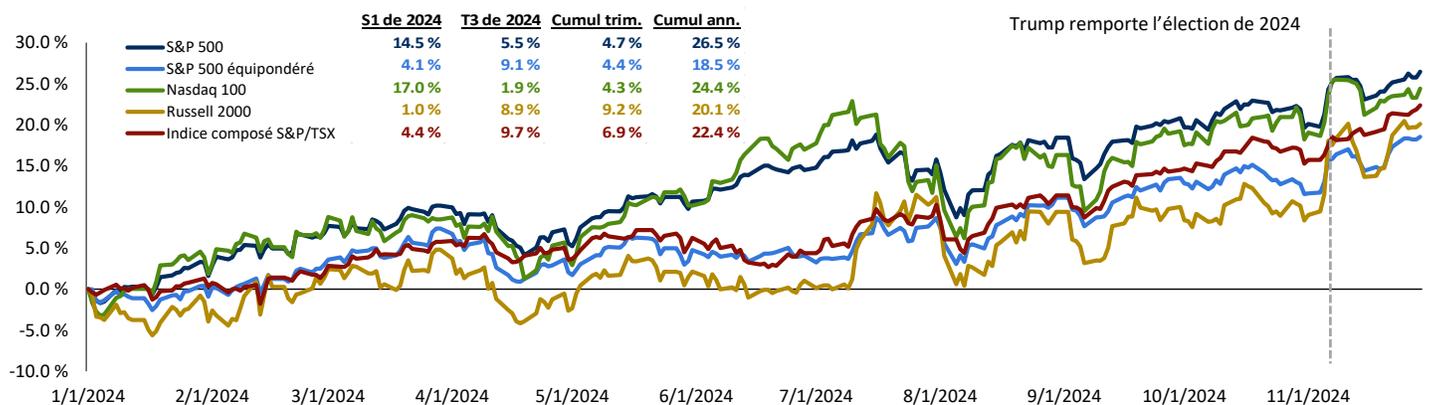
**Les trois meilleurs secteurs (novembre) :**

- **Technologies de l'information** : le secteur des technologies de l'information a connu un gain généralisé en novembre, après dix mois de rendement inférieur par rapport à l'indice composé TSX. Cette reprise significative a été encore stimulée par la plateforme Shopify, qui constitue à elle seule plus de la moitié du secteur et a atteint un rendement total de 48,6 % en raison de ses solides bénéfices du T3 de 2024.
- **Services financiers** : ce secteur a continué à réagir favorablement à l'assouplissement des taux continu de la BdC. Nous continuons à observer comment les dispositions sur les pertes de crédit peuvent compenser la pression à la baisse sur les revenus nets d'intérêts au fur et à mesure que le cycle d'assouplissement des taux progresse pour les banques. Les entreprises de l'industrie des marchés des capitaux surclassent les autres en raison du bon rendement du marché depuis le début de l'année. Les actions d'assurance bénéficient de la dynamique des bénéfices futurs, ce qui soutient leurs solides rendements.
- **Biens de consommation de base** : ce secteur est en difficulté depuis le mois d'août, mais a réussi à regagner du terrain perdu en novembre, principalement en raison d'un rebond d'Alimentation Couche-Tard, qui représente près de la moitié du secteur. Les perspectives de bénéfices de ce secteur demeurent quelque peu sous pression. En raison de la stabilisation de l'inflation, les entreprises ont de plus en plus de mal à justifier les hausses de prix des produits de consommation courante. Les dépenses de consommation sont désormais davantage motivées par les rabais et les promotions, ce qui pourrait nuire au pouvoir de fixation des prix et aux bénéfices des entreprises.

