

## RJL PCS: PERSPECTIVES ET STRATEGIES

15 JANVIER 2025

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

## Perspectives et stratégies de janvier 2025 : notre récapitulatif de 2024 et les perspectives pour 2025

### Points saillants de 2024

- Au Canada, nous avons constaté que l'économie continuait de s'affaiblir, avec une croissance annuelle moyenne du PIB réel d'environ 1,2 % en 2024, en baisse par rapport à 1,5 % en 2023. Cependant, la bonne nouvelle est que les dépenses de consommation semblent avoir repris au T4 de 2024. L'inflation est passée de 3,4 % à la fin de 2023 à un peu moins de la cible de 2,0 %, les mesures de base étant toujours supérieures à 2,5 %, mais à l'intérieur de la fourchette de contrôle de 1 à 3 %. La BdC a également commencé à assouplir son taux directeur en juin pour terminer l'année à 3,25 % après s'être tenue à 5,00 % pendant un peu moins de 11 mois.
- Aux États-Unis, l'économie est demeurée remarquablement forte, avec un PIB réel estimé en hausse de 2,8 % en 2024, après un gain de 2,9 % en 2023. L'inflation a diminué plus lentement, passant de 3,4 % à la fin de 2023 à 2,7 %. La Réserve fédérale a également ralenti après sa première forte réduction en septembre, pour terminer l'année à 4,5 %, après 14 mois à 5,5 %.
- Les marchés boursiers canadiens et américains ont été robustes en 2024, en hausse de 21,7 % et de 25,0 %, respectivement. Les actions des Sept magnifiques et l'engouement pour l'IA ont continué de porter le marché américain. Le rendement de l'indice TSX a été plus généralisé, les secteurs de la technologie, des services financiers, de l'énergie et des matériaux ayant tous gagné plus de 20 %.

### Prévisions macroéconomiques pour 2025

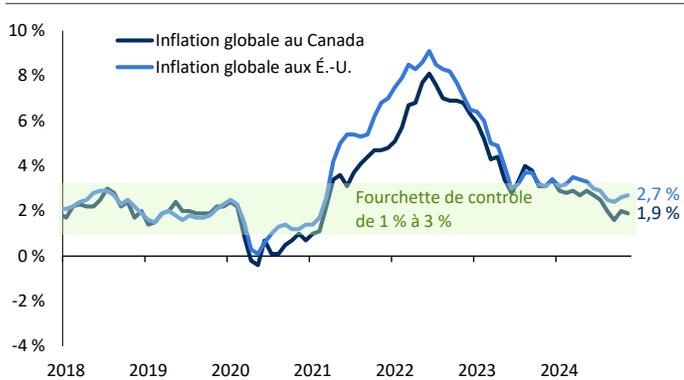
- Les taux d'intérêt canadiens sont susceptibles de continuer à baisser pour atteindre le niveau de 2,25 % d'ici le milieu de 2025, dans un contexte d'économie encore faible. Cependant, les taux plus bas devraient également commencer à se manifester par une meilleure croissance du PIB jusqu'en 2025, avec des attentes consensuelles d'une croissance de plus de 2 % cette année. L'incertitude persistante relative aux profondes répercussions négatives que pourraient avoir les droits de douane américains sur l'économie canadienne demeure déterminante.
- Les taux d'intérêt directeurs aux États-Unis ne devraient baisser qu'un peu plus en 2025, à 4,0 %, car nous nous attendons à ce que la croissance économique ne ralentisse que légèrement à 2,4 % en raison de la rigidité de l'inflation au-dessus de la cible de 2 % (globale à 2,7 % et sous-jacente à 3,3 %), avec une légère faiblesse sur les marchés du travail.
- L'écart croissant entre les taux directeurs et les perspectives économiques contrastées, ainsi que les risques de droits de douane en surplomb, exercent probablement une pression continue sur le dollar canadien par rapport à l'américain.

### Prévisions du marché pour 2025

- Nous nous attendons globalement à ce que les marchés boursiers augmentent en 2025, compte tenu du contexte des bénéfices économiques et des entreprises, mais avec des gains plus modérés que les rendements de plus de 20 % des deux dernières années. Nous anticipons également une volatilité accrue, qui pourrait inclure de multiples reculs en cours de route. Notre objectif (de notre groupe de stratégies de placement américain) pour le S&P 500 d'ici la fin de 2025 est de 6 375 au moyen d'un bénéfice par action (BPA) de 23,5 fois de 270 \$ US, avec une préférence pour les secteurs des technologies, des produits industriels et des soins de santé. Pour l'indice composé TSX, nous prévoyons 26 300 d'ici la fin de l'année pour un rendement total de 8,5 %.
- La rotation sera probablement un thème majeur en 2025, car les actions (y compris les petites et moyennes capitalisations) qui n'ont pas subi de hausse lors du cycle des Sept magnifiques, mais avec une croissance des bénéfices désormais positive, suscitent davantage l'attention des investisseurs. Nous ne voyons pas les investisseurs fuir les Sept magnifiques, mais nous nous attendons à ce que les avantages de l'IA s'étendent aux (petites) entreprises qui peuvent monétiser ces occasions et avantages technologiques.

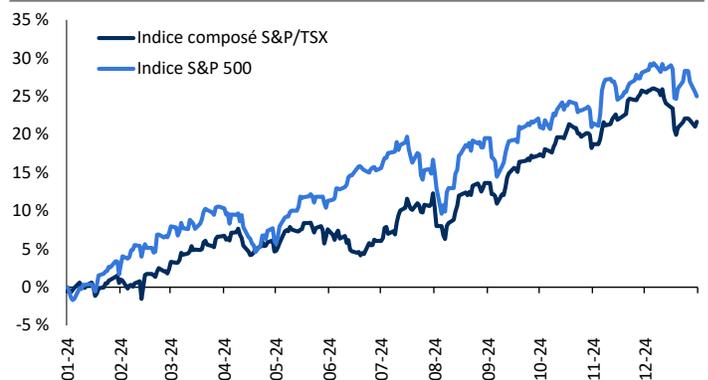
- Les marchés boursiers américains demeurent probablement l'option la plus attrayante géographiquement en raison de l'économie forte et de l'absence relative des droits de douane. Les marchés canadiens pourraient fluctuer fortement si la réalité des tarifs douaniers s'installe ou si le Canada conclut un accord commercial à plus long terme, potentiellement dans le cadre d'un ACEUM renégocié. De plus, le rendement des marchés canadiens peut être étroitement lié aux prix des produits de base, comme le pétrole brut et l'or. D'autres marchés internationaux devraient de façon générale être plus faibles au cours des 12 prochains mois, en particulier avec l'imprévisibilité des répercussions de la guerre commerciale, bien que de faibles attentes pourraient actuellement offrir des occasions à certaines régions d'enregistrer un rendement supérieur.

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



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 30 novembre 2024. Non désaisonnalisé.

graphique 2 - Rendement de l'indice composé S&amp;P/TSX et de l'indice S&amp;P 500 en 2024



Source: FactSet; Raymond James Ltée. Données au 31 décembre 2024. Rendement de cours en devise locale.

## Résumé

Comme il est d'usage, le tournant de la nouvelle année est un moment idéal pour établir des résolutions et des prédictions. Ici, nous faisons notre part, avec un bref récapitulatif de l'année passée ainsi que nos attentes pour l'année à venir.

Dans les prochaines pages, vous pouvez lire nos réflexions et nos prédictions au sujet de plusieurs indicateurs, mais les thèmes se résument généralement aux suivants :

- La croissance économique se poursuivra.** Bien que les États-Unis semblent prêts à poursuivre leur taux de croissance important, nous nous attendons à un certain ralentissement à 2,4 % pour 2025, contre 2,8 % en 2024. Au Canada, nous commençons à voir des avantages de la croissance agressive du cycle de réduction des taux qui devrait s'améliorer, passant de 1,2 % à 2,0 %, malgré les répercussions négatives importantes des tarifs douaniers.
- Les tarifs douaniers pourraient être un facteur majeur en 2025.** Le président Trump est très ouvert quant à son enthousiasme pour les tarifs douaniers et à sa volonté de les utiliser pour atteindre une variété d'objectifs. Pour compliquer les négociations qui pourraient éviter ou du moins atténuer l'incidence de tout tarif douanier visant le Canada, nous sommes aux prises avec une situation politique complexe découlant de la prorogation du Parlement et d'un processus incertain menant à des élections au Canada. Bien que les politiques tarifaires, surtout si le secteur de l'énergie est inclus, aient le potentiel d'avoir des répercussions défavorables sur l'inflation et les consommateurs américains, nous ne pouvons pas compter sur des mesures tout à fait rationnelles, et nous ne pouvons pas nous attendre à voir une quelconque indulgence pendant que nous réglons notre position politique.
- Les rendements du marché boursier seront probablement positifs,** mais beaucoup plus modérés que les rendements de plus de 20 % des deux dernières années. De plus, les investisseurs devraient être préparés à une **volatilité importante**, y compris des reculs importants, car les ratios cours/bénéfice (C/B) restent à des niveaux étirés et de nombreuses actions sont évaluées dans des conditions optimales. Il est possible que les entreprises finissent par dépasser les attentes de bénéfices qui soutiennent les évaluations du cours de leurs actions, mais qui sont décevantes par rapport à des attentes exagérées, ce qui conduit à des multiples d'évaluation plus médians.

## Récapitulatif de 2024

Au début de 2024, la plupart des commentaires portaient sur le ralentissement des économies et les récessions à venir avec des baisses de taux attendues, principalement pour la deuxième moitié de l'année et en 2025. L'inflation semblait se diriger durablement dans la bonne direction et les hausses de taux étaient suspendues alors que la Réserve fédérale et la BdC attendaient des données et suffisamment de confiance pour commencer à baisser les taux directeurs. L'économie avait été soutenue par les mesures de stimulation budgétaire alimentées par la pandémie et les économistes calculaient le montant d'épargne excédentaire qu'il restait encore aux consommateurs pour continuer à soutenir l'économie. Il était prévu que la croissance économique aux États-Unis ralentisse par rapport à 2,9 % en 2023, avec des attentes consensuelles pour la croissance du PIB réel des États-Unis en 2024 de seulement 1,2 %, mais l'économie américaine s'est avérée beaucoup plus résiliente. À la fin de 2024, nous avons constaté une croissance du PIB encore robuste d'environ 2,8 %, une inflation en baisse à 2,7 % par rapport à son sommet de 9,0 % en juin 2022. Le PIB a été soutenu par les dépenses de consommation qui ont été stimulées par un marché du travail sain et une valeur nette record. À l'inverse, l'économie canadienne s'est affaiblie, passant d'une croissance de 1,5 % en 2023 à une croissance actuellement estimée à 1,2 % en 2024. Toutefois, l'inflation au Canada s'est normalisée avant celle des États-Unis, oscillant autour de la cible de 2 % pendant quatre mois. Nous voyons également un certain espoir d'un rebond de la croissance du PIB avec une reprise des dépenses de consommation vers la fin de 2024, aidé par une réduction radicale des taux.

L'affaiblissement des prix du pétrole a contribué à la désinflation et a soutenu les dépenses de consommation pour d'autres articles, alors que le WTI a diminué pendant la majeure partie de l'année, le baril passant de 87 \$ US en avril à moins de 70 \$ US et l'essence à la pompe à environ 3 \$ US le gallon.

Il était prévu que les marchés financiers offrent des gains plus modérés en 2024 après une année 2023 fructueuse, où le rendement total sur le S&P 500 était de 26,3 % et où l'indice composé TSX affichait un rendement de 11,9 %. Encore une fois, les actions indiquaient une surprise positive, le S&P 500 ayant un rendement de 25,0 % et l'indice composé TSX de 21,7 %, en devises locales.

Bien que les actions à très grande capitalisation continuent d'être les plus favorables, une meilleure diversification est apparue sur les marchés plus tard dans l'année. Les autres entreprises du classement S&P 500 ont ainsi commencé à générer une croissance positive des bénéfices au cours des trois derniers trimestres de l'année, après plus d'une année de bénéfices plus faibles, et les 11 secteurs de l'indice ont affiché des rendements positifs pour l'année. Les attentes de taux d'intérêt plus bas, qui profitent aux entreprises à plus petite capitalisation, avec des promesses de déréglementation et des politiques fiscales américaines plus favorables, ont contribué à répandre l'optimisme. Au cours du mois de décembre, les attentes sur les baisses de taux aux États-Unis ont été réduites, et les marchés boursiers ont légèrement chuté.

## Discussion macroéconomique canadienne

Les perspectives de l'économie canadienne se sont un peu améliorées à l'approche de la fin de l'année, comme en témoignent l'amélioration des ventes au détail, les ventes de maisons et l'augmentation de l'activité dans les secteurs de la fabrication et des services, grâce aux baisses de taux qui ont commencé à la mi-2024 et qui ont progressivement influé sur l'économie. Nous assisterons probablement à une reprise du PIB au T4 de 2024, et la configuration du T1 de 2025 est relativement plus optimiste par rapport à ce que nous attendions il y a trois mois. Cependant, des défis demeurent, les principaux étant la cible nettement inférieure pour les immigrants et les menaces tarifaires des États-Unis. Enfin et surtout, il y a des problèmes persistants relatifs au placement résidentiel et commercial et à la faible croissance de la productivité.

