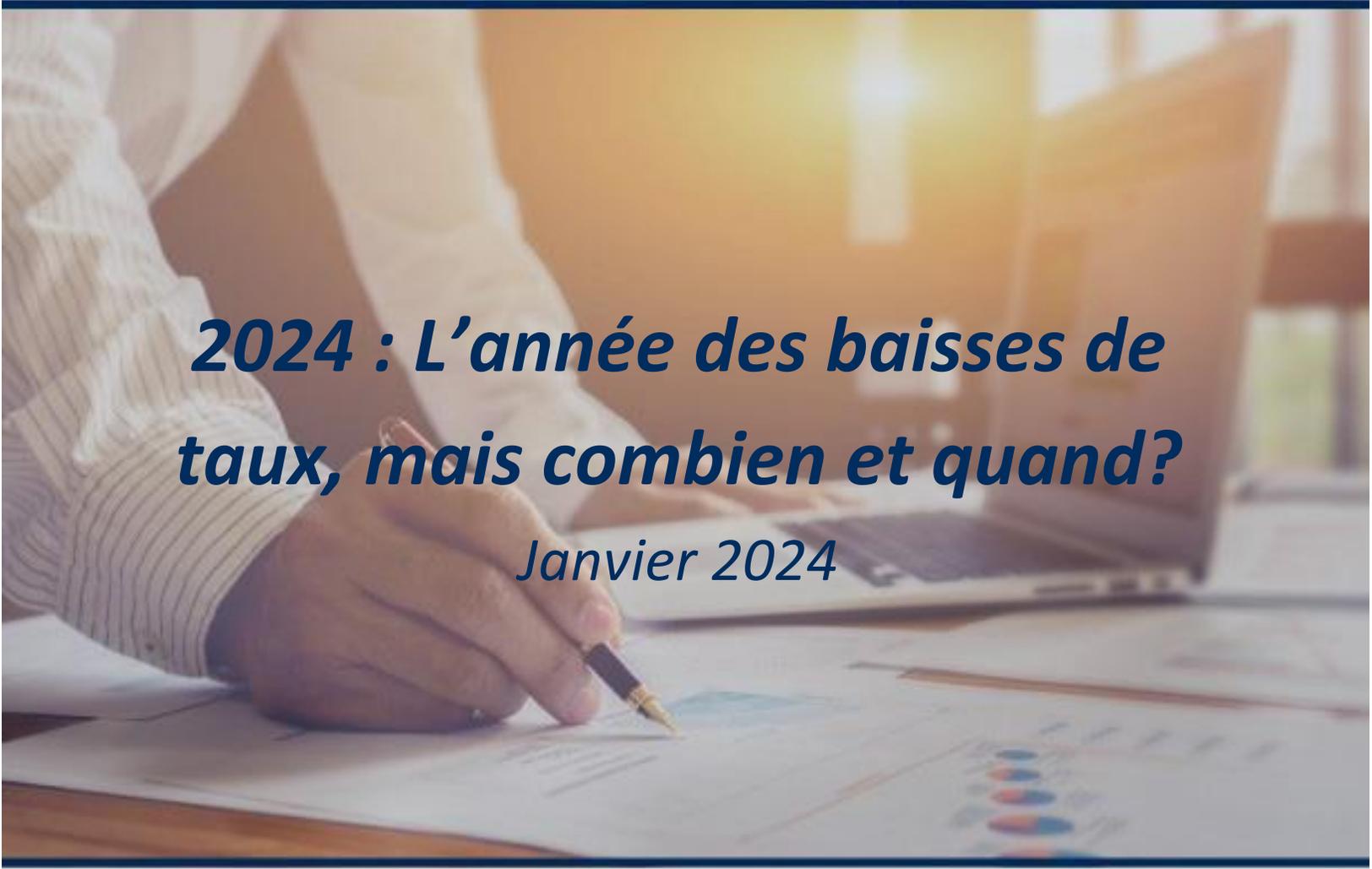


**PUBLICATION
TRIMESTRIELLE SUR
LA RÉPARTITION
DE L'ACTIF**

Des baisses de taux d'intérêt sont généralement attendues en 2024, mais la question se pose de savoir quand et dans quelle mesure elles interviendront.

De légères récessions sont attendues, car la politique monétaire pèse sur les dépenses, mais les pertes d'emplois devraient être minimales.

Les marchés de capitaux devraient être plus volatils cette année, mais avec des gains modérés, tandis que les titres à revenu fixe offrent de bonnes occasions.



***2024 : L'année des baisses de
taux, mais combien et quand?***

Janvier 2024

Résumé

Pour 2024, nous exprimons nos perspectives en deux parties, car nous considérons que le premier et le second semestre de l'année évoluent différemment. Au cours du premier semestre, nous nous attendons à ce que les banques centrales du Canada et des États-Unis maintiennent leurs taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels. Alors que les cycles de hausse précédemment dynamiques exercent une pression croissante sur les dépenses des consommateurs et des entreprises, nous voyons les deux pays entrer dans de légères récessions, avec une contraction des PIB, une légère augmentation des taux de chômage et une pression sur les bénéfices des entreprises.

Au milieu de l'année 2024, nous prévoyons que les taux d'inflation auront suffisamment baissé pour permettre aux banques centrales de commencer à réduire les taux d'intérêt pendant la deuxième moitié de l'année et jusqu'en 2025, avant que les taux ne se stabilisent, mais à un niveau plus élevé que celui qui prévalait avant la pandémie. Au cours du second semestre 2024, même si l'inflation n'aura pas encore atteint les objectifs de 2 %, nous pensons que les craintes d'une résurgence de l'inflation s'atténueront, et même si les bénéfices des entreprises seront probablement encore sous pression, nous nous attendons à ce que les investisseurs commencent à regarder au-delà des récessions, vers la croissance en 2025. Ainsi, nous considérons l'année 2024 comme un environnement légèrement positif pour les actions, mais peut-être davantage au cours de la seconde moitié de l'année.

Éléments à retenir :

- **S1 2024 : Début de la récession** – Tout au long du premier semestre, nous nous attendons à des pressions sur les bénéfices des entreprises, car les banques centrales maintiennent les taux d'intérêt à leurs niveaux actuels afin de s'assurer que l'inflation continue sa trajectoire descendante vers les niveaux cibles de 2 %. Avec le ralentissement des dépenses de consommation et la pression sur les bénéfices des entreprises, les investisseurs privilégieront probablement les secteurs plus sûrs.
- **S2 2024 : Les baisses de taux** – À l'aube de la deuxième moitié de 2024, nous nous attendons à ce que l'accent soit mis sur la baisse des taux directeurs, les banquiers constatant une dynamique de désinflation suffisante pour assouplir leurs politiques restrictives à mesure que les économies ralentissent et que les taux de chômage augmentent. Les économistes guetteront le point bas de l'économie et les investisseurs compteront sur le début d'un nouveau cycle économique et commenceront à faire grimper les valorisations alors même que les bénéfices des entreprises atteindront leur niveau le plus bas.
- **Restez investi** – Il est extrêmement difficile, voire impossible, de prévoir les hauts et les bas des marchés, qui peuvent réagir rapidement dès les premiers signes d'amélioration de l'économie, voire avant. L'approche la plus prudente consiste généralement à rester investi dans des actifs adaptés à vos objectifs à long terme et à votre tolérance au risque.
- **Occasions sur les marchés à revenu fixe** – Le niveau élevé des taux d'intérêt a créé des occasions sur les marchés à revenu fixe que nous n'avions pas vues depuis des décennies, tant aux États-Unis qu'au Canada. Les investisseurs à revenu fixe sont en passe de tirer profit d'un double avantage. Non seulement les rendements sont désormais plus comparables à ceux des actions, mais une coupure des taux pourrait permettre de réaliser des gains à mesure que les prix des obligations s'apprécient. L'allongement de la durée peut être bénéfique pour les investisseurs cette année.
- **Positionnement des actions** – Si l'on exclut les mégacapitalisations technologiques qui ont tiré les performances des indices aux États-Unis, les rendements ont été plus faibles, mais volatils. Nous maintiendrons un équilibre entre les États-Unis et le Canada. Nous privilégions également une position prudente compte tenu de notre scénario de base prévoyant des récessions légères à la première moitié de 2024, et nous nous tournons vers des secteurs plus cycliques à la deuxième moitié de l'année. Dans l'ensemble, sur le marché américain des actions, nous préférons les secteurs de l'immobilier, des services publics, des biens de consommation de base et des soins de santé. Sur le TSX, nous privilégierions un secteur de valeurs plus sûres comme les services publics au cours de la première moitié de 2024, pour passer à des secteurs plus cycliques tels que les technologies de l'information, l'énergie et les services financiers jusqu'à la fin de l'année.