#### Les trois moins bons secteurs (novembre) :

- **Services de communication** : 2024 a été une année difficile pour ce secteur, l'intensification de la concurrence et les questions réglementaires demeurant des préoccupations importantes.
- **Matériaux** : au Canada, ce secteur est fortement pondéré par l'or. Son rendement inférieur en novembre était en grande partie dû à une baisse d'environ 3,0 % des prix de l'or. Le prix de l'or est sous pression depuis la victoire de Trump à l'élection présidentielle de 2024, car l'incertitude a diminué et les attentes du marché d'un environnement de taux élevés ont augmenté.
- **Immobilier** : ce secteur a connu une forte reprise lorsque le cycle d'assouplissement des taux a commencé en juin, mais il a perdu quelques points de pourcentage en octobre et pendant la première moitié de novembre. Il y a des signes avant-coureurs d'une reprise de l'élan haussier, mais les défis macroéconomiques, à savoir la réduction des objectifs d'immigration pouvant conduire à deux années consécutives de croissance démographique négative, pourraient peser sur son futur rendement.

#### graphique 27 - Rendement du prix des indices sélectionnés



Source: FactSet, Raymond James Ltd; données au 30 novembre 2024. Rendement du prix en devise locale.

**Tableau 2 - Rendement et valorisations du secteur d'indice composé S&P/TSX (classement par rendement total du trimestre à ce jour)**

Nom du secteur	Pondération du secteur	Rend. tot. de 2024 à ce jour	Rend. tot. du trimestre à ce jour	Rend. tot. sur un mois	RCB actuel 12 prochains mois	RCB historique 12 prochains mois
Technologies de l'information	10.2 %	44.0 %	27.6 %	28.3 %	39.0	22.8
Énergie	17.3 %	28.6 %	10.5 %	5.4 %	15.1	14.6
Services financiers	32.5 %	32.3 %	8.4 %	7.5 %	12.3	11.4
Indice composé S&P/TSX	--	25.8 %	7.3 %	6.4 %	15.8	14.5
Biens de consommation de base	3.9 %	19.6 %	4.2 %	7.2 %	17.8	15.9
Consommation discrétionnaire	3.3 %	15.3 %	3.8 %	3.6 %	15.9	14.4
Produits industriels	12.6 %	14.0 %	3.4 %	5.0 %	22.2	15.9
Services publics	3.8 %	17.5 %	1.7 %	3.5 %	22.1	18.0
Soins de santé	0.3 %	13.0 %	0.6 %	-3.9 %	5.7	16.0
Matériaux	11.6 %	28.3 %	0.6 %	-2.9 %	15.4	17.0
Immobilier	2.0 %	12.3 %	-4.7 %	1.0 %	15.4	14.7
Services de communication	2.6 %	-13.2 %	-11.1 %	-7.0 %	13.4	15.7

Source: FactSet; Raymond James Ltd.; données en date du 30 novembre 2024. Le secteur des soins de santé de l'indice S&P/TSX a été exclu de l'analyse du rendement en raison de sa représentation minimale dans l'indice composé S&P/TSX.

### Perspectives canadiennes par secteur

À l'approche de 2025, nous donnons notre point de vue général sur certains secteurs clés de l'indice composé TSX :

#### Services financiers

Le secteur des services financiers est le plus influent sur l'indice composé TSX, représentant environ le tiers de sa pondération. Dans ce secteur, ce sont les banques qui ont le plus d'influence, soit environ 60 %, les compagnies d'assurance ayant atteint environ 20 %, suivies des sociétés financières diversifiées, y compris les gestionnaires d'actifs, à environ 15 %, et les sociétés qui ont des investissements immobiliers importants, contrairement au secteur immobilier de l'indice composé TSX, à environ 5 %. Ce secteur est donc le plus influencé par les perspectives de l'économie canadienne, qui sont faibles, mais qui montrent des signes modestes d'amélioration, et un environnement de taux d'intérêt suffisamment élevé pour générer un bon rendement sur la différence entre les taux de prêt et d'emprunt, tout en réduisant les préoccupations liées aux prêts non performants et aux défauts de paiement. Beaucoup de choses peuvent dépendre de la capacité des gouvernements fédéraux à faire face aux menaces tarifaires de Trump, permettant une croissance continue du PIB et rassurant les propriétaires d'entreprise qu'il est sécuritaire d'investir dans l'amélioration de la production, malgré l'environnement commercial potentiellement volatil.