### Croissance du PIB – Une amélioration en vue?

**Principaux points à retenir : il y a des signes que l'économie canadienne se redresse, grâce à trois baisses de taux de 25 points de base et à deux baisses de taux de 50 points de base depuis juin 2024. Les dépenses de consommation se sont améliorées au T3 de 2024 et la confiance des entreprises a été stimulée vers la fin de l'année. Bien que nous ayons encore besoin d'une demande plus forte pour absorber l'offre excédentaire indiquée par des niveaux de stocks élevés (graphique 3), nous sommes prudemment optimistes quant à la croissance du PIB au T4 de 2024 et au début de 2025. Nous voyons à la fois des défis et des occasions dans notre future relation commerciale avec les États-Unis. De plus, la croissance démographique stable à légèrement négative attendue pourrait faire reculer le PIB, en particulier dans les placements résidentiels. Cependant, le principal défi à long terme reste la faible croissance de la productivité en raison d'un manque de placements en capital.**

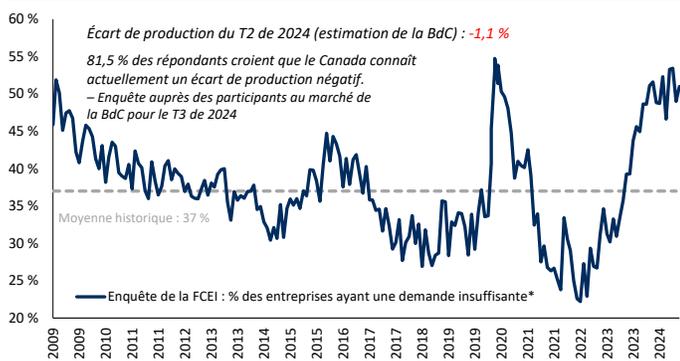
**Observations :** la croissance économique du Canada stagnait depuis le milieu de 2023 en raison de l'incidence des hausses de taux d'intérêt précédentes. Au début de 2024, la Banque du Canada (BdC) avait initialement prévu une croissance annualisée trimestrielle modeste du PIB de 0,5 % pour le T1 dans son Rapport sur la politique monétaire (RPM) de janvier. Toutefois, grâce à une forte immigration compensant la faible croissance de la productivité, la BdC a révisé considérablement à la hausse ses prévisions pour le T1 à 2,8 % en avril. La croissance réelle du PIB

pour le T1 de 2024 s'est terminée à 2,0 %, principalement grâce aux dépenses de consommation. Combinée à une croissance de 2,2 % au T2, en grande partie en raison de l'augmentation des stocks, le premier semestre de 2024 a vu une croissance du PIB légèrement supérieure à la moyenne à long terme de 2 %.

Au T3 de 2024, la croissance du PIB a ralenti à 1,0 %, ce qui est en deçà des prévisions de la BdC de 2,8 % en juillet et de 1,5 % en octobre. Malgré cela, la situation n'était pas aussi désastreuse qu'il y paraissait, car les dépenses de consommation ont repris après les baisses de taux initiales, tandis que des facteurs plus volatils comme les stocks ont tiré le taux de croissance vers le bas. Au T4 de 2024, le PIB d'octobre a affiché une augmentation impressionnante de 0,3 % d'un mois à l'autre, mais les estimations préliminaires de novembre indiquent une baisse de 0,1 % (graphique 4), influencée par les grèves antérieures dans les ports et à Postes Canada. Les prévisions de la BdC les plus récentes prévoient une croissance du PIB réel d'une année à l'autre de 1,8 % pour le T4 de 2024, en hausse par rapport à celles de 1,6 % au début de l'année.

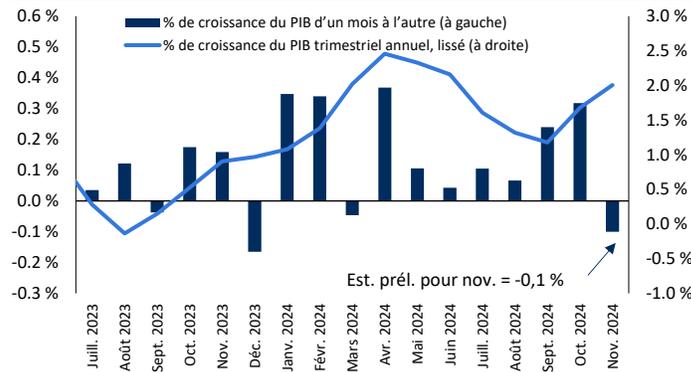
En revanche, la croissance du PIB par habitant est négative depuis le T2 de 2023, mais la BdC s'attend à ce qu'elle devienne positive au T1 de 2025.

### graphique 3 - L'offre excédentaire continue de croître dans l'économie canadienne



Source: FCEI, Raymond James Ltée; enquête de la FCEI en date du 31 décembre 2024. \* Demande nationale avant 2024, demande nationale et étrangère à partir de janvier 2024.

### graphique 4 - La croissance du PIB dépasse les attentes en octobre



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

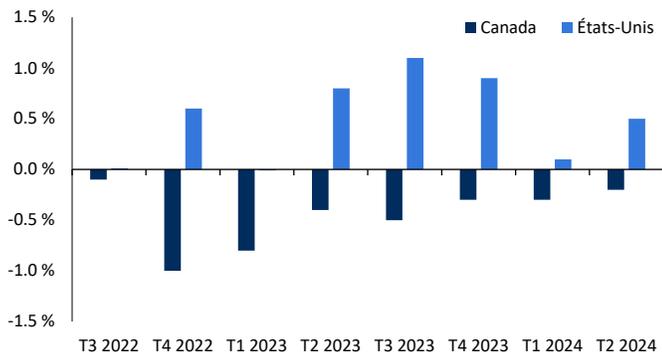
**Notre point de vue :** l'économie du Canada pourrait s'améliorer au dernier trimestre de 2024, avec des améliorations dans les ventes au détail, les ventes de maisons et une activité accrue dans les secteurs de la fabrication et des services, ainsi qu'un regain de confiance des entreprises. En tant que premier pays du G7 à entamer le cycle d'assouplissement des taux, le Canada a réduit les taux de la façon la plus dynamique, et ces réductions prennent graduellement effet en stimulant la demande afin d'absorber l'offre excédentaire dans l'économie. Cependant, la reprise pourrait encore être variable en raison de plusieurs grèves en novembre, des perturbations possibles de l'allégement fiscal de la période des Fêtes et des menaces de Trump, mises à exécution ou non, qui ont le potentiel de freiner davantage l'intérêt envers les placements pour le Canada. Néanmoins, si le Canada peut se positionner comme un allié clé des États-Unis, particulièrement en matière de réindustrialisation et de sécurité énergétique, il bénéficiera grandement de l'exceptionnalisme économique des États-Unis.

Un autre facteur qui pourrait accroître le risque de baisse du PIB du Canada dans un avenir rapproché est le déclin de la population. Avec les derniers objectifs du gouvernement en matière d'immigration, la croissance démographique devrait être de -0,2 % en 2025 et en 2026. Le secteur susceptible d'être le plus durement touché est le placement résidentiel, qui pourrait freiner la croissance globale du PIB. Les promoteurs comptent sur les ventes avant la construction pour obtenir du financement, donc même s'il y a un problème à long terme d'offre de logements insuffisante, les politiques gouvernementales à court terme ou une baisse de la demande peuvent ralentir considérablement les mises en chantier, en particulier pour les projets destinés aux propriétaires-occupants ou aux investisseurs individuels.

Cependant, nous trouvons particulièrement préoccupant le PIB par habitant du Canada, qui est souvent utilisé comme approximation du niveau de vie. Certes, le récent ralentissement de la croissance du PIB par habitant peut être en partie attribué à l'augmentation soudaine de l'immigration. Cependant, comme nous l'avons mentionné dans notre rapport de juin 2024 (*Relier les points sur le problème de la productivité*), la productivité reste le principal moteur à long terme. Bien qu'une forte immigration puisse masquer les faiblesses de la croissance globale du PIB, elle ne résout pas les problèmes de productivité sous-jacents (graphique 5). Ce qui compte vraiment pour la productivité, ce sont les placements en capital et les progrès technologiques. Depuis la chute des prix des produits de base en 2014, les dépenses en capital ajustées en fonction de l'inflation au Canada ont diminué (graphique 6), et la récente enquête sur les perspectives des entreprises (EPE) menée par la BdC continue de montrer des intentions de placement inférieures à la moyenne parmi les entreprises canadiennes. Par conséquent, pour améliorer le bien-

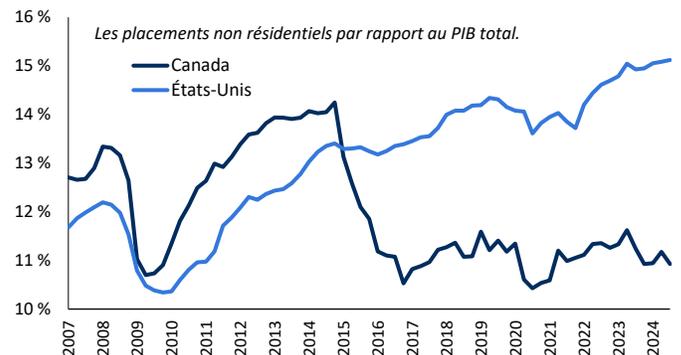
ête à long terme du Canada, il est essentiel de créer un environnement plus accueillant grâce à des politiques monétaires et budgétaires qui encouragent les entreprises à investir et favorisent les investissements directs étrangers (IED).

**graphique 5 - La productivité du travail continue de diminuer au Canada**



Source: Statistique Canada; variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent.

**graphique 6 - Les placements d'entreprises à la traîne de manière significative au Canada**



Source: Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis, Raymond James Ltée; données au 30 septembre 2024. Comprend les structures non résidentielles, les machines, l'équipement et les produits de propriété intellectuelle.

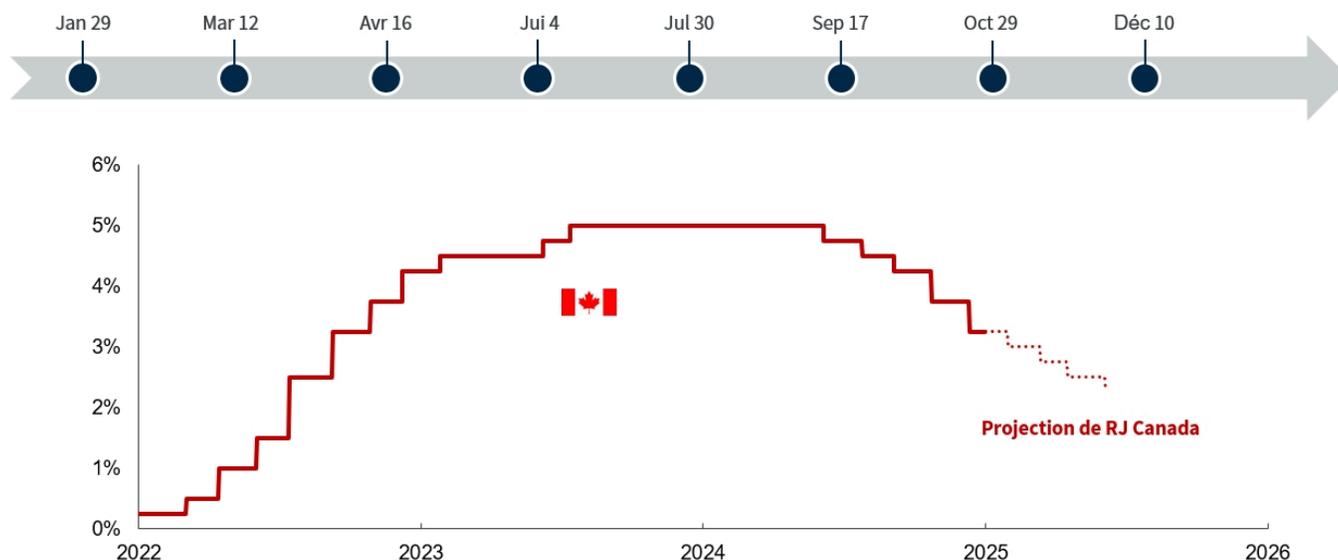
### Taux d'intérêt – Poursuite du cycle d'assouplissement

**Principaux points à retenir :** la BdC a commencé à réduire son taux directeur plus tôt et de manière plus dynamique que beaucoup ne l'avaient prévu en 2024. Malgré l'écart croissant entre les taux directeurs canadiens et américains, nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt du Canada continuent de baisser à 2,25 %, ce qui est la limite inférieure de la fourchette de taux d'intérêt neutres nominaux de la BdC, d'ici le milieu de 2025. Cette attente est fondée sur la croissance du PIB du Canada inférieure au potentiel, la croissance démographique projetée stable à négative en 2025 et en 2026 ainsi que la croissance préoccupante de la productivité. Bien qu'il ne s'agisse pas de notre scénario de référence, le taux directeur du Canada pourrait faire l'objet d'une pression à la baisse supplémentaire si les menaces tarifaires des États-Unis se matérialisent et que d'autres mesures de stimulation sont nécessaires.

**Observations :** à la suite du cycle de hausse des taux dynamique de 475 points de base de mars 2022 à juillet 2023, et du maintien du taux directeur stable pendant environ 11 mois, la BdC a réduit le taux directeur à chaque réunion depuis le 5 juin 2024. Il y a ainsi eu une réduction de 25 points de base le 5 juin et lors des deux réunions suivantes, et des réductions de 50 points de base le 23 octobre et le 11 décembre, totalisant 175 points de base pour 2024. Par conséquent, le taux directeur est passé de 5,0 % à 3,25 % et se situe maintenant à la limite supérieure de la fourchette de taux d'intérêt neutres nominaux de la BdC (graphique 7).

Lors de la dernière conférence de presse de la réunion de la BdC le 12 décembre, Tiff Macklem a déclaré que la BdC prévoit une approche plus graduelle de la politique monétaire si l'économie évolue comme prévu. Pour clarifier ce que signifie « graduelle », il a expliqué : « Nous avons effectué une réduction de 50 points de base lors des deux dernières réunions, donc « plus graduelle » est plus graduel que cela. Il s'agit évidemment d'une zone assez large. C'est délibéré. Nous allons prendre nos décisions une réunion à la fois. »

## graphique 7 - Taux d'intérêt directeur de la BdC et calendrier d'annonce des taux pour 2025



Source: Factset, Raymond James Ltd.; Données au 31 décembre 2024.

**Notre point de vue :** en janvier 2024, nous avons prédit que la BdC commencerait à réduire les taux au second semestre de l'année. En réalité, la BdC a commencé à réduire les taux une réunion plus tôt, le 5 juin 2024. De plus, la BdC a été plus dynamique dans ses compressions que nous ne l'avions initialement prévu. Alors que nous avons anticipé trois réductions de 25 points de base pour 2024 en juillet, par rapport au consensus de deux, les réductions réelles ont été encore plus substantielles. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour l'économie canadienne et le marché boursier, surtout avec les préoccupations concernant l'offre excédentaire imminente et l'inflation qui se normalise relativement rapidement par rapport à la plupart des pays du G7. Il est essentiel que les baisses de taux continuent de suivre le rythme de la baisse de l'inflation globale afin de garantir un taux réel (taux directeur moins l'inflation globale) moins restrictif.

