

## PUBLICATION TRIMESTRIELLE SUR LA RÉPARTITION DE L'ACTIF

1 MAI 2024

RJL Stratégie et placement (Canada) | RJIInvestment.StrategyCanada@raymondjames.ca  
Neil Linsdell, responsable de la stratégie de placement | 438.843.0150 | Neil.Linsdell@raymondjames.ca  
Eve Zhou, analyste multi-actifs | 647.577.8766 | eve.zhou@raymondjames.ca  
Charlotte Jakubowicz, Vice-président, Titres à revenu fixe et devises | 416.777.6411 | charlotte.jakubowicz@raymondjames.ca

### Avril 2024 : Les baisses de taux se rapprochent

#### Résumé

Le premier trimestre 2024 a été beaucoup plus fort que prévu. Nous avons prévu que la faiblesse de la croissance mondiale et le resserrement de la politique monétaire entraîneraient le Canada et les États-Unis dans de légères récessions, mais nous avons en fait constaté une bien meilleure résistance des dépenses de consommation et de la croissance du PIB. Les indices S&P 500 et TSX Composite ont poursuivi leur progression (+10,6 % et +6,6 %, respectivement, en monnaie locale) après les hausses déjà spectaculaires enregistrées au quatrième trimestre de l'année 2023. L'enthousiasme pour les actions américaines est resté élevé et s'est légèrement élargi pour inclure l'énergie, les services financiers et les produits industriels, mais les révisions positives des bénéfices ont jusqu'à présent principalement concerné les sociétés technologiques axées sur l'intelligence artificielle. De manière plus générale, la rentabilité reste sous pression pour la plupart des entreprises et des secteurs, bien que les investisseurs commencent à envisager une amélioration globale à l'horizon de 2025, d'où les perspectives positives du marché. Au Canada, les secteurs au meilleur rendement ont été l'énergie, la santé et l'industrie. Malgré des perspectives de croissance plus faibles jusqu'à la fin de l'année 2024, nous restons optimistes quant à l'amélioration de la situation en 2025.

Nous continuons à prévoir des réductions des taux directeurs au second semestre de 2024, potentiellement à partir de juin. Au début de l'année 2024, les marchés financiers américains tablaient sur 6 à 7 baisses de taux au cours de l'année. Quelques mois plus tard, avec une économie résiliente, un marché du travail encore relativement fort et une inflation tenace, de nombreux prévisionnistes évoquent la possibilité que la Réserve fédérale (Fed) ne réduise même pas ses taux cette année. Selon le diagramme en pointillés, 4 des 19 responsables de la Fed se rangent également dans le camp d'une réduction de 0 à 1, contre trois responsables en décembre. Notre équipe économique américaine continue de penser que la Fed procédera à trois réductions en 2024, mais elle a également la possibilité de reporter ces réductions, compte tenu de la vigueur persistante de l'économie américaine et de la faiblesse du taux de chômage. Nous avons également modifié nos prévisions, passant de la récession la plus légère de l'histoire des États-Unis à un scénario d'atterrissage en douceur, avec un léger relèvement de nos prévisions pour le PIB américain, qui passent de 1,7 % à 2,1 %. Au Canada, les baisses de taux se justifient davantage, avec une croissance économique plus faible qu'aux États-Unis, un taux de chômage plus élevé et en augmentation, et des chiffres d'inflation récemment meilleurs.

#### Éléments à retenir :

- **Économie américaine :** Les prévisions sont passées de la récession la plus légère de l'histoire des États-Unis à un scénario d'atterrissage en douceur. La poursuite de la croissance économique et le maintien d'un faible taux de chômage enthousiasment les investisseurs, qui s'attendent à une amélioration des bénéfices et à un élargissement des marchés, malgré la possibilité que la Fed retarde encore le début des baisses de taux d'intérêt.
- **Économie canadienne :** Malgré des résultats meilleurs que prévu au premier semestre 2024, l'économie devrait continuer à s'affaiblir jusqu'à la fin de l'année, sous l'effet d'une politique monétaire restrictive. Certains secteurs bénéficient de la vigueur des États-Unis et des prix de certains produits de base, mais les taux élevés ont ralenti l'économie canadienne beaucoup plus que l'économie américaine.
- **Décisions des banques centrales :** Notre équipe d'économistes américains prévoit trois baisses de taux en 2024, dès le mois de juin, alors que le PIB ralentira pour atteindre une croissance légèrement inférieure à 1 % aux deuxième et troisième trimestres. Bien que ce chiffre soit beaucoup plus modeste que les attentes du consensus qui prévoyait six baisses de taux en début d'année, un plus grand nombre d'observateurs du marché semblent désormais plus conservateurs, ce qui augmente la possibilité d'une baisse moins importante, voire d'aucune baisse en 2024, car la Fed a le luxe de repousser cette décision étant donné que l'économie n'a pas été trop sollicitée jusqu'à présent et que les statistiques d'emploi sont restées résilientes. Au Canada, notre équipe chargée des titres à revenu fixe s'attend également à trois baisses de taux avant la fin de l'année, bien que la possibilité qu'il y en ait moins augmente rapidement. De nombreux observateurs du marché canadien semblent espérer de nouvelles réductions, et ce le plus tôt possible.

**Veillez lire les renseignements sur la divulgation et les risques au pays et à l'étranger à partir de la page 28**

Raymond James Ltée. 1400 - 100 rue Yonge, Toronto, ON, Canada M5C 2W1

- **Positionnement sur les actions canadiennes :** Notre prévision pour l'indice composé S&P/TSX en 2024 est de 22 000, ce qui implique un rendement total, dividendes compris, d'un peu plus de 8 % depuis le début de l'année, bien que nous prévoyions une volatilité accrue. Les rendements futurs devraient être principalement liés à l'augmentation du ratio cours/bénéfice et aux paiements de dividendes, car les valorisations ont tendance à augmenter lorsque les investisseurs anticipent un nouveau cycle économique. La baisse des taux d'intérêt prévue pour le second semestre devrait également favoriser la hausse des valorisations des actions. D'autre part, la croissance du BPA subit la pression du ralentissement économique. Les secteurs les plus exposés aux États-Unis, ou ceux moins touchés par le ralentissement des dépenses discrétionnaires, notamment les technologies de l'information, l'industrie et les biens de consommation de base, devraient surperformer, tandis que le secteur de l'énergie continue de bénéficier d'une augmentation de la demande mondiale de pétrole.
- **Positionnement sur les actions américaines :** Notre équipe de stratégie de placement aux États-Unis a augmenté son objectif de BPA pour 2024 pour l'indice S&P 500 de 225 \$ US à 240 \$ US. Cette évolution devrait être favorisée par l'élargissement des révisions positives des bénéfices, étant donné que de plus en plus de secteurs commencent à bénéficier de la résistance de la croissance du PIB américain ainsi que des gains déjà positifs de la technologie (en particulier de l'intelligence artificielle) au cours du premier trimestre. Cela se traduit par un objectif de 5 200 pour le S&P 500, contre 4 850 auparavant. Ce chiffre se rapproche de l'objectif inchangé de notre analyste quantitatif/technique, à savoir 5 466. Dans les deux cas, l'évolution du S&P 500 reste positive, bien que modeste. En ce qui concerne les secteurs, notre équipe américaine reconnaît le potentiel de croissance des bénéfices dans les technologies de l'information, l'industrie et les soins de santé. Notre stratège américain mentionne également les secteurs qui devraient bénéficier de nos prévisions de baisse des taux d'intérêt, à savoir les biens de consommation de base, les soins de santé, les services publics et l'immobilier.
- **Positionnement sur les titres à revenu fixe :** Avec les attentes générales de réduction des taux des deux côtés de la frontière, les marchés des titres à revenu fixe canadiens et américains devraient bénéficier des taux d'intérêt nominaux et des rendements actuellement élevés, ainsi que de l'appréciation du capital lorsque les prix des obligations commenceront à augmenter à mesure que les taux d'intérêt baisseront. Cela pourrait favoriser les obligations à plus longue durée. En raison des écarts relativement faibles, les investisseurs ne sont actuellement pas suffisamment récompensés pour les risques associés aux obligations à haut rendement, et nous préférons donc les obligations d'État ou les obligations d'entreprises de meilleure qualité.

## Commentaires sur le marché

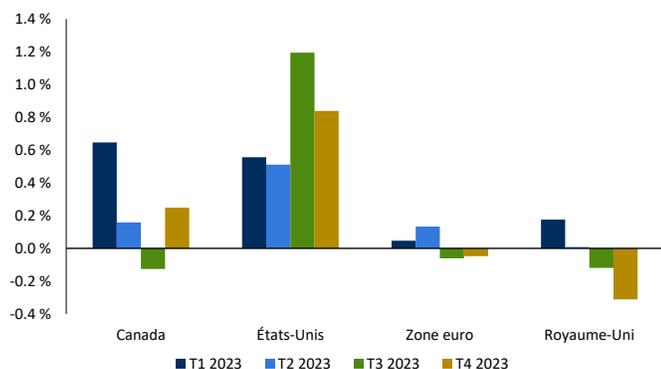
*Équipe de stratégie de placement de RJL*

Dans notre dernier rapport trimestriel, nous avons expliqué comment de nombreux gouvernements avaient eu recours à des politiques monétaires restrictives pour lutter contre l'inflation provoquée par la pandémie. Alors que les gouvernements tentent de revenir à un environnement plus normal, nous évaluons l'ampleur des dommages causés à l'économie et, par conséquent, la rapidité ou l'importance avec laquelle les banques centrales abaisseront leurs taux, et jusqu'à quel niveau. À la fin du premier trimestre de 2024, nous n'avons pas encore observé les récessions que nous avions prévues pour le Canada et les États-Unis, bien que certaines pressions économiques que nous avons précédemment repérées existent toujours. Nous continuons à observer des indicateurs de ralentissement économique, davantage au Canada qu'aux États-Unis. Nous prévoyons désormais que les États-Unis éviteront une récession, au profit d'un scénario d'atterrissage en douceur, tandis que la probabilité d'une récession au Canada reste plus élevée.

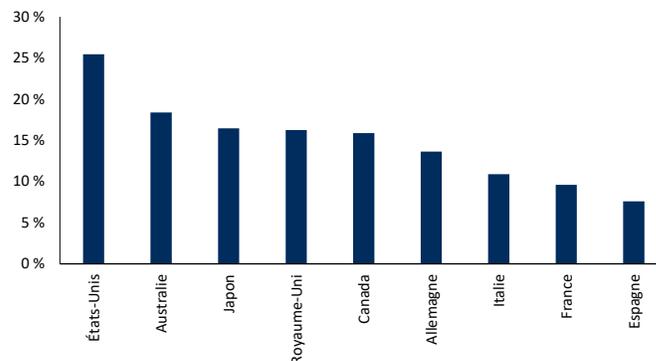
L'économie américaine semble être la plus forte des marchés développés, grâce à une croissance solide du PIB enregistrée au cours des quatre trimestres de l'année dernière (graphique 1). Cela peut être attribué à la résistance des dépenses de consommation, à un montant substantiel de dépenses publiques et aux contributions des exportations nettes, que nous n'avons pas vues atteindre ce niveau depuis plus d'une décennie. Le Canada résiste également relativement bien, grâce à une forte contribution des exportations nettes. Toutefois, la contribution des dépenses de consommation canadiennes à la croissance du PIB a considérablement diminué en 2023, passant à 0,9 %, contre 2,8 % en 2021 et 2,7 % en 2022, et se situant en dessous de sa moyenne à long terme de 1,4 %. En outre, les placements du secteur privé ont chuté en 2023, entraînant une baisse de la croissance globale du PIB. Dans la zone euro, la croissance du PIB a stagné, et certains pays ont déjà connu des récessions. Alors que la reprise s'amorce lentement, on s'attend à ce que la Banque centrale européenne (BCE) commence à réduire ses taux avant les États-Unis. Au Royaume-Uni, selon Capital Economics, l'inflation devrait tomber en dessous de l'objectif de 2 % en 2024. Avec une croissance annuelle de 0,1 % en 2023 et une croissance prévue de 0,5 % en 2024, la Banque d'Angleterre (BoE) pourrait envisager des baisses de taux pour stimuler l'économie prochainement.

Quelles sont donc les raisons sous-jacentes de la plus grande résilience de l'économie américaine par rapport à celle du Canada et des autres marchés développés? Les facteurs suivants, fortement associés à diverses composantes du PIB, sont peut-être à l'origine du récent « exceptionnalisme » économique des États-Unis.

Tout d'abord, l'une des principales raisons de la vigueur des dépenses de consommation aux États-Unis est l'accumulation de l'« épargne excédentaire » des ménages résultant de la pandémie de COVID-19. Selon le Fonds monétaire international (FMI), la réponse budgétaire du gouvernement américain au COVID-19, y compris les dépenses supplémentaires et les recettes non perçues pour soutenir les ménages et les entreprises, a été supérieure à celle des autres grandes économies développées (graphique 2). En outre, les ménages américains se montrent plus disposés à utiliser cet excédent d'épargne que les ménages des autres grandes économies développées. Leur faible taux d'épargne en témoigne. Au cours des deux dernières années, le taux d'épargne personnel moyen aux États-Unis a été d'environ 3,9 %, ce qui est inférieur à la moyenne de 5,8 % enregistrée avant la COVID (1990 – 2022). En revanche, les taux d'épargne de la plupart des autres grandes économies développées sont restés inchangés ou ont augmenté par rapport à leur niveau d'avant la crise de la COVID, le Canada se situant désormais à 6,2 % et les pays de la zone euro dépassant généralement les 10 %. En outre, la proportion de ménages américains participant au marché boursier, directement et indirectement, a atteint un pic historique de 58 % en 2022. Compte tenu du marché haussier en cours depuis 18 mois, cette tendance peut avoir contribué à un sentiment psychologique de richesse parmi les ménages, ce qui a favorisé leur volonté de dépenser. Cela pourrait contribuer à expliquer pourquoi les dépenses de consommation personnelle aux États-Unis sont restées robustes et conformes à leur tendance à long terme en 2023, contrairement à ce qui se passe ailleurs. Néanmoins, nous prévoyons toujours un ralentissement des dépenses de consommation aux États-Unis en 2024, car les consommateurs consacrent une plus grande part de leur revenu au service de la dette et les achats actuels risquent de freiner les dépenses futures à mesure que les factures arrivent à échéance.

**Graphique 1 - Croissance du PIB réelle (trimestrielle)**

Source: FactSet; Raymond James Ltée; FactSet; données au 31 décembre 2023.

**Graphique 2 - Relance budgétaire au cours de la période de la COVID-19 (% du PIB)**

Source: FMI; Capital Economics; Raymond James Ltée. Les pourcentages du PIB sont basés sur la mise à jour de juin 2020 des Perspectives de l'économie mondiale pour 2020.

Outre les dépenses de consommation, les placements des entreprises sont un autre moteur important de l'économie américaine. Nous nous attendons à ce qu'ils jouent un rôle plus crucial dans le soutien de la croissance économique à l'horizon 2024, en passant d'une économie centrée sur la consommation à une économie centrée sur le placement. C'est également l'une des principales raisons pour lesquelles nous prévoyons un atterrissage plus doux aux États-Unis qu'au Canada.

Compte tenu de la similitude des taux d'intérêt, les États-Unis et le Canada ont tous deux enregistré une baisse des intentions de placement des entreprises au cours du cycle de hausse des taux. Cependant, alors que les États-Unis ont fait preuve d'une plus grande résilience et ont commencé à se redresser, les intentions de placement au Canada continuent de s'affaiblir, s'établissant actuellement à 0 %, en dessous de sa moyenne à long terme de 16 % (graphique 3). Selon la dernière enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque du Canada, de nombreuses entreprises canadiennes concentrent leurs plans de placements sur la réparation ou le remplacement de machines et d'équipements afin de maintenir leur capacité actuelle, en raison de la faiblesse de la demande, de la diminution des contraintes de capacité contraignantes et des coûts élevés des emprunts. D'autre part, plusieurs politiques industrielles, telles que la loi CHIPS and Science Act (Loi CHIPS et sur la science) et l'Inflation Reduction Act (Loi sur la réduction de l'inflation), promulguées par le gouvernement fédéral, ont maintenu un niveau remarquablement robuste de placements non résidentiels aux États-Unis. Cela explique la reprise des intentions de placements, même dans un contexte de taux d'intérêt élevés (pour plus de détails sur ce sujet, voir la section « Perspectives économiques aux États-Unis »). Les placements des entreprises n'ont pas seulement des conséquences sur la croissance du PIB de l'année en cours, mais servent également d'indicateur prospectif des taux de croissance potentiels futurs. Par conséquent, nous pensons que les placements des entreprises peuvent constituer un coussin plus important pour les États-Unis que pour le Canada, alors que l'économie traverse la période d'atterrissage actuelle.