#### Énergie

L'énergie est le deuxième secteur le plus influent de l'indice composé TSX, avec une pondération d'environ 17 %. Le facteur primordial sur le marché de l'énergie à l'heure actuelle est les perspectives défavorables de l'offre et de la demande. Du côté de l'offre, nous nous attendons à ce qu'une administration Trump facilite la production des États-Unis, tandis que l'OPEC+ semble mettre fin aux réductions volontaires de l'offre. L'Arabie saoudite a déjà réduit sa production à environ 9 millions de barils par jour, bien en deçà de son potentiel de 12,5 millions de barils par jour. Le seuil de rentabilité de l'Arabie saoudite sur un tel mouvement est estimé à 50 \$ US par baril, ce qui signifie que même si le prix du baril tombait par rapport au prix d'environ 69 \$ US actuellement, le Royaume finirait toujours dans une meilleure position de revenus tant que le prix se maintenait au-dessus de 50 \$ US. C'est un pari que l'Arabie saoudite pourrait être prête à prendre à un certain moment durant les prochaines années. Cela rend le risque de baisse du prix des produits de base une possibilité. Le risque à la hausse vient évidemment des conflits au Moyen-Orient, bien que jusqu'à présent, il semble que les parties ont réussi à empêcher la perturbation de l'approvisionnement en pétrole, y compris les restrictions dans le détroit d'Ormuz.

Du côté de la demande, nous ne voyons que des augmentations modestes de la demande en 2025, peut-être juste assez pour maintenir les prix stables, en fonction de la situation de l'offre. Nous nous concentrons principalement sur la Chine, qui est au milieu d'un programme de relance semblant tomber quelque peu à plat jusqu'à présent. Les chances que la croissance de la demande chinoise de 7 % observée en 2023 se reproduise de nouveau semblent peu probables. Au-delà du pétrole brut, du côté du gaz naturel, nous voyons la demande croissante de gaz naturel liquéfié (GNL) dans le monde entier, et le démarrage de l'usine de LNG Canada à Kitimat, en Colombie-Britannique, au milieu de 2025, comme un point positif pour les producteurs canadiens, bien qu'il semble y avoir beaucoup de capacité de réserve disponible pour profiter de toute augmentation de prix.

Pour compenser la faible dynamique des produits de base dans le secteur de l'énergie, nous avons également des sociétés canadiennes du secteur de l'énergie qui disposent d'un flux de trésorerie abondant et qui négocient à des valorisations relativement bonnes. Malgré les discussions sur

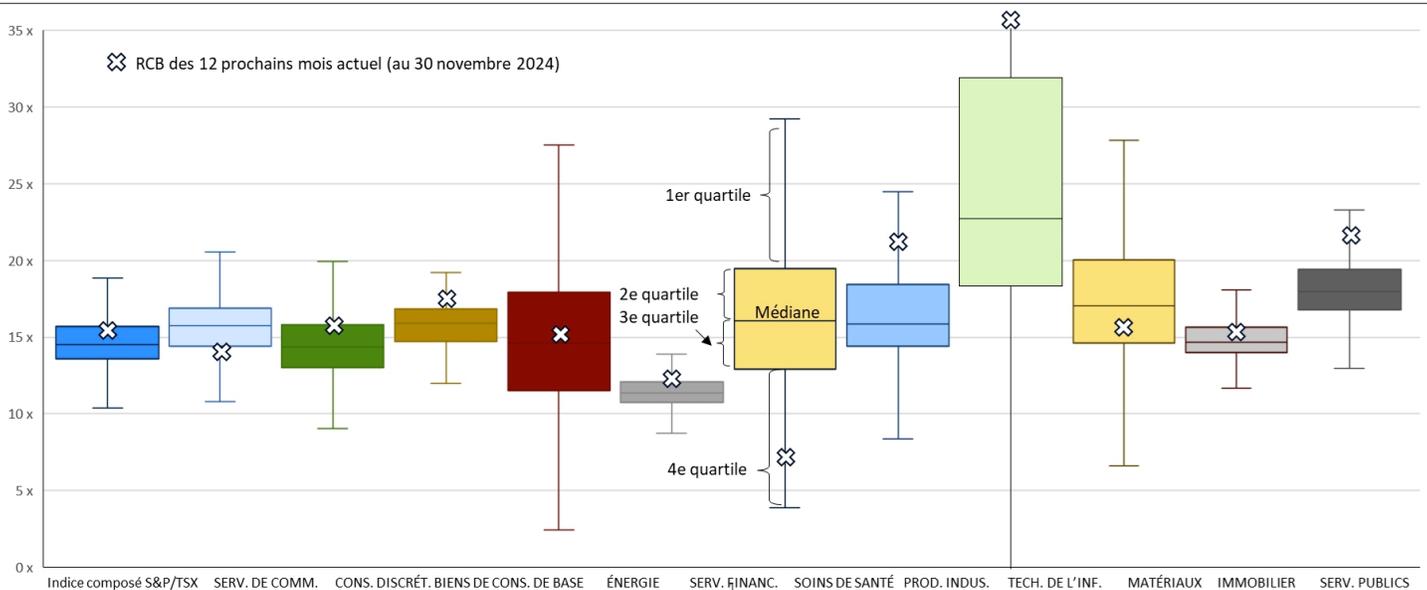
l'électrification et la demande de pointe de pétrole, nous voyons beaucoup de potentiel à long terme pour le secteur canadien de l'énergie malgré les pressions à court terme. À court terme, avec un nuage de prix des produits de base généralement faible, nous voyons des investisseurs favoriser les sociétés à plus grande capitalisation, et par sous-secteur, nous voyons plus d'intérêt du côté du gaz naturel et de son utilisation pour soutenir le renforcement de la capacité électrique de base que dans les sociétés spécialisées dans le pétrole brut.