Bien que certains puissent considérer la déclaration d'ouverture de la plus récente réunion de la BdC comme plus ferme malgré la réduction de 50 points de base, nous nous attendons toujours à ce que les taux directeurs continuent de baisser en 2025. Trois raisons principales expliquent cette prévision :

1. Bien qu'il y ait des signes précurseurs d'amélioration des ventes au détail et de l'activité dans les secteurs de la fabrication et des services, ce qui pourrait entraîner une reprise de la croissance du PIB pour le T4 de 2024 et le T1 de 2025, l'économie canadienne continue de croître en dessous de son potentiel, la production restant en territoire négatif. Le taux directeur doit être moins restrictif pour permettre à la demande de continuer à s'améliorer et d'absorber finalement l'offre excédentaire.
2. Avec des objectifs d'immigration plus faibles, nous nous attendons à ce que la population diminue de 0,2 % en 2025 et en 2026, un contraste frappant avec la croissance annuelle moyenne de la population d'environ 3,0 % en 2023 et en 2024. Le ralentissement de la croissance démographique freinera probablement les placements résidentiels à court terme et les dépenses de consommation. La BdC pourrait envisager un environnement de taux plus accommodant pour atténuer les risques de baisse pour l'économie.
3. Le PIB par habitant du Canada demeure une grande préoccupation, avec une baisse cumulative de 3,4 % depuis le début du cycle de hausse des taux, comparativement à une augmentation de 4,9 % aux États-Unis. Comme nous l'avons indiqué dans notre rapport mensuel de juin 2024, la productivité est le principal moteur du PIB par habitant, et le placement des entreprises est crucial pour la croissance de la productivité. Par conséquent, le taux directeur doit continuer de diminuer pour encourager les entreprises à investir.

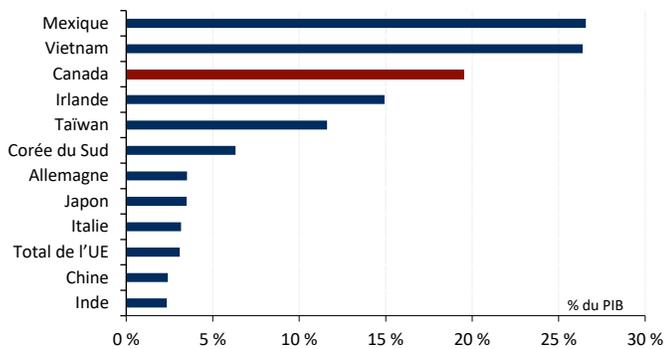
Une autre préoccupation concerne les tarifs douaniers potentiels de 25 % sur les marchandises canadiennes exportées vers les États-Unis. Bien que les banques centrales évitent généralement de spéculer sur les répercussions des politiques, ces tarifs douaniers créent une incertitude importante même s'ils ne constituent pas notre scénario de référence. Étant donné que les exportations canadiennes vers les États-Unis représentent 20 % du PIB du Canada (graphique 8), le taux directeur pourrait devoir être réduit davantage si ces menaces de tarifs douaniers se matérialisent. Avec la publication de la décision relative aux taux du 29 janvier, nous verrons une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire (RPM). Cette dernière tiendra compte de la période qui comprend la victoire électorale de Trump, les menaces tarifaires qui ont suivi et une

semaine de la nouvelle administration américaine qui nous permettra éventuellement d'évaluer si les promesses de Trump d'agir « le premier jour » étaient des promesses sérieuses ou des tactiques de négociation.

Certains diront peut-être qu'il y a une limite à l'écart entre les taux directeurs canadiens et américains, qui est maintenant de 125 points de base, le plus important depuis 1997. Toutefois, il convient de noter que l'écart de taux directeur a tendance à évoluer en même temps que l'écart de production entre le Canada et les États-Unis. Compte tenu de l'économie canadienne inférieure au potentiel, la BdC n'aura peut-être pas d'autre choix que de laisser l'écart des taux directeurs s'élargir si un environnement plus accommodant est nécessaire (graphique 9). De plus, un dollar moins cher par rapport au billet vert (en raison de l'élargissement de l'écart de taux directeur) pourrait aider à compenser l'incidence des tarifs douaniers potentiels.

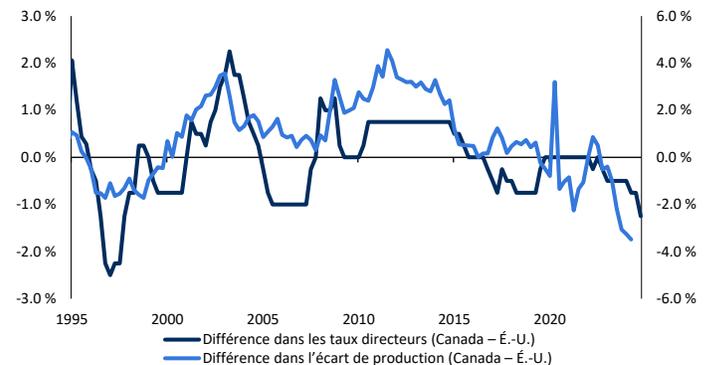
Tout compte fait, nous nous attendons maintenant à ce que la trajectoire de baisse du taux directeur de la BdC se poursuive jusqu'au niveau de 2,25 %, ou à la limite inférieure de la fourchette de taux neutre estimée. Si la BdC continue d'avoir des réductions de 25 points de base à chaque réunion, nous atteindrons ce niveau d'ici le 4 juin, ce qui est notre nouveau scénario de référence. Si la BdC les effectue à toutes les deux réunions, nous verrons ce niveau d'ici le 17 septembre.

**graphique 8 - Dépendance des exportations à l'égard des États-Unis en pourcentage du PIB de chaque pays**



Source: Statistique Canada, U.S. Census Bureau, Raymond James Ltée; pour l'exercice se terminant le 31 décembre 2023.

**graphique 9 - Les différences au niveau des écarts de production du PIB justifient la divergence des taux directeurs**



Source: FRED; Statistique Canada; FactSet; Raymond James Ltée; données sur les taux directeurs au 31 décembre 2024, date de l'écart de production au 30 juin 2024.

## Inflation – Mission presque accomplie

**Principaux points à retenir : notre scénario de référence prévoit que l'inflation au Canada demeurera sur la bonne voie, se stabilisant autour de la cible de 2 % en 2025, alors que l'économie continue d'absorber l'offre excédentaire de biens. L'inflation du logement devrait continuer à baisser, bien que très graduellement. Toutefois, l'imposition éventuelle de représailles tarifaires sur les marchandises importées des États-Unis pourrait entraîner des pressions inflationnistes supplémentaires.**

**Observations :** nous avons terminé l'année 2023 avec une inflation globale de 3,4 %, en baisse spectaculaire par rapport à 8,1 % en juin 2022. Ce nombre a encore diminué pendant 2024, tombant même brièvement sous la cible de 2,0 %, jusqu'à 1,6 % en septembre. Le logement est demeuré la composante la plus rigide, tandis que quelques catégories comme les vêtements et les chaussures ainsi que l'entretien de l'habitation ont en fait été déflationnistes tout au long de l'année (graphique 10).

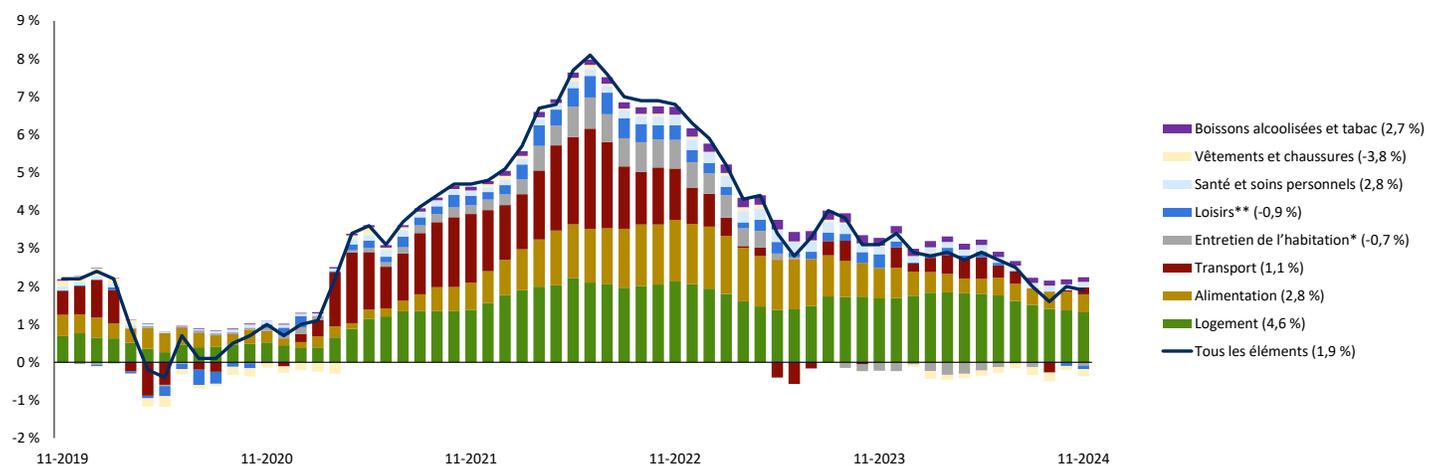
**Notre point de vue :** nous nous attendons à ce que l'inflation au Canada demeure sur la bonne voie, se stabilisant autour de la cible de 2 % en 2025. Depuis août 2024, l'inflation globale (à l'exclusion du logement) est demeurée stable à environ 0,5 %. En raison des niveaux élevés de stocks indiquant une offre excédentaire, l'inflation des biens devrait rester modérée. Cependant, la situation pourrait se dégrader et créer des défis si les États-Unis imposent des tarifs douaniers de 25 % sur les exportations canadiennes et que le Canada riposte. La dépréciation du dollar canadien par rapport à l'américain pourrait également ajouter une certaine pression inflationniste modérée. Il est plus complexe de prédire l'inflation du logement, qui représente 28 % de l'inflation globale, en raison de divers facteurs. Cependant, nous prévoyons une baisse graduelle de l'inflation du logement à mesure que nous avançons dans 2025.

Le problème de l'offre insuffisante de logements au Canada ne sera que légèrement atténué, et non résolu, par les objectifs d'immigration plus bas au cours des trois prochaines années. Par conséquent, nous ne nous attendons pas à ce que les prix des logements deviennent beaucoup plus abordables dans un avenir proche. Toutefois, la croissance démographique négative à court terme pourrait avoir une incidence plus immédiate sur le logement locatif, qui représente 24 % du calcul de l'IPC du logement (graphique 11). Les loyers moyens demandés en temps réel, qui mènent

l'indicateur officiel, ont montré une tendance plus convaincante de stabilisation de la croissance d'une année à l'autre, passant de 9,3 % en mai 2024 (près de l'IPC officiel des loyers de 8,9 %) à -1,6 % en novembre 2024, en contraste frappant avec l'IPC officiel des loyers encore élevé de 7,7 % (graphique 12).

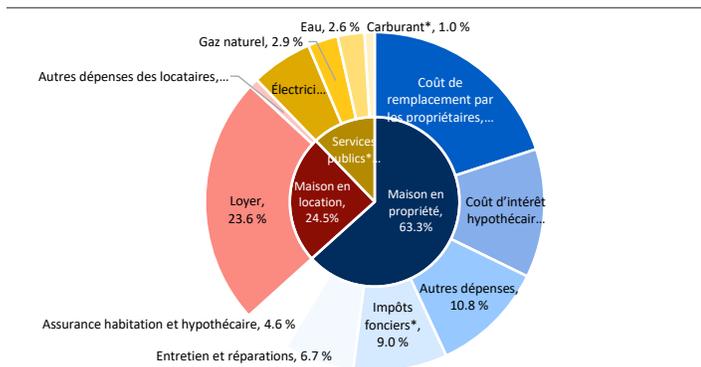
Les coûts d'intérêt hypothécaire, qui représentent 12 % de la composante « logement » de l'IPC, sont influencés par la baisse des taux variables et les renouvellements de cinq ans qui se produisent à des taux plus élevés que ceux des prêts arrivant à échéance. Cet effet combiné pourrait encore entraîner un ralentissement net continu de l'inflation des coûts d'intérêt hypothécaire, car plus de la moitié des prêts hypothécaires ont déjà connu une augmentation des paiements. Cependant, les coûts de remplacement des propriétaires, qui représentent 20 % de l'IPC du logement, pourraient commencer à augmenter à mesure que le cycle d'assouplissement des taux progresse. Le contexte de baisse des taux pourrait rendre l'achat d'une maison plus attrayant pour un plus grand nombre de personnes, ce qui ferait monter les prix. Bien que le déclin de la population puisse tempérer la situation à cet égard, les répercussions sur les prix de vente des maisons ne seront pas aussi importantes que sur les prix de location. La hausse des ventes de maisons pourrait ajouter une pression à la hausse à l'inflation dans les catégories Entretien de l'habitation et Mobilier. Nous prévoyons néanmoins que l'inflation du logement diminuera, bien que très graduellement.

**graphique 10 - Contributions des composantes principales à l'IPC du Canada (diagramme à barres empilées) et au dernier IPC mensuel (entre parenthèses à côté de la légende)**



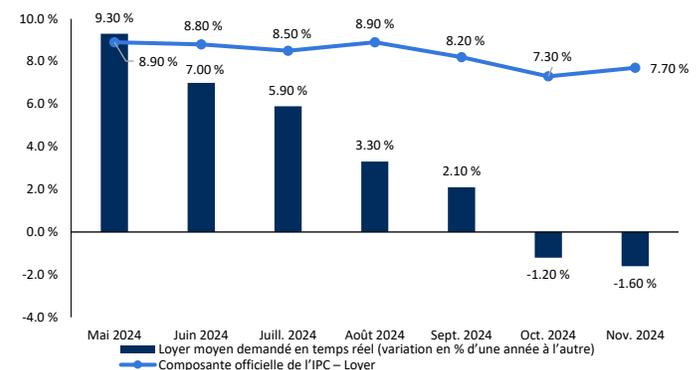
Source: Statistique Canada; Raymond James Ltée; données au 30 novembre 2024. \* Entretien de l'habitation, ameublement et équipement; \*\* Loisirs, éducation et lecture.