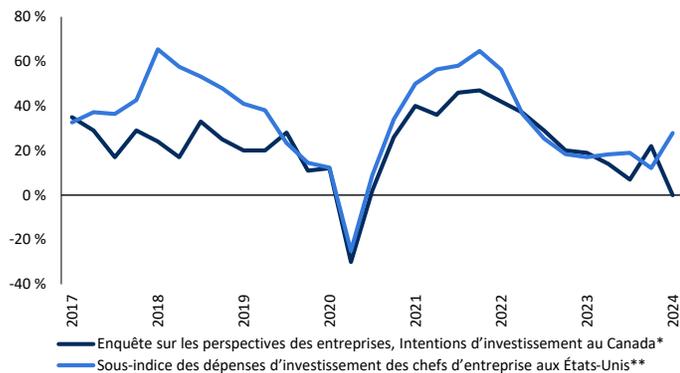
L'essor des exportations américaines de pétrole est également remarquable, car il a certainement profité à l'économie américaine, et nous prévoyons que cette tendance se poursuivra. Depuis l'abrogation de l'interdiction d'exporter du pétrole brut en 2015, les exportations américaines de pétrole brut ont été multipliées par près de huit, atteignant un niveau record en 2023 et dépassant même celles du Canada (graphique 4). Contrairement au Royaume-Uni et aux pays de la zone euro, qui dépendent des importations d'énergie et font face à la crise énergétique et à la flambée des prix consécutive à l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les États-Unis ont réussi à maintenir les prix intérieurs de l'essence à un niveau relativement bas pour maîtriser l'inflation en augmentant la production. En outre, d'un point de vue géopolitique, les États-Unis visent à fournir du pétrole et du gaz à l'Europe et à d'autres pays qui dépendaient auparavant de la Russie. Il existe déjà des signes évidents de cette transition. Si l'Inde a réduit sa demande en raison de ses importations de pétrole brut à prix réduit en provenance de Russie, cette baisse a été compensée par l'augmentation de la demande dans d'autres régions, en particulier en Europe. Bien que cette tendance semble en contradiction avec le pivot vers l'énergie propre, nous nous attendons à ce qu'elle se poursuive dans un avenir prévisible et agisse comme un vent arrière pour l'économie américaine, compte tenu des tensions géopolitiques persistantes au Moyen-Orient et des efforts déployés pour lutter contre l'inflation.

La bonne nouvelle pour le Canada est que, bien que les États-Unis soient en train de devenir un exportateur net de pétrole brut, leurs importations en provenance du Canada n'ont cessé d'augmenter, tandis que leurs importations en provenance de l'OPEP ont diminué. Cette évolution est due au fait que les importations en provenance du Canada sont principalement constituées de pétrole brut lourd, tandis que celles en provenance de l'OPEP sont principalement constituées de pétrole brut léger et moyen. Bien que les États-Unis aient augmenté leur production nationale de pétrole brut léger, ils ne l'ont pas fait dans la même mesure pour le pétrole brut plus lourd. En outre, de nombreuses raffineries américaines sont encore conçues pour traiter du brut lourd. Les coûts au débarquement inférieurs pour les importations de pétrole brut en provenance du Canada,

par rapport à d'autres pays, ainsi que l'alliance stratégique entre les deux nations, ont encouragé les importations américaines de pétrole brut canadien. Par conséquent, si cette tendance se poursuit, nous pensons que le secteur canadien de l'énergie en bénéficiera également.

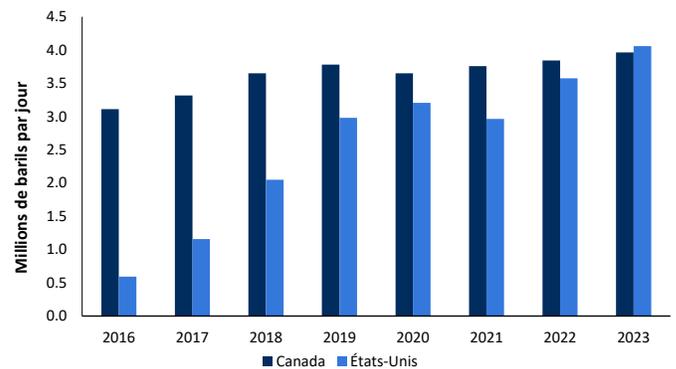
Avec des perspectives positives sur l'énergie, des dépenses de consommation et des placements des entreprises relativement plus importants, stimulés par la législation de la Fed, nous nous attendons à ce que l'économie américaine s'en sorte mieux que celle des autres pays développés pendant la période de ralentissement. Cette vision optimiste des États-Unis devrait peut-être aussi soutenir l'économie canadienne, compte tenu des liens étroits qui unissent les deux pays.

**Graphique 3 - Contrastes entre les intentions de placement récentes des entreprises : États-Unis et Canada**



Source: Banque du Canada; table ronde sur les affaires; données au 31 mars 2024. Pourcentage d'entreprises prévoyant une hausse des dépenses de placements moins le pourcentage de celles qui prévoient une baisse; \* Sur 12 mois; \*\* Sur 6 mois.

**Graphique 4 - De l'interdiction au boom : les exportations américaines de pétrole brut ont atteint un niveau record en 2023**



Source: Statistique Canada; Energy Information Administration des États-Unis.

Maintenant que l'économie des États-Unis et du Canada a subi moins de dommages que prévu, la question demeure : à quelle vitesse et à quel point les banquiers centraux vont-ils réduire les taux d'intérêt? Nous prévoyons que la Banque du Canada commencera à réduire ses taux lors de la réunion du 5 juin et qu'elle poursuivra les réductions ultérieures, pour un total de trois réductions de 25 points de base chacune d'ici la fin de 2024, ce qui donnerait un taux de 4,25 % à la fin de l'année. Pendant ce temps, aux États-Unis, l'économie résiliente donne à la Réserve fédérale une plus grande marge de manœuvre pour adopter une position prudente sur la réduction des taux, en particulier à la lumière de trois augmentations consécutives de 0,4 pour cent en glissement mensuel de l'IPC de base tout au long des trois premiers mois de 2024. Malgré cette liberté de la part de la Fed, nous constatons toujours une prudence progressive, notre équipe économique américaine prévoyant toujours trois baisses de taux avant la fin de l'année.

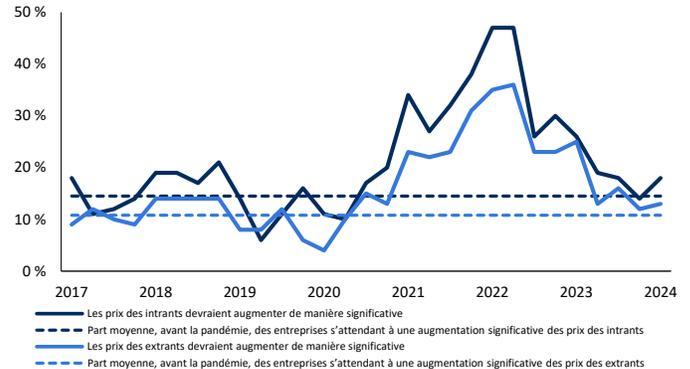
Dans notre rapport [Perspectives et stratégies pour avril](#), nous avons discuté en détail de notre conviction que la Banque du Canada (BdC) devrait réduire les taux d'intérêt le plus tôt possible. Le cycle de relèvement des taux a généralement été efficace, sauf dans le secteur du logement, et la santé financière des ménages a montré des signes de faiblesse, avec une augmentation notable des impayés de cartes de crédit et des insolvabilités de consommateurs. En outre, le ratio stocks/ventes a continué à augmenter pour atteindre 1,08, dépassant largement sa médiane à long terme de 0,81. Cela suggère que la capacité de production et les produits disponibles dépassent les niveaux de consommation des consommateurs (graphique 5). Cette observation s'aligne sur notre discussion précédente concernant les raisons principales de la baisse des placements des entreprises dans les dépenses en capital, notamment le ralentissement de la demande. Nous pensons que le processus de normalisation est bien engagé, comme en témoigne le fait que les prix des intrants et des extrants ne devraient pas augmenter de manière significative, revenant ainsi aux niveaux antérieurs à la crise de la COVID (graphique 6). Enfin, les entreprises canadiennes ne se heurtent pas à des pénuries de main-d'œuvre depuis le quatrième trimestre de 2023; en fait, la proportion d'entreprises faisant face à des pénuries de main-d'œuvre est aujourd'hui bien inférieure à la moyenne historique.

**Graphique 5 - Au Canada, le ratio stocks/ventes continue d'augmenter, dépassant de loin la moyenne à long terme**



Source: Statistique Canada; données au 31 décembre 2023. Plage de données pour la médiane à long terme : 1/1/1981 – 12/31/2023.

**Graphique 6 - Les prévisions d'augmentations significatives des coûts et des prix de vente sont proches des niveaux normaux**



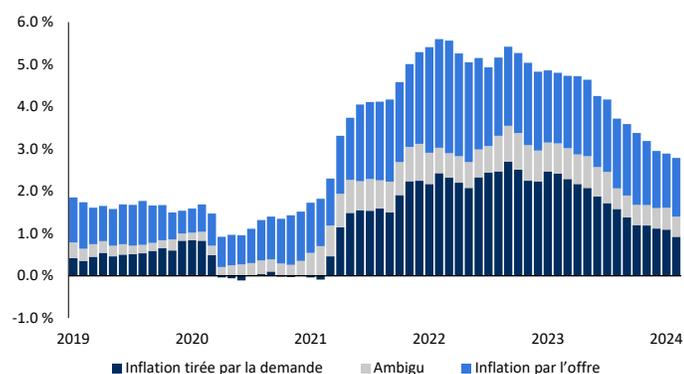
Source: Banque du Canada, Enquête sur les perspectives des entreprises; données au 31 mars 2024.

La situation aux États-Unis est différente. Nous considérons que le cycle de hausse des taux a eu moins de répercussions sur les dépenses de consommation. L'une des raisons est le montant substantiel de « l'épargne excédentaire » et la volonté des ménages de dépenser, comme nous l'avons vu plus haut. Un autre facteur est que les niveaux d'endettement des ménages sont relativement bas, étant donné que les ménages américains se désendettent depuis la crise financière mondiale de 2008. Cela, en plus de la prédominance des hypothèques à taux fixe à long terme, rend les ménages américains moins sensibles aux variations des taux d'intérêt. Toutefois, il est essentiel de garder à l'esprit que cette équation comporte deux aspects : la demande et l'offre. Après tout, la poussée inflationniste a d'abord été provoquée par des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement lors de la pandémie de COVID-19. S'il n'est pas tout à fait convaincant que l'inflation induite par la demande ait été atténuée par les taux d'intérêt élevés, la situation du côté de l'offre peut être un peu plus encourageante.

La Banque fédérale de réserve de San Francisco classe les contributions à la mesure de l'inflation préférée de la Fed, l'indice de référence des dépenses personnelles de consommation, en trois catégories : celles qui sont liées à l'offre, celles qui sont liées à la demande et celles qui sont ambiguës (graphique 7). Pendant la période de blocage d'avril 2020 à début 2021, nous avons observé l'absence d'inflation induite par la demande, tandis que l'inflation induite par l'offre s'est lentement développée. Peu après, alors que les boutiques et les magasins rouvraient progressivement, l'inflation due à l'offre a grimpé en flèche en raison des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, ce qui a empêché de répondre à une demande extrêmement comprimée. La situation s'est aggravée avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022. Actuellement, l'inflation induite par l'offre s'établit à 1,4 % en février, en baisse par rapport à son pic, mais toujours supérieure à sa moyenne historique de 0,9 %. Cela suggère qu'il existe encore un certain potentiel du côté de l'offre pour aider à réduire l'inflation globale. Malgré les récentes tensions géopolitiques au Moyen-Orient et les faibles niveaux d'eau qui ont eu une incidence sur les volumes passant par le canal de Panama, la chaîne d'approvisionnement s'est en grande partie normalisée au cours des deux dernières années (graphique 8). Outre la normalisation de la chaîne d'approvisionnement, d'autres facteurs contribuent également à réduire l'inflation induite par l'offre, tels que l'immigration et l'augmentation de la productivité. Une vague d'immigration post-pandémique a permis aux employeurs de pourvoir des postes à des niveaux de rémunération qui ont permis de contenir la croissance globale des prix. En outre, l'augmentation de la productivité permet de maintenir le nombre d'heures de travail inchangé tout en augmentant l'offre unitaire, ce qui permet de mieux répondre à la demande croissante et de réduire les pressions inflationnistes.

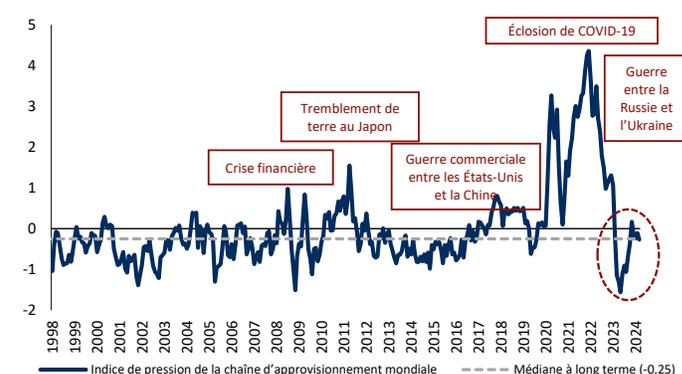
À l'horizon 2024, nous prévoyons un ralentissement des dépenses de consommation, une stabilisation des coûts des intrants, une poursuite de la normalisation des chaînes d'approvisionnement et une augmentation de la productivité. Par conséquent, nous continuons à penser que les fondamentaux sont compatibles avec un retour durable de l'inflation vers l'objectif de 2 %. Notre équipe économique américaine maintient que la Fed réduira ses taux trois fois en 2024, mais la résilience de l'économie américaine rend le calendrier des réductions de taux plus incertain que dans d'autres grandes économies, car elle continue d'augmenter le potentiel de report des réductions de taux.

**Graphique 7 - Contributions de l'offre et de la demande à l'inflation de l'indice de référence des dépenses personnelles de consommation (annuelles)**



Source: Banque fédérale de réserve de San Francisco; données en date de février 2024.

**Graphique 8 - Normalisation de la chaîne d'approvisionnement : Un facteur clé de la baisse de l'inflation en 2023**



Source: Banque fédérale de réserve de New York; données au 31 mars 2024.

Le bon rendement du marché des actions observé l'année dernière s'est prolongé jusqu'en 2024. Au cours du premier trimestre de cette année, la majorité des principaux indices boursiers mondiaux ont enregistré des rendements positifs solides, notamment grâce aux marchés américain et japonais, qui se négocient actuellement avec une prime, tandis que les marchés boursiers chinois et hongkongais sont restés relativement discrets.

Plusieurs facteurs expliquent le bon rendement des actions américaines au premier trimestre. Tout d'abord, le marché boursier bénéficie directement d'une croissance du PIB supérieure aux prévisions, car la résilience de l'économie offre de meilleures perspectives pour les bénéficiaires des entreprises. Si les entreprises technologiques sont en tête de la croissance des bénéficiaires, l'optimisme est également de mise pour une croissance plus large dans différents secteurs à mesure que l'année avance. Pour ce qui est de l'avenir, nous pensons que les augmentations futures pourraient être principalement dues à la croissance des bénéficiaires, compte tenu des niveaux déjà élevés du ratio cours/bénéfice. Deuxièmement, l'enthousiasme pour l'intelligence artificielle continue d'alimenter ce moteur, la plupart des entreprises technologiques attirant des flux de capitaux et affichant de solides rendements. En termes d'ampleur du marché, les *Sept magnifiques* ont apporté une contribution significative de 60 % au rendement total du S&P 500 en 2023. Bien qu'ils soient encore des acteurs importants au premier trimestre, leur contribution est tombée à environ 40 %. Cette évolution est en partie due au rendement faible d'Apple et de Tesla. Même si l'on exclut ces deux-là des Sept Magnifiques, ils n'ont représenté qu'environ 50 % du rendement total de l'indice S&P 500. Par conséquent, nous considérons que la différence ici indique également une croissance saine du marché dans son ensemble.

Dans les différents secteurs, la plupart des domaines connaissent des améliorations. L'énergie connaît l'amélioration la plus significative, grâce à un ralentissement moins important que prévu du secteur manufacturier aux États-Unis et en Chine, qui a stimulé la demande de pétrole. En ce qui concerne la capitalisation boursière et le style des actions, les grandes capitalisations et les actions de croissance continuent de surperformer. Les valeurs de croissance, en particulier, sont privilégiées, car de nombreuses entreprises technologiques appartiennent à cette catégorie. Les petites capitalisations font face à des défis et à des tensions financières dans un environnement de taux élevés, en raison de financements à taux variables et de marges plus faibles. Si la Fed reste prudente et continue de repousser les baisses de taux, cela pourrait entraîner de nouvelles difficultés pour les petites capitalisations.

À l'avenir, nous prévoyons une augmentation de la volatilité sur les marchés boursiers américains, car une grande partie des nouvelles positives a déjà été prise en compte. En outre, les élections à venir et les annonces de taux devraient introduire des incertitudes supplémentaires dans le rendement des actions. Néanmoins, il est courant de rencontrer trois ou quatre baisses de 5 % en cours d'année et, historiquement, la baisse maximale moyenne au cours d'une année donnée a été d'environ -13 %.