### Matériaux

Les matériaux ont une pondération d'environ 14 % dans l'indice composé TSX et sont dominés par l'or, avec une pondération d'environ 50 % dans le secteur. Alors que l'or a connu une forte remontée pendant une grande partie de 2024, avec la vigueur du dollar américain et un changement de sentiment vers les actifs risqués après les élections américaines, nous avons constaté un léger recul du prix des produits de base.

Les métaux industriels tels que le cuivre, l'aluminium et le fer ont repris à mesure que l'enthousiasme suscité par les mesures de relance de la Chine s'est manifesté, bien qu'il ait légèrement diminué depuis lors. Nous continuons d'aimer des matériaux tels que le cuivre et l'uranium qui, selon nous, joueront un rôle majeur dans les efforts d'électrification mondiaux, et même avec la construction informatique croissante pour l'IA, y compris ses besoins massifs en énergie. Les perspectives pour le cuivre sont d'un grand intérêt au Canada, car il représente environ 7 % du secteur des matériaux, tous les métaux de base représentant environ 13 %. Ses perspectives à court terme semblent équilibrées entre le déclin des perspectives de l'ancien modèle de croissance économique de la Chine et les possibilités de croissance découlant de la transition écologique, y compris en Chine, qui représente maintenant environ les deux tiers de la demande de cuivre dans ce pays. Cette poussée technologique écologique, ou propre, est principalement motivée par les véhicules électriques, la production d'énergie renouvelable et l'infrastructure électrique.

### graphique 28 - Comparaison du RCB actuel et historique des 12 prochains mois pour le secteur d'indice composé S&P/TSX



Source: FactSet; Raymond James Ltd.; données en date du 30 novembre 2024. RCB historique : 1/1/2000 au 30/11/2024. À l'exclusion des valeurs aberrantes.

### Actions américaines

Les marchés américains ont conclu une autre saison des résultats, avec des gains de bénéfices toujours robustes, bien que les résultats des bénéfices aient été un peu plus faibles qu'au cours des trimestres précédents. Le contexte économique reste favorable à la poursuite du marché haussier actuel, car les bénéfices globaux du S&P 500 devraient s'établir à 243 \$ US pour 2024, en hausse de 9 % par rapport aux 223 \$ US en 2023, et devraient encore augmenter de 12 % pour atteindre 273 \$ US en 2025. Cela étant dit, il est indéniable que l'indice S&P 500 semble quelque peu cher à plus de 22 fois le ratio cours/bénéfice (2024), bien que cela puisse actuellement être rationalisé compte tenu des attentes de croissance. Pour donner plus de contexte, le ratio cours/bénéfice moyen à très long terme est d'environ 16 fois, même si au cours des 20 dernières années, la moyenne a été plus proche de 20 fois et variait de 17 à 24 fois, à l'exclusion des valeurs aberrantes des périodes de la crise financière mondiale et de la COVID.