**graphique 11 - Ventilation de la composante de logement**



Source: Statistique Canada; Raymond James Ltée; données au 30 septembre 2024.

**graphique 12 - L'IPC officiel des loyers a tendance à être à la traîne par rapport aux données en temps réel, de façon assez importante cette fois-ci**



Source: Statistique Canada, Urbanation Inc., Rentals.ca Network; données au 30 novembre 2024.

## Marché du travail – Un ralentissement prévu

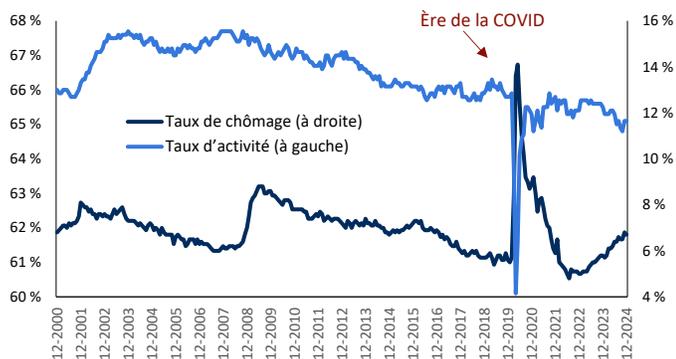
**Principaux points à retenir :** le marché du travail au Canada a encore ralenti en 2024. La population active a augmenté plus rapidement que les offres d'emploi, ce qui a fait monter le taux de chômage à des niveaux moyens historiques à long terme. Nous croyons que les conditions réelles du marché du travail pourraient être plus faibles que ne le suggèrent les données principales, en raison de la baisse du taux d'activité (moins de personnes en âge de travailler à la recherche d'un emploi) et possiblement des gains d'emploi surestimés dans l'Enquête sur la population active (EPA). Cependant, l'amélioration récente du climat des affaires, la reprise économique attendue alimentée par les baisses de taux et l'objectif d'immigration plus bas empêcheront probablement le marché du travail de se détériorer davantage à mesure que 2025 progresse.

**Observations :** le taux de chômage au Canada est passé de 5,8 % à la fin de 2023 à 6,7 % en décembre 2024. La ventilation montre que l'augmentation du chômage est concentrée chez les jeunes et les immigrants qui sont au pays depuis moins de cinq ans. Le taux d'activité, qui mesure la part de la population en âge de travailler (15 ans et plus) qui travaille ou cherche du travail, suit une tendance à la baisse depuis la crise financière mondiale. Il a chuté à 64,8 % en octobre 2024, mais a légèrement rebondi à 65,1 % en décembre 2024 (graphique 13). Même avec ce rebond, il reste à des niveaux historiquement bas, à l'exclusion des anomalies pendant la pandémie de COVID-19.

La population active a augmenté de 661 700 personnes en 2024. Bien que l'Enquête sur la population active (EPA), qui fournit un portrait opportun de l'ensemble des conditions du marché du travail avec un échantillon mensuel d'environ 68 000 ménages, ait montré un gain important de 413 400 en emploi pour 2024, l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail (EERH), qui est un recensement de tous les employés salariés au Canada avec un décalage de deux mois, a révélé une augmentation de seulement 136 700 personnes au cours des dix premiers mois de 2024.

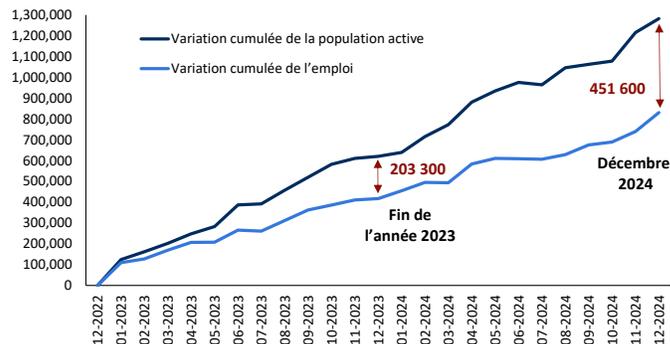
La croissance des salaires est d'environ 4 % dans l'ensemble, mais la croissance dans le secteur public (+6,3 %) est plus élevée que dans le secteur privé (+2,7 %). Il y a eu de nombreuses grèves des syndicats et négociations salariales au cours de la dernière année, car de nombreux groupes cherchent à se normaliser des concessions faites pendant la période de pandémie.

graphique 13 - Taux d'activité à long terme et taux de chômage



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

graphique 14 - La croissance de la population active continue de dépasser les créations d'emplois



Source: Statistique Canada; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

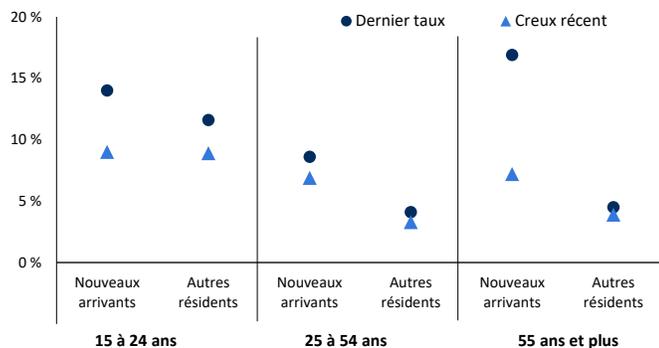
**Notre point de vue :** le taux de chômage a augmenté principalement parce que l'augmentation de la population active dépasse l'augmentation des offres d'emploi (graphique 14). Cette tendance est également évidente chez les jeunes et les nouveaux immigrants admis (graphique 15), qui sont les principaux contributeurs à la croissance de la population active. Bien que le taux de chômage soit encore légèrement inférieur à la moyenne historique à long terme, nous considérons qu'il y a d'autres lacunes moins évidentes.

L'une des préoccupations est que la nouvelle baisse du taux d'activité en 2024 a probablement masqué la faiblesse des données sur l'emploi. Si le taux d'activité était un pourcentage de 65,5 % plus normalisé par rapport à la période de 2022 et 2023, le taux de chômage serait déjà d'environ 7,5 % au lieu des 6,8 % actuellement déclarés.

Un autre problème est l'écart croissant entre les gains nets d'emploi déclarés par l'Enquête sur la population active (EPA) et l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail (EERH) depuis le deuxième semestre de 2023. Notamment, les données de l'EERH pour septembre et octobre 2024 montrent que le Canada a perdu plus de 44 000 emplois au total, tandis que l'EPA fait état d'un gain de plus de 60 000 emplois pour la même période (graphique 16). Bien que l'EPA comprenne l'agriculture et les emplois indépendants, ce qui n'est pas le cas pour l'EERH, cette différence est difficile à concilier. L'EPA est assujettie à des erreurs d'échantillonnage en raison de sa méthodologie axée sur la rapidité, tandis que l'EERH, d'après les données sur la paie, a tendance à être plus fiable et présente un décalage de deux mois.

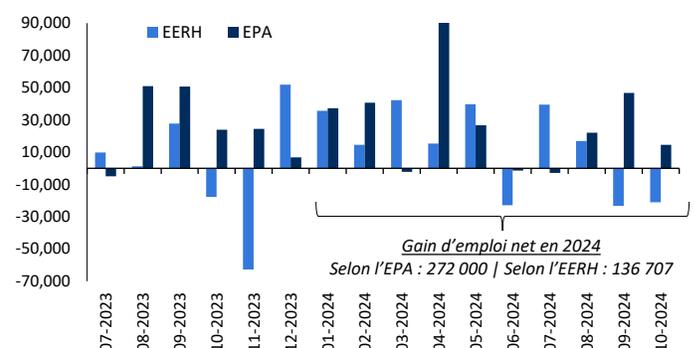
Compte tenu de ces facteurs, nous ne sommes plus entièrement convaincus par la croissance de l'emploi déclarée par l'EPA et, par conséquent, nous demeurons prudents quant à la vigueur de la création d'emplois sur le marché canadien. Alors que le taux directeur continue de s'assouplir, nous avons toutefois constaté une certaine amélioration du climat des affaires, y compris les intentions d'embauche. Si notre prévision selon laquelle l'économie commencera à se redresser en 2025 est correcte, la croissance de l'emploi devrait s'améliorer. De plus, avec une croissance démographique stable à négative en raison des objectifs d'immigration plus faibles, nous nous attendons à ce qu'il y ait une pression à la baisse sur le taux de chômage. Par conséquent, bien que les conditions réelles du marché du travail ne soient peut-être pas aussi solides que le suggèrent les indicateurs de l'EPA les plus couramment cités, le pire semble être derrière nous. Nous n'insinuons pas que le taux de chômage n'augmentera plus à partir de ce point, mais suggérons que la plupart des événements négatifs se sont déjà produits.

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



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 01/2022 à 12/2024.

**graphique 16 - Écart entre les gains d'emploi nets mensuels déclarés par l'EPA et l'EERH**



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

## Marché de l'habitation – Les renouvellements de prêts hypothécaires continueront d'affliger les Canadiens

**Principaux points à retenir :** le marché de l'habitation devrait connaître une croissance positive à mesure que les coûts d'emprunt diminuent et que des règles plus favorables visant les prêts hypothécaires sont introduites. Toutefois, les défis actuels en matière d'accessibilité et les taux de renouvellement plus élevés des prêts hypothécaires pourraient nuire à la croissance globale.

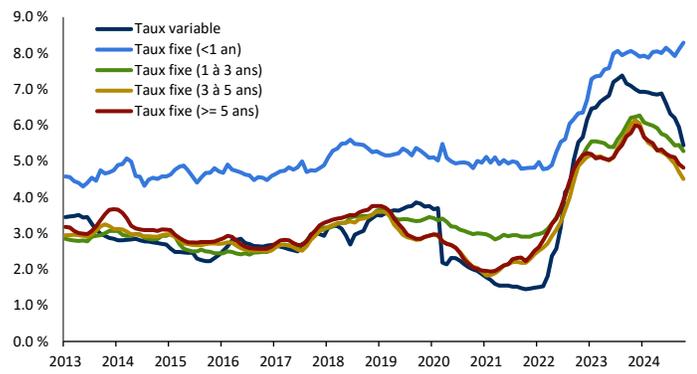
**Observations :** selon la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), au moins 1,05 million de clients doivent renouveler leurs prêts hypothécaires en 2025 à des taux beaucoup plus élevés que ceux de leurs contrats précédents (graphique 17). Malgré la baisse des taux directeurs à court terme de la BdC, de nombreux Canadiens ont tendance à compter sur des périodes de cinq ans, avec des taux qui sont plus alignés sur les taux d'obligations à long terme alors que les prêteurs font correspondre leurs actifs et passifs. Ces renouvellements se feront à mesure que le chômage augmentera et que l'inflation et les réinitialisations du niveau des prix auront déjà réduit les habitudes de dépenses discrétionnaires. En réponse, le gouvernement fédéral a mis en place de nouvelles politiques, en vigueur le 15 décembre 2024, visant à atténuer certains de ces défis, en complément des récentes réductions du taux directeur de la Banque du Canada. Bien que les ventes de maisons aient connu une hausse au cours des derniers mois (graphique 18), l'incidence à long terme est plutôt incertaine.

**Notre point de vue :** les changements apportés aux règles visant les prêts hypothécaires appuieraient la reprise du secteur du logement au Canada, mais une incertitude demeure quant à savoir si ces mesures peuvent contrer les contraintes financières d'une hausse des taux de renouvellement. L'élargissement de l'admissibilité à l'assurance hypothécaire sur les maisons d'une valeur maximale de 1,5 million de dollars réduit le fardeau des coûts anticipés pour les acheteurs dans les marchés à prix élevés, tandis que la prolongation des périodes d'amortissement maximales à 30 ans réduit les paiements mensuels pour les acheteurs d'une première maison et les nouvelles constructions. De plus, l'élimination du test de résistance pour les emprunteurs qui changent de prêteur au moment du renouvellement offre une plus grande souplesse aux propriétaires actuels pour obtenir des conditions plus concurrentielles.

Ces initiatives peuvent offrir un soulagement et un soutien à court terme à certains segments du marché de l'habitation, en particulier les acheteurs d'une première maison, mais leur incidence plus large est susceptible d'être limitée par les défis actuels en matière d'accessibilité et le décalage persistant entre la demande et l'offre de logements. Compte tenu des pressions économiques actuelles, ces politiques pourraient atténuer, mais non compenser entièrement, les défis financiers auxquels font face de nombreux Canadiens qui entrent sur le marché de l'habitation ou qui

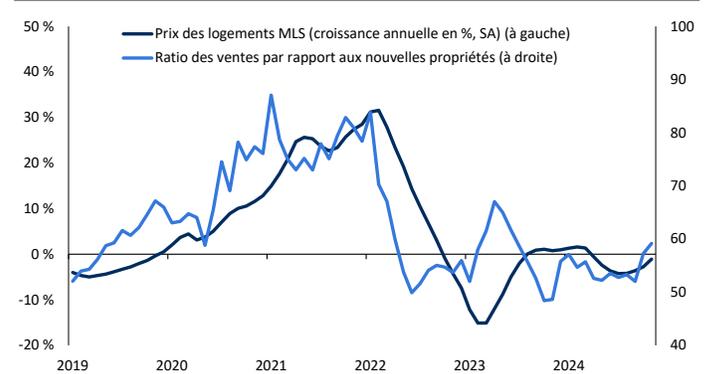
l'explorent en 2025.

### graphique 17 - Les ménages sont susceptibles de faire face à des taux hypothécaires plus élevés lors du renouvellement, malgré la baisse des taux directeurs



Source: Statistique Canada; données au 31 octobre 2024

### graphique 18 - Les ventes de maisons continuent d'augmenter, mais les prix demeurent modestes



Source: ACI; Raymond James Ltée; données au 30 novembre 2024.