Malgré l'absence d'un secteur des semi-conducteurs, l'indice composé TSX a tout de même affiché un rendement solide au premier trimestre, principalement grâce aux bons rendements des secteurs de l'énergie et de l'industrie. Une fois de plus, l'augmentation de la demande mondiale en matière de produits énergétiques, en particulier les fortes exportations vers les États-Unis, a considérablement stimulé la performance du secteur de l'énergie, qui représente environ 17 % de la pondération de l'indice composé TSX. En outre, le secteur industriel a propulsé le rendement de l'indice, bénéficiant de son exposition substantielle aux États-Unis, qui représentent près de la moitié du chiffre d'affaires du secteur. En outre, compte tenu du contexte macroéconomique moins favorable au Canada, nous prévoyons que la Banque du Canada pourrait abaisser ses taux cet été. Les petites capitalisations pourraient en bénéficier, ce qui permettrait de poursuivre la reprise cette année.

L'indice japonais Nikkei a finalement dépassé ses niveaux de 1989 en février et a suivi le rythme des indices boursiers américains au cours des deux dernières années, même lorsqu'il est mesuré en dollars. Outre l'amélioration de la gouvernance d'entreprise, qui a stimulé les bénéfices des sociétés, le marché japonais des actions est également fortement axé sur la technologie. Ce positionnement devrait bénéficier de la poursuite de l'engouement pour l'IA au cours des prochains trimestres. En ce qui concerne l'évolution de la situation en Chine, malgré la faiblesse de la demande de crédit, nous avons constaté une augmentation de l'activité depuis le second semestre de l'année dernière, stimulée par la position de soutien du gouvernement. De plus, l'injection par le gouvernement d'un plan de sauvetage sur le marché boursier a entraîné un rebond depuis la fin du mois de janvier. Bien que les effets immédiats du plan de sauvetage puissent être de courte durée, les signaux de soutien des décideurs politiques et l'amélioration de l'image de l'économie chinoise sont quelque peu encourageants. Grâce à ce soutien, nous prévoyons que les valorisations pourraient augmenter par rapport à leurs faibles niveaux actuels, ce qui pourrait entraîner une nouvelle croissance. Les valeurs sûres européennes ont enregistré de bons rendements au premier trimestre, tandis que les grandes capitalisations britanniques ont accusé un retard. Étant donné que la croissance des bénéfices des entreprises en Europe devrait rester inférieure à celle des États-Unis, compte tenu des économies relativement plus faibles en Europe et du poids plus faible du secteur des technologies de l'information, nous prévoyons que les actions européennes pourraient sous-performer par rapport aux actions américaines.

**Tableau 1 - Rendement des actions à l'échelle mondiale**

| Indices boursiers mondiaux sélectionnés | T1 2024<br>(en CML) | T1 2024<br>(en \$ US) | T1 2024<br>(en \$ CA) | 2023<br>(en CML) | 2023<br>(en \$ US) | 2023<br>(en \$ CA) | Résultat<br>actuel | Ratio C/B<br>historique | Prime<br>(ROUGE)/décote |
|-----------------------------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------------|-------------------------|
| <b>Canada</b>                           |                     |                       |                       |                  |                    |                    |                    |                         |                         |
| Indice composé S&P/TSX                  | 6.6                 | 3.9                   | 6.6                   | 11.8             | 14.8               | 11.8               | 14.8               | 14.5                    | 0.2                     |
| S&P/TSX 60                              | 6.3                 | 3.6                   | 6.3                   | 12.1             | 15.1               | 12.1               | 15.0               | 14.3                    | 0.7                     |
| S&P/TSX à petite capitalisation         | 7.9                 | 5.2                   | 7.9                   | 4.8              | 7.7                | 4.8                | 14.7               | 16.8                    | -2.1                    |
| Croissance au Canada                    | 7.5                 | 4.7                   | 7.5                   | 15.8             | 19.0               | 15.8               | 21.7               | 18.2                    | 3.5                     |
| Valeur au Canada                        | 5.3                 | 2.6                   | 5.3                   | 5.1              | 8.0                | 5.1                | 11.7               | 12.1                    | -0.4                    |
| <b>États-Unis</b>                       |                     |                       |                       |                  |                    |                    |                    |                         |                         |
| Indice composé NASDAQ                   | 9.3                 | 9.3                   | 12.2                  | 44.6             | 44.6               | 40.8               | 27.6               | 19.7                    | 8.0                     |
| S&P 500                                 | 10.6                | 10.6                  | 13.5                  | 26.3             | 26.3               | 22.9               | 21.0               | 16.3                    | 4.8                     |
| S&P 400 à moyenne capitalisation        | 10.0                | 10.0                  | 12.8                  | 16.4             | 16.4               | 13.3               | 16.0               | 13.6                    | 2.4                     |
| S&P 600 à petite capitalisation         | 2.5                 | 2.5                   | 5.2                   | 16.1             | 16.1               | 12.9               | 14.7               | 14.9                    | -0.2                    |
| Indice composé S&P 1500                 | 10.3                | 10.3                  | 13.2                  | 25.5             | 25.5               | 22.1               | 20.4               | 16.0                    | 4.5                     |
| Indice composé S&P 1500 de croissance   | 12.7                | 12.7                  | 15.5                  | 29.0             | 29.0               | 23.9               | 26.6               | 18.7                    | 7.9                     |
| Indice composé S&P 1500 de valeur       | 7.6                 | 7.6                   | 9.8                   | 21.6             | 21.6               | 16.0               | 16.1               | 14.0                    | 2.1                     |
| <b>Europe</b>                           |                     |                       |                       |                  |                    |                    |                    |                         |                         |
| Indice Euro Stoxx 50 (Europe)           | 12.9                | 9.9                   | 12.8                  | 23.2             | 23.4               | 20.1               | 14.6               | 13.2                    | 1.4                     |
| Indice FTSE 100 (R.-U.)                 | 4.0                 | 1.9                   | 4.6                   | 7.9              | 10.0               | 7.0                | 11.5               | 12.4                    | -0.9                    |
| Indice CAC 40 (France)                  | 9.0                 | 6.6                   | 9.4                   | 20.1             | 24.4               | 21.0               | 15.1               | 13.4                    | 1.7                     |
| Indice DAX (Allemagne)                  | 10.4                | 7.9                   | 10.8                  | 20.3             | 24.5               | 21.2               | 13.0               | 12.6                    | 0.4                     |
| <b>Asie-Pacifique</b>                   |                     |                       |                       |                  |                    |                    |                    |                         |                         |
| Indice Hang Seng (Hong Kong)            | -2.5                | -2.7                  | -0.2                  | -10.5            | -10.5              | -12.9              | 8.3                | 12.5                    | -4.2                    |
| Indice Nikkei 225 (Japon)               | 21.5                | 13.2                  | 16.2                  | 31.0             | 22.6               | 19.3               | 21.2               | 16.6                    | 4.6                     |
| Indice MSCI Chine (Chine)               | -2.5                | -2.5                  | 0.1                   | -11.2            | -11.2              | -13.6              | 9.2                | 10.7                    | -1.5                    |
| <b>Principaux agrégats</b>              |                     |                       |                       |                  |                    |                    |                    |                         |                         |
| World (monde)*                          | 8.9                 | 8.9                   | 11.8                  | 24.0             | 24.0               | 20.6               | 18.6               | 15.8                    | 2.9                     |
| EAFE (MD hors É.-U. et Canada)*         | 6.0                 | 6.0                   | 8.8                   | 18.4             | 18.4               | 15.2               | 14.4               | 13.5                    | 0.9                     |
| Indice ME (marchés émergents)*          | 2.2                 | 2.2                   | 4.8                   | 9.0              | 9.0                | 6.1                | 12.2               | 11.7                    | 0.5                     |

Source: FactSet; Raymond James Ltée; rendements totaux, données au 31 mars 2024. CML : coté en monnaie locale. Ratio cours/bénéfice historique médian : 1/1/2000 – 3/31/2024. \* Les indices sont représentés par les FNB iShares correspondants, qui servent de mandata

## Perspectives économiques canadiennes

Équipe de stratégie de placement de RJL

### L'économie canadienne est plus forte que prévu, mais l'emploi s'affaiblit

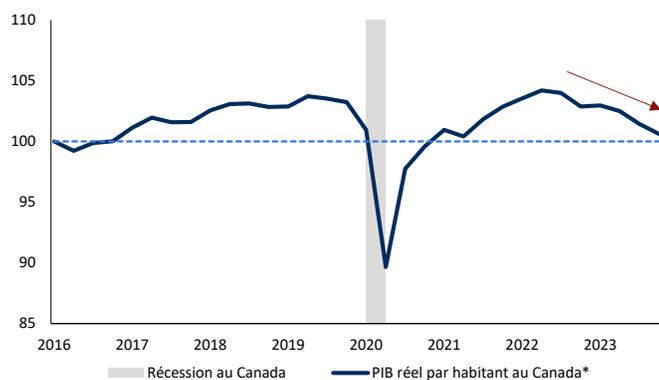
La croissance du produit intérieur brut (PIB) en janvier (+0,6 pour cent d'un mois à l'autre) et en février (estimation rapide de +0,4 pour cent d'un mois à l'autre) a été meilleure que prévu et a été généralisée, augmentant dans 18 des 20 secteurs, même après une révision à la baisse des chiffres de décembre (de 0,0 pour cent à -0,1 pour cent d'un mois à l'autre). Selon le nouveau *budget 2024* du ministère des Finances, la croissance trimestrielle annualisée au premier trimestre est estimée à 3,5 %, contre une estimation de 2,8 % par la Banque du Canada. La vigueur du premier trimestre s'explique en partie par la fin d'une grève des travailleurs (de l'éducation) du secteur public au Québec (qui a contribué à hauteur de +1,9 % d'un mois à l'autre à la composante PIB du secteur public en janvier), et par un hiver anormalement doux, de sorte qu'il y a encore des raisons de penser que cette vigueur pourrait ne pas se poursuivre au deuxième trimestre.

Alors que la croissance ralentit jusqu'à la fin de l'année, la Banque du Canada prévoit une croissance annuelle moyenne du PIB réel de 1,5 % en 2024 (contre une prévision de +0,8 % en janvier), contre une croissance réelle de 1,1 % en 2023.

Comme nous le décrivons dans une section ultérieure, le paysage canadien se caractérise par des taux d'immigration élevés. Le PIB par habitant est un indicateur qui a été largement débattu. Si la croissance rapide de la population (+1,3 million de personnes en 2023) a stimulé le PIB, qui a augmenté de 1,1 % en 2023, divisé par la population totale, la mesure du PIB par habitant indique que la production économique a en fait diminué (graphique 9). Cela conduit à une discussion supplémentaire sur le déclin de la productivité au Canada.

Alors que la croissance économique a été généralement bonne, l'emploi a en fait diminué (-2 200) en mars, le taux d'emploi ayant chuté pour le sixième mois consécutif à 61,4 %, et le taux de chômage ayant augmenté à 6,1 % contre 5,8 % en février (graphique 10). Ce chiffre est en hausse par rapport aux 5,1 % enregistrés il y a un an, et devrait indiquer à la Banque du Canada que des fissures commencent à apparaître dans l'économie. Il convient de noter que, bien que 324 000 emplois (+1,6 %) aient été créés au cours de l'année écoulée, l'augmentation de la population active (population âgée de plus de 15 ans) de 1 million de personnes (+3,2 %) a fait grimper le taux de chômage.

**Graphique 9 - La croissance du PIB réel par habitant\* du Canada diminué**



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2023. \*Calcul du PIB réel par habitant : produit intérieur brut aux prix du marché/population âgée de 15 à 64 ans.

**Graphique 10 - Le taux de chômage au Canada atteint 6,1 % en mars**



Source: Statistique Canada; données au 31 mars 2024.

### Probabilité de récession

Au Canada, nous nous tournons vers le conseil de cycle d'affaires de l'institut C.D. Howe comme arbitre pour déterminer si et quand le pays est en récession. Le Conseil définit la récession comme une période de baisse prononcée, généralisée et persistante de l'activité économique globale. En outre, nous associons généralement une récession à des licenciements et à une augmentation significative du taux de chômage. Au fil des décennies, nous avons connu de nombreux ralentissements économiques qui ne répondaient pas nécessairement à tous les critères d'ampleur, de durée et de portée requis pour définir une récession, comme l'éclatement de la bulle Internet en 2001 et le choc pétrolier de 2014-2015. Malheureusement, il n'est pas toujours possible de déterminer si nous avons connu une récession tant que celle-ci n'est pas terminée. Nous continuons à prévoir une légère récession vers le milieu ou la fin de l'année 2024.

## Taux de réduction

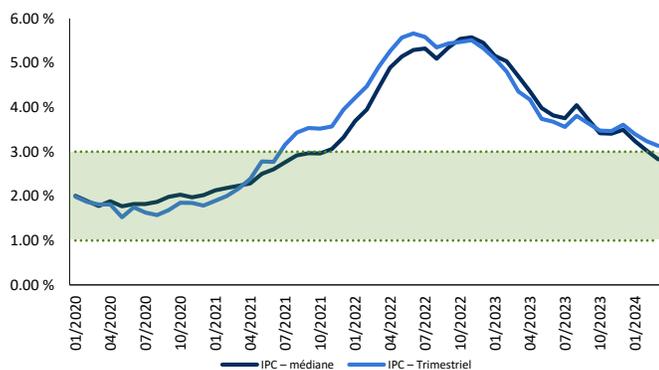
Nous prévoyons que la Banque du Canada (BdC) commencera à réduire son taux directeur lors de la réunion du 5 juin, et qu'elle poursuivra ses réductions, pour un total de trois réductions de 25 pb d'ici la fin de 2024, pour terminer l'année à 4,25 pour cent. Les données récentes sur l'inflation permettent d'envisager une telle évolution et, bien que la croissance du PIB au premier trimestre semble forte, nous nous attendons à un certain affaiblissement au deuxième trimestre et, avec l'augmentation du taux de chômage, nous pensons qu'il y a suffisamment de raisons pour que la Banque du Canada réduise son taux d'intérêt. Pourtant, la Banque du Canada n'a pas jugé urgent d'agir jusqu'à présent, malgré la pression continue que nous avons décrite précédemment, alors que les périodes de renouvellement des hypothèques continueront à forcer davantage de détenteurs d'hypothèques canadiens à évaluer leurs dépenses discrétionnaires.

## Inflation

L'indice des prix à la consommation (IPC) du mois de mars a enregistré une croissance de 2,9 % par rapport à l'année précédente. Ce résultat est conforme aux attentes et suit les prévisions de la Banque du Canada, qui prévoit une inflation inférieure à 2,5 % au second semestre de 2024, avant d'atteindre l'objectif de 2 % en 2025. Nous nous attendions déjà à ce que la Banque centrale entame un cycle de réduction des taux au second semestre de 2024, mais ces résultats préparent bien le terrain pour la première réduction lors de la réunion du 5 juin. La question qui se pose alors est de savoir si et quand nous pouvons nous attendre à des réductions supplémentaires lors des réunions restantes en 2024, à savoir le 24 juillet, le 4 septembre, le 23 octobre et le 11 décembre.

Pendant trois mois consécutifs, nous avons observé une baisse constante de la croissance en glissement annuel de l'IPC médian et de l'IPC réduit, qui sont les mesures préférées de l'inflation sous-jacente par la Banque du Canada, en vue d'atteindre l'objectif de 2 %. En mars, l'IPC médian et l'IPC brut ont atteint respectivement 2,8 % et 3,1 %, soit un niveau inégalé depuis le milieu de l'année 2021, qui se situe essentiellement à l'intérieur de la fourchette de contrôle de 1 à 3 % de la Banque du Canada (graphique 11). Nous avons également souligné dans notre rapport [Perspectives et stratégies d'avril](#) que nous avons déjà atteint ou dépassé l'objectif de 2 % de la Banque du Canada si nous excluons la composante élevée de l'IPC des logements. Nous justifions cette approche par le fait que, bien que les taux d'intérêt élevés soient censés ralentir l'économie et faire baisser l'inflation, nous estimons que l'environnement actuel des taux d'intérêt maintient en fait cette composante de l'abri à un niveau élevé.

**Graphique 11 - Signes évidents de ralentissement de l'inflation de base au Canada depuis le début de l'année 2024**



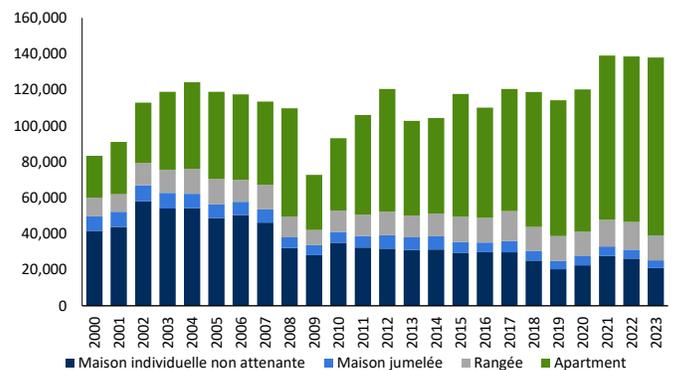
Source: Statistique Canada; Raymond James Ltée; données au 31 mars 2024.