Il semble également y avoir de l'optimisme concernant les politiques attendues de Trump, en particulier la déréglementation et la baisse des

impôts qui devraient soutenir les effets bénéfiques pour certaines sociétés des secteurs des services financiers, de l'industrie et de l'énergie, bien que les choix et les tarifs douaniers du cabinet (RFK Jr) et le potentiel de guerres commerciales en général créent une certaine incertitude dans l'industrie pharmaceutique et les soins de santé ainsi que les actions mondiales en général. Il y a beaucoup de débat sur la façon dont la dynamique d'une administration Trump sera sur la mise en œuvre des tarifs douaniers, ou si elles resteront plutôt comme une menace et une tactique de négociation. Il reste beaucoup d'incertitude quant à l'incidence de tous ces aspects sur la croissance économique, l'inflation, le déficit et les taux d'intérêt, ce qui finira par influencer les cours des actions. Nous ne prétendons pas savoir ce que Trump fera en effet, par rapport aux promesses ou aux menaces qu'il effectue, de sorte que ce sera probablement une bonne idée de rester bien diversifié et aussi protégé que possible contre des résultats extrêmes.

Avec la hausse des multiples valorisations des actions et l'augmentation quelque peu du rendement des obligations du Trésor à 10 ans, la prime de risque sur actions de l'indice S&P 500 est descendue à son plus bas niveau en 22 ans et devient négative. Calculée comme le rendement des bénéfices de l'indice S&P 500 moins le taux sans risque, généralement dicté par le rendement des obligations du Trésor à 10 ans, la prime de risque sur actions représente la récompense que les investisseurs obtiennent pour avoir pris le risque supplémentaire de l'investissement en actions par rapport à ce qu'ils pourraient obtenir sans risque. Une mesure négative peut réduire l'attrait des actions et faire en sorte que les investisseurs favorisent les actifs à faible risque jusqu'à ce que le rendement des bénéfices augmente ou que les rendements des obligations du Trésor diminuent.

Malgré une certaine faiblesse ou pression à court terme compte tenu de la prolongation des valorisations, nous voyons encore plus d'effets bénéfiques pour le marché boursier américain compte tenu des perspectives économiques et des perspectives de profit. En ce qui concerne certains thèmes à prendre en compte :

- Les secteurs cycliques (ex-technologie) ont surclassé les valeurs défensives, mais n'ont pas suivi le rythme du marché dans son ensemble et pourraient donc bénéficier de certaines transactions de « rattrapage ».
- Les petites capitalisations ont montré quelques améliorations, mais restent à la traîne des grandes capitalisations en ce qui concerne les valorisations, compte tenu de certains bénéfices et prévisions positifs.
- Les bénéfices des banques mondiales se sont bien maintenus, et avec une meilleure situation économique et la perspective d'une déréglementation qui pourrait entraîner davantage d'activités de fusions et d'acquisitions, les frais pourraient augmenter.