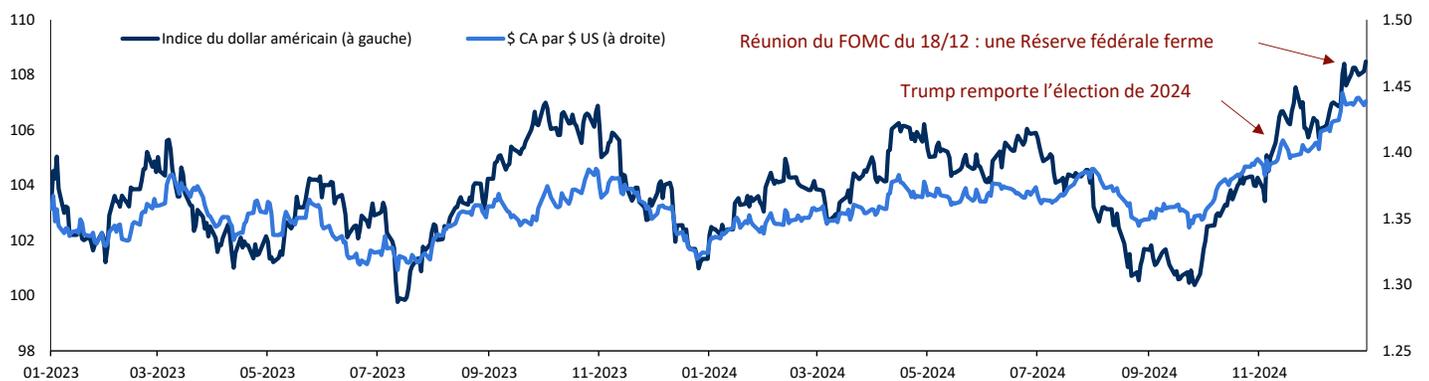
## Opérations de change – Un dollar canadien probablement plus faible

**Principaux points à retenir :** notre scénario de référence est que le dollar canadien subira des pressions continues par rapport à l'américain jusqu'en 2025.

**Observations :** le dollar canadien s'est déprécié de plus de 5 % par rapport au dollar américain jusqu'en 2024, de près de 5 % par rapport à l'euro, de près de 4 % par rapport à la livre sterling et d'environ 2 % par rapport au yen japonais.

**Notre point de vue :** le taux de change dont la plupart des Canadiens se soucieront est celui du dollar américain. Compte tenu des différences dans la vigueur économique entre les États-Unis et le Canada, de l'écart de taux d'intérêt croissant et de la menace persistante d'une guerre commerciale, le dollar canadien connaît des difficultés (graphique 19). Les seuls facteurs qui pourraient rehausser le dollar canadien seraient un règlement rapide, et modestement favorable des accords commerciaux avec les États-Unis à long terme et une hausse importante de la demande pour les exportations canadiennes telles que l'énergie et d'autres ressources naturelles, combinée à des politiques gouvernementales de soutien. Notre scénario de référence est pour une pression supplémentaire sur le dollar canadien en 2025.

### graphique 19 - La victoire de Trump et la Réserve fédérale ferme ont alimenté la reprise du dollar américain



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

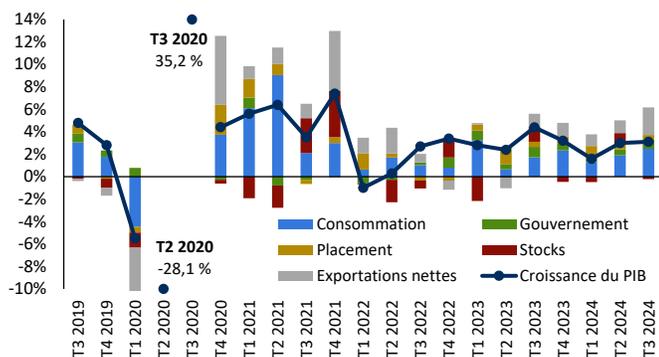
## Discussion macroéconomique américaine

L'exceptionnalisme américain est pleinement visible alors que nous entamons 2025. Les conditions idéales de forte croissance économique (graphique 20) et de faible taux de chômage, avec une inflation évoluant lentement dans la bonne direction (graphique 21), des bénéficiaires des entreprises toujours en croissance et la Réserve fédérale toujours en mode d'assouplissement, ont ouvert la voie à une autre bonne année. Nous avons également des stimulants budgétaires continus avec environ 75 %, ou 1,7 billion de dollars américains, dans le cadre des programmes CHIPS et IRA qui n'ont pas encore été distribués. Qu'est-ce qui pourrait mal tourner ?

Bien que nous ayons déjà discuté de la possibilité dramatique que les tarifs douaniers bouleversent l'économie canadienne, une nouvelle guerre commerciale pourrait encore nuire à l'économie américaine, et les menaces d'expulser plus de 10 millions migrants sans papiers pourraient avoir des répercussions importantes sur des secteurs, comme l'agriculture et la construction, qui bénéficient actuellement d'une main-d'œuvre à faible coût. La direction de l'inflation pourrait s'inverser, et ce cycle d'assouplissement pourrait basculer avec elle. Ensuite, comme bon nombre des politiques de Trump sont susceptibles d'augmenter le déficit américain et le fardeau déjà record de la dette et des intérêts, les questions se pose de savoir jusqu'où cette dette peut aller, et dans quelle mesure les pays auxquels les États-Unis font subir des dommages financiers pourraient être disposés à continuer à financer la croissance de la dette nationale américaine.

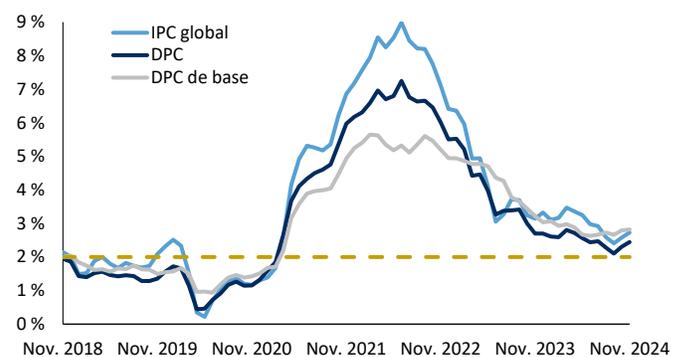
Bien que l'économie américaine soit massive, avec une inertie positive, nous ne pouvons pas ignorer les répercussions que les propositions politiques de Trump pourraient avoir sur l'économie, à la fois au cours des deux prochaines années et bien au-delà. Dans l'ensemble, si nous considérons les principales promesses de sa plateforme comme (i) les tarifs, (ii) l'immigration et les déportations, (iii) la déréglementation et (iv) les réductions d'impôt, nous voyons qu'elles exercent une pression à la hausse sur l'inflation, la plupart se concentrant sur la dette et le déficit, et un effet mitigé sur la croissance économique.

**graphique 20 - Croissance trimestrielle annualisée du PIB américain**



Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 30 septembre 2024.

**graphique 21 - Inflation aux États-Unis**



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

### Que peut réellement faire Trump ?

Le président élu Trump a des majorités très minces à la Chambre et au Sénat, et nous devrions nous attendre à ce qu'il fasse adopter des mesures législatives nécessitant rapidement l'approbation du Congrès pour éviter de perdre tout effet de levier après les élections de mi-mandat. Cependant, une grande partie de ce que Trump a promis (ou menacé) de faire peut être accomplie au moyen d'actions exécutives, et nous nous attendons donc à ce que ce soit sa stratégie de choix, en particulier sur les tarifs douaniers.

L'action législative sera axée sur les points qui nécessitent une majorité simple, dans un processus appelé réconciliation budgétaire, qui implique essentiellement des actions qui sont au cœur de l'ordre du jour républicain pour éviter tout vote dissident.

En ce qui concerne les impôts, lorsque la Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) a été adoptée par le Congrès en 2017, les dispositions relatives aux entreprises étaient permanentes, mais celles relatives aux individus expirent. Les dispositions qui devaient expirer à la fin de 2025 seront probablement prolongées, mais la prolongation complète coûterait environ 4,6 billions de dollars américains au cours des 10 prochaines années. Obtenir la majorité requise pour son adoption serait difficile, et il y a donc la possibilité que la prolongation puisse être réduite à quatre ou cinq ans. Ainsi, le coût global serait réduit de moitié pour être plus politiquement acceptable, avec des récupérations dans le cadre d'autres programmes tels que l'Inflation Reduction Act (IRA) de Biden ou d'autres programmes proposant des montants non décaissés qui peuvent compenser une partie de ce coût. Une telle solution permettrait d'obtenir un montant quelque part dans la gamme de 1,5 billion de dollars américains, avec des

allégations selon lesquelles les tarifs proposés couvriront ce montant restant. *(Pour obtenir plus d'informations détaillées, nous proposons aux lecteurs de consulter les rapports de notre analyste des politiques de Washington, Ed Mills.)*

### **Tarifs, tarifs, tarifs**

Nous avons encore quelques semaines avant d'avoir les premiers aperçus de l'ampleur et de la rapidité avec lesquelles les menaces tarifaires de Trump sont imposées, ou si elles restent pendantes comme tactiques de négociation et effet de levier. Elles pourraient être mises en œuvre très rapidement, ou s'étaler sur une longue période, mais il est fort probable que les pays ciblés y réagissent. Nous devons également garder à l'esprit que Trump est très transparent en ce sens qu'il utilise, ou menace d'utiliser, les tarifs douaniers pour gagner de l'influence dans les négociations en dehors des considérations économiques. Nous savons également que Trump a été très critique à l'égard des faibles dépenses de défense du Canada, et il faut donc s'attendre à ce que celles-ci augmentent, au-delà des exigences frontalières actuelles du Canada et des États-Unis.

L'essentiel est qu'il y aura presque certainement plus de tarifs douaniers d'ici la fin de 2025 qu'à la fin de 2024. Le diable est dans les détails quant au nombre, au moment et aux pays touchés. Les cibles, en ordre, sont probablement la Chine, le Mexique, et maintenant peut-être le Canada, puis l'Europe, et enfin le reste du monde.

Le premier ministre Trudeau a été rapide dans l'offensive de charme après la diffusion de la menace de tarifs douaniers de 25 % contre le Canada et le Mexique le 25 novembre, avec une visite à Mar-a-Largo quelques jours plus tard, le 29 novembre. Le repas aurait été un événement amical, Trump plaisantant même sur le fait que le Canada pourrait devenir le 51<sup>e</sup> État, avec Trudeau comme gouverneur. Trump a réitéré cette idée à plusieurs reprises par la suite sur les médias sociaux en faisant référence au « gouverneur Justin Trudeau du Grand État du Canada ». En fin de compte, il n'y avait aucune assurance ou indication que la menace tarifaire serait annulée après le voyage, bien que le Canada ait promis de renforcer l'Agence des services frontaliers du Canada et la GRC pour répondre aux questions transfrontalières, avec 1,3 milliard de dollars répartis jusqu'en 2030, comme l'indique l'Énoncé économique de l'automne (EEA) en décembre. Jusqu'à présent, Trudeau a menacé des représailles de la part du Canada, citant la réponse de 2018 aux tarifs américains sur l'acier et l'aluminium canadiens, lorsque le Canada a imposé ses propres tarifs sur des produits similaires, avec des tarifs ciblés supplémentaires sur des articles tels que le bourbon et les motocyclettes Harley-Davidson. Avec la prorogation plus récente du Parlement et la démission de Trudeau, l'incertitude quant à la direction du Parti libéral et une élection générale inévitable, le Canada semble être désavantagé dans tout type de négociation à l'heure actuelle. Enfin, Trump a récemment indiqué qu'il était prêt à utiliser la « force économique » pour inciter le Canada à faire partie des États-Unis. Cette année en sera probablement une des plus intéressantes.

La Chine a été la plus grande cible de Trump en raison de l'utilisation du Mexique en tant qu'intermédiaire indirect, où la Chine a construit une capacité de fabrication dans des installations au Mexique pour finir des marchandises qui auraient autrement pu être produites en Chine. La politique des États-Unis stipule actuellement que les tarifs douaniers sont imposés sur l'endroit où un produit fini est achevé. En vertu de l'AEUMC, ces marchandises sont ensuite entrées aux États-Unis en franchise de droits de douane. La Chine a une certaine influence en ce sens qu'elle pourrait restreindre l'approvisionnement en métaux terreux rares et en microplaquettes semi-conductrices de l'ancienne génération, et c'est donc un autre front dans la prochaine guerre commerciale qui promet d'être très intéressant.

### **Dettes américaine colossale**

Un facteur qui pourrait devenir un problème encore plus important en 2025 est la dette nationale record de 36,2 billions de dollars américains (graphique 22). Celle-ci est exacerbée par le déficit annuel, qui continue de croître et se situe maintenant à 6,2 % du PIB, sans aucun signe de volonté politique de changer de cap et de promesses de campagne de Trump qui ne feraient probablement qu'augmenter ce fossé.

Le plafond de la dette américaine vient d'être rétabli le 1er janvier au niveau de cette date, ce qui signifie que les États-Unis ne seront pas en mesure d'ajouter de nouvelles dettes supplémentaires (bien qu'ils puissent toujours refinancer la dette arrivant à échéance existante) jusqu'à ce qu'une nouvelle limite de la dette soit établie et approuvée. Bien que suspendue, la dette nationale a augmenté de 5 billions de dollars américains, ou 16 %, au cours des 18 derniers mois. La limite de la dette est l'un des éléments qui nécessitent une majorité de 60 voix au Sénat, et il faudra donc négocier afin d'obtenir les votes démocrates supplémentaires pour que celle-ci soit adoptée. Des mécanismes tels que des « mesures extraordinaires » prolongeront probablement cette négociation jusqu'à la mi-2025 avant que l'urgence n'atteigne son apogée. Comme nous l'avons déjà mentionné, les chances que ce facteur mette les États-Unis en situation de défaut sont essentiellement nulles, mais il y aura probablement beaucoup de discussions et de négociations à ce moment-là. Les dépenses nettes d'intérêts seront la deuxième plus grande dépense du gouvernement en 2025, après la sécurité sociale, et un peu plus que le régime d'assurance maladie (Medicare), la sécurité de revenu, la défense nationale et la santé.