Neil Linsdell, CFA

Vice-président et responsable de la Stratégie de placement

Tavis C. McCourt, CFA

Stratège en actions institutionnelles

Eugenio J. Alemán, Ph. D.

Économiste en chef

Charlotte Jakubowicz, CMT, CIM

Vice-présidente, Titres à revenu fixe et devises

Douglas Drabik, CFA, CMT

Stratège principal en titres à revenu fixe pour les clients de détail

Ed Mills

Analyste politique à Washington

Javed Mirza, CFA, CMT

Analyste quantitatif et technique

Eve Zhou, CFA

Analyste multiactif

Table des matières

RÉSUMÉ	2
RECOMMANDATIONS DE RÉPARTITION D'ACTIFS	4
RECOMMANDATIONS DE RÉPARTITION STRATÉGIQUE DES ACTIFS	4
COMMENTAIRES SUR LE MARCHÉ	5
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES CANADIENNES	9
PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES AMÉRICAINES	12
ACTIONS CANADIENNES	14
ACTIONS AMÉRICAINES	17
TITRES À REVENU FIXE CANADIENS	18
TITRES À REVENU FIXE AMÉRICAINS	19
ANALYSE QUANTITATIVE ET TECHNIQUE	22
POLITIQUE DE WASHINGTON	25
COMITÉ DE RÉPARTITION D'ACTIFS	30
RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES INVESTISSEURS	31

Recommandations de répartition d'actifs

Recommandations de répartition stratégique des actifs



POSITIONNEMENT ACTUEL	Ultra conservateur	Prudent	Modéré	Équilibré	Croissance équilibrée	Croissance
Actions	10 %	30 %	50 %	60 %	70 %	90 %
Actions canadiennes	4,0 %	10,0 %	20,0 %	25,0 %	25,0 %	30,0 %
Actions américaines	4,0 %	10,0 %	15,0 %	17,5 %	20,0 %	30,0 %
Actions des marchés développés (hors Amérique du Nord)	2,0 %	10,0 %	15,0 %	17,5 %	25,0 %	30,0 %
Titres à revenu fixe	88 %	68 %	48 %	38 %	28 %	8 %
Titres de sociétés canadiennes à revenu fixe global	60,0 %	45,0 %	30,0 %	38,0 %	20,0 %	8,0 %
Titres à revenu fixe canadiens – obligations à court terme	28,0 %	23,0 %	18,0 %	-	8,0 %	-
Espèces	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %	2 %

DÉFINITIONS DES CLASSES D'ACTIFS

Actions canadiennes : L'indice composé S&P/TSX est l'indice canadien de référence, qui représente environ 70 % de la capitalisation boursière totale de la Bourse de Toronto, avec environ 250 sociétés incluses dans l'indice. La Bourse de Toronto compte plus de 1 500 entreprises.

Actions américaines : L'indice S&P 500 est largement considéré comme étant le meilleur indicateur des actions américaines à grande capitalisation. L'indice comprend 500 sociétés de premier plan et couvre environ 80 % de la capitalisation boursière disponible.

Actions des marchés développés (hors Amérique du Nord) : L'indice MSCI EAFE est conçu pour représenter la performance des titres de grande et moyenne capitalisation sur 21 marchés développés, y compris les pays d'Europe, d'Australasie et d'Extrême-Orient, à l'exclusion des États-Unis et du Canada. L'indice est disponible pour un certain nombre de régions, de segments de marché et de tailles et couvre environ 85 % de la capitalisation boursière à taux variable ajustée dans chacun des 21 pays.

Titres à revenu fixe global canadiens : L'indice FTSE Canada Universe Bond suit la performance des obligations d'État et de sociétés de première qualité (BBB ou mieux) au Canada.

Revenu fixe canadien à court terme : L'indice FTSE Canada Short Term Bond est destiné à représenter le marché canadien des obligations à court terme. Il englobe des obligations dont la durée effective restante est supérieure ou égale à un an et inférieure ou égale à cinq ans.

Liquidités : L'indice des bons du Trésor à 91 jours FTSE suit la performance des bons du Trésor du gouvernement du Canada à 3 mois. L'indice est conçu pour refléter la performance d'un portefeuille qui ne détient que des bons du Trésor du gouvernement du Canada à 3 mois, les bons du Trésor en circulation pour la durée concernée, en les remplaçant par de nouveaux bons du Trésor à chaque adjudication.

Commentaires sur le marché

À l'aube de 2024, nous sommes confrontés à des environnements de récession dans la plupart des économies développées. Cette situation a été favorisée par des politiques monétaires restrictives, les banquiers centraux continuant à lutter contre l'inflation élevée provoquée par les mesures de relance budgétaire prises pendant la pandémie, qui ont permis aux consommateurs de disposer de plus d'argent et ont perturbé les chaînes de fabrication et d'approvisionnement, ce qui a réduit l'offre et la disponibilité des biens pour lesquels cet excédent d'argent a été dépensé. En outre, de nombreuses personnes ont choisi de quitter le marché du travail pendant la pandémie, ce qui a provoqué un resserrement du marché du travail, qui a lui exercé une pression à la hausse sur les salaires, augmentant encore les coûts pour les entreprises, qui ont ensuite été répercutés sur les consommateurs par l'intermédiaire de prix plus élevés, d'où une pression inflationniste accrue.

Au Canada et aux États-Unis, les taux d'inflation ont atteint leur maximum au milieu de l'année 2022. L'année 2023 a été celle de la lutte contre l'inflation, puis de la désinflation, l'offre et la demande de biens s'équilibrant. À l'horizon 2024, nous sommes relativement satisfaits que les taux directeurs plus élevés et les prêts plus restrictifs aient suffisamment refroidi l'économie pour éviter une résurgence significative de l'inflation. Nous entrons maintenant dans une période d'évaluation de l'ampleur des dommages causés à l'économie. L'attention se porte désormais sur la rapidité et l'ampleur des baisses de taux des banques centrales, ainsi que sur leur niveau final. Nous examinons ici comment les marchés d'actions et de titres à revenu fixe réagiront à ces vents de face et de dos, et comment nous devrions envisager la croissance d'un nouveau cycle économique.

Le point de vue de notre DPI sur les marchés américains

Tout au long de cette publication, nous examinerons les marchés de l'économie, des actions et des titres à revenu fixe au Canada et aux États-Unis, ainsi que la façon dont les élections américaines pourraient influencer les marchés. En guise de résumé général, voici quelques-unes des prévisions les plus récentes et des commentaires pertinents de notre chef des placements aux États-Unis, Larry Adam :

- L'économie américaine a perdu de son élan à l'approche de 2024; les taux d'emprunt élevés, le resserrement de la Réserve fédérale et le ralentissement de la croissance de l'emploi ont freiné la consommation. Le PIB américain devrait croître de 1,0 % en 2024, avec une légère récession en milieu d'année.
- Avec une forte décélération de l'inflation, la Réserve fédérale est désormais susceptible de réduire ses taux en 2024, le rendement du Trésor américain à 10 ans baissant à l'avance pour atteindre 3,5 % à la fin de l'année 2024.
- Le S&P 500 devrait terminer l'année autour de 4 850. Les conditions de surachat pourraient entraîner un repli à court terme, mais un optimisme prudent permet d'envisager un gain modeste pour l'année, avec un BPA prévu de 225 \$ US (inférieur au consensus de 245 \$ US, bien que les prévisions consensuelles des analystes aient tendance à diminuer d'environ 4 % à mesure que l'année avance, ce qui impliquerait un consensus de 235 \$ US d'ici la fin de l'année) et un multiple C/B de 21,5x.
- La volatilité des marchés boursiers sera plus élevée en 2024, en raison de poussées géopolitiques et de la dynamique fiscale. Au cours d'une année normale, il faut également s'attendre à 3 ou 4 reculs de 5 % ou plus.
- Le prix du pétrole devrait augmenter jusqu'en 2024 pour atteindre un objectif de 85 \$ US pour le WTI en fin d'année, à mesure que la demande mondiale se redresse et que les États-Unis remplissent leur réserve stratégique de pétrole.