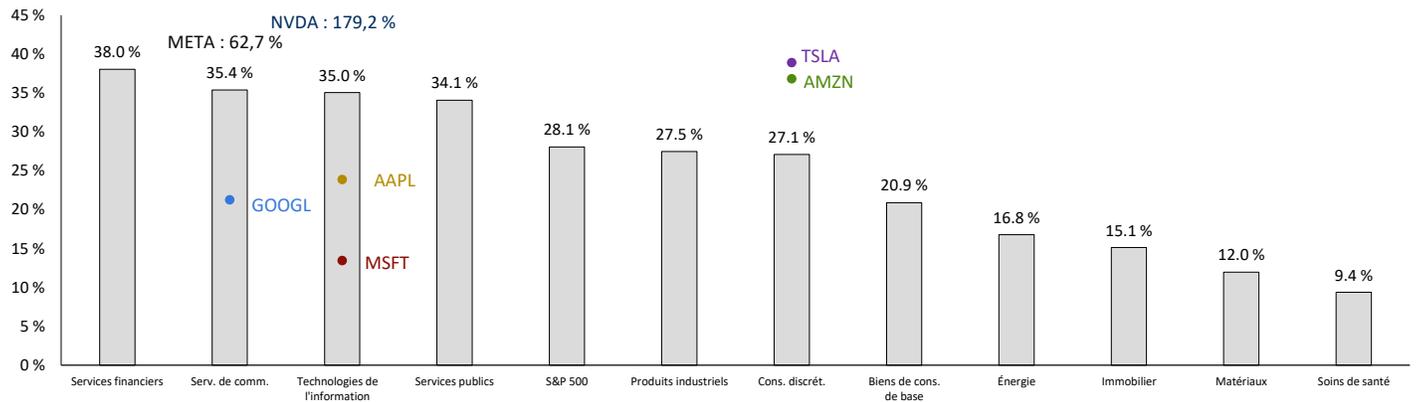
Le principal indice américain que nous suivons, le S&P 500, est en voie d'enregistrer une deuxième année consécutive de hausse de plus de 20 %. Cette étape a été franchie pour la dernière fois en 1998, lors d'un atterrissage en douceur et d'une révolution technologique... cela vous rappelle quelque chose? Alors que l'économie américaine demeure vigoureuse, malgré quelques signes de ralentissement de la croissance, le marché des actions est resté enthousiaste. Le sentiment des investisseurs (enquête sur la confiance des consommateurs du Conference Board) reste haussier, avec plus de 56 % des investisseurs s'attendant à ce que les cours des actions augmentent au cours des 12 prochains mois, contre 39 % au début de l'année et 51 % le mois dernier. Il s'agit du niveau d'optimisme le plus élevé depuis le début de ce suivi en 1987. L'allocation des investisseurs aux actions est également d'environ 70 %, ce qui est proche du niveau le plus élevé depuis 20 ans. C'est une raison pour être prudent à court terme, mais une toile de fond économique solide soutiendra probablement des gains continus (bien que plus modestes) dans les 12 prochains mois. L'incertitude des élections étant maintenant derrière nous, nous pensons que le marché sera au moins mieux préparé à l'éventualité de tarifs douaniers, de réductions d'impôts et d'une augmentation de la dette nationale. Le fait d'avoir une meilleure idée de ce à quoi il faut s'attendre favorise généralement le marché, contrairement aux incertitudes précédant une élection.

### **Rotation et étendue du marché**

On a beaucoup parlé des « sept magnifiques » aux États-Unis et de leur impact considérable sur l'indice S&P 500 et sur le Nasdaq 100, à forte composante technologique, au cours des deux dernières années. Au cours des derniers mois, les marchés ont commencé à se diversifier, car un plus grand nombre d'entreprises ont affiché de meilleurs résultats et ont donc bénéficié d'une meilleure reconnaissance, comme en témoigne l'augmentation des multiples RCB. Au cours de l'année écoulée, les « sept magnifiques » en tant que groupe ont maintenu un RCB prévisionnel de l'ordre de 30 à 35 fois plus, tandis que les 493 autres entreprises de l'indice sont passées collectivement d'un RCB de 17 fois à environ 21 fois plus. Cela s'explique également par une plus grande confiance dans la solidité générale de l'économie américaine, avec des taux d'intérêt désormais en baisse, ce qui aide davantage les petites et moyennes entreprises que les sociétés à forte capitalisation qui disposent généralement d'une trésorerie abondante. À l'approche de la fin de l'année, nous avons vu les investisseurs se tourner de nouveau vers les sociétés à forte capitalisation, probablement après les solides résultats du T3 de 2024 et les prévisions positives pour le T4 de 2024 et 2025, en particulier grâce à l'enthousiasme continu pour l'IA.

Dans le graphique 29, nous montrons l'étendue des rendements de l'année en cours dans les secteurs du S&P 500, tout en mettant en évidence les rendements individuels de l'année en cours de chacun des membres des « sept magnifiques ».