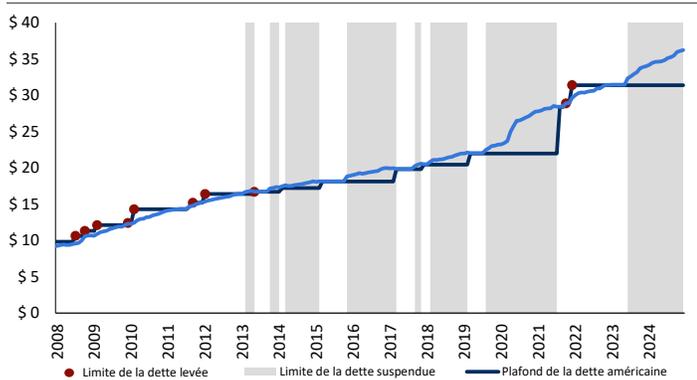
Une fois que la limite du plafond de la dette aura été réglée, les États-Unis devront émettre plus de dettes et la courbe de rendement s'accroîtra probablement de ce fait, car les investisseurs recherchent de meilleurs rendements à mesure qu'une offre accrue devient disponible. La bonne

nouvelle, c'est que la demande de bons du Trésor américain n'a pas encore faibli. Selon le département du Trésor américain, la Réserve fédérale n'est plus le principal acheteur de la dette publique en raison d'un resserrement quantitatif massif. Il y a cependant eu une augmentation significative du nombre d'investisseurs privés, qui sont plus sensibles aux prix, prenant le relais. La demande étrangère de bons du Trésor américain a été timide en raison du dollar américain plus fort, ce qui a entraîné une hausse des coûts de couverture des devises, mais elle a tout de même augmenté au cours des 12 derniers mois.

### Les consommateurs américains restent résilients

Malgré les préoccupations persistantes selon lesquelles l'économie américaine ralentit, les dépenses de consommation, qui représentent environ 70 % du PIB des États-Unis, se poursuivent avec force. L'indice de confiance des consommateurs est passé à 74 en décembre, marquant le cinquième mois consécutif de hausse (graphique 23). Le plus grand détaillant au monde (Walmart) a battu les estimations de ventes comparables au T3 de 2024 et a relevé les prévisions pour l'ensemble de l'année, soulignant la résilience du consommateur américain. Les ventes du Vendredi fou ont augmenté de 3,4 % par rapport à 2023, avec des ventes en ligne en hausse de 15 % et en magasin en hausse de 1 %, tandis que les articles (appareils électroménagers, vêtements) avec les remises les plus importantes ont connu le meilleur succès. Un thème récurrent dans les conférences téléphoniques sur les résultats du T3 de 2024 a cependant été la façon dont le consommateur fait preuve de discernement alors qu'il recherche des options de valeur et de moindre coût. L'acheteur plus sélectif indique potentiellement une faible croissance économique.

**graphique 22 - La dette du gouvernement américain a dépassé 36 milliards de dollars**



Source: Bipartisan Policy Center; FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024, en milliards de dollars américains.

**graphique 23 - La confiance des consommateurs américains continue de s'améliorer**



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

### Ralentissement du marché du travail

Le marché du travail américain reste stable, avec des licenciements limités, mais un léger ralentissement des embauches. Le rapport sur la masse salariale de décembre a montré un gain de 256 000 emplois et a porté la série de gains d'emplois positifs à 48 mois. C'est la deuxième séquence la plus longue, égalant celle de juillet 1986 à juin 1990. La plus longue série record, à 113 mois, a été brisée par la pandémie en mars 2020. Les gains d'emplois pourraient rester positifs jusqu'en 2025, mais leur croissance devrait ralentir.

Les demandes initiales de prestations de chômage reflètent le nombre de personnes qui présentent de nouvelles demandes de prestations de chômage, probablement en raison d'une perte d'emploi récente. Ce nombre était de 213 000 à la mi-novembre, le plus bas depuis avril, ce qui implique que le taux de mises à pied est faible. Toutefois, les demandes continues, qui mesurent le nombre de personnes qui reçoivent collectivement des prestations, ont atteint un sommet en trois ans de 1,87 million (graphique 24), car le temps médian pour trouver un nouvel emploi est à un sommet de 10,5 semaines en deux ans, ce qui signifie qu'il faut plus de temps pour trouver un emploi après avoir été mis à pied. Le taux de chômage demeure toutefois faible à 4,1 %.

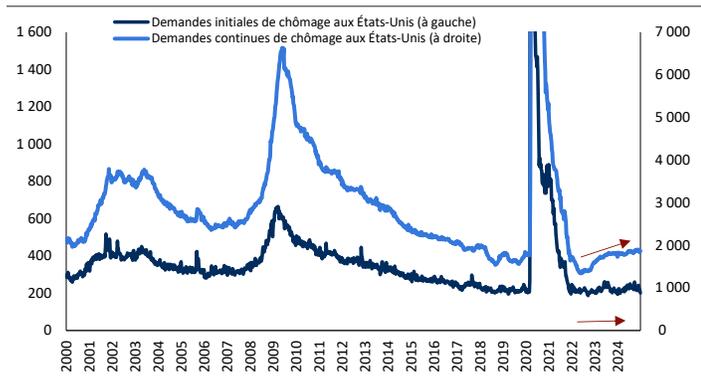
### Le taux des fonds fédéraux baisse lentement et devrait rester plus élevé que prévu

La Réserve fédérale a utilisé le cycle de hausse des taux d'intérêt pour ralentir l'économie afin de permettre à l'offre de rattraper la demande, de sorte que l'inflation descendrait à son niveau cible de 2 %. À mesure que la Réserve fédérale assouplit son taux directeur, nous nous attendons à ce qu'il soit réduit à un niveau qui permette à l'économie de croître à un taux contrôlé de façon à maintenir l'inflation près de la cible et le plein emploi. Avec un taux de chômage toujours près de 4 % et l'économie étonnamment forte, il convient de considérer que le niveau actuel du taux directeur est convenable autour du niveau actuel de 4,50 %, d'autant plus que le taux d'inflation progresse lentement.

La Réserve fédérale fournit un diagramme par points qui montre les prévisions à plus long terme des membres du FOMC. Lors de la dernière

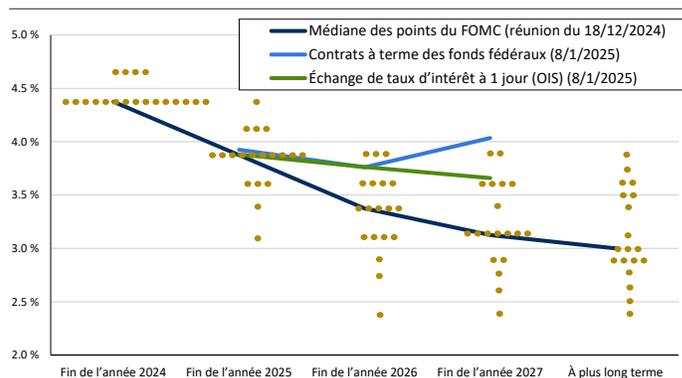
réunion en décembre, la Réserve fédérale a quelque peu surpris le marché avec un changement ferme dans la façon dont elle s'attend à réduire progressivement le taux à l'avenir, et comment elle pourrait cesser de réduire les taux à un niveau plus élevé. Augmentant tout au long de 2024, l'estimation à plus long terme prévoit maintenant un taux de 3,0 % (au-delà de 2026), en hausse par rapport à 2,9 % au trimestre précédent, avec un assouplissement beaucoup plus graduel au cours des deux prochaines années (graphique 25). C'est pourquoi nous nous attendons très modestement à seulement deux autres réductions de 25 points de base jusqu'en 2025, ce qui représenterait environ la moitié des baisses de taux auxquelles beaucoup s'attendaient auparavant.

**graphique 24 - Les demandes de chômage continues aux États-Unis ont atteint leur plus haut niveau en trois ans**



Source: FRED; Raymond James Ltée; données au 3 janvier 2025. Demandes de chômage en milliers.

**graphique 25 - Graphique par points de la Réserve fédérale**



Source: Réserve fédérale; Bloomberg.

## Discussion sur les marchés financiers

### Le S&P 500 et l'indice composé TSX ont tous deux progressé bien au-delà de ce qui était anticipé en 2024

En 2024, l'indice composé TSX et le S&P 500 ont tous deux connu des rendements exceptionnels, dépassant de loin les attentes avec des totaux respectifs de 21,7 % et 25,0 % en devise locale. Pour l'indice composé TSX, il s'agit de la sixième année civile du millénaire affichant les meilleurs rendements, tandis que pour le S&P 500, il s'agit de la septième. Notamment, la dernière fois que le S&P 500 a atteint des années consécutives de rendements de plus de 20 % était lors de l'avènement de la bulle Internet de la fin des années 1990. Cependant, au fur et à mesure que le mois de décembre avançait, les espoirs d'un « rallye des Fêtes » ont commencé à s'estomper en raison de l'affaiblissement de la dynamique des prix à court terme dans les deux indices, ce qui est inhabituel pour des années aussi fortes. De plus, la largeur du marché se rétrécit, avec une baisse significative du nombre d'actions se négociant au-dessus de leurs moyennes mobiles à 100 jours. Ces signes suggèrent que l'achat à des sommets du marché est un défi, et il y a encore beaucoup d'incertitudes alors que nous entamons 2025.

Néanmoins, nous nous attendons à ce que les États-Unis demeurent probablement le marché boursier le plus attrayant en 2025. Malgré ce qui pourrait être un parcours volatil en raison des reculs des attentes de croissance exagérées et des multiples généralement élevés, le contexte économique reste fort. Et avec tous les autres pays du monde potentiellement touchés négativement par les politiques de Trump, les États-Unis resteront un environnement privilégié pour les investisseurs au niveau national ainsi qu'international. Les actions à très grande capitalisation resteront donc probablement largement favorables, bien que les évaluations élevées inciteront probablement davantage d'investisseurs à accorder une plus grande attention aux autres actions du S&P 500, et même dans les zones des moyennes et petites capitalisations. Cela s'explique par le fait que ces entreprises ont également fait preuve de résilience et devraient encore bénéficier des réductions d'impôt à venir, de la déréglementation et d'un environnement bancaire américain plus favorable, tout en offrant toujours des multiples d'évaluation plus acceptables.

### Marchés canadiens

Au Canada, nous nous attendons à ce que l'économie s'améliore à l'approche de 2025, mais elle sera probablement confrontée à la pression des menaces tarifaires américaines et à une croissance démographique stable à légèrement négative. Notre scénario de référence serait alors que la BdC continue de réduire son taux directeur pour stimuler les dépenses et les investissements intérieurs. Les placements en obligations seraient donc dans une bonne position alors que les rendements baissent et que les valeurs des obligations augmentent, bien que modestement, car il y a moins de marge de manœuvre possible pour l'assouplissement.

Cette situation déplace également l'attention vers les placements en actions. Les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tels que les secteurs des produits industriels (machines, chemins de fer) et des services financiers, profiteront le plus des signaux d'atterrissage en douceur et de la

normalisation des courbes de rendement. À mesure que la probabilité d'un atterrissage en douceur augmente, la reprise de la demande qui en résulte peut absorber l'offre excédentaire et encourager les entreprises à accroître leur capacité. De plus, la construction de chemins de fer est généralement favorable lorsque l'économie commence à s'améliorer, bien que celle-ci soit également en situation de risque relativement à la réduction du commerce des marchandises entre le Canada et les États-Unis. Pour le secteur des services financiers, des taux plus bas réduisent le risque des défauts de paiement des prêts et encouragent les entreprises et les consommateurs à investir et à prendre de nouveaux prêts, ce qui devrait plus que compenser l'incidence de la réduction des marges nettes sur les intérêts (graphique 26). Des taux plus bas ont également tendance à être favorables pour les marchés, ce qui a stimulé l'industrie des marchés des capitaux. Cependant, la croissance démographique négative prévue demeure un risque de baisse notable pour la demande.

En ce qui concerne le secteur de l'énergie, l'OPEP+ a annoncé en décembre 2024 qu'elle commencerait à augmenter progressivement la production de pétrole à partir d'avril 2025, soit trois mois plus tard que prévu. L'offre en attente pourrait compenser toute augmentation future de la demande pouvant se produire au second semestre de 2025, ce qui nous amène à anticiper que les prix du pétrole resteront relativement stables tout au long de l'année (graphique 27). Cependant, étant donné que le secteur de l'énergie se négocie à sa médiane historique, si le Canada peut se positionner comme un allié clé des États-Unis, en particulier dans la réindustrialisation et la sécurité énergétique, le secteur pourrait éviter des tarifs douaniers importants selon notre scénario de référence et bénéficier d'une expansion des multiples.

Le secteur canadien des matériaux, avec environ la moitié de son poids en or, a historiquement montré une corrélation négative avec le dollar américain. Cela signifie que lorsque ce dernier s'apprécie, les prix de l'or ont tendance à s'affaiblir. Bien que la corrélation n'implique pas nécessairement la causalité, une explication possible est que, puisque l'or et le dollar américain sont considérés comme des actifs sans risque, un dollar américain fort et des rendements élevés des bons du Trésor américain rendent l'or moins attrayant. Cependant, cette corrélation négative ne s'est pas maintenue récemment, car les banques centrales continuent d'augmenter leurs réserves d'or. Cette tendance pourrait persister, en particulier pour la Chine et ses pays alliés.

D'autre part, le secteur des technologies de l'information du TSX pourrait bénéficier de l'appréciation du dollar américain. L'exposition importante aux revenus des États-Unis pourrait soutenir les entreprises technologiques canadiennes, en plus de l'engouement continu pour l'IA. Nous partons également de l'hypothèse que le secteur des services ne sera pas assujéti aux tarifs américains, ce qui pourrait favoriser les fournisseurs de logiciels en tant que service.

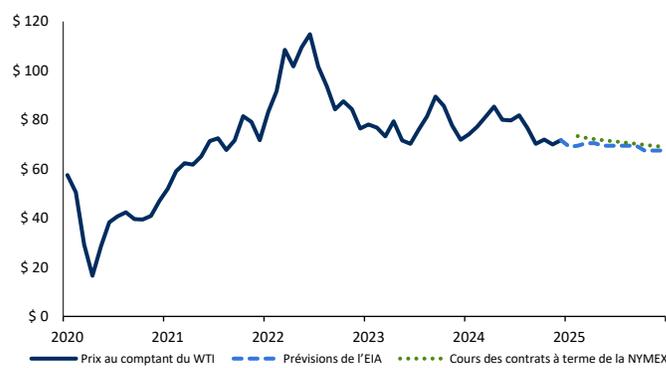
*Nous fournirons des commentaires plus détaillés et des notations sectorielles individuelles de l'indice composé TSX dans les prochains rapports sur la répartition tactique des actifs.*

**graphique 26 - Les banques ont tendance à afficher un rendement supérieur lorsque les taux sont plus bas**



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

**graphique 27 - Les prix du pétrole devraient rester stables tout au long de 2025**



Source: Perspectives énergétiques à court terme de l'EIA; Bloomberg; Raymond James Ltée. Données au 31 décembre 2024.