Scénario potentiel de hausse ou de baisse des marchés boursiers

La nouveauté de ce trimestre est la contribution de notre nouvel analyste quantitatif/technique Javed Mirza, qui étudie le marché des actions américaines d'un point de vue cyclique. Bien qu'il perçoive un sentiment de « risque zéro » à court terme, indiquant que la hausse des marchés boursiers à la fin de 2023 pourrait signifier que les investisseurs étaient trop optimistes et pourraient se tourner vers des placements moins risqués ou plus prudents à court terme, il estime que les performances globales des marchés boursiers seront très positives pour l'ensemble de l'année. L'objectif plus optimiste de M. Mirza pour l'objectif du S&P 500, à savoir 5 466, impliquerait une hausse de 14,6 % par rapport à la clôture de 2023. Ce scénario haussier est plus proche de celui de notre équipe économique (25 % de probabilité), qui table sur 5 200 points, ce qui impliquerait que l'économie américaine évite la récession, que la reprise de l'économie mondiale se poursuive, que les marges bénéficiaires des entreprises s'accroissent et que le

dollar américain s'affaiblisse. Ce scénario à la hausse serait également plus conforme aux prévisions actuelles des analystes, qui sont de 245 \$ US pour le S&P 500. Nous développons son modèle et ses prévisions dans la section Analyse quantitative/technique à la fin de ce rapport.

Risques et potentiel de baisse

Bien que nous assignions la probabilité la plus élevée à des récessions légères aux États-Unis et au Canada, il existe toujours un risque de mauvaises surprises. En 2024, elles pourraient surtout se manifester en raison des tensions géopolitiques. Avec les guerres qui se poursuivent en Ukraine et en Israël/à Gaza, les préoccupations de l'Amérique du Nord en matière de répercussions économiques ou de placement seraient probablement l'escalade ou l'extension de ces conflits touchant la production ou l'approvisionnement en pétrole, entraînant une hausse spectaculaire du prix du pétrole et, par conséquent, de l'inflation. Séparément, on pourrait assister à un rebond de l'inflation ou à des récessions plus sévères qui pourraient toucher le sentiment des investisseurs et les bénéfices des entreprises. Avec une probabilité de 15 % de scénario baissier, notre prévision à la baisse pour le S&P 500 va jusqu'à 4 300, soit une baisse de 9,8 % pour l'année. Dans un scénario de récession sévère, nous nous attendons à ce que les banques centrales réduisent les taux d'intérêt, ce qui serait plus favorable aux investisseurs à revenu fixe, soutenant ainsi le concept de portefeuilles équilibrés, et contribuerait à réduire la volatilité à court terme.

Où investir dans le monde?

La diversification mondiale sera probablement toujours un élément important des portefeuilles des Canadiens. Le Canada ne représente que 2,7 % du marché boursier mondial, qui pèse 109 000 milliards de dollars. Les États-Unis représentent la part la plus importante avec 42,5 %, mais il reste encore près de 55 % en dehors de ces frontières.

Si l'on examine les prévisions consensuelles dans les tableaux ci-dessous, on constate que les prévisions de croissance du PIB dans les économies développées en 2024 sont généralement stables ou légèrement positives, avec en tête les États-Unis, dont le consensus prévoit une croissance du PIB de 1,6 %, ce qui est supérieur à notre prévision plus prudente de 1,0 %. Les marchés émergents semblent plus attrayants du point de vue de la croissance du PIB, bien que les prévisions d'inflation soient encore légèrement plus élevées, en moyenne.

Croissance historique et prévisionnelle du PIB réel [gauche] et inflation globale [droite]

17 janv. 2024	Moyenne de 2000 à 2020	2021	2022	Prévisions	
				2023	2024
Monde	3.2 %	7.0 %	2.0 %	3.6 %	2.6 %
Économies avancées	1.4 %	5.6 %	2.6 %	1.5 %	0.7 %
États-Unis	1.8 %	5.8 %	1.9 %	2.4 %	1.6 %
Canada	1.8 %	5.3 %	3.8 %	1.0 %	0.0 %
Europe	1.0 %	5.9 %	3.4 %	0.5 %	0.0 %
Royaume-Uni	1.2 %	8.7 %	4.3 %	0.3 %	0.2 %
Japon	0.6 %	2.6 %	0.9 %	2.0 %	0.4 %
Australie	2.6 %	5.6 %	3.8 %	1.9 %	1.2 %
Économies émergentes	4.7 %	7.8 %	1.6 %	4.8 %	3.8 %
Asie émergente	6.1 %	8.6 %	0.8 %	6.3 %	4.7 %
Chine	7.3 %	8.4 %	3.0 %	5.0 %	4.5 %
Inde	6.4 %	8.9 %	6.7 %	7.0 %	6.3 %
Russie	3.6 %	5.6 %	-2.1 %	3.3 %	3.0 %
Brésil	2.1 %	4.8 %	3.0 %	3.3 %	1.3 %
Mexique	1.6 %	5.7 %	3.9 %	3.5 %	1.8 %

17 janv. 2024	Moyenne de 2000 à 2020	2021	2022	Prévisions	
				2023	2024
Monde	3.4 %	3.5 %	6.9 %	5.1 %	3.4 %
Économies avancées	1.7 %	3.2 %	7.5 %	4.7 %	2.3 %
États-Unis	2.1 %	4.7 %	8.0 %	4.1 %	2.5 %
Canada	1.9 %	3.4 %	6.8 %	3.9 %	2.2 %
Europe	1.7 %	2.6 %	8.4 %	5.4 %	1.8 %
Royaume-Uni	2.0 %	2.6 %	9.1 %	7.3 %	1.8 %
Japon	0.1 %	-0.2 %	2.5 %	3.3 %	2.6 %
Australie	2.6 %	2.9 %	6.6 %	5.7 %	3.0 %
Économies émergentes	4.8 %	3.8 %	6.6 %	5.3 %	4.0 %
Asie émergente	3.7 %	2.4 %	4.3 %	3.3 %	2.6 %
Chine	2.2 %	0.9 %	2.0 %	0.2 %	1.0 %
Inde	6.2 %	5.1 %	6.7 %	5.7 %	4.8 %
Russie	10.1 %	6.7 %	13.8 %	5.9 %	8.5 %
Brésil	6.2 %	8.3 %	9.3 %	4.6 %	4.3 %
Mexique	4.5 %	5.7 %	7.9 %	5.5 %	4.3 %

Sources : Capital Economics; Raymond James Ltée; FactSet; données au 17 janvier 2024.

Comme en Amérique du Nord, nous attendons de voir si et quand la banque centrale européenne (BCE) procédera à des réductions de taux. Bien que Christine Lagarde, présidente de la BCE, ait indiqué en décembre qu'il était trop tôt pour discuter de réductions, elle a reconnu en janvier que la prochaine mesure serait probablement prise à la baisse et qu'elle pourrait être attendue dès que la BCE aura la certitude que l'inflation est sur la bonne voie pour tomber à 2 % en 2025, ce qui semble également être prévu pour le milieu de l'année.