## Immigration

Nous avons déjà abordé la question de l'immigration, en particulier le fait que les politiques libérales du Canada en matière d'immigration et de visas temporaires ont considérablement augmenté le nombre de personnes dans le pays, alors que les mises en chantier ont été faibles, fournissant les ingrédients de la crise actuelle du logement (abordabilité), qui ne cesse de s'aggraver. Officiellement, la population du Canada au début de 2024 était de 40,8 millions d'habitants, soit une augmentation de 3,2 % en 2023, le taux de croissance le plus élevé depuis 1957. Si l'on exclut les migrations temporaires et si l'on ne tient compte que des changements naturels et des résidents permanents, la population du Canada n'aurait augmenté que de 1,2 %, pour atteindre 38,1 millions d'habitants.

Plus récemment, le ministre canadien de l'Immigration, Marc Miller, a annoncé son intention de ramener la proportion de travailleurs temporaires à 5 % de la population au cours des trois prochaines années, contre 6,5 % actuellement, soit 2,67 millions de personnes (au 1er janvier), ce qui a doublé au cours des deux dernières années. Le plan étant encore en cours d'élaboration, et les taux d'immigration restant élevés avant que les

**Graphique 12 - Les appartements sont le seul type de logement à connaître une augmentation des mises en chantier en 2023**



Source: SCHL; somme totale des mises en chantier dans les six plus grands CMA du Canada, y compris tous les modes d'occupation (c.-à-d., tenure franche, copropriété, location et coopérative).

politiques ne commencent à prendre effet en 2025, nous pourrions commencer le plan avec une position de 3,1 millions de résidents temporaires, représentant 7,5 % de la population. En supposant que le Canada poursuive son plan d'accueil de 500 000 résidents permanents chaque année (472 000 ont été ajoutés en 2023), nous devrions supprimer environ 250 000 travailleurs temporaires chaque année pour atteindre cet objectif de 5 %.

Il y a plusieurs répercussions potentielles à prendre en compte. Cette position beaucoup plus restrictive en matière d'immigration pourrait avoir des répercussions sur les prévisions de croissance démographique de la Banque du Canada, qui devrait maintenir l'inflation des logements au-dessus de 4 % au moins jusqu'en 2026. Toutefois, les coûts alimentaires pourraient compenser ce phénomène, car les travailleurs temporaires qui soutiennent le secteur agricole canadien pourraient alors être beaucoup plus rares, ce qui aurait des répercussions sur l'offre et les coûts de la production alimentaire.

### La crise du logement se poursuit

Une croissance démographique plus faible pourrait également contribuer à réduire la demande de logements supplémentaires, et plus particulièrement de logements locatifs, même si, comme nous l'avons déjà souligné dans des rapports précédents, pour atteindre les niveaux d'accessibilité financière visés par le gouvernement, il faudrait que les mises en chantier soient environ trois fois plus nombreuses qu'elles ne le sont actuellement. Dans son rapport sur l'offre de logements du printemps 2024, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) a constaté une hausse de 7 % de la construction d'appartements (construits à des fins spécifiques et en copropriété), mais une baisse de 20 % des mises en chantier de maisons individuelles (graphique 12). La demande sans précédent de logements locatifs, alimentée par une immigration record, a poussé la construction de logements locatifs vers de nouveaux sommets. Malgré une série d'annonces récentes du gouvernement fédéral en faveur de mesures d'accessibilité et de disponibilité, nous ne voyons pas de soulagement immédiat.

## Perspectives économiques américaines

*Eugenio Alemán – économiste en chef; Giampiero Fuentes – économiste*

Nous sommes normalement réticents à utiliser des expressions à la mode pour expliquer nos bons ou mauvais pronostics concernant l'économie américaine. Cependant, l'expression « cette fois-ci, c'est différent » est plus qu'appropriée aujourd'hui pour comprendre ce qui s'est passé depuis le rétablissement de la pandémie de COVID-19. La croissance économique américaine a surpris amis et ennemis en 2023, car le processus de normalisation post-pandémique s'est poursuivi, et la tentative de la Réserve fédérale (Fed) de réduire la flambée de l'inflation a contribué au rendement asynchrone de l'économie américaine. Au cours d'un cycle économique typique, lorsque l'économie atteint le sommet du cycle, la Fed augmente les taux d'intérêt pour ralentir l'activité économique et éviter que l'inflation ne devienne un problème par la suite. En d'autres termes, au sommet du cycle, les ressources sont pleinement utilisées et, par conséquent, toute pression supplémentaire sur l'utilisation de ces ressources exerce généralement une pression à la hausse sur le prix de ces ressources. Or, ce n'est pas ce qui s'est passé à la fin de la pandémie. La vérité est que les prix ont commencé à augmenter pour plusieurs raisons, mais aucune n'est liée au fonctionnement d'un cycle économique typique.

### Naviguer dans la tempête parfaite

Tout d'abord, l'effondrement total de la production mondiale au cours de la pandémie a réduit l'offre de biens et, dans le même temps, les problèmes liés à la chaîne d'approvisionnement ont rendu les biens restants très rares et leur acquisition extrêmement coûteuse. Cela signifie que l'augmentation du prix des biens n'est pas due à une forte croissance économique, mais plutôt à l'incapacité d'acquérir des biens à bon marché et en temps voulu. Deuxièmement, la baisse du taux d'activité due à la crainte de la contagion, ainsi que toute l'aide supplémentaire apportée par le gouvernement fédéral, a obligé les entreprises à inciter les travailleurs à revenir sur le marché du travail en augmentant les salaires, en particulier dans le secteur des services de l'économie. Cela a également contribué à une nouvelle augmentation des coûts de production et donc du prix des biens et des services. Troisièmement, l'immense quantité de transferts de revenus fédéraux au cours de l'administration Trump et du début de l'administration Biden a aidé les Américains à accumuler d'énormes quantités d'argent à un moment où il était presque impossible de dépenser parce que l'économie était à l'arrêt. Cet argent a été accumulé pendant la pandémie et a contribué à accentuer la pression sur les prix, car la demande de biens a explosé pendant la pandémie, tandis que la demande de services a augmenté une fois que l'économie américaine s'est ouverte après la fin de la pandémie de COVID-19.

### Entrer dans la Réserve fédérale

Étant donné que la stabilité des prix est l'un des deux mandats de la Fed, l'autre étant un faible taux de chômage, et que l'un des seuls instruments dont dispose la Fed pour faire baisser les prix est de mener une politique monétaire visant à ralentir l'activité économique, la Fed s'est lancée dans l'une des campagnes de taux d'intérêt les plus dynamiques de l'histoire pour freiner les prix.

Cependant, la vérité est que la politique monétaire traditionnelle n'a pas fonctionné et qu'elle ne fonctionne toujours pas. La raison est qu'il ne s'agit pas d'un cycle normal où un renversement de l'expansion monétaire, c'est-à-dire des taux d'intérêt plus élevés, contribuerait à contenir la croissance économique ou à la ralentir afin de maintenir les pressions inflationnistes à distance. Ce cycle a été créé par la récession de la pandémie de COVID-19 ainsi que par une expansion fiscale massive. Une fois que la production, la chaîne d'approvisionnement et la pénurie de main-d'œuvre générées par la récession due à la pandémie de COVID-19 ont pris fin, le gouvernement fédéral aurait dû reprendre, sinon complètement, du moins partiellement, l'expansion fiscale créée pendant la récession due à la pandémie de COVID-19. Bien entendu, cela aurait été un suicide politique, et cette proposition n'a donc même pas été discutée, et encore moins mise en œuvre.

Mais la politique monétaire n'a pas été bénigne au cours de cette campagne de resserrement. Les marchés du logement ont ressenti la douleur et le placement résidentiel réel est resté en récession pendant neuf trimestres consécutifs. En outre, la crise bancaire de l'année dernière a également été déclenchée par l'incapacité de certaines banques à s'adapter rapidement à des taux d'intérêt beaucoup plus élevés en ajustant leurs placements de manière appropriée. Les régulateurs ont donc dû intervenir et fournir des liquidités pour mettre fin aux ruées sur les institutions vulnérables.

### La cascade des dépenses fiscales

Comme si cela ne suffisait pas, après la fin de la pandémie de grippe aviaire, le gouvernement fédéral a élaboré une politique industrielle qui a permis de maintenir l'investissement non résidentiel à un niveau étonnamment élevé, même en présence de taux d'intérêt très élevés. L'adoption de la loi Creative Helpful Incentives to Produce Semiconductors (CHIPS) (Créer des incitatifs utiles pour produire des semi-conducteurs), ainsi que de l'Inflation Reduction Act (IRA) et, dans une moindre mesure, de l'Infrastructure Investment and Jobs Act (IIJA) (loi sur le placement et l'emploi dans les infrastructures), a permis de réduire les répercussions de taux d'intérêt beaucoup plus élevés sur les placements non résidentiels et a contribué à maintenir l'économie américaine à flot.

L'IIJA est considérée comme un placement générationnel pour reconstruire l'infrastructure américaine, autorisant 1,2 billion de dollars pour les dépenses de transport et d'infrastructure sur cinq ans. Le projet de loi prévoit 550 milliards de dollars de nouvelles dépenses fédérales, dont 110 milliards pour les routes et les ponts, 47 milliards pour la politique énergétique, 65 milliards pour l'accès à l'Internet à haut débit, 56 milliards pour les aéroports et bien d'autres choses encore. L'IIJA était un élément clé du programme du président Biden, mais après avoir été témoin des perturbations et des fermetures de la chaîne d'approvisionnement pendant la pandémie de COVID-19, ainsi que de l'augmentation du risque géopolitique mondial, des efforts supplémentaires ont été jugés cruciaux à la fois pour la défense nationale des États-Unis et pour d'autres secteurs critiques de l'économie.

Si les semi-conducteurs ont été inventés aux États-Unis, 90 % de l'offre mondiale et 100 % des puces les plus perfectionnées sont actuellement fabriqués à l'étranger. C'est pourquoi deux lois sur la politique industrielle ont été adoptées en 2022. Tout d'abord, l'IRA prévoit des incitations et des crédits d'impôt non plafonnés pour les projets de développement durable, les technologies propres, la production de véhicules électriques et de batteries, et les énergies renouvelables telles que le solaire et l'éolien. Deuxièmement, la loi CHIPS prévoit 39 milliards de dollars de dépenses directes pour la production de puces et des crédits d'impôt non plafonnés de 25 % pour la fabrication de pointe.

Les bénéfices de ces placements importants se répercutent sur d'autres secteurs de l'économie par l'intermédiaire d'un processus appelé le multiplicateur des dépenses publiques. Le multiplicateur mesure combien chaque augmentation d'un dollar des dépenses stimule la production économique du pays, mesurant essentiellement l'efficacité de l'effort du gouvernement. Bien qu'il soit très difficile de mesurer avec précision ce chiffre en raison de la multitude de facteurs qui influencent l'économie à tout moment, les données préliminaires suggèrent que les trois paquets ont eu, et continueront d'avoir, des répercussions considérables sur l'économie américaine au cours des prochaines années. Alors que le gouvernement américain n'a pas encore débloqué beaucoup de fonds, des entreprises privées ont déjà annoncé ou commencé à faire de très gros placements pour construire de nouvelles usines aux États-Unis dans l'espoir de bénéficier des diverses incitations gouvernementales. Depuis le début de la pandémie, la combinaison de ces trois mesures a fait grimper les dépenses de construction de l'industrie manufacturière américaine de 175 %, pour atteindre 213 milliards de dollars par an. En outre, la construction mise en place pour la fabrication d'ordinateurs et d'appareils électroniques a augmenté de plus de 1 000 % au cours des deux dernières années.

### Conclusion

Les politiques fiscales mises en œuvre pendant la récession pandémique ont aidé les particuliers et les entreprises à survivre à l'une des périodes les plus périlleuses depuis plus d'un siècle et ont contribué à maintenir l'économie en vie pendant la récession. Cependant, de nombreuses personnes n'ont pas pu dépenser ces fonds en raison des blocages et des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, ce qui a poussé le taux d'épargne personnelle à plus de 30 % pendant les premiers stades de la pandémie. Toutefois, lorsque les limites imposées pendant la

pandémie ont été levées et que les chaînes d'approvisionnement se sont normalisées, le consommateur américain a repris des forces et dispose d'un excédent d'épargne prêt à être déployé.

Après que l'inflation a fait son apparition lors de la reprise après la récession pandémique, la Fed n'a pas pu rester inactive et, bien que tardivement, a commencé à relever les taux d'intérêt. Cependant, quelques secteurs ont réagi à la hausse des taux – principalement le placement résidentiel et le marché du logement – tandis que d'autres secteurs ont été sauvés par les trois actes du gouvernement fédéral qui ont permis d'éviter que le placement non résidentiel ne réagisse à la hausse des taux d'intérêt.

Les paiements de relance entre les mains des particuliers et des entreprises, conjugués aux effets des trois actes gouvernementaux, ont rendu la politique monétaire inefficace. La Fed a augmenté les taux d'intérêt afin d'éviter qu'un nouveau cycle monétaire ne rallume l'incendie de l'inflation, mais elle s'abstient actuellement de prendre d'autres mesures tant que tous ces excès n'auront pas été éliminés du système.

Par conséquent, nous ne prévoyons plus de récession légère pour l'économie américaine. Cependant, nous nous attendons toujours à ce que l'activité économique ralentisse considérablement au cours des prochains trimestres, car les taux d'intérêt élevés continueront à limiter les prêts. Par conséquent, alors que nos prévisions révisées sont passées de la récession la plus légère de l'histoire des États-Unis à un atterrissage en douceur, notre prévision du PIB en année pleine pour 2024 n'est passée que de 1,7 % à 2,1 %.

## Actions canadiennes

### *Équipe de stratégie de placement de RJL*

Au cours du premier trimestre 2024, les marchés boursiers canadiens ont enregistré un rendement total de 6,6 %, après un solide rendement de 11,3 % pour l'ensemble de l'année précédente. Les secteurs les plus importants de l'indice composé S&P/TSX ont surpassé ou suivi le marché dans son ensemble, en particulier l'énergie (+13,1 %) et l'industrie (+11,1 %).

Alors que les grandes capitalisations américaines se négocient actuellement avec une prime élevée, les indices boursiers canadiens sont généralement conformes à leurs moyennes historiques à long terme. Le consensus de la rue pour la croissance du BPA en 2024 est d'environ quatre pour cent, ce qui correspond au rythme moyen à long terme, après la baisse de neuf pour cent en 2023. Nos perspectives laissant entrevoir un ralentissement économique, nous anticipons une pression croissante sur les bénéfiques au cours de l'année. L'effet de la hausse des taux continuera à se faire sentir, pesant sur la consommation et touchant les recettes, sans compter la charge supplémentaire que représentent les paiements d'intérêts élevés sur les financements. Toutefois, étant donné que la croissance du BPA est tournée vers l'avenir et qu'il existe des signes avant-coureurs de la vigueur de la croissance des bénéfiques dans des secteurs tels que la consommation discrétionnaire, la consommation de base, l'industrie, les technologies de l'information et un rebond de la croissance des bénéfiques dans le secteur de l'énergie, qui représentent collectivement environ 50 % de la pondération de l'indice composé S&P/TSX, nous prévoyons que la croissance du BPA devrait rester relativement stable cette année. Cela dit, les rendements futurs seront probablement déterminés par l'expansion du ratio cours/bénéfice et les paiements de dividendes. Comme nous prévoyons trois baisses de taux d'ici la fin de l'année, un environnement de taux plus favorable pourrait réduire les taux d'actualisation appliqués aux bénéfiques et contribuer à étayer les calculs de la valeur actualisée des mouvements de trésorerie futurs. En outre, à l'aube du second semestre de 2024, les investisseurs tableront sur le début d'un nouveau cycle économique, ce qui soutiendra les valorisations.

Notre prévision pour l'indice composé S&P/TSX en 2024 est de 22 000, ce qui implique un rendement total, dividendes compris, d'un peu plus de 8 % depuis le début de l'année. Le premier trimestre ayant déjà généré un rendement de 5,7 %, notre objectif suggère une hausse encore modeste, bien que l'anticipation d'un marché plus volatil puisse offrir des occasions d'achat sélectif. Les annonces de la Banque du Canada et les indicateurs économiques peuvent avoir des répercussions considérables sur le marché, mais il faut garder à l'esprit que la volatilité est normale. Il n'est pas rare de constater des baisses de l'ordre de 10 % en cours d'année, tout en bénéficiant de rendements positifs sur l'ensemble de l'année. Il est donc important de rester investi, car il est pratiquement impossible de prévoir les hauts et les bas du marché.