**graphique 29 - Rendement total du secteur S&P 500 et des « sept magnifiques » depuis le début de l'année**



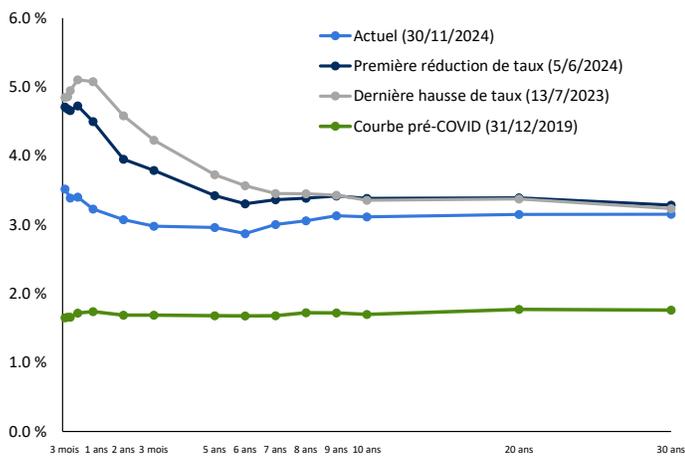
Source: FactSet; Raymond James Ltd.; données au 30 novembre 2024.

**Rendements des titres à revenu fixe et de trésorerie**

Si l'on compare la fin de novembre au mois précédent, les courbes de rendement du Trésor du Canada et de celui des États-Unis semblent avoir à peine bougé. Cependant, au cours du mois, les deux courbes ont d'abord augmenté après la victoire de Trump à l'élection présidentielle de 2024, mais ont ensuite diminué vers la fin du mois. Au Canada, nous nous attendons à ce que la courbe de rendement continue de se redresser à mesure que le cycle de réduction des taux progresse en 2025, compte tenu de l'affaiblissement général de l'économie.

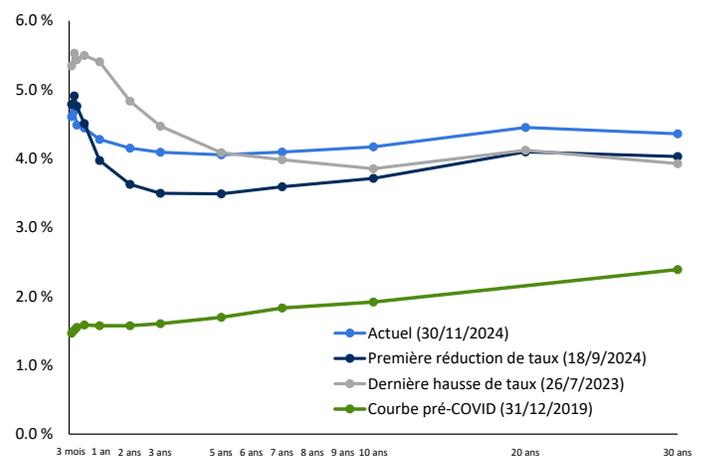
En revanche, les États-Unis font face à plus d'incertitude. Le président de la Réserve fédérale, M. Powell, a déclaré que la Réserve fédérale ne spéculerait pas sur l'incidence de Trump sur l'économie, ce qui signifie que l'extrémité avant de la courbe de rendement dépend toujours en grande partie de l'inflation et des conditions de la main-d'œuvre. Cependant, les extrémités moyennes et longues de la courbe, déterminées par les investisseurs en obligations, reflètent les attentes de croissance économique, le risque d'inflation et le déficit de la dette nationale, pourraient connaître d'autres fluctuations à mesure que Trump entre à nouveau à la Maison-Blanche. Les politiques clés de Trump sur les tarifs douaniers et l'immigration pourraient alimenter les pressions inflationnistes futures, tandis que la déréglementation et les réductions d'impôt sur les sociétés pourraient stimuler la rentabilité des entreprises et augmenter les attentes de rendement à long terme. Dans l'ensemble, ses politiques peuvent maintenir la courbe de rendement plus élevée que ce à quoi nous nous attendrions autrement.