Rendement des actions à l'échelle mondiale

Select Global Equity Indices	T4 2023 (en CML)	T4 2023 (en USD)	T4 2023 (en CAD)	2023 (en CML)	2023 (en USD)	2023 (en CAD)	Ratio C/B actuel 12 prochains mois	Ratio C/B historique médian (depuis 2000)	Prime (ROUGE)/ décote (VERT)
Canada									
Indice composé S&P/TSX	8,1	10,8	8,1	11,8	14,8	11,8	13,7	14,5	-0,8
S&P/TSX 60	8,8	11,5	8,8	12,1	15,1	12,1	14,1	14,3	-0,3
S&P/TSX à petite capitalisation	6,0	8,7	6,0	4,8	7,7	4,8	13,2	16,9	-3,7
Croissance au Canada	10,0	12,8	10,0	15,8	19,0	15,8	20,2	18,1	2,0
Valeur au Canada	7,0	9,7	7,0	5,1	8,0	5,1	11,1	12,1	-1,1
États-Unis									
Indice composé NASDAQ	13,8	13,8	11,0	44,6	44,6	40,8	26,8	19,6	7,1
Indice S&P 500	11,7	11,7	8,9	26,3	26,3	22,9	19,6	16,2	3,4
S&P 400 à moyenne capitalisation	11,7	11,7	8,9	16,4	16,4	13,3	14,5	13,6	1,0
S&P 600 à petite capitalisation	15,1	15,1	12,3	16,1	16,1	12,9	14,2	14,9	-0,7
Indice composé S&P 1500	11,8	11,8	9,0	25,5	25,5	22,1	19,0	15,9	3,1
Indice composé S&P 1500 de croissance	10,2	10,2	7,1	29,0	29,0	23,9	25,0	18,6	6,4
Indice composé S&P 1500 de valeur	13,7	13,7	10,3	21,6	21,6	16,0	15,1	14,0	1,1
Europe									
Indice Euro Stoxx 50 (Europe)	8,6	13,0	10,2	23,2	23,4	20,1	13,0	13,1	-0,2
Indice FTSE 100 (R.-U.)	2,3	6,2	3,5	7,9	10,0	7,0	11,0	12,4	-1,4
Indice CAC 40 (France)	5,9	10,5	7,8	20,1	24,4	21,0	13,6	13,3	0,3
Indice DAX (Allemagne)	8,9	13,6	10,8	20,3	24,5	21,2	11,6	12,6	-1,0
Asie-Pacifique									
Indice Hang Seng (Hong Kong)	-3,9	-3,6	-6,0	-10,5	-10,5	-12,9	8,3	12,5	-4,3
Indice Nikkei 225 (Japon)	5,2	11,4	8,6	31,0	22,6	19,3	18,3	16,6	1,7
Indice MSCI Chine (Chine)*	-3,5	-3,5	-5,9	-11,2	-11,2	-13,6	9,4	10,8	-1,4
Principaux agrégats									
World (monde)*	11,6	11,6	8,9	24,0	24,0	20,6	17,3	15,7	1,6
EAFE (MD hors É.-U. et Canada)*	10,7	10,7	8,0	18,4	18,4	15,2	13,3	13,5	-0,2
Indice ME (marchés émergents)*	8,0	8,0	5,3	9,0	9,0	6,1	11,9	11,7	0,2

Source : FactSet; Raymond James Ltée; rendements totaux, données au 31 décembre 2023. CML : coté en monnaie locale. Médiane historique du C/B : 1er janvier 2000 au 31 décembre 2023. * Les indices sont représentés par les FNB iShares correspondants, qui servent de mandataires.

Actions par rapport aux obligations

Le cycle dynamique de hausse des taux jusqu'en 2022 et 2023 a créé des occasions dans le domaine des revenus fixes que nous n'avions pas vues depuis 15 ans. Les rendements des obligations se sont soudainement rapprochés de ceux des actions, et avec la perspective d'une baisse des taux d'intérêt jusqu'en 2024 et 2025, les investisseurs en obligation peuvent enfin espérer des rendements respectables et un potentiel d'appréciation du capital. Cela ressemble à une revanche pour les deux années précédentes.

Les investisseurs en actions sont désormais confrontés à un équilibre entre les vents de face et de dos. Sur le plan des inconvénients, les récessions ont généralement un effet négatif sur les bénéfices des entreprises, et il est parfois difficile de savoir combien de temps elles dureront et quelle profondeur elles auront, bien que nous maintenions nos prévisions de récessions relativement légères et courtes, tant au Canada qu'aux États-Unis. Du côté positif, la baisse des taux d'intérêt signifie que les investisseurs en actions peuvent actualiser les bénéfices et les flux de trésorerie futurs à un taux inférieur, ce qui augmente leur valeur actualisée. Cela se reflète également dans les multiplicateurs des cours/bénéfices (C/B) que les investisseurs prospectifs appliquent aux prévisions de bénéfices, qui peuvent plus que compenser les bénéfices actuellement déprimés. Ceci est renforcé par le fait que la majorité des gains sur les marchés des actions se produisent au début d'un nouveau cycle économique, avant que la reprise ne soit largement évidente. Cela renforce l'adage selon lequel il faut « rester investi » et, pour reprendre les mots intemporels de Warren Buffett, « être craintif quand les autres sont avides, et être avide seulement quand les autres sont craintifs ».

Thèmes de placement pour 2024

Il ne fait aucun doute que l'intelligence artificielle (IA) était un thème de placement majeur en 2023 et qu'elle était à l'origine de l'exubérance qui a contribué à faire grimper les actions des « Magnificent 7 », ce qui a également donné un coup d'adrénaline au S&P 500. Nous pensons que 2024 sera une année intéressante pour juger de la rapidité et des répercussions des avancées de l'IA sur la rentabilité d'un plus grand nombre de secteurs et d'entreprises.

L'investissement durable, et plus particulièrement l'acronyme « ESG » (environnemental, social et de gouvernance), peut susciter de vives réactions, tant positives que négatives, mais d'un point de vue environnemental, nous allons probablement assister à des conditions météorologiques plus extrêmes en raison des changements climatiques, ce qui suscitera davantage de discussions sur la décarbonisation et la transition énergétique. Les investisseurs pourraient être intéressés par les occasions offertes par les gouvernements, qui consacrent davantage de fonds et d'autres mesures incitatives à ce domaine. L'électrification sera probablement un thème important en 2024, car les mesures incitatives gouvernementales visant à promouvoir les énergies renouvelables et à réduire la dépendance aux combustibles fossiles retiennent l'attention, de même que l'adoption rapide des véhicules électriques.

Sans parler des terribles conséquences humanitaires, l'incertitude géopolitique a été un thème majeur au cours des deux dernières années, avec la guerre en Ukraine et les sanctions contre la Russie qui ont fait vaciller certains prix des denrées alimentaires et de l'énergie, et les craintes que le conflit entre Israël et le Hamas ne se transforme en une guerre régionale avec des conséquences de grande ampleur. Plus récemment, les rebelles houthis ont incité les compagnies maritimes à détourner le trafic de la mer Rouge vers des itinéraires plus longs et plus coûteux. Dans le même temps, la sécheresse a conduit le canal de Panama à réduire son trafic de 36 %. Tous ces événements sont susceptibles de perturber quelque peu les chaînes d'approvisionnement et d'aggraver l'inflation dans certaines régions.

Au Canada, l'augmentation de l'immigration a aggravé la crise de l'accessibilité au logement. Nous prévoyons que l'aide gouvernementale, sous forme de crédits d'impôt et d'autres incitations, se poursuivra jusqu'en 2024, même si, compte tenu de l'ampleur et de la complexité du problème, nous pensons que des initiatives beaucoup plus vastes seront nécessaires aux échelles provinciale et municipale. En fin de compte, ce sont les marchés privés et les promoteurs qui devront se mobiliser pour atténuer certaines de ces tensions, mais cela dépendra à terme de la coopération des gouvernements et d'un environnement macroéconomique et de taux d'intérêt globalement plus stable qui donnera confiance à ces investisseurs et à ces promoteurs.

L'explosion de la dette publique est un thème récurrent depuis des années, et malgré la crise du plafond de la dette aux États-Unis l'année dernière, et les menaces de fermetures au gouvernement, la lutte contre l'inflation et les taux d'intérêt élevés a continué à retenir l'attention. L'inflation semblant de plus en plus maîtrisée, le coût et les ramifications de la dette (et du déficit) publique pourraient gagner en importance.