En ce qui concerne les secteurs, compte tenu de l'amélioration des conditions économiques en Amérique du Nord, en particulier aux États-Unis, nous prévoyons que les secteurs plus exposés aux États-Unis auront un meilleur rendement que l'indice global. Parmi les secteurs mentionnés précédemment, ceux dont la croissance des bénéfiques est solide (les technologies de l'information, les produits industriels et les biens de consommation de base) sont les plus exposés aux États-Unis en termes de revenus. L'enthousiasme actuel pour l'intelligence artificielle et les placements substantiels dans les secteurs industriel et manufacturier pourraient soutenir le rendement des secteurs des technologies de l'information et des produits industriels au cours des trimestres à venir. Par ailleurs, les biens de consommation de base devraient résister même en cas de ralentissement des dépenses de consommation. En outre, le secteur de l'énergie a bénéficié de l'augmentation mondiale de la demande de pétrole, et nous prévoyons que cette tendance se poursuivra. Pour un commentaire plus détaillé sur chaque secteur, veuillez vous référer au tableau des notations sectorielles à la page suivante.

Tableau 2 - Pondérations sectorielles du TSX (au sein de l'indice composé S&amp;P/TSX) et nos notations

| Nom de secteur                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Pondération du secteur | Rendement total 2023 | Rendement total T1 2024 | Ratio cours/bénéfice estimé actuel | Médiane historique | Note 1Q24               | Note 2Q24               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|----------------------|-------------------------|------------------------------------|--------------------|-------------------------|-------------------------|
| Services de communication                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 3.6%                   | -3.9%                | -8.5%                   | 14.4x                              | 15.8x              | PONDÉRATION DU MARCHÉ ▼ | SOUS-PONDÉRATION        |
| Le secteur des services de communication se négocie actuellement avec une légère décote, mais son rendement a été inférieur à celui de l'indice composé TSX au cours du premier trimestre. La résistance inattendue de l'économie a retardé le début du cycle de réduction des taux, ce qui n'est pas favorable à un secteur à forte intensité de capital comme celui des services de communication. Si les dividendes restent corrects, le rebond des rendements des obligations d'État les a rendus moins attractifs. La concurrence accrue entre les principaux acteurs de ce secteur a également entraîné une baisse des recettes par utilisateur. Les acteurs dominants étant déjà établis sur le marché canadien, les gains de l'un se traduiraient probablement par des pertes pour les autres, ce qui se traduira par une croissance modeste du nombre de nouveaux utilisateurs. Le secteur pourrait se trouver dans une meilleure position au second semestre, lorsque la Banque centrale commencera à abaisser les taux d'intérêt, mais des questions subsistent quant à la possibilité de limiter l'intensification de la concurrence.                                                                                                              |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Consommation discrétionnaire                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | 3.6%                   | 11.0%                | 4.5%                    | 15.2x                              | 14.3x              | SOUS-PONDÉRATION ▲      | PONDÉRATION DU MARCHÉ   |
| Le secteur de la consommation discrétionnaire se négocie actuellement à une prime modeste et a pris un léger retard par rapport à l'indice composé TSX au cours du premier trimestre. En raison du ralentissement de l'économie, nous nous attendons toujours à ce que les dépenses discrétionnaires diminuent et aient par conséquent une incidence négative sur le rendement des entreprises, même si ces effets ne sont pas aussi importants que ce que nous avions prévu au début de l'année. Toutefois, l'exposition substantielle du secteur aux magasins à un dollar et aux restaurants à service rapide, connus pour résister aux différents cycles économiques, ajoute une couche de défiance.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Biens de consommation de base                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 4.3%                   | 12.2%                | 4.0%                    | 16.6x                              | 15.8x              | SURPONDÉRATION          | SURPONDÉRATION          |
| Le secteur de la consommation de base se négocie actuellement à une prime modeste et a pris un léger retard par rapport à l'indice composé TSX au cours du premier trimestre. Dans un contexte macroéconomique de ralentissement, ce secteur a tout à gagner, car ses principales industries, telles que les épiceries, les stations-service, la production alimentaire et les pharmacies, sont essentielles à la vie de tous les jours. Nous continuons donc à privilégier ce secteur, mais l'exposition importante aux stations-service américaines pourrait nécessiter une certaine attention, car les marges sur les carburants devraient se normaliser au cours des prochains trimestres.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Énergie                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | 17.3%                  | 6.3%                 | 13.1%                   | 13.0x                              | 14.7x              | PONDÉRATION DU MARCHÉ ▲ | SURPONDÉRATION          |
| L'énergie se négocie actuellement avec une légère décote. Il s'agit d'un secteur hautement cyclique, donc sensible aux conditions économiques mondiales. Il a notamment connu une amélioration significative en raison d'un ralentissement moins important que prévu des secteurs manufacturiers américain et chinois, ce qui a entraîné une augmentation de la demande de pétrole. Les exportations importantes de pétrole lourd vers les États-Unis ont également stimulé le rendement du secteur. À l'avenir, avec les réductions de production de l'OPEP+ et les tensions géopolitiques actuelles, ainsi que la nécessité de remplir la réserve stratégique des États-Unis, nous prévoyons un soutien des prix du pétrole. En outre, les sociétés pétrolières et gazières canadiennes ont réduit leur endettement et amélioré leurs mouvements de trésorerie, ce qui a conduit les principaux acteurs à multiplier les plans de rachat d'actions, au bénéfice des investisseurs.                                                                                                                                                                                                                                                                           |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Services financiers                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 31.0%                  | 13.9%                | 5.5%                    | 10.7x                              | 11.4x              | PONDÉRATION DU MARCHÉ   | PONDÉRATION DU MARCHÉ   |
| Le secteur des services financiers se négocie actuellement à son niveau médian historique de ratio cours/bénéfice, son rendement s'alignant étroitement sur celui de l'indice composé TSX au cours du premier trimestre. Les banques, la composante la plus importante du secteur, ont en fait bénéficié de taux d'intérêt plus élevés et plus longs aux États-Unis et au Canada, du point de vue des marges d'intérêt nettes. Si les baisses de taux au second semestre risquent de réduire leurs revenus nets sur les intérêts, l'allègement des pressions sur les portefeuilles de prêts permettrait aux banques de réduire davantage les provisions pour les pertes de crédit. En outre, comme l'économie continue de ralentir, nous prévoyons que moins de personnes disposeront de fonds discrétionnaires à consacrer à l'assurance, ce qui pourrait entraîner des retraits. Les sociétés de gestion d'actifs pourraient faire face à une volatilité croissante des marchés jusqu'à la fin de l'année. C'est pourquoi nous maintenons une pondération de marché sur le secteur financier dans son ensemble.                                                                                                                                              |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Soins de santé                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | 0.3%                   | 18.3%                | 18.4%                   | 6.4x                               | 16.3x              | PAS DE NOTATION         | PAS DE NOTATION         |
| Produits industriels                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 14.2%                  | 11.9%                | 11.1%                   | 23.8x                              | 15.7x              | PONDÉRATION DU MARCHÉ ▲ | SURPONDÉRATION          |
| Les valeurs industrielles se négocient actuellement avec une prime assez élevée, mais cela peut se justifier dans une certaine mesure par la croissance décente du bénéfice par action, et nous prévoyons que cette tendance se maintiendra pendant un certain temps. Les gains récents sont attribués à son exposition significative aux États-Unis, qui représentent près de la moitié des revenus du secteur. Nous nous attendons à ce que la résilience de l'économie américaine et les tendances actuelles en matière d'énergie propre et de renforcement de la chaîne d'approvisionnement en Amérique du Nord continuent de profiter à l'industrie ferroviaire. En outre, l'industrie de la collecte des déchets généraux au sein de ce secteur peut soutenir les rendements lorsque la croissance économique ralentit au cours du second semestre de l'année en ajoutant une certaine défensive.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Technologies de l'information                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 9.0%                   | 69.2%                | 4.8%                    | 32.7x                              | 22.3x              | PONDÉRATION DU MARCHÉ ▲ | SURPONDÉRATION          |
| Le secteur des technologies de l'information se négocie actuellement à des multiples de C/B plus élevés que sa médiane historique, bien qu'il ait baissé par rapport à son pic de fin 2021. Il est important de noter qu'il a justifié ces multiplicateurs élevés par une forte croissance des bénéfices par action, que nous considérons toujours comme une croissance à un prix raisonnable. Nous pensons que l'enthousiasme pour l'IA continuera à stimuler la surperformance du secteur. Avec plus de 50 % d'exposition aux États-Unis, il est positionné pour maintenir son rendement même si les rendissements deviennent plus perceptibles ailleurs. Nous nous attendons à ce que la croissance s'accélère au cours du second semestre de l'année, lorsque le cycle de réduction des taux commencera. Toutefois, l'absence de l'industrie à la croissance la plus rapide, les semi-conducteurs, dans le secteur des technologies de l'information du TSX devrait se traduire par un sous-rendement par rapport à son homologue américain.                                                                                                                                                                                                               |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Matériaux                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 10.4%                  | -1.3%                | 5.8%                    | 20.3x                              | 16.9x              | PONDÉRATION DU MARCHÉ   | PONDÉRATION DU MARCHÉ   |
| Le secteur des matériaux se négocie actuellement à un prix élevé en raison de la faible croissance de ses bénéfices depuis la fin de 2022, et son rendement a été comparable à celui de l'indice composé TSX au premier trimestre. À court terme, nous prévoyons que les métaux précieux, qui représentent plus de 40 % des revenus du secteur, continueront à bien se comporter en raison des récentes tensions géopolitiques au Moyen-Orient et de la nécessité de se protéger contre l'inflation aux États-Unis, compte tenu des inquiétudes concernant sa résurgence. Plus tard dans l'année, en fonction des perspectives économiques, l'augmentation des incertitudes stimule généralement la demande d'or, et vice versa. La baisse des rendements réels et l'affaiblissement de l'USD seront également des facteurs de soutien. En ce qui concerne les métaux de base, leur rendement à court terme dépend fortement de la croissance économique mondiale, qui ralentit actuellement. Toutefois, à plus long terme, la demande reste haussière en raison du soutien apporté par les gouvernements aux énergies propres.                                                                                                                                |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Immobilier                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 2.4%                   | 6.9%                 | 1.7%                    | 1481.8%                            | 14.7x              | PONDÉRATION DU MARCHÉ ▼ | SOUS-PONDÉRATION        |
| Le secteur de l'immobilier se négocie à son niveau médian historique de ratio C/B, mais n'a pas suivi le rythme de l'indice composé TSX au premier trimestre. La principale raison de ce retard est le report des baisses de taux, qui continue à peser sur les conditions financières des promoteurs. Les FPI non résidentielles pourraient faire face à des défis plus importants pendant le ralentissement économique, tandis que les FPI résidentielles pourraient voir de meilleures perspectives lorsque le cycle de réduction des taux commencera au second semestre de l'année et sera soutenu par une forte demande. Les investisseurs doivent être sélectifs quant au type d'exposition qu'ils obtiennent dans le secteur immobilier.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |
| Services publics                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 3.9%                   | 0.2%                 | -1.1%                   | 18.5x                              | 17.9x              | SURPONDÉRATION          | ▼ PONDÉRATION DU MARCHÉ |
| Le secteur des services publics se négocie actuellement légèrement au-dessus de son niveau médian historique de ratio C/B, mais son rendement a continué à être inférieur à celui de l'indice composé TSX au cours du premier trimestre. Plusieurs facteurs y contribuent. Tout d'abord, l'économie s'est avérée plus résistante que prévu, ce qui a retardé le début du cycle de réduction des taux, qui n'est pas favorable à un secteur à forte intensité de capital comme celui des services publics. Deuxièmement, le rendement des dividendes des entreprises de services publics est devenu moins intéressant, les rendements des obligations d'État ayant rebondi à près de 4%. Troisièmement, la sécheresse dans l'ouest du Canada et d'autres conditions météorologiques inhabituelles ont entraîné une baisse significative de la production d'électricité et une augmentation des coûts pour l'importation d'énergie. Cependant, nous prévoyons toujours une stabilisation des services publics lorsque la Banque du Canada commencera à abaisser le taux directeur cet été, et nous voyons toujours des occasions à long terme dans les services publics liées à la tendance de l'énergie propre et à l'augmentation de la demande d'électricité. |                        |                      |                         |                                    |                    |                         |                         |

Source: Raymond James Ltée. Ratio cours/bénéfice historique médian : 1/1/2000 – 3/31/2024.

## Actions américaines

*Tavis McCourt, CFA – stratégeste, Actions institutionnelles américaines*

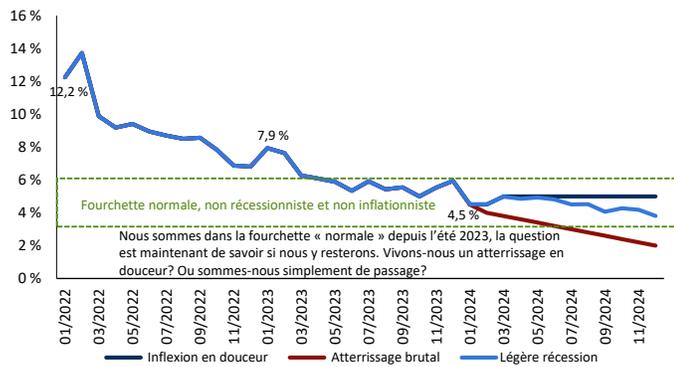
Le premier trimestre a été un autre trimestre solide pour les actions américaines, bien qu'assez étroit, les indices de croissance et de grandes capitalisations ayant beaucoup mieux performé que les indices de petites capitalisations et de valeurs, car la hausse des taux au premier trimestre a eu un effet sur de nombreux secteurs du marché, tandis que l'engouement continu des investisseurs pour les avantages de l'intelligence artificielle a entraîné une hausse significative d'une poignée d'entreprises, ce qui a fait grimper les indices globaux au cours du trimestre. Le rendement des actions a été faible, mais la croissance des bénéfices par action a également été très faible, puisque nous entamons le sixième trimestre consécutif de baisse des bénéfices par action en glissement annuel pour la moyenne des sociétés cotées en bourse.

Depuis le mois d'octobre de l'année dernière, les actions intègrent de plus en plus l'hypothèse d'un « atterrissage en douceur » de l'économie, et la tendance des bénéfices devrait devenir largement positive à mesure que l'année progresse. D'un point de vue économique, il semble que l'économie ralentisse légèrement au premier trimestre, car les dépenses de consommation ont été un peu plus faibles que prévu au cours des deux premiers mois du trimestre, bien qu'un optimiste dirait que cela est lié à la météo plutôt qu'à un changement significatif dans les perspectives de dépenses, car la croissance de l'emploi et les gains salariaux restent suffisamment forts pour s'attendre à ce que les dépenses de consommation se poursuivent au rythme actuel (Graphique 9).

En 2024, nous pensons que l'inflation diminuera, que les taux baisseront également (3,5 à 4,0 % pour le Trésor à 10 ans d'ici la fin de l'année après une légère hausse au premier semestre de 2024) et que les actions américaines seront quelque peu atones par rapport aux niveaux actuels, avec une rentabilité globale des entreprises (BPA) relativement stable en glissement annuel (mais en amélioration tout au long de l'année), mais avec des multiplicateurs C/B élevés reflétant la baisse des taux d'intérêt et d'escompte, les marchés financiers s'attendant à une amélioration de la croissance en 2025. Nous notons que les BPA de l'indice S&P 500 seront probablement en hausse en raison des conséquences sur les BPA d'une poignée d'actions sur lesquelles l'IA a eu une incidence (graphique 10).

La principale influence sur les marchés boursiers américains sera probablement la rapidité avec laquelle la Réserve fédérale reconnaîtra que le problème de l'inflation a été résolu et qu'il est temps d'abaisser les taux. Selon certaines mesures, notamment en remplaçant l'inflation des frais de logement par des données en temps réel, nous pourrions affirmer que nous avons déjà presque atteint l'objectif de 2,0 %, ou que nous sommes au moins en bonne voie pour l'atteindre. Notre plus grande inquiétude qui pourrait empêcher les baisses de taux, qui seront nécessaires pour soutenir l'économie et les marchés financiers, serait une flambée des prix des matières premières, probablement dans le secteur de l'énergie, à la suite de perturbations de l'approvisionnement ou de tensions géopolitiques. La deuxième influence la plus importante sur les marchés boursiers américains réside dans les centaines de milliards de dollars de placements qui sont actuellement consacrés au développement de produits et de services d'intelligence artificielle. Le succès de ce placement est encore incertain, et tout retard ou échec dans le développement d'un nombre suffisant d'applications d'amélioration de la productivité à partir de toutes ces dépenses en matière d'IA ne manquera pas de créer une gueule de bois. Si les applications génèrent une productivité significative, les actions connaîtront probablement un avenir bien meilleur au cours des prochaines années que celui qui aurait existé sans l'IA.