### Résumé de décembre pour les principaux indices boursiers

En décembre, l'indice composé TSX, l'indice principal du marché des actions canadien, a connu un rendement de cours de -3,6 % et un rendement total de -3,3 %, ce qui est légèrement inférieur à ceux de l'indice de référence américain à grande capitalisation, le S&P 500, qui a affiché un rendement de cours de -2,5 % et un total de -2,4 % en monnaie locale. La baisse de l'indice composé TSX a été généralisée, les 11 secteurs ayant affiché des rendements négatifs. Les secteurs des biens de consommation de base et des services financiers ont subi les plus faibles pertes. La situation était quelque peu différente pour le S&P 500. Alors que l'incertitude augmentait et que la Réserve fédérale signalait moins de baisses de taux à venir, le capital semblait affluer vers les Sept magnifiques en décembre. Les secteurs contenant des membres des Sept magnifiques ont

affiché des rendements positifs, tandis que les autres secteurs ont été négatifs. Comme le montre le graphique 28, parmi les principaux indices boursiers, le Russell 2000, qui représente les petites capitalisations américaines, a été le plus à la traîne avec un rendement total de -8,3 % en décembre, effaçant presque les gains après la victoire électorale de Trump en novembre. L'indice S&P 500 à pondération égale a été le deuxième plus à la traîne, reflétant la baisse de la largeur du marché en décembre (graphique 28).

### Récapitulatif du T4 de 2024 pour l'indice composé TSX

Au T4 de 2024, les secteurs les plus performants de l'indice composé S&P/TSX ont été les technologies de l'information, qui a progressé de 22,2 %, ainsi que les services financiers et l'énergie, tous deux en hausse de 6,6 %. En revanche, les secteurs à la traîne sont les services de communication, en baisse de 19,2 %, les biens immobiliers, en baisse de 10,5 %, et les matériaux, en baisse de 4,7 %. Les principaux secteurs qui ont affiché le meilleur et le pire rendement pour 2024 étaient assez similaires à ceux du T4 : les technologies de l'information ont augmenté de 38,0 %, les services financiers de 30,1 % et l'énergie de 24,0 %, tandis que les services de communication ont chuté de 21,1 %, les biens immobiliers n'ont augmenté que de 5,5 %, et les produits industriels de seulement 9,7 % (Tableau 1).

### Les trois secteurs les plus performants (T4 de 2024) :

- **Technologies de l'information** : le bond spectaculaire après la victoire de Trump à l'élection présidentielle de 2024 a fait des technologies de l'information le secteur au meilleur rendement lors du T4 de 2024. Au Canada, ce secteur est dominé par Shopify, et dans une moindre mesure Constellation Software, puis CGI. Malgré la forte volatilité qui a suivi la reprise initiale d'une semaine et même une chute en décembre, les technologies de l'information affichent toujours un élan plus fort par rapport à l'ensemble de l'indice alors que nous entamons 2025. Les facteurs qui ont contribué à cette hausse sont l'optimisme continu autour de l'IA et l'exposition substantielle du secteur aux revenus (des services) aux États-Unis.
- **Services financiers** : ce secteur a continué à réagir favorablement à l'assouplissement des taux continu de la BdC. Les provisions plus basses pour les pertes de crédit semblent plus que 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. La probabilité accrue d'un atterrissage en douceur devrait également encourager les entreprises et les consommateurs à investir et à prendre de nouveaux prêts, ce qui stimulerait les revenus des 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 projetés, ce qui soutient leurs solides rendements.
- **Énergie** : la baisse des taux d'envergure annoncée lors de la réunion de septembre du FOMC a aidé les prix du pétrole brut à se redresser partiellement après la liquidation estivale, car les taux plus bas soutiennent généralement les activités économiques et stimulent la demande de pétrole. Le secteur de l'énergie a connu une bonne évolution en octobre, et la victoire électorale de Trump lui a donné un coup de pouce supplémentaire. Cependant, au début de décembre, alors que la Réserve fédérale s'attendait à moins de baisses de taux en 2025, il a perdu la plupart de ses gains du trimestre. Il a ensuite rebondi dans la deuxième moitié de décembre lorsque l'OPEP+ a annoncé un report des augmentations de production jusqu'en avril 2025. De plus, la reprise du gaz naturel a contribué au rendement du T4 de 2024 du secteur de l'énergie.

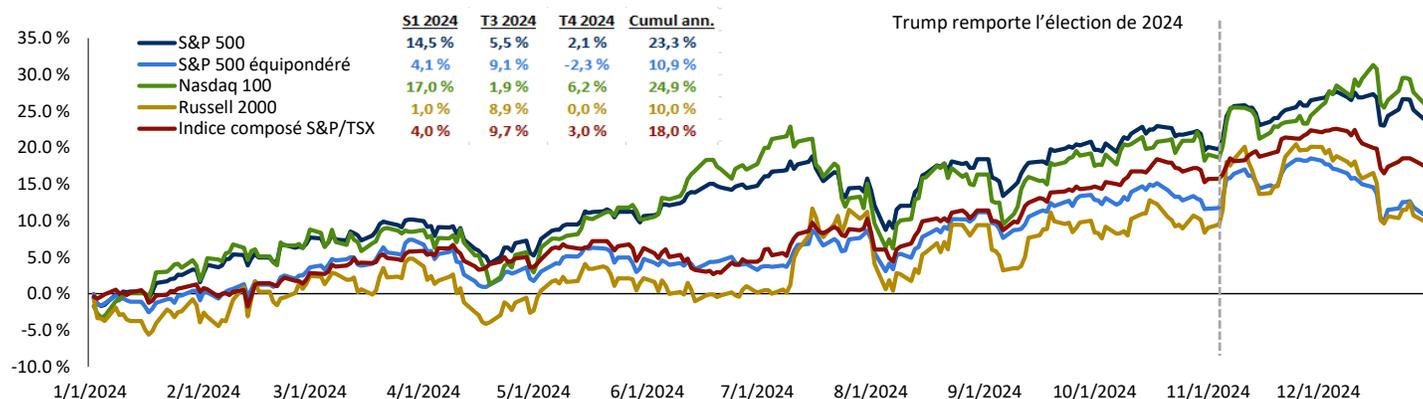
### Les trois secteurs les moins performants (T4 de 2024) :

- **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. L'abaissement des objectifs en matière d'immigration pourrait également entraîner une diminution du nombre de nouveaux utilisateurs, ce qui aurait une incidence négative sur les revenus.
- **Biens immobiliers** : ce secteur a connu une forte reprise lorsque le cycle d'assouplissement des taux a commencé en juin, mais il a perdu une partie substantielle de son rebond du T3 au T4. En raison de l'assouplissement des taux, 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.
- **Matériaux** : le secteur des matériaux de l'indice TSX a été très volatil en 2024, l'or représentant près de la moitié de sa pondération. Son rendement inférieur au T4 était en partie dû aux prix de l'or ternes, qui sont sous pression depuis la victoire de Trump à l'élection présidentielle de 2024. Cette situation est attribuable à la réduction de l'incertitude et aux attentes plus élevées d'un environnement à taux élevés qui ont pesé sur les prix de l'or. En outre, le secteur continue de faire face à des défis en raison du déclin et des perspectives sombres de la demande chinoise de métaux de base.

## Perspectives des actions canadiennes pour 2025

L'année 2025 promet d'être exceptionnellement volatile, en grande partie en raison de l'incertitude relative à l'activité politique et aux politiques au Canada et aux États-Unis. Si l'on examine les attentes consensuelles actuelles au Canada, les bénéficiaires de l'indice composé TSX sont actuellement prévus à 1 644 \$, en hausse par rapport à une estimation de 1 469 \$ en 2024. En moyenne, les attentes du consensus diminuent d'environ 6 % tout au long de l'année, et nous nous adaptons donc à une prévision de BPA de 1 545 \$ pour 2025, ce qui implique une croissance d'un peu plus de 5 %. Cette estimation semble raisonnable, car nous nous attendons à une légère reprise du PIB grâce au cycle d'assouplissement de la BdC. L'environnement de taux d'intérêt plus bas peut également être plus favorable aux évaluations. Ainsi, si nous appliquons un ratio C/B de milieu de gamme de 17 fois, nous atteignons un objectif de fin d'année pour l'indice composé TSX de 26 300. Avec les dividendes, le rendement total pour 2025 serait d'environ 8,5 %.

### graphique 28 - Rendement du cours des indices sélectionnés

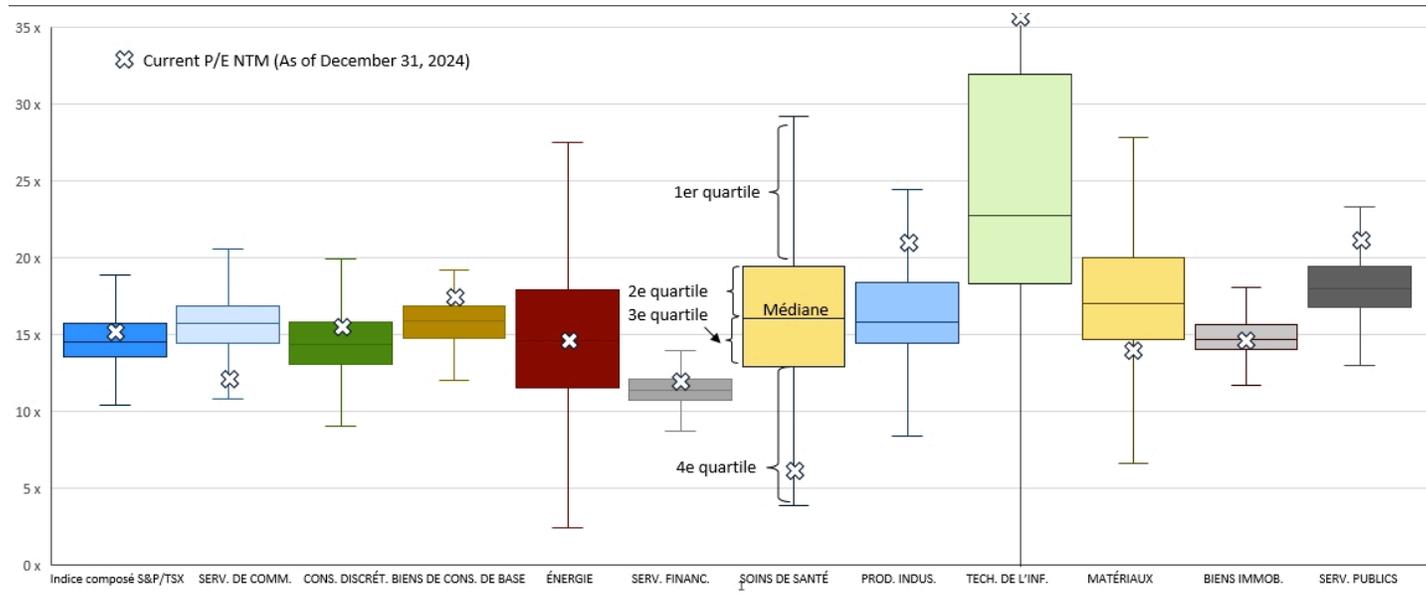


Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024. Rendement de cours en devise locale.

### Tableau 1 - Rendement et évaluations des secteurs de l'indice composé S&P/TSX (classement par rendement total du trimestre à ce jour)

Nom du secteur	Pondération du secteur	Rendement total pour l'année civile 2024	T4 2024	Rend. tot. sur un mois	RCB actuel 12 prochains mois	RCB historique 12 prochains mois
Technologies de l'information	10.1 %	38.0 %	22.2 %	-4.2 %	36.1	22.8
Services financiers	33.0 %	30.1 %	6.6 %	-1.6 %	12.0	11.4
Énergie	17.1 %	24.0 %	6.6 %	-3.6 %	14.7	14.6
Indice composé S&P/TSX	--	21.7 %	3.8 %	-3.3 %	15.1	14.5
Biens de consommation de base	4.0 %	18.9 %	3.6 %	-0.6 %	17.3	15.9
Consommation discrétionnaire	3.3 %	11.9 %	0.8 %	-2.9 %	15.3	14.4
Produits industriels	12.6 %	9.7 %	-0.4 %	-3.7 %	21.2	15.9
Services publics	3.8 %	13.7 %	-1.5 %	-3.2 %	21.1	18.0
Soins de santé	0.3 %	8.2 %	-3.7 %	-4.3 %	5.4	16.0
Matériaux	11.4 %	21.4 %	-4.7 %	-5.3 %	13.6	17.0
Biens immobiliers	2.0 %	5.5 %	-10.5 %	-6.1 %	14.3	14.7
Services de communication	2.4 %	-21.1 %	-19.2 %	-9.2 %	12.0	15.7

Source: FactSet; Raymond James Ltée; données en date du 31 décembre 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.

**graphique 29 - Comparaison du RCB actuel et historique des 12 prochains mois pour les secteurs de l'indice composé S&P/TSX**

Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024. RCB historique : 1/1/2000 au 31/12/2024. À l'exclusion des valeurs aberrantes.