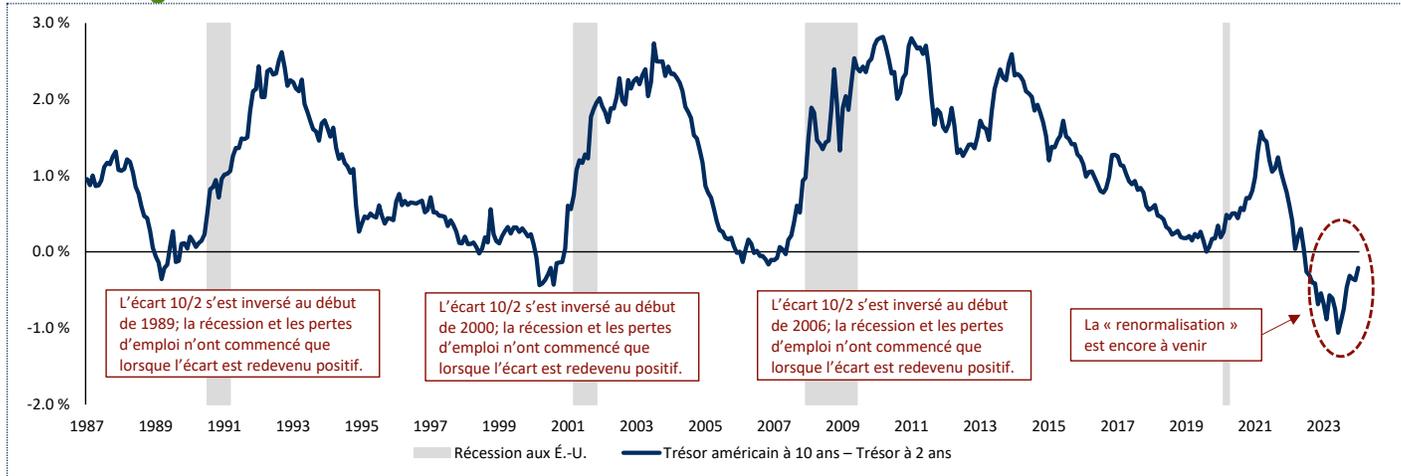
La politique américaine jouera évidemment un rôle en 2024 avec l'élection présidentielle de novembre et le possible match retour entre Biden et Trump. Nous approfondirons cette dynamique au fur et à mesure qu'elle évoluera au cours de l'année, et notre analyste politique américain, Ed Mills, fournit un examen complet des répercussions potentielles sur le marché plus loin dans ce rapport. L'année prochaine, les effets des élections sur les relations entre les États-Unis et la Chine seront évidemment au centre des préoccupations.

La renormalisation de la courbe des rendements

Avec la nouvelle année, nous constatons également un adoucissement du ton de la part des banquiers centraux. Si certains estiment encore qu'il est trop tôt pour parler de baisses de taux, il ne fait aucun doute que les craintes d'une résurgence de l'inflation et de la nécessité d'une nouvelle hausse des taux directeurs s'estompent. Il reste à savoir quand et comment les courbes de rendement se renormaliseront, les taux à court terme devenant inférieurs aux taux à long terme. Historiquement, et en moyenne, les récessions ne surviennent qu'environ quatre mois après la renormalisation de la courbe des rendements. L'incertitude et l'anxiété accrues, alors que nous attendons des données qui ouvrent la voie à la récession, pourraient conduire à une volatilité accrue des marchés au cours des prochains mois ou trimestres, même si nous nous attendons à un environnement plus stable et plus favorable lorsque l'inflation sera maîtrisée et que les taux directeurs apporteront un peu de répit vers la fin de 2024, voire jusqu'en 2025. La patience est cruciale et les investisseurs devraient profiter de cette occasion pour s'assurer que leurs portefeuilles sont correctement équilibrés pour faire face à toute volatilité potentielle, et qu'ils sont également bien

équipés pour bénéficier de la stabilisation de la situation économique et de la reprise des marchés. Il est extrêmement difficile, voire impossible, de prévoir les hauts et les bas des marchés, qui peuvent réagir rapidement dès les premiers signes d'amélioration de l'économie, voire avant. L'approche la plus prudente consiste généralement à rester investi dans des actifs adaptés à vos objectifs à long terme et à votre tolérance au risque.

Dernière ligne droite avant 2023 : la « renormalisation » est encore à venir



Source : Federal Reserve Bank of St. Louis, recherches de Raymond James; données au 12 janvier 2024.

En parallèle à l'essoufflement des économies, nous prévoyons que les taux directeurs commenceront à baisser en 2024, mais plus probablement au second semestre, en fonction de l'évolution de l'inflation, de l'économie et des données relatives à l'emploi. La première considération sera l'inflation. Les chiffres de l'inflation globale aux États-Unis et au Canada ont suivi une tendance à la baisse, bien que les trajectoires futures restent incertaines. Les banques centrales sont chargées de maintenir la stabilité des prix et de l'emploi. Tant que la situation de l'emploi ne se détériore pas sérieusement, les banquiers disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour maintenir la pression monétaire.

Perspectives économiques canadiennes

Dans l'ensemble, nous pensons que la Banque du Canada (BdC) maintiendra les taux d'intérêt à leur niveau actuel avant de commencer à baisser son taux directeur au cours de la deuxième moitié de 2024. La BdC prévoit huit dates par an pour annoncer la fixation du taux cible du financement à un jour. Pour 2024, ces dates sont le 24 janvier, le 6 mars, le 10 avril, le 5 juin, le 24 juillet, le 4 septembre, le 23 octobre et le 11 décembre. Rappelons également que la dernière augmentation à 5,00 %, un sommet en 22 ans, a eu lieu en juillet 2023 après une série d'augmentations à partir du niveau de 0,25 % d'avant mars 2022.

Aux dernières nouvelles, l'inflation globale au Canada était de 3,4 % en décembre 2023, après une hausse de 3,1 % en novembre. L'inflation globale s'est alignée sur l'estimation du consensus, et l'accélération est principalement attribuée à l'effet défavorable des prix de l'essence sur l'année de référence. Les prix de l'essence ont en fait diminué sur une base mensuelle au cours des quatre derniers mois consécutifs, mais ils étaient encore en hausse par rapport à l'année précédente. En outre, la composante logement, qui pèse le plus lourd dans le calcul de l'indice des prix à la consommation (IPC), n'a connu qu'une modeste augmentation de 0,4 % d'un mois à l'autre. Il s'agit de la plus faible hausse depuis mars 2023, ce qui indique un impact plus modeste de la baisse antérieure des prix internes et une décélération de la hausse des coûts d'intérêt hypothécaire.

L'augmentation de l'indice de référence est probablement plus préoccupante pour la BdC dans les chiffres de décembre. Il faut donc s'attendre à ce qu'elle maintienne un ton ferme lors de la prochaine réunion. Néanmoins, près de deux ans se sont écoulés depuis la première hausse des taux en mars 2022, et les effets des taux d'intérêt élevés deviendront probablement plus perceptibles dans les mois à venir, car ils ont eu un impact sur les dépenses de consommation. Les problèmes sont maintenant ressentis par les

entreprises également. Selon l'enquête sur les perspectives des entreprises du quatrième trimestre¹, le comportement des entreprises en matière de fixation des prix revient lentement à la normale, et les principales préoccupations se sont déplacées vers la demande et l'incertitude. Le climat des affaires s'est fortement dégradé ces derniers temps, de même que les dépenses de placement visant à développer les activités. Si l'économie et les conditions du marché du travail se détériorent plus rapidement que ne le prévoit la BdC, il est également possible que la première baisse des taux intervienne plus tôt qu'à la deuxième moitié de 2024. Toutefois, pour l'instant, avec un ralentissement économique modeste, un taux de chômage encore relativement bas et une inflation modérée, nous pensons qu'il faudra attendre le milieu de l'année pour un allègement des taux d'intérêt.

Répartition de l'inflation (non corrigée en fonction des variations saisonnières) :

	Pondération	2022												2023											
		Janv.	Févr.	Mars	Avr.	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Janv.	Févr.	Mars	Avr.	Mai	Juin	Juil.	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.
Tous les articles	100 %	5.1	5.7	6.7	6.8	7.7	8.1	7.6	7.0	6.9	6.9	6.8	6.3	5.9	5.2	4.3	4.4	3.4	2.8	3.3	4.0	3.8	3.1	3.1	3.4
Logement	28 %	6.2	6.6	6.8	7.4	7.4	7.1	7.0	6.6	6.8	6.9	7.2	7.0	6.6	6.1	5.4	4.9	4.7	4.8	5.1	6.0	6.0	6.1	5.9	6.0
Alimentation	17 %	5.7	6.7	7.7	8.8	8.8	8.8	9.2	9.8	10.3	10.1	10.3	10.1	10.4	9.7	8.9	8.3	8.3	8.3	7.8	6.8	5.9	5.6	5.0	5.0
Transport	16 %	8.3	8.7	11.2	11.2	14.6	16.8	14.4	10.3	8.7	9.5	8.5	6.0	5.4	3.1	0.3	1.3	-2.4	-3.4	-1.0	2.3	3.2	-0.4	-0.1	3.2
Fonctionnement du ménage*	14 %	1.9	2.7	4.5	4.1	5.5	5.6	5.0	5.1	5.4	5.1	5.2	4.6	3.7	4.1	3.3	3.0	1.1	0.3	-0.1	0.0	-1.1	-1.2	-1.5	-1.7
Loisirs**	10 %	2.5	4.1	5.8	4.1	5.4	6.2	6.2	5.7	5.2	4.1	4.1	3.4	2.9	2.3	1.6	3.1	3.1	1.2	1.8	2.2	1.8	2.9	3.8	1.7
Santé et soins personnels	5 %	2.9	3.1	3.4	3.4	3.6	3.9	3.9	4.4	4.4	4.9	5.5	6.1	6.2	6.2	6.5	6.4	6.4	6.2	5.8	5.8	5.6	4.9	4.2	3.7
Vêtements et chaussures	5 %	1.6	1.2	0.9	0.2	2.2	2.7	1.4	1.4	1.5	1.8	0.4	1.8	0.4	1.9	2.4	2.5	0.7	0.3	1.0	1.7	1.0	-0.5	0.6	0.9
Tabac et alcool	5 %	3.3	3.1	3.3	3.1	3.0	3.0	3.8	3.5	3.8	4.1	4.5	4.8	4.7	4.9	5.4	5.3	5.5	5.4	5.3	5.2	5.3	4.7	4.6	4.3