Nos perspectives pour 2024 sont basées sur un ralentissement modeste de l'économie (mais sans bouleversement majeur du marché du travail), avec des attentes consensuelles en matière de BPA plutôt stables dans l'ensemble, mais avec de grandes capitalisations axées sur l'IA qui maintiennent le BPA du S&P 500 positif sur l'année. Après une légère augmentation des taux au premier semestre de 2024, nous devrions assister à une baisse des taux dans ce scénario au deuxième semestre de 2024, ce qui permettra au marché d'avoir une certaine marge de manœuvre, car le bénéfice par action sera probablement un peu décevant par rapport aux attentes consensuelles d'une augmentation significative au deuxième semestre. Dans ce contexte, les secteurs sensibles aux taux devraient surperformer (produits de première nécessité, soins de santé, services publics, immobilier), de même que la croissance séculaire, bien que tout changement positif ou négatif dans les attentes du marché en matière d'IA soit susceptible d'avoir des répercussions plus importantes sur les valeurs technologiques et de croissance que sur les taux.

**Graphique 13 - Les dépenses de consommation ralentissent, vont-elles se stabiliser ou continuer à baisser?**

Source: FactSet, Raymond James Research.

## Analyse technique

Javed Mirza, CMT, CFA – Analyste de recherche technique et quantitative

### Résumé

**Perspectives d'avenir : La saisonnalité suggère qu'un autre trimestre positif se profile pour les marchés des actions, dans le contexte du « milieu ennuyeux » d'un nouveau cycle de quatre ans.** Le FNB Vanguard Total Stock Market (VTI) soutient historiquement une saisonnalité positive en avril et en mai, avant de s'essouffler en juin (figure 1). Le VTI est composé d'une variété d'actions à grande, moyenne et petite capitalisation dans les catégories de croissance et de valeur. Cela signifie que le chemin de moindre résistance pour les marchés des actions devrait rester plus élevé pendant la majeure partie du deuxième trimestre.

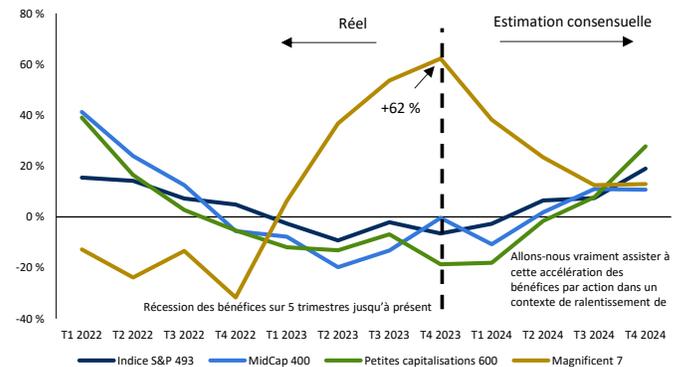
**Notre travail technique suggère que les marchés d'actions se trouvent dans la phase 2 du modèle de cycle de marché, que nous considérons comme le « milieu ennuyeux », car l'économie sous-jacente commence à montrer des signes de renforcement et est généralement marquée par le leadership des technologies de l'information, de l'industrie et des matériaux de base.** Par conséquent, la plupart de nos meilleures idées pour le deuxième trimestre de 2024 (voir ci-dessous) bénéficient directement de cette rotation sectorielle potentielle. Nos travaux techniques indiquent que la correction du marché des actions qui s'est produite entre fin juillet et octobre 2023 a marqué une transition de la phase 1 à la phase 2 du modèle de cycle de marché.

**Notre cycle à plus long terme soutient un objectif de fin d'année de 2024 de 5 466 pour le S&P 500, soit une hausse de 14,6 % par rapport à la clôture du 29 décembre 2023.** La quatrième année du cycle présidentiel est généralement marquée par des fluctuations de prix de janvier à mai (voir encadré rouge, figure 2); nous considérons cette faiblesse comme une occasion d'augmenter l'exposition aux actions, car elle est historiquement suivie d'une trajectoire ascendante jusqu'à la fin de l'année (voir flèche bleue, figure 2). Notre étude des cycles à long terme soutenait un objectif pour le S&P 500 d'environ 4 864 pour l'année 2023, soit une nouvelle hausse de 27 % par rapport à la clôture de décembre 2022. L'indice S&P 500 a clôturé l'année 2023 à près de 4 770, ce qui représente un gain annuel de 24 %.

**Nos travaux sur les cycles à plus long terme suggèrent qu'un nouveau cycle de 4 ans (marché cyclique haussier de 3 à 5 ans) a débuté au creux du 13 octobre 2022 et qu'il s'étendra jusqu'au deuxième semestre de 2025 ou au premier semestre de 2026.** Nous appelons ce nouveau cycle de 4 ans le cycle « plus élevé pour plus longtemps » (HPL), car nos travaux techniques suggèrent fortement que ce cycle a inauguré un changement séculaire à long terme vers des rendements plus élevés.

### Idées tactiques – T2 2024

- *Les mineurs d'or commencent à briller* – Matériaux – les matériaux restent l'un de nos secteurs préférés pour la phase 2 du modèle de cycle de marché. La saisonnalité reste favorable par rapport au S&P 500 au deuxième trimestre pour le FNB VanEck Vectors Gold Miners (GDX, figure 3). Nous présentons le profil technique renforcé du GDX (figure 4).
- *La saisonnalité favorise les opérations de rattrapage dans l'immobilier* – Immobilier – Notre analyse technique montre des signes d'élargissement de la reprise (figure 5), ce qui suggère qu'une opération de rattrapage est en cours. En outre, la saisonnalité par rapport au

**Graphique 14 - Consensus des BPA trimestriels en glissement annuel pour les grandes, moyennes et petites entreprises et « Magnificent 7 »**

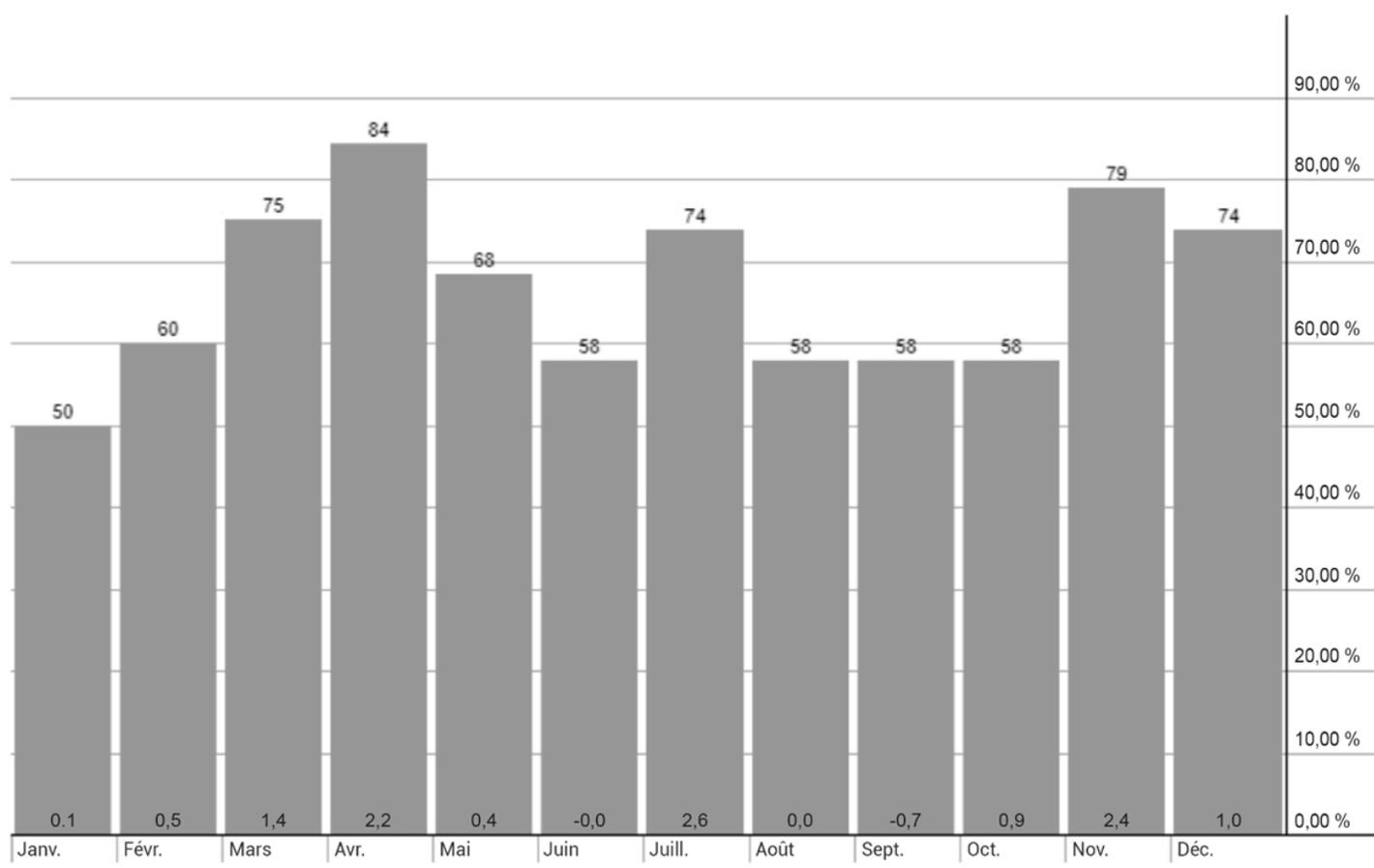
Source: Federal Reserve de Saint Louis, Raymond James Research.

S&P 500 pour le Real Estate Select Sector SPDR (XLRE, figure 6) devrait être un facteur favorable pour le deuxième trimestre. Nous présentons le profil technique renforcé du XLRE (figure 7).

**Les clients de Raymond James peuvent consulter les rapports hebdomadaires habituels de Javed pour plus de détails et de renseignements sur ses graphiques et modèles.**

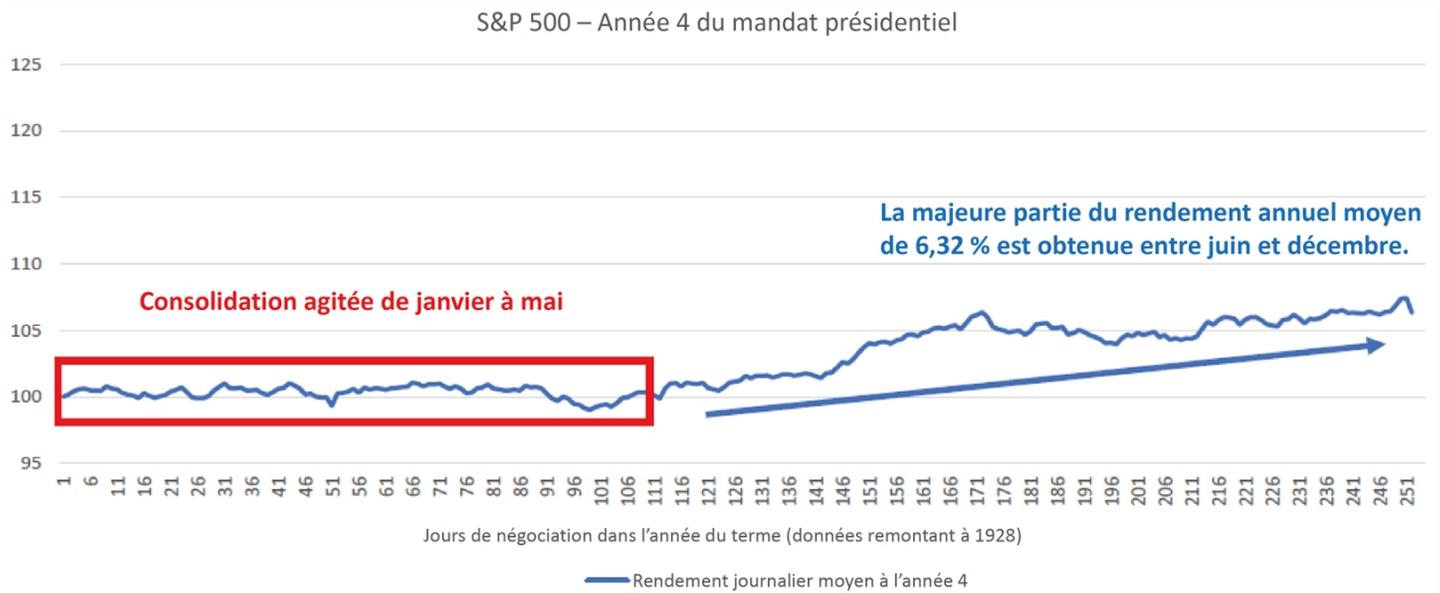
**Figure 1 - VTI - Saisonnalité - 20 ans - Mensuel - La saisonnalité positive soutient la poursuite de la hausse jusqu'au T2**

% de mois au cours desquels VTI a clôturé plus haut qu'il n'a ouvert, de 2005 à 2024



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

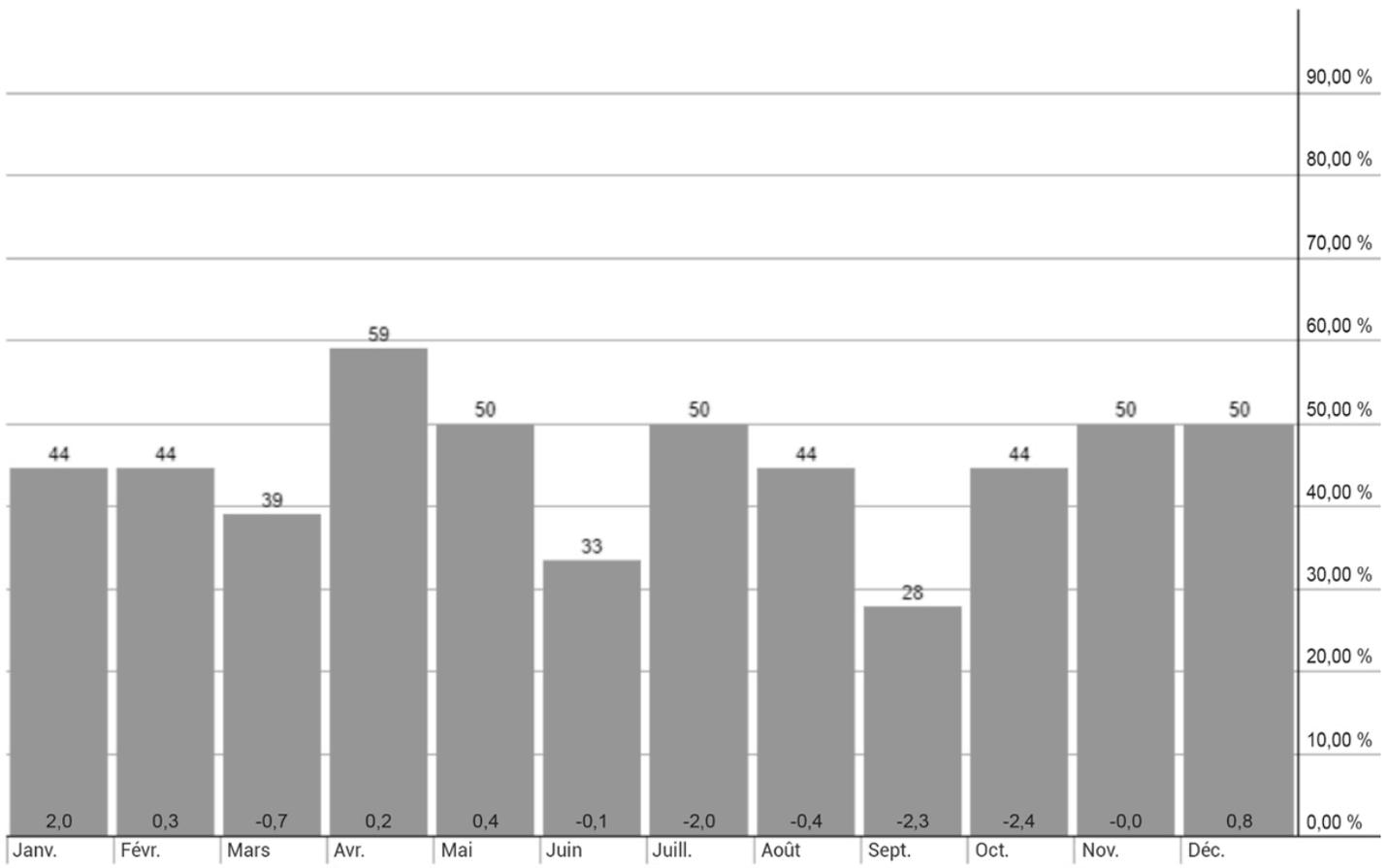
**Figure 2 - Cycles – Cycle présidentiel – L'année 4 offre des rendements positifs alors que le pic du cycle de 4 ans se profile à l'horizon du deuxième semestre de 2025 ou du premier semestre de 2026**



Source: Raymond James Ltée.