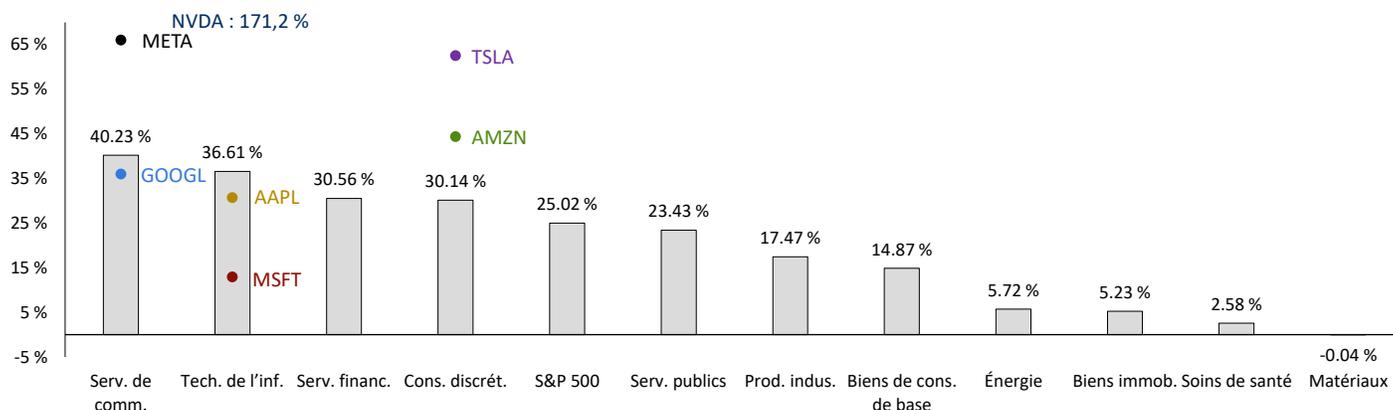
**Perspectives des actions américaines pour 2025**

Notre objectif (de notre groupe de stratégies de placement américain) pour le S&P 500 d'ici la fin de 2025 est de 6 375 au moyen d'un BPA de 23,5 fois de 270 \$ US, avec une préférence pour les secteurs de la technologie, des produits industriels et des soins de santé, ainsi que pour les actions à moyenne capitalisation qui pourraient profiter d'un élargissement du marché et d'un commerce de rattrapage. Avec les dividendes, le rendement total est d'environ 8,5 %, ce qui serait inférieur aux gains de plus de 20 % des deux dernières années, mais plus proche de la moyenne à long terme de 10 à 12 %, avec un ratio C/B toujours sur l'extrémité supérieure de la moyenne de 20 à 22 fois.

L'objectif s'accompagne d'une réserve selon laquelle si la croissance des bénéfices économiques et des entreprises peut être maintenue, l'objectif pourrait être révisé à la hausse. La mise en garde dans cet objectif actuel est due à des évaluations exagérées, à un sentiment extrêmement haussier des investisseurs et à deux ans de rendements de plus de 20 %, ce qui suggère que le marché a peut-être devancé les fondamentaux.

Bien que les taux d'intérêt ne soient pas actuellement prévus pour augmenter au cours de la prochaine année, nous surveillons de près le rendement du Trésor à 10 ans. Bien que nous nous attendions à ce qu'il reste près du niveau de 4,5 %, les récents mouvements à 4,7 % sont remarquables. Tout mouvement significatif vers ou au-delà de 5,0 % pourrait refroidir l'enthousiasme et les multiples d'évaluation pour les actions et faire du revenu fixe une solution de contournement plus attrayante pour les investisseurs qui souhaitent également réduire le risque dans un contexte de volatilité des marchés.

Le consensus s'attend à une croissance du BPA du S&P 500 de 15 % en 2025. Dans le contexte économique, la déréglementation attendue et la baisse des impôts, elle semble tout à fait possible. Même si une partie de la croissance des bénéfices des actions des Sept magnifiques ralentit jusqu'en 2025 (de 43 % à 28 % de croissance attendue), nous pourrions voir un soutien élargi et une contribution des 493 autres entreprises (-0,3 % jusqu'à 10 % de prévision de croissance).

**graphique 30 - Rendements totaux des secteurs du S&P 500 et des Sept magnifiques depuis le début de l'année**

Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

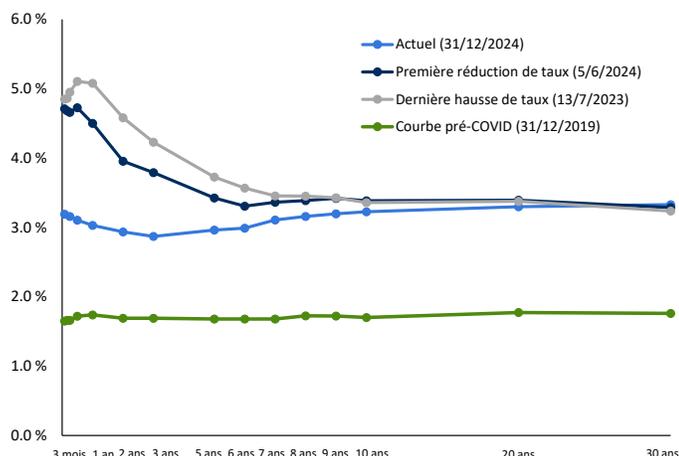
**Rendements des titres à revenu fixe et de trésorerie**

Les courbes de rendement du Trésor des États-Unis et du Canada se sont comportées tout à fait différemment tout au long de 2024. Bien que les deux soient « non inversées », celle du Canada s'est normalisée principalement en abandonnant l'extrémité avant. En revanche, celle des États-Unis a connu une baisse dans l'extrémité avant, la maturité à deux ans étant un point d'inflexion, mais plus important encore, une hausse à long terme qui est presque aussi importante que la baisse de l'extrémité avant. Par conséquent, la courbe américaine demeure bien au-dessus de la canadienne.

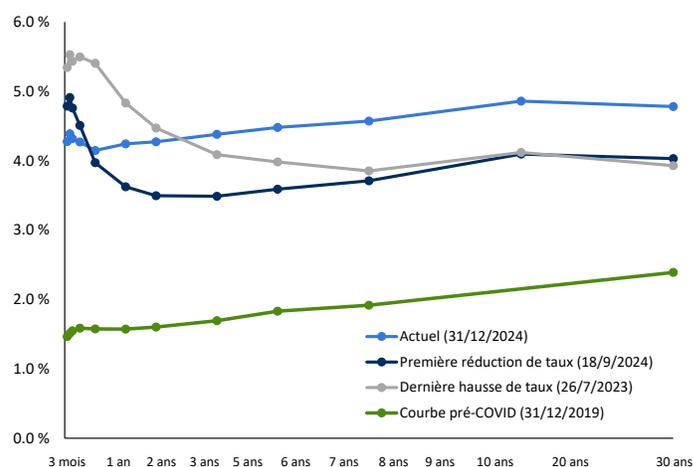
Pourquoi cela s'est-il produit ? Premièrement, la BdC a commencé à assouplir les taux plus tôt et de façon plus dynamique, ce qui a fait chuter l'extrémité avant de la courbe du Canada de façon plus importante que celle des États-Unis. Deuxièmement, les extrémités moyennes et longues des courbes reflètent les attentes des investisseurs en obligations concernant la croissance économique, le risque d'inflation et la dette nationale. Au Canada, les perspectives n'ont pas changé de façon spectaculaire, de sorte que les rendements du milieu à long terme sont demeurés relativement stables, avec une baisse de l'extrémité avant ressemblant à une normalisation typique d'« accentuation haussière ». En revanche, les rendements du milieu à long terme aux États-Unis ont augmenté considérablement. Les politiques clés de Trump sur les tarifs douaniers et l'immigration en sont les principaux facteurs, car celles-ci pourraient augmenter les pressions inflationnistes futures, tandis que la déréglementation et les réductions d'impôt sur les sociétés pourraient stimuler la rentabilité des entreprises et les attentes de rendement à long terme. Dans l'ensemble, ces politiques pourraient maintenir la courbe de rendement aux États-Unis plus élevée que prévu. Nous prévoyons cependant qu'après le cycle actuel d'assouplissement des taux, les courbes de rendement dans les deux pays resteront au-dessus de leurs niveaux correspondants d'avant la COVID.

**Espèces**

Bien que les taux d'intérêt à court terme commencent à baisser, les espèces placées dans les fonds du marché monétaire ont continué de croître. Selon les données hebdomadaires de l'Investment Company Institute (ICI), ce montant a atteint un sommet de 6,8 billions de dollars américains le 31 décembre 2024, contre 6,5 billions de dollars américains le 2 octobre. Avec l'assouplissement lent de la Réserve fédérale et les rendements en espèces toujours supérieurs à 4,5 %, nous pourrions voir les espèces rester populaires pendant une période prolongée.

**graphique 31 - Courbes de rendement du gouvernement du Canada**

Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

**graphique 32 - Courbes de rendement du Trésor des États-Unis**

Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

## Actions internationales

Le point de vue consensuel actuel semble être que les États-Unis demeurent le choix rentable pour 2025. Il y a beaucoup de raisons de le croire, comme nous l'avons décrit ci-dessus, alors que les guerres commerciales imminentes menacent presque tous les pays dans une certaine mesure et poussent les investisseurs internationaux à la sécurité relative des États-Unis. D'un autre côté, de nombreux marchés internationaux sont évalués pour la destruction dans un contexte économique faible et de perspectives prudentes, tandis que les États-Unis sont évalués pour la perfection dans son scénario idéal. Le contre-courant, avec la tolérance au risque et le calendrier, peut vouloir chercher des occasions dans ce panier très diversifié.

Le Japon et l'Inde ont affiché des tendances fondamentales positives et pourraient s'en tirer relativement mieux que d'autres pays auxquels sont imposés les tarifs douaniers américains. De même, le Vietnam et Taïwan pourraient gagner des parts de marché par rapport à des cibles plus importantes comme la Chine.

En Europe, la Banque centrale européenne (BCE) a réduit ses taux de 25 points de base à 3,0 % le 12 décembre, pour un total de 100 points de base d'assouplissement depuis le début de la réduction en juin, la même semaine qu'au Canada. De plus, à l'instar du Canada, l'inflation se situe autour de la cible de 2 %, s'établissant en moyenne à 2,2 % dans la zone euro et à 2,5 % dans l'ensemble de l'UE, avec des préoccupations au sujet de l'incertitude politique et des tarifs douaniers. En Europe, nous avons constaté beaucoup de divergences, y compris entre la France et l'Allemagne. L'Allemagne a été confrontée à des difficultés économiques (y compris la vulnérabilité dans une guerre commerciale, avec des liens commerciaux étroits avec la Chine et un important excédent commercial avec les États-Unis), mais son marché boursier a atteint des sommets record, en hausse de 18,8 % en monnaie locale, aidé par le géant du logiciel SAP (+61 %). L'indice de référence français, en revanche, n'est en hausse que de 0,9 %, évalué selon une lourde concentration dans les articles de luxe (touché par les projections de croissance de la Chine) et l'incertitude politique.

Le Royaume-Uni pourrait s'en tirer mieux que l'Europe en raison de sa dépendance moindre à l'égard des exportations vers les États-Unis, mais le potentiel de hausse pourrait être limité en raison de sa plus faible exposition à l'engouement pour l'IA.

Pour les marchés émergents, l'importante reprise des actions chinoises pendant la majeure partie du mois de septembre a suscité l'espoir que leur rendement inférieur de deux ans pourrait prendre fin. Cependant, le soutien offert par les politiques s'est rapidement avéré largement insuffisant, et le rendement depuis lors a été décevant. Compte tenu de la faiblesse des fondamentaux du marché boursier chinois, nous nous attendons à ce que les actions chinoises continuent de prendre du retard en 2025, à moins qu'il n'y ait un autre cycle de mesures de stimulation vigoureuses et soutenues pour rétablir la confiance.

D'autre part, le contexte macroéconomique de l'Inde est plus positif que celui de la Chine et ne semble pas être touché de manière significative par les tarifs douaniers universels potentiels des États-Unis. Cependant, la croissance de son PIB devrait ralentir après une année exceptionnelle en 2024. En outre, la combinaison du ralentissement de la croissance économique et des évaluations exagérées des actions suggère que la reprise des actions indiennes a peu de chances de durer. Les politiques commerciales de Trump ont également mis la pression sur la roupie indienne, ce

qui atténuera les rendements en dollar américain, la rendant moins attrayante pour le capital étranger.

**Tableau 2: Rendement des actions mondiales**

Indices boursiers mondiaux sélectionnés	Déc. (CML)	Déc. (en \$ US)	Déc. (en \$ CA)	T4 2024 (CML)	T4 2024 (en \$ US)	T4 2024 (en \$ CA)	2024 (CML)	2024 (en \$ US)	2024 (en \$ CA)	RCB actuel 12 prochains mois	RCB historique médian	Prime (ROUGE)/escompte (VERT)
<b>Principaux agrégats</b>												
Monde (mondial)*	-2.7	-2.7	-0.1	-0.2	-0.2	6.2	18.7	18.7	29.5	18.9	15.9	3.1
EAE0 (MD hors É.-U. et Canada)*	-2.9	-2.9	-0.2	-8.5	-8.5	-2.5	3.4	3.4	12.8	13.8	13.5	0.2
ME (marchés émergents)*	-1.0	-1.0	1.7	-6.9	-6.9	-0.9	6.9	6.9	16.6	12.0	11.7	0.2
<b>Marchés développés sélectionnés</b>												
Nikkei 225 (Japon)	4.5	-0.1	2.6	5.4	-4.1	2.1	21.3	8.8	18.7	18.8	16.8	2.1
Euro Stoxx 50 (Europe)	1.9	-0.1	2.6	-1.7	-9.2	-3.3	11.9	1.5	10.7	14.2	13.2	0.9
FTSE 100 (R.-U.)	-1.3	-2.8	-0.2	-0.2	-7.4	-1.4	9.7	3.8	13.2	11.3	12.4	-1.0
CAC 40 (France)	2.1	0.1	2.9	-3.2	-10.1	-4.3	0.9	-5.4	3.2	14.3	13.4	0.9
DAX (Allemagne)	1.4	-0.3	2.4	3.0	-4.2	2.0	18.8	11.7	21.9	13.5	12.6	0.8
Hang Seng (Hong Kong)	3.3	3.5	6.3	-4.9	-4.9	1.3	22.9	23.6	34.8	9.4	11.9	-2.5
<b>Marchés émergents sélectionnés</b>												
CSI 300 (Chine)	0.6	-0.1	2.7	-1.7	-5.5	0.7	18.2	15.0	25.3	14.7	13.7	1.0
Nifty 50 (Inde)	-2.0	-3.2	-0.5	-8.2	-10.1	-4.3	10.2	7.2	16.8	22.2	18.6	3.5

Source: FactSet; Raymond James Ltée; rendements totaux, données au 31 décembre 2024. CML : coté en monnaie locale. Médiane historique du RCB : 1/1/2000 au 31/12/2024. \* 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.

© 2025 Raymond James Ltée.