Source : Statistique Canada; Raymond James Ltée; données en date 31 décembre 2023, non désaisonnalisé; * Fonctionnement et ameublement du ménage
 ** Loisirs, formation et lecture.

L'économie canadienne montre des signes d'affaiblissement

Au troisième trimestre de 2023, le PIB réel a enregistré une baisse de 0,3 %, après une hausse de 0,3 % au deuxième trimestre de 2023. Alors que l'économie poursuit son ralentissement, les dépenses publiques sont désormais le principal facteur de croissance du PIB, tandis que les exportations, les stocks et les acquisitions d'actifs non financiers sont à la traîne. Contrairement à la forte augmentation des dépenses publiques aux États-Unis, les dépenses publiques au Canada restent stables. Toutefois, cette stabilité pourrait ne pas suffire à garantir un atterrissage relativement doux lorsque l'économie passera d'une orientation axée sur la consommation à une orientation axée sur l'investissement. Selon le Rapport sur la politique monétaire d'octobre de la BdC², l'activité économique devrait être limitée pendant la majeure partie de l'année 2024, avec une croissance annuelle du PIB d'un peu moins de 1 %. Plus important encore, le déclin plus évident de la croissance du PIB réel par habitant indique que le Canada était peut-être déjà en récession si l'on exclut la croissance de la population active alimentée par l'immigration.

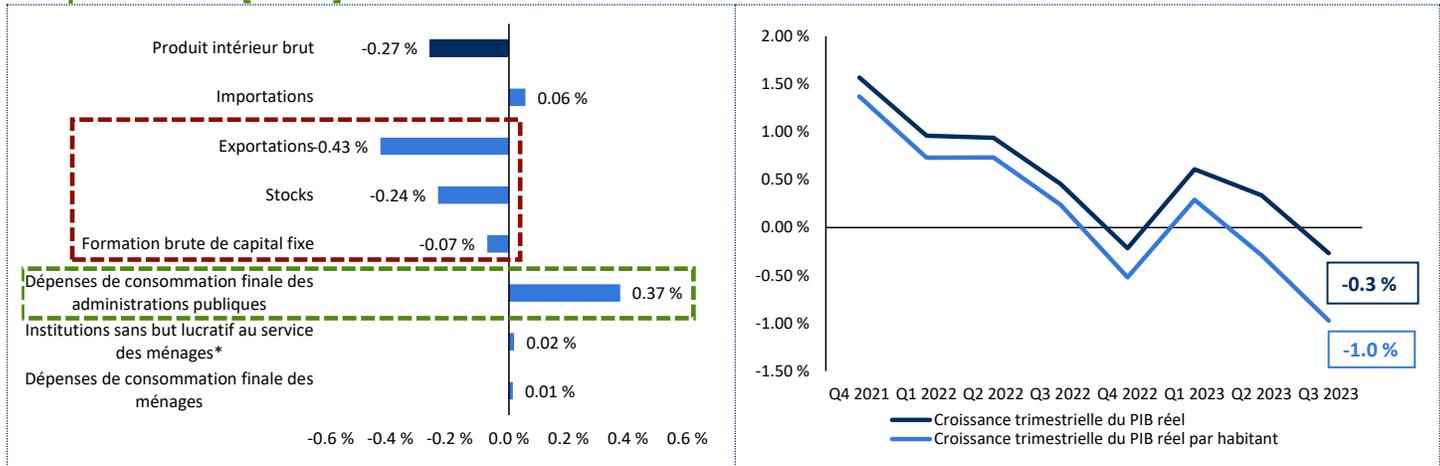
De nombreux paramètres témoignent de ce ralentissement, notamment le fait que le ratio stocks/ventes est supérieur à 1,0, comme le montrent les graphiques ci-dessous. Cela indique que la capacité de production et les produits disponibles ont augmenté au-delà des niveaux de vente, ce qui est conforme à la contribution négative des stocks à la croissance du PIB que nous avons observée. Si l'on exclut le pic à la pandémie, il s'agit du niveau le plus élevé que nous ayons connu depuis le début des années 1990, ce qui devrait également conduire à une offre excédentaire faisant baisser le coût des biens et avoir un effet modérateur sur l'inflation. En outre, l'indice des directeurs d'achat (PMI) composé de S&P et le baromètre des affaires de la FCEI se situent bien en dessous de 50, ce qui signifie qu'il y a une zone de contraction. Nous avons également constaté des tensions sur les consommateurs, avec des soldes de cartes de crédit record, totalisant 113,4 milliards de dollars à la fin du troisième trimestre de 2023, soit une augmentation de 15,6 milliards de dollars par rapport aux 12 mois précédents selon Equifax³.

¹ Banque du Canada, Enquête sur les perspectives des entreprises – Quatrième trimestre de 2023, Banque du Canada, <https://www.banqueducanada.ca/2024/01/enquete-sur-les-perspectives-des-entreprises-quatrieme-trimestre-de-2023/>

² Banque du Canada, Rapport sur la politique monétaire – Octobre 2023, Banque du Canada, <https://www.banqueducanada.ca/2023/10/rpm-2023-10-25/>

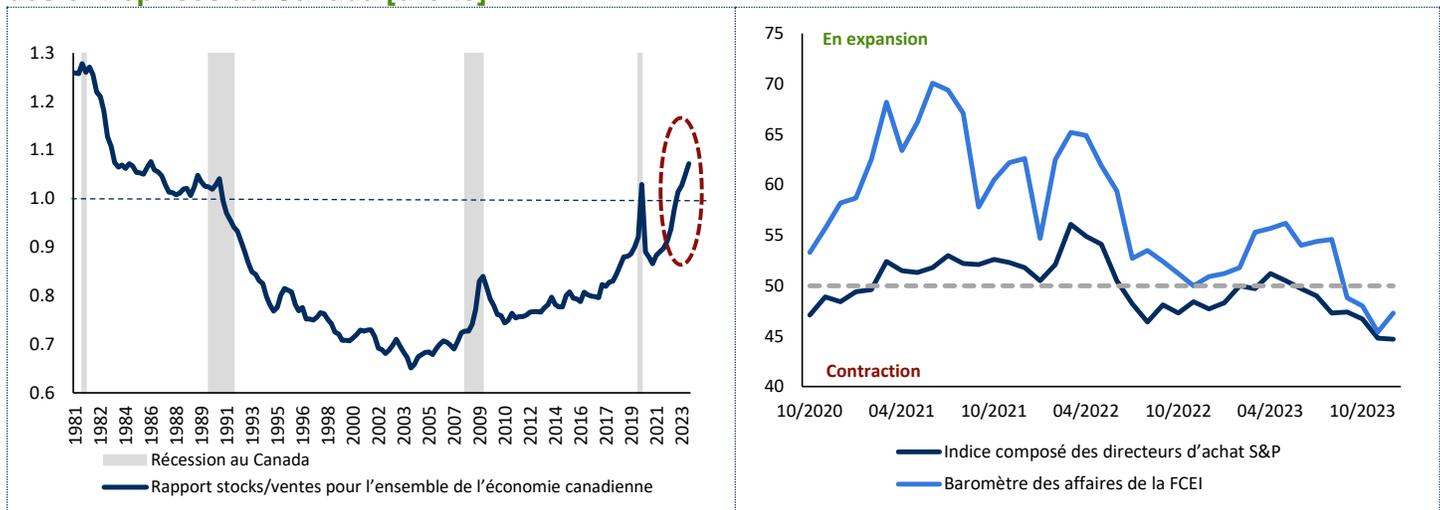
³ Equifax Inc, Enregistrement du webinar sur les tendances du crédit à la consommation et perspectives économiques du T3 2023, Equifax Inc, <https://www.consumer.equifax.ca/fr/videos/enregistrement-du-webinar-sur-les-tendances-du-credit-a-la-consommation-et-perspectives-economiques-du-t3-2023>

Contributions à la variation en pourcentage du PIB réel [gauche]; croissance du PIB réel et du PIB réel par habitant [droite]



Source : Statistique Canada; Raymond James Ltée; données au 30 septembre 2023; calcul du PIB réel par habitant : produit intérieur brut aux prix du marché/population âgée de 15 à 64 ans.