**Figure 3 - GDX – Saisonnalité – 20 ans – Mensuelle**

% de mois au cours desquels le GDX a surpassé le SPY de 2006 à 2024



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

**Figure 4 - GDX 10 ans - Mensuel - Amélioration du profil technique et saisonnalité positive au deuxième trimestre et soutien d'une opération de rattrapage**



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

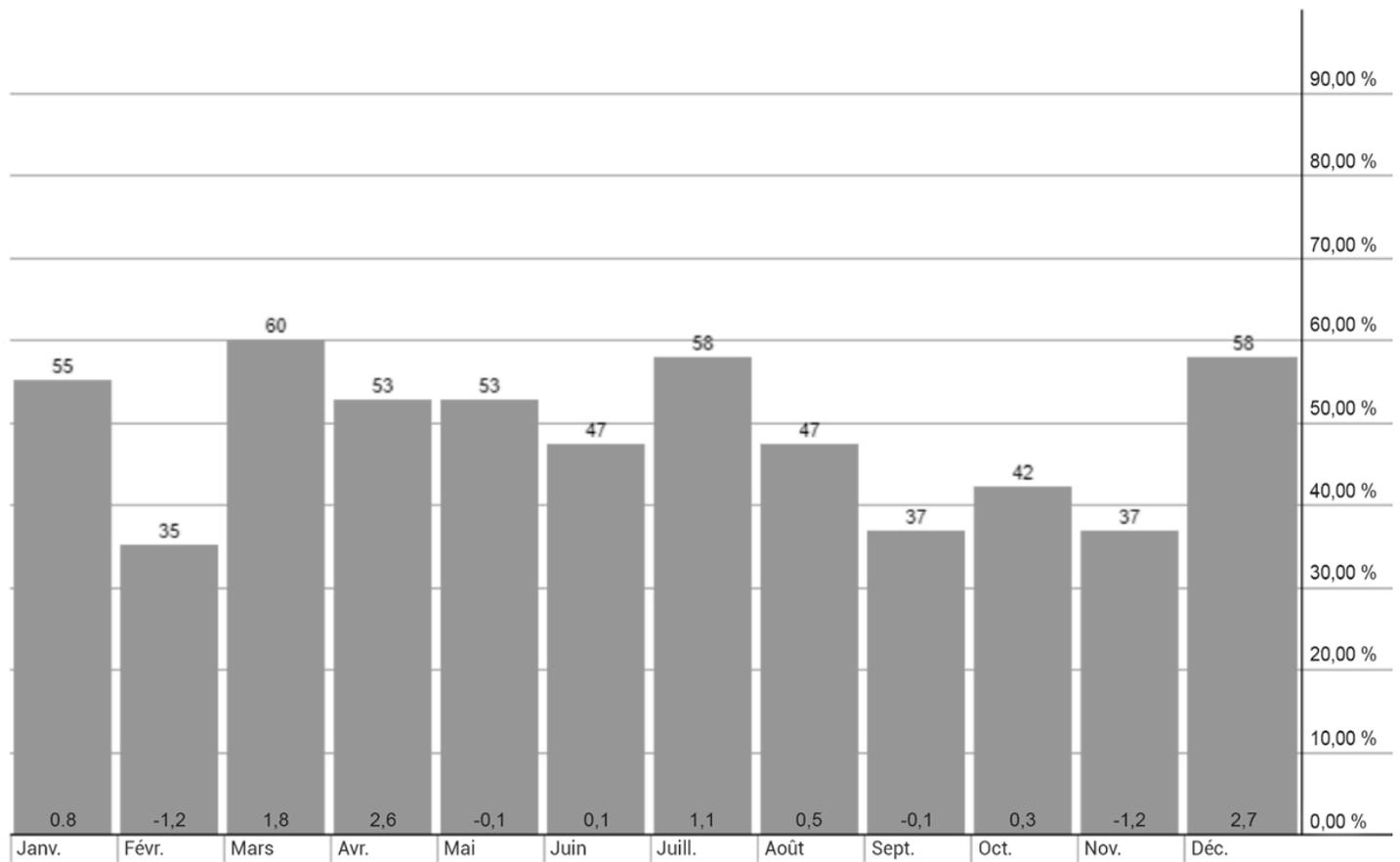
**Figure 5 - Sentiment – Répartition du marché : Avance et déclin du S&P 500 – L'accélération de la répartition du marché confirme qu'un nouveau cycle de 4 ans est en cours.**



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

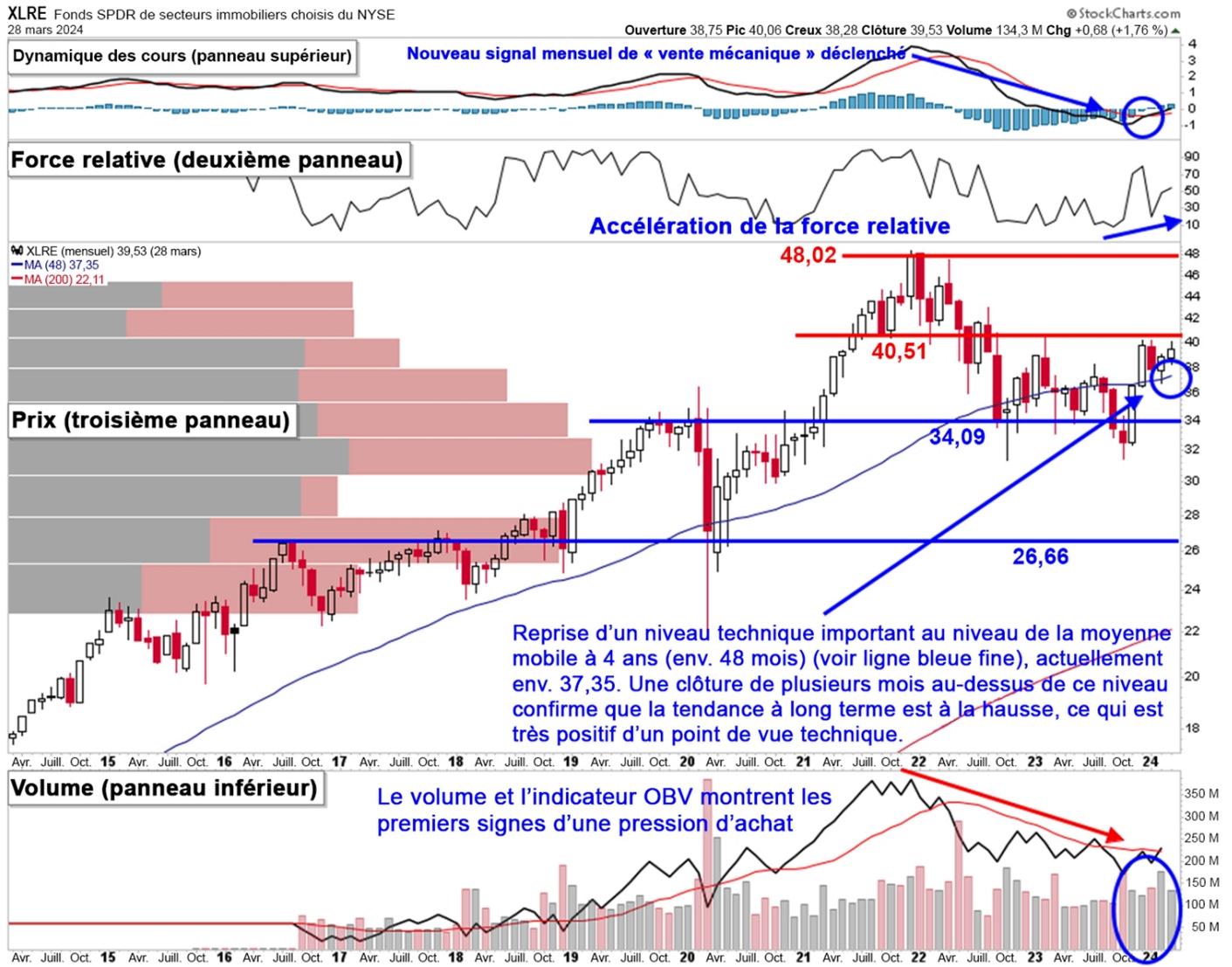
**Figure 6 - XLRE - Saisonnalité - 20 ans - Mensuelle**

% de mois au cours desquels le XLRE a surpassé le SPY de 2005 à 2024



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

**Figure 7 - XLRE - 10 ans - Mensuel - Amélioration du profil technique et saisonnalité positive au deuxième trimestre et soutien d'une opération de rattrapage**



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

## Titres à revenu fixe canadiens

*Charlotte Jakubowicz, CMT, CIM – vice-présidente, Titres à revenu fixe et devises*

Au premier trimestre de 2024, les marchés canadiens des titres à revenu fixe ont enregistré des rendements plus élevés sur l'ensemble de la courbe, avec également une légère pentification. Compte tenu de la relation inverse entre les rendements et les prix, les prix des titres à revenu fixe ont eu tendance à baisser. Tout cela s'est produit malgré l'opinion largement répandue selon laquelle le taux au jour le jour, fixé par la Banque du Canada, devrait baisser en 2024. C'est peut-être dû au manque de clarté sur le calendrier de la première baisse de taux, qui complique les choses. Quelle que soit la raison, les valeurs mobilières n'existent pas par elles-mêmes, mais sur un marché vivant, et les périodes d'action des prix qui vont à l'encontre de la tendance générale ne sont pas inattendues.

Ce sentiment peut également être amplifié par le fait que l'on s'attend à ce que le début de la baisse des taux soit continuellement repoussé; sur la base des perspectives de décembre, nous aurions déjà dû voir notre première baisse (elle était prévue pour la réunion du 10 avril). Aujourd'hui, on s'attend à ce qu'une réduction de taux intervienne lors d'une réunion d'été, souvent en juin ou en juillet, mais le paysage est en constante évolution. Dans notre dernière répartition d'actifs trimestrielle, nous pensions que le mois de juin était une valeur sûre et, bien que cela soit toujours possible, les pressions inflationnistes sont toujours présentes malgré leur forte baisse depuis le sommet. Pour répéter notre perspective générale selon notre dernière publication, nous croyons toujours que « la Banque du Canada adoptera une approche plus prudente et attendra de voir comment le marché et l'économie réagissent à ce changement avant de procéder à une nouvelle réduction. » Cette position s'est reflétée dans la communication de la Banque associée à la décision du 10 avril, qui s'est reflétée dans les opinions consensuelles où les économistes ont repoussé l'arrivée de taux significativement plus bas en 2024. Il est possible que nous recevions une série de réductions d'un quart de point lorsque la Banque du Canada entamera la prochaine phase, mais comme de plus en plus de réunions se terminent sans action, nous pourrions manquer de réunions au cours de l'année civile, et la réduction en 2024 pourrait être plus faible que prévu. Nous ne serions pas surpris par trois baisses de taux en 2024, mais la possibilité qu'il y en ait moins augmente.

Il est difficile de déterminer quels sont les facteurs qui pèsent le plus lourd dans l'esprit de nos banquiers centraux. Sont-ils satisfaits de la diminution de l'IPC tronqué, une mesure privilégiée de l'IPC de base, mais qui reste légèrement au-dessus du seuil supérieur de la fourchette de 1 à 3 % qu'ils se sont fixée (et ils procéderont donc à des réductions de taux plus tôt)? La récente hausse des coûts de l'énergie fait-elle craindre de futurs pics d'inflation (ce qui retarderait encore le démarrage)? Quel est le rôle de l'IPC du logement dans l'ensemble de l'équation? (Pour plus de renseignements sur ce dernier sujet, reportez-vous à la rubrique « Perspectives et stratégies » du mois d'avril).

Bien qu'un certain nombre de facteurs soient incertains, ce qui est certain, c'est que les taux sont restés élevés plus longtemps que prévu. Pour les investisseurs, il est encore temps d'acheter des titres à revenu fixe, en suggérant d'allonger la durée et de profiter des taux historiquement élevés pendant une plus longue période. Il est également possible de réaliser des bénéfices si une obligation détenue évolue comme prévu au cours du second semestre de l'année. Si les clients ne sont pas certains de leurs besoins futurs en liquidités et préfèrent adopter une approche plus prudente, ils peuvent envisager d'investir dans une échelle. Dans le cadre de cette stratégie, les tranches sont achetées pour un certain nombre d'échéances, et les fonds sont donc disponibles pour être réinvestis ou utilisés à d'autres fins chaque année.

## Titres à revenu fixe américains

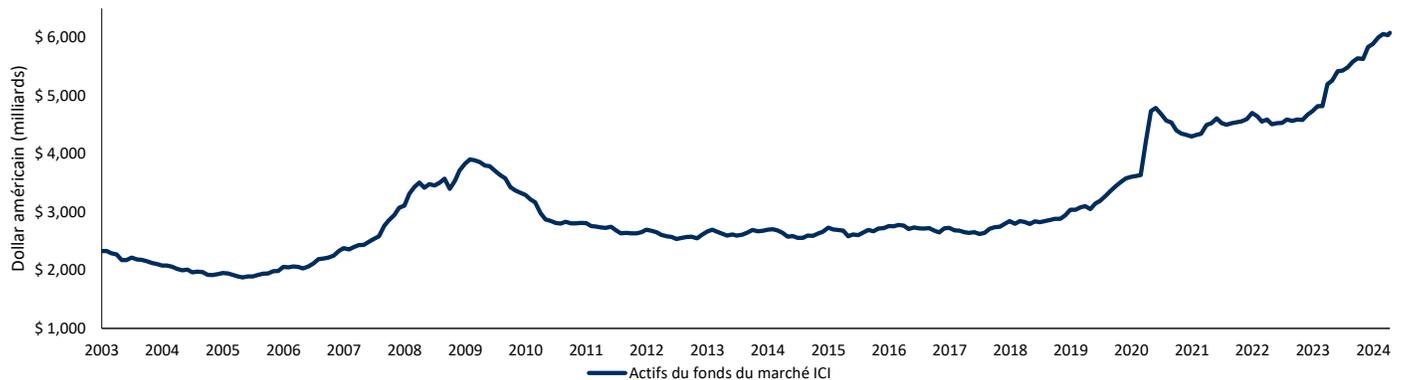
*Douglas Drabik, CFA, CMT – Stratégiste principal pour les titres à revenu fixe de détail*

Faute d'une meilleure expression, le mantra des revenus fixes est en train de s'essouffler. Les taux d'intérêt ont atteint leur maximum, même s'ils restent à des niveaux élevés, ce qui permet aux investisseurs de bénéficier de revenus plus élevés et d'un mouvement de trésorerie important. Avant que l'ennui n'influence le comportement de placement et n'écarte cette occasion, réfléchissez à l'effet positif potentiel à long terme qu'elle comporte. Cela fait près de vingt ans que les investisseurs n'ont pas eu l'occasion de tirer parti de rendements aussi élevés, mais les questions ne manquent pas quant au moment opportun pour mettre en œuvre une telle stratégie. La perplexité est amplifiée par la projection retentissante des économistes et des experts, selon laquelle les conditions sont réunies pour que les taux d'intérêt diminuent au cours de l'année prochaine. À cela s'ajoute le fait qu'un investisseur moyen dispose d'environ 40 ans (d'environ 25 à environ 65 ans) pour optimiser les sommes mises de côté en vue d'investir dans un plan de retraite durable.

Le manque de confiance dans la mise en œuvre d'une stratégie de revenu fixe peut s'expliquer par la longueur du cycle économique actuel. Le marché obligataire a échoué de façon spectaculaire à se conformer à une société façonnée par la gratification instantanée. La Fed était déjà censée avoir réduit les taux d'intérêt, l'inflation aurait dû se rapprocher de 2 %, les consommateurs auraient dû être à court de revenus disponibles, les bénéfices des entreprises se seraient rétractés, et le chômage aurait dû être nettement plus élevé à l'heure qu'il est. Étant donné qu'aucun de

ces événements n'a eu lieu dans les délais prévus, le cycle économique « doit » être dérégulé, ce qui amène les consommateurs à douter de son déroulement. Tout va bien et cela se poursuivra?

### Graphique 15 - Les actifs totaux détenus dans les fonds du marché monétaire continuent de grimper



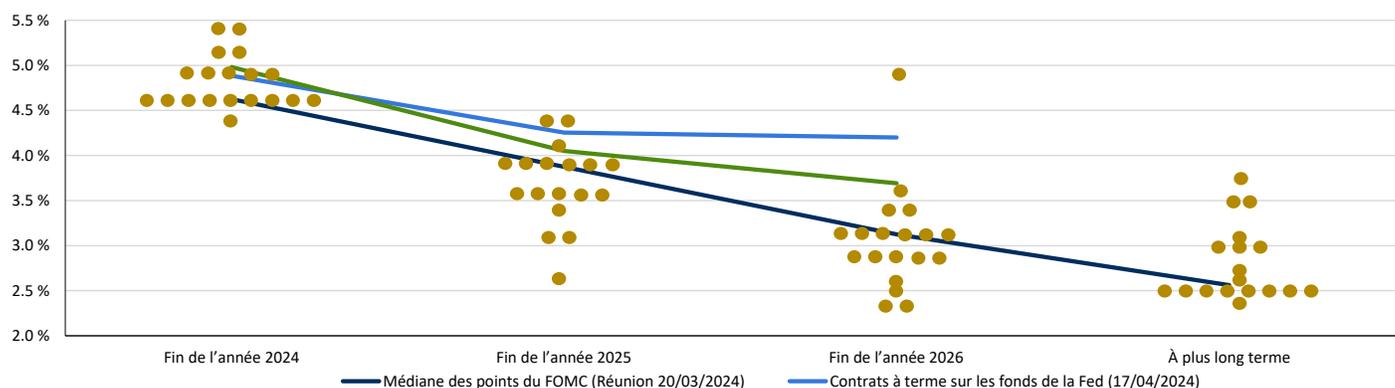
Source: ICI Data, Bloomberg; données au 17 avril 2024.