**graphique 30 - Courbes de rendement du gouvernement du Canada**



Source: FactSet, Raymond James Ltd.; données au 30 novembre 2024.

**graphique 31 - Courbes de rendement du Trésor des États-Unis**



Source: FactSet, Raymond James Ltd.; données au 30 novembre 2024.

## Actions internationales

Le marché boursier nord-américain a surclassé les autres marchés développés et émergents le mois dernier. L'Allemagne et le Royaume-Uni sont en tête parmi les marchés développés à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Cependant, la victoire électorale de Trump a fait bondir le dollar américain, ce qui a rendu les rendements dans d'autres marchés développés médiocres en termes de dollars américains. De plus, la menace de droits de douane de Trump a ajouté une pression supplémentaire à la baisse sur ces marchés.

Le marché boursier chinois est resté assez volatil tout au long du mois. Avec l'augmentation du soutien budgétaire largement insuffisant qui s'estompe et la récente victoire de Trump, nous nous attendons à ce que son rendement soit sous pression pendant un certain temps. Pendant ce temps, le marché boursier indien est confronté à des préoccupations croissantes concernant sa valorisation élevée, ce qui a également atténué son récent rendement.

**Tableau 3 - Rendement des actions à l'échelle mondiale**

Indices boursiers mondiaux sélectionnés	1 mois (CML)	1 mois (en \$ US)	1 mois (en \$ CA)	3 mois (CML)	3 mois (en \$ US)	3 mois (en \$ CA)	Cumul annuel (CML)	Cumul annuel (en \$ US)	Cumul annuel (en \$ CA)	RCB actuel 12 prochains mois	Historical PE Median	Prime (ROUGE)/ escompte (VERT)
<b>Principaux agrégats</b>												
Monde (mondial)*	4.7	4.7	5.1	4.4	4.4	8.5	22.1	22.1	29.6	19.3	15.9	3.4
EAFE (MD hors É.-U. et Canada)*	-0.2	-0.2	0.2	-5.1	-5.1	-1.4	6.5	6.5	13.1	13.7	13.5	0.2
ME (marchés émergents)*	-2.5	-2.5	-2.0	-0.6	-0.6	3.3	8.0	8.0	14.7	12.0	11.7	0.3
<b>Marchés développés sélectionnés</b>												
Nikkei 225 (Japon)	-2.2	-0.8	-0.4	-0.5	-3.5	0.3	16.1	8.9	15.7	21.0	18.9	2.2
Euro Stoxx 50 (Europe)	-0.3	-3.2	-2.8	-2.7	-7.5	-3.9	9.7	1.6	7.9	13.8	13.2	0.6
FTSE 100 (R.-U.)	2.6	1.0	1.5	-0.4	-4.3	-0.6	11.1	6.8	13.5	11.6	12.4	-0.8
CAC 40 (France)	-1.5	-4.2	-3.8	-5.0	-9.4	-5.8	-1.2	-5.5	0.3	13.8	13.4	0.4
DAX (Allemagne)	2.9	0.1	0.5	3.8	-0.9	2.9	17.2	12.0	19.0	13.4	12.6	0.8
Hang Seng (Hong Kong)	-4.2	-4.3	-3.9	9.0	9.2	13.5	19.0	19.4	26.8	8.9	12.4	-3.5
<b>Marchés émergents sélectionnés</b>												
CSI 300 (Chine)	0.7	-1.0	-0.5	18.3	15.8	20.1	17.5	15.2	22.1	14.5	13.7	0.9
Nifty 50 (Inde)	-0.2	-0.7	-0.2	-4.2	-4.9	-1.4	12.5	10.7	17.4	22.6	18.6	4.0

Source: FactSet; Raymond James Ltd.; rendements totaux, données au 30 novembre 2024. CML : coté en monnaie locale. RCB historique médian : 1/1/2000 au 30/11/2024. \* Les indices sont représentés par les FNB iShares correspondants, qui servent de mandataires.

## RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES ÉPARGNANTS

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

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

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

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

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

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

RJL est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

© 2024 Raymond James Ltée.