Stocks par rapport aux ventes – Ensemble de l'économie canadienne [gauche]; enquêtes auprès des entreprises au Canada [droite]



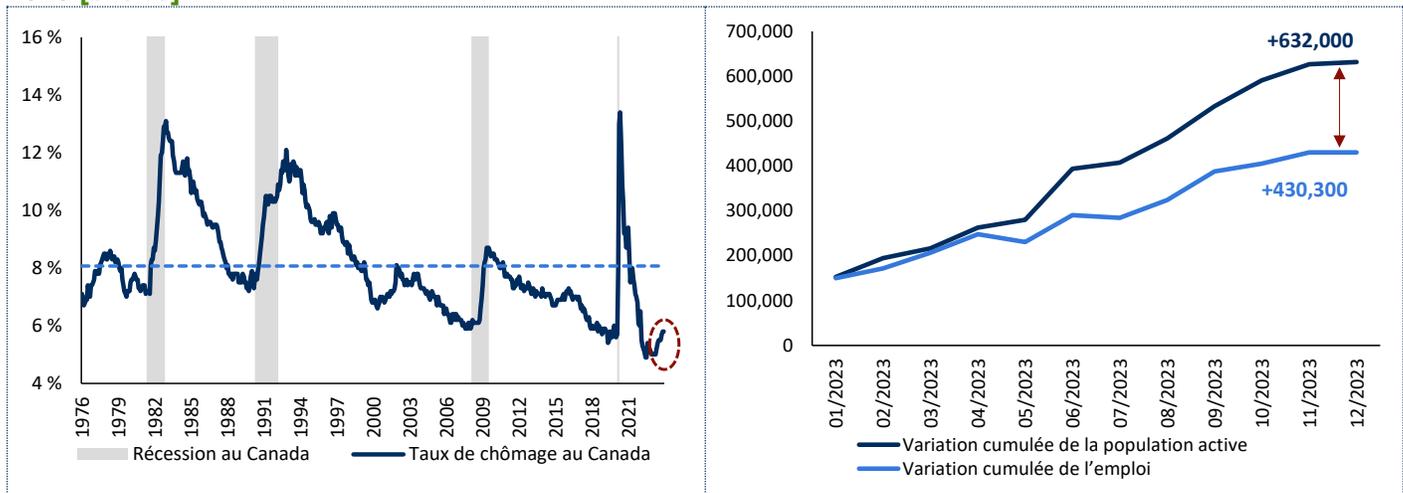
Source : Statistique Canada; Bloomberg; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2023.

En ce qui concerne le marché du travail au Canada, le taux de chômage est resté pratiquement inchangé le mois dernier, mais a augmenté progressivement de 5,0 % à 5,8 % tout au long de 2023. Il se situe toujours à un niveau relativement bas par rapport à la moyenne historique d'environ 8,0 %, ce qui donne à la BdC une certaine marge de manœuvre pour maintenir un taux d'intérêt plus élevé à la première moitié de 2024. Cependant, il est important de noter qu'un mouvement à la hausse du taux de chômage peut se produire très rapidement. Il n'était pas rare d'observer des pics d'environ 1,0 % pendant deux ou trois mois au cours des récessions passées.

Malgré une augmentation nette d'environ 430 000 emplois en 2023, cette croissance a été dépassée par une forte augmentation de la population active, causée par une forte immigration. Anticipant une poursuite de cette tendance dans les mois à venir, nous nous attendons à ce que le taux de chômage poursuive sa trajectoire ascendante en 2024.

Néanmoins, comme nos prévisions de base suggèrent une récession légère, sans nécessairement prévoir un pic de la même ampleur que celui observé lors des récessions précédentes, il reste possible que des changements rapides sur le marché du travail entraînent une première baisse des taux plus tôt que prévu.

Taux de chômage [gauche]; croissance de la population active supérieure aux créations d'emplois en 2023 [droite]



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

Perspectives économiques américaines

Tout comme les pilotes évaluent les conditions avant l'atterrissage, le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, analyse l'économie américaine alors que nous entamons la dernière étape du parcours post-COVID-19. Pendant que les investisseurs attachent leur ceinture et espèrent un atterrissage en douceur, les économistes affinent leurs prévisions pour l'année. L'économie américaine devrait fluctuer, car nous nous attendons à ce qu'un large éventail de vents de face et de dos s'abattent sur le consommateur américain, mais malgré quelques turbulences, nous continuons à penser que l'atterrissage se fera en toute sécurité.

L'indice des prix à la consommation (IPC) américain a poursuivi sa trajectoire désinflationniste vers la fin de l'année 2023, ce qui a rendu les investisseurs très optimistes. L'espoir d'un atterrissage en douceur et les prévisions d'une inflation atteignant l'objectif de 2 % plus rapidement que prévu ont poussé les marchés à penser que la Réserve fédérale réduira ses taux à plusieurs reprises en 2024, à partir du premier trimestre. Nous ne sommes pas d'accord avec les marchés, car nous pensons que la Réserve fédérale est plus préoccupée par une réaccélération potentielle de l'inflation, en particulier si l'économie américaine peut éviter une récession, et elle sera très prudente dans l'abaissement des taux.

Si nous supposons que l'économie reste forte et qu'elle connaît un atterrissage en douceur, comment justifier une baisse des taux si l'économie peut supporter un taux des fonds fédéraux de 5,5 % et continuer à croître sans relâche? Dans ce cas, nous pensons que la Réserve fédérale serait plus soucieuse de préserver la possibilité d'assouplir sa politique monétaire si une récession future l'exigeait. Par exemple, outre l'assouplissement quantitatif, la Réserve fédérale a pu assouplir sa politique monétaire à la suite de la pandémie de COVID-19 parce qu'elle a relevé le taux des fonds fédéraux de 0-0,25 % en 2015 à 2,25-2,50 % en 2019. En revanche, si les taux avaient déjà été plus bas en 2020, elle aurait eu moins de marge de manœuvre.