Le total des actifs, qui comprend les fonds imposables et les fonds exonérés d'impôts, détenus dans les fonds du marché monétaire continue à augmenter. Ils s'élèvent actuellement à plus de 6 000 milliards de dollars, soit environ le double de la moyenne des 20 dernières années. Le marché des bons du Trésor est inversé depuis près d'un an et demi; les rendements élevés à court terme sont donc une tentation. Le fait de rouler à découvert reporte la stratégie à long terme consistant à bloquer des revenus plus élevés pendant plus longtemps, le risque de contrepartie étant représenté par le risque de réinvestissement.

Il est plus probable que l'intervention et les stocks de liquidités largement sous-estimés aient contribué à allonger notre cycle économique actuel. Malgré l'endettement croissant, l'augmentation des paiements d'intérêts des consommateurs et la diminution de l'épargne, les liquidités mises de côté ont poussé les actions vers des sommets historiques, monopolisant l'attention des consommateurs et surpondérant les allocations de croissance (graphique 11). Les actions ont continué à s'envoler pendant une période où l'inflation s'est révélée peu dynamique, où les consommateurs continuent à dépenser et où le taux d'emploi est considéré comme élevé. La Fed n'a pas eu besoin de modifier sa politique alors que les particuliers ont des chèques de paie à dépenser et que l'économie progresse. Même les analystes les plus pessimistes doivent s'arrêter devant la robustesse des liquidités.

La fenêtre de changement de politique de la Fed pourrait être étroite. En l'état actuel des choses, la Fed n'est pas motivée pour agir tant que l'économie et les marchés coopèrent (graphique 12). En outre, à l'approche des élections présidentielles américaines, ils pourraient hésiter à prendre des mesures politiques de peur d'interférer avec le sentiment électoral. Indépendamment des prévisions les plus récentes concernant les trois baisses de taux de la Fed en 2024, plus la toile de fond économique reste inchangée, moins il est probable que la Fed modifie sa politique monétaire cette année.

### Graphique 16 - Graphique à points de la Fed (Réunion 20/03/2024)



Source: Réserve fédérale, Bloomberg.

L'enquête DOTS interroge les membres du FOMC sur leurs anticipations concernant les fonds fédéraux, le taux d'emprunt à court terme entre institutions bancaires. Chaque point jaune représente la position d'un membre de la Fed. La ligne intégrée indique l'évolution prévue du taux des fonds

*fédéraux en fonction de l'évolution des contrats à terme sur les fonds fédéraux. Elle est donc basée sur un marché réel. Elles ne constituent pas des garanties et ne reflètent pas une quelconque exactitude historique, mais révèlent des informations privilégiées pertinentes concernant l'orientation potentielle des taux à l'avenir.*

Bien que le cycle économique résiste au rythme des pronostics des experts, de nombreux éléments indiquent que l'histoire va se répéter, même si c'est lentement. La consommation est la principale composante du PIB américain et même les liquidités cachées sont limitées. L'inversion des courbes de rendement a toujours précédé les récessions, et l'endettement croissant des consommateurs et des gouvernements ne disparaîtra pas. Toutefois, il faudra encore plus de temps pour que les données économiques soient prises en compte et filtrées. Dans l'intervalle, les investisseurs peuvent profiter plus longtemps de la hausse des taux d'intérêt.

Les obligations du Trésor américain à 10 ans pourraient rester dans une fourchette de 3,75 % à 4,50 % tout au long de l'année, malgré une volatilité provisoire. Les investisseurs en liquidités continuent de bénéficier de l'inversion de la courbe, qui permet d'accroître les flux de revenus pour les investissements à court terme. Les investisseurs à long terme peuvent optimiser leurs rendements grâce à diverses occasions à revenu fixe. La courbe de l'entreprise est plate, mais élevée. Les crédits de qualité supérieure peuvent se prévaloir de niveaux de revenus élevés depuis près de deux décennies. Les rendements municipaux à plus long terme bénéficient d'une courbe largement ascendante à partir d'une échéance de 15 à 30 ans, offrant des rendements équivalents à l'impôt sur le revenu attrayants pour les hauts revenus aux États-Unis.

Si les taux d'intérêt baissent, les investisseurs peuvent bénéficier d'un rendement total accru grâce à l'appréciation du prix des actifs. Le scénario d'occasion perdue pourrait se produire dans un environnement de hausse des taux d'intérêt, ce que la plupart des experts considèrent comme improbable. Même dans ce cas, les investisseurs continuent à percevoir leurs revenus élevés grâce à des mouvements de trésorerie bloqués. Même si le mantra commence à s'essouffler, on ne se lassera jamais d'investir plus longtemps dans des obligations à haut revenu de bonne qualité de crédit. Les circonstances ont élargi la fenêtre en créant un environnement où les rendements sont plus élevés pour plus longtemps.

## Politique de Washington

*Ed Mills – analyste politique à Washington*

### Se préparer à un balayage? Implications des élections américaines de 2024 sur le marché

L'élection présidentielle américaine approche à grands pas, et les marchés ont commencé à réfléchir aux implications des différents scénarios qui se profilent au-delà du mois de novembre. L'élection présidentielle devrait être extrêmement serrée, l'ancien président Donald Trump disposant sans doute d'un léger avantage à ce stade (si l'on tient compte des sondages dans les États clés), mais le président Biden ayant récemment gagné du terrain à la suite de son discours sur l'état de l'Union prononcé en mars. Il reste de nombreux jokers dans l'élection, mais l'un des indicateurs clés que nous observons est le candidat qui gagne le soutien des électeurs qui ont une opinion négative des deux candidats. C'est important, car Trump et Biden ont tous deux une cote de popularité négative auprès d'une majorité d'Américains. Ces « doubles haineurs » pourraient probablement décider de l'élection, Trump remportant ce groupe en 2016 et Biden en 2020. Au-delà de l'élection présidentielle, les élections à la Chambre des représentants et au Sénat devraient être suivies de près, compte tenu de leurs implications sur le programme législatif postélectoral. Alors que nous lisons régulièrement qu'un gouvernement divisé est le scénario le plus probable, nous sommes d'un avis différent et pensons que le marché devrait se préparer à un balayage républicain ou démocrate en novembre.

Un balayage libérerait la possibilité d'actions politiques partisanes significatives, y compris par le biais de la réconciliation budgétaire. À un niveau élevé, les marchés se concentreront sur le double écueil fiscal de 2025, à savoir la limite de la dette et l'expiration des réductions d'impôts de l'ère Trump en 2017. Les modifications potentielles de la loi sur la réduction de l'inflation de 2022 auraient des conséquences importantes pour l'industrie, l'énergie et les soins de santé, tandis que les changements au niveau des régulateurs constituent un problème majeur pour les sociétés financières. Nous soulignons également les conséquences de la politique populiste sur la technologie et l'antitrust, ainsi que l'amplification des restrictions technologiques et des conflits commerciaux en cas de victoire potentielle de Trump.

**L'état de la course : La revanche Biden-Trump est programmée.** Le président Biden et l'ancien président Trump ont franchi le seuil des délégués pour obtenir respectivement les nominations démocrate et républicaine à l'élection présidentielle, confirmant ainsi leur revanche largement attendue en novembre, s'il n'y a pas d'imprévus majeurs. Les nominations étant assurées, comme nous l'avons vu plus haut, la question se pose maintenant à savoir quel candidat sera en mesure de convaincre les « doubles haineurs », c'est-à-dire les électeurs ayant une opinion défavorable des deux candidats, que nous considérons comme le bloc de vote le plus important pour décider de l'issue du scrutin en novembre, étant donné les faibles taux d'approbation auxquels la plupart des candidats doivent faire face. Le premier affrontement entre Biden et Trump en 2020 souligne à quel point la course est serrée, moins de 45 000 votes dans trois États clés (Arizona, Wisconsin et Géorgie) faisant la différence pour que Biden

remporte la majorité des votes électoraux.

Au Congrès, les modifications apportées aux cartes des circonscriptions, une majorité historiquement faible et les tendances électorales passées donnent aux démocrates l'avantage pour le contrôle de la Chambre des représentants. Au Sénat, les démocrates disposent d'une majorité de 51-49 sièges, mais défendent un nombre important de sièges, y compris dans des États que le candidat républicain à la présidence devrait remporter, ce qui donne aux républicains un solide avantage dans la course à la chambre haute du Congrès.

**Un balayage partisan, dans un sens ou dans l'autre, est le résultat le plus probable.** Notre analyse des sondages, de l'humeur à Washington D.C. et des précédents historiques suggère que Trump détient actuellement un léger avantage dans la course à la présidence et que les résultats du Congrès suivront probablement ceux de la Maison-Blanche. Nous donnons à Trump 55 % de chances de l'emporter contre 45 % pour Biden, et nous considérons individuellement que la Chambre des représentants a plus de chances d'aller aux démocrates (60 %), et le Sénat aux républicains (70 %). Dans l'ensemble, nous estimons la probabilité d'une victoire partisane à 65 % (40 % de probabilité d'une victoire du GOP et 25 % de probabilité d'une victoire du Parti démocrate).

Une victoire du GOP entraînerait probablement des changements majeurs en matière de déréglementation dans des secteurs clés, mais augmenterait certains risques géopolitiques et commerciaux sous la direction de Trump. Nous nous attendons à ce que les démocrates de la Chambre des représentants et du Sénat suivent les traces de Joe Biden s'il venait à remporter la présidence, en maintenant la majeure partie du statu quo, mais en dynamisant les débats en l'absence de figures clés telles que les sénateurs sortants Joe Manchin (D-WV) et Kyrsten Sinema (I-AZ). Bien que nous considérions le scénario d'un gouvernement divisé comme relativement moins probable, nous pourrions voir certaines restrictions imposées sur la portée des actions politiques clés, mais aussi le potentiel d'une volatilité accrue en raison de la poursuite des débats sur les impôts, la dette et les dépenses.

**Implications sectorielles : fiscalité/dette, loi sur la réduction de l'inflation (IRA), finance, technologie, défense et relations entre les États-Unis et la Chine.** Les conséquences sur les différentes questions politiques et les différents secteurs varieront considérablement en fonction de l'éventail des résultats électoraux après novembre. Dans l'immédiat, l'accent sera mis sur la limite de la dette, qui sera rétablie en janvier 2025 et constituera le premier écueil fiscal postélectoral. La reprise de la bataille sur la limite de la dette accroît le risque d'un conflit dans un scénario de division du gouvernement, augmentant les risques et les gros titres autour de la possibilité d'un défaut de paiement et mettant la pression sur les deux parties pour qu'elles acceptent de sérieuses concessions en matière de politique ou de dépenses. L'année 2025 verra également l'expiration de nombreuses dispositions relatives à l'impôt sur le revenu des personnes physiques de la loi Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) (Loi sur les réductions d'impôts et les emplois) de 2017, et nous nous attendons à ce que le vainqueur de l'élection présidentielle dicte une grande partie du débat sur la fiscalité. Une victoire des démocrates libérerait la capacité d'utiliser le processus de réconciliation pour apporter de vastes changements au code fiscal américain; alors que la loi TCJA a rendu permanents les changements apportés au taux d'imposition des sociétés, une Chambre et un Sénat démocrates pourraient rétablir des taux plus élevés (par exemple à 28 %) en même temps que d'autres priorités. Nous pensons qu'une Maison-Blanche et un Congrès républicains s'efforceront de prolonger les réductions d'impôts individuelles prévues par la loi TCJA, et un scénario de balayage permettrait d'utiliser la procédure de réconciliation pour y parvenir, réduisant ainsi le risque de blocage au Sénat autour d'une majorité républicaine potentiellement mince à la Chambre des représentants.

Les questions relatives au sort de la loi sur la réduction de l'inflation de 2022 (IRA) après l'élection ont également été au cœur des préoccupations des investisseurs. Les incitations fiscales de l'IRA en faveur de l'énergie propre, en particulier, ont été suivies de près en vue d'une éventuelle abrogation, compte tenu de l'attention politique accrue que suscite leur mise en œuvre et du coût de la législation. Nous considérons qu'un renversement complet de l'IRA est improbable et nous pensons que les dispositions fiscales relatives à l'énergie propre ne poseront aucun problème au cours des deux prochaines années. Toutefois, la discussion devient beaucoup plus nuancée au-delà de 2025. Les spécificités de la mise en œuvre des dispositions sont plus susceptibles d'être modifiées à court terme, même si nous nous attendons à ce qu'une victoire des démocrates protège la position de l'IRA et ouvre éventuellement la voie à des incitations supplémentaires. En cas de victoire des républicains, certaines dispositions pourraient être visées, soit par l'annulation de règles au moyen de la Congressional Review Act (CRA) (Loi sur l'examen par le Congrès), soit par des modifications de la réglementation. Certaines parties de l'IRA pourraient également être proposées comme « contrepartie » à l'extension des réductions d'impôts de 2017, mais l'accent mis sur la sécurité nationale et la forte proportion de projets bénéficiaires de l'IRA dans les États et districts contrôlés par les républicains rendent peu probable, à notre avis, une révision complète.

La réglementation financière a été au centre des préoccupations de Washington, compte tenu du « super-cycle » réglementaire actuel, mais nous tenons à souligner qu'un changement d'administration entraînerait la plus grande refonte des responsables de la réglementation bancaire de l'histoire des États-Unis, ce qui court-circuiterait l'ambitieux programme de réglementation actuel. Une deuxième administration Biden continuerait probablement à intensifier les priorités en matière de surveillance et de réglementation, y compris la répression des fusions-

acquisitions bancaires et des frais cachés. En cas de victoire des républicains, les nouveaux responsables de la réglementation pourraient agir rapidement pour annuler la mise en œuvre des principales réglementations ayant des conséquences sur le marché, ainsi que la possibilité d'utiliser la CRA pour annuler toute règle adoptée au cours du deuxième semestre de l'année 2024. En ce qui concerne la technologie, les semi-conducteurs et l'IA ont été au centre de la réglementation technologique, les risques liés à la sécurité nationale, à la cybersécurité et à la confidentialité des données des consommateurs ayant fait l'objet de la plus grande attention réglementaire. Nous nous attendons à ce qu'une victoire de Biden mène à la poursuite de ces efforts en matière d'antitrust et de protection de la vie privée, contribuant ainsi à refroidir les fusions et acquisitions dans le secteur de la technologie. Nous nous attendons également à ce que le DC prenne des mesures progressives et prévisibles en matière d'IA, tout en continuant à réglementer les technologies exposées à la Chine. Si les républicains l'emportent, il ne faut pas s'attendre à des changements majeurs en matière d'antitrust, mais les tarifs douaniers et les restrictions en matière de technologie deviendront des questions clés. Les révisions en cours des droits de douane existants ont laissé entrevoir de nouvelles hausses tarifaires à court terme sur certaines technologies (notamment les véhicules électriques, les semi-conducteurs et les équipements solaires), dans le cadre d'une stratégie plus large de sécurité nationale visant à délocaliser les technologies essentielles. Un autre élément clé de cette stratégie a été l'imposition de contrôles à l'exportation et de restrictions à l'investissement sur des technologies clés, que l'administration Biden a cherché à équilibrer avec le désir de rétablir les communications avec la Chine et de limiter le potentiel d'escalade. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que Biden fasse de la Chine un élément majeur de son programme politique avant le jour de l'élection, nous pourrions assister, après l'investiture, à des changements visant à imposer de nouvelles restrictions à d'autres secteurs clés (par exemple, la biotechnologie et les technologies propres), des droits de douane supplémentaires et un régime renforcé de contrôle des investissements à l'étranger. Nous estimons que la probabilité que Trump impose des droits de douane élevés sur une gamme plus large de produits chinois est plus élevée, avec des produits tels que les semi-conducteurs, l'acier et les produits pharmaceutiques comme domaines prioritaires potentiels. Bien que nous considérions les tarifs douaniers comme une question prioritaire pour Trump, les listes d'entités supplémentaires (c'est-à-dire les restrictions sur les entreprises chinoises individuelles) et les contrôles à l'exportation restent un risque à plus long terme dans une deuxième administration Trump.

## RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES ÉPARGNANTS

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

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

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

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

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

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

RJL est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

© 2024 Raymond James Ltée.