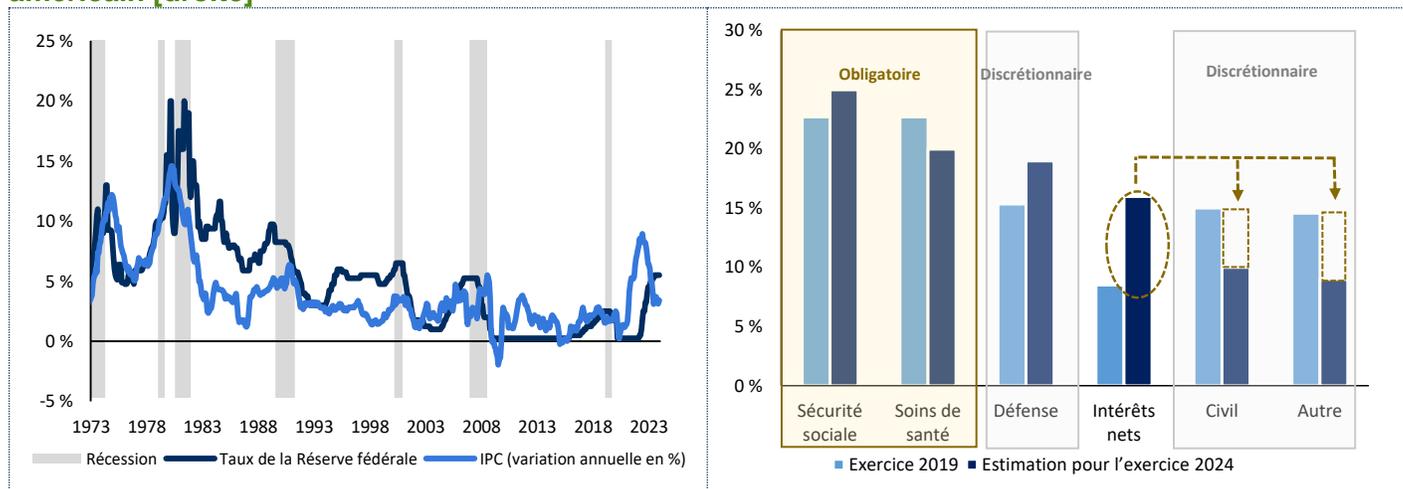
Même si l'économie entre dans une légère récession, comme nous le prévoyons encore, la Réserve fédérale sera réticente à abaisser fortement les taux d'intérêt, craignant qu'une baisse des taux d'intérêt ne fasse repartir l'inflation à la hausse. En d'autres termes, si la Réserve fédérale commence à abaisser les taux d'intérêt, le cycle du crédit va redémarrer avec une augmentation des prêts, puis générer potentiellement des hausses beaucoup plus importantes des prix de l'immobilier, ce qui pourrait relancer l'inflation d'ici à la fin de 2024. Si nous ajoutons à cela une incertitude géopolitique persistante ou un effort réussi du cartel OPEP+ pour pousser les prix du pétrole beaucoup plus haut, il sera très difficile de voir les responsables de la Réserve fédérale accepter le potentiel de réaccélération de l'inflation en échange d'une croissance économique plus forte. Cela est d'autant plus vrai que les prix des logements sont de nouveau en hausse et que les effets inflationnistes des augmentations des prix des logements en 2023 commenceront à se faire sentir en 2024.

Dettes nationales : vents contraires persistants

L'impact des augmentations des taux d'intérêt, qui s'élèvent à plus de 500 points de base depuis le début du cycle de hausse, a eu des conséquences négatives tant pour les consommateurs que pour le gouvernement. Les dépenses d'intérêt annuelles du gouvernement sur la dette publique devraient dépasser 1 000 milliards de dollars US en 2024, soit le chiffre le plus élevé jamais enregistré. Toutefois, le défi ne réside pas dans la capacité des États-Unis à honorer leurs obligations en matière de dette; le principal problème lié à la dette américaine est que le système politique doit se mettre d'accord sur un budget déjà tendu pour y inclure ces paiements d'intérêts, ainsi que sur une solution à long terme au problème de la dette.

Aujourd'hui, environ deux tiers des dépenses publiques sont affectés à des programmes non discrétionnaires ou obligatoires. En d'autres termes, à moins que les lois actuelles ne soient modifiées, les États-Unis doivent continuer à payer ces dépenses. C'est un peu comme les « coûts fixes » dans le langage des affaires : il n'y a pas de degré de liberté pour modifier ces dépenses à court et à moyen terme, à moins d'un accord entre les partis au Congrès. Le tiers restant des dépenses publiques est discrétionnaire, et le gouvernement américain pourrait éventuellement l'ajuster pour permettre le paiement d'intérêts plus élevés sur la dette, mais ces dépenses nécessitent également un accord politique pour décider d'une solution. Le modèle budgétaire PENN WHARTON de l'université de Pennsylvanie estime que les États-Unis disposent d'une vingtaine d'années pour prendre des mesures correctives dans le cadre des politiques actuelles avant d'être confrontés à une inévitable défaillance de l'État. Néanmoins, il est urgent que les décisions concernant le budget américain soient prises rapidement malgré ce délai.

Inflation et taux de la Réserve fédérale [gauche]; composition des dépenses du gouvernement américain [droite]



Source : RJ Economics; FactSet du 15 décembre 2023.

Marché du travail : turbulences à venir

Le marché du travail américain a créé plus de 2,7 millions d'emplois en 2023, mais les effectifs non agricoles ont commencé à ralentir au cours des derniers mois de l'année. Les offres d'emploi sont en baisse depuis le pic de 2022 et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive au premier trimestre de 2024. Comme l'économie continue de ralentir, nous prévoyons une légère contraction du marché du travail à partir du deuxième trimestre de cette année. Cela devrait faire grimper le taux de chômage à environ 4,8 % au troisième trimestre de 2024, mais nous nous attendons à ce que le marché du travail commence à se redresser avant la fin de l'année. Bien que les licenciements soient toujours douloureux et coûteux pour les individus comme pour l'économie américaine, nous nous attendons à ce qu'il y ait beaucoup moins de répercussions en 2024 que lors des récessions précédentes. La récession moyenne se traduit par une perte d'environ 2,5 millions d'emplois, alors que nous ne prévoyons qu'une perte d'environ 1 million d'emplois au cours du ralentissement à venir. En outre, le système fiscal américain intègre des « stabilisateurs automatiques », qui fournissent un tampon naturel en cas de ralentissement économique en allégeant le fardeau des familles au moyen de l'assurance emploi, de programmes d'aide au revenu et de mesures incitatives fiscales.

Le bilan : autorisation pour l'atterrissage

Une inflation stable et plus faible, une croissance de l'emploi plus faible et une demande plus faible de la part des consommateurs vont ralentir la croissance économique, qui passera de la forte expansion enregistrée en 2023 à environ 1,0 % en 2024. Bien que nous continuions à prévoir une très légère récession qui durera deux trimestres, nous tenons à souligner que la croissance globale pour l'année restera positive. Avec les ressources actuellement disponibles, on estime que les États-Unis sont en mesure d'enregistrer une croissance durable à un rythme d'environ 1,9 % sans provoquer de hausse des prix. Par conséquent, nos prévisions de PIB pour l'économie américaine, si elles se concrétisent, devraient être bien accueillies non seulement par les investisseurs, mais aussi par la Réserve fédérale, car l'inflation sera moins susceptible de réaccélérer.

En outre, le concept de « récessions asynchrones » devrait atténuer la récession. En effet, plusieurs secteurs de l'économie ont déjà connu une contraction l'année dernière. Par conséquent, alors que certains des secteurs expansionnistes de l'année dernière commencent à s'affaiblir, ceux qui se sont contractés en 2023 pourraient commencer à connaître une croissance. Si l'économie américaine n'a pas connu de récession en 2023, c'est parce que la demande des consommateurs, soutenue par une croissance toujours forte de l'emploi et des revenus réels en raison du ralentissement de l'inflation, a permis aux consommateurs américains de continuer à dépenser.

Les perspectives économiques n'annoncent pas 2024 comme une année de « récession », mais plutôt comme une année de « désinflation soutenue avec une croissance économique faible ». En fait, selon nos prévisions, la prochaine récession serait non seulement très légère, avec moins de pertes d'emplois et de baisses des investissements fixes, mais aussi plus courte que la moyenne des récessions. Alors que nous prévoyons un affaiblissement des dépenses de consommation, nous nous attendons à ce que les placements fixes gouvernementaux et non résidentiels augmentent davantage et permettent d'amortir le ralentissement économique. En effet, les dépenses publiques ont tendance à augmenter en période de ralentissement, et les incitations fiscales telles que l'Inflation Reduction Act (loi sur la réduction de l'inflation), la CHIPS Act (loi de création d'incitatifs utiles en matière de production de semi-conducteurs) et l'Infrastructure Investment and Jobs Act (loi sur le placement et l'emploi dans les infrastructures) continueront probablement à encourager les dépenses malgré le coût élevé des emprunts. En fin de compte, l'économie américaine a été autorisée à atterrir, mais à notre avis, il est peu probable que l'atterrissage soit aussi doux que ce que beaucoup prédisent.

Actions canadiennes

Après une année volatile, les marchés boursiers canadiens ont connu une large reprise de 11 % après un creux en octobre, l'indice composé S&P TSX terminant l'année 2023 en hausse de 8,1 % en matière de prix, ou de 11,8 % en matière de rendement total net, avec le réinvestissement de tous les dividendes, à l'exclusion de l'effet des retenues à la source. En revanche, en 2022, les taux étaient respectivement de -8,7 % et de -5,8 %.

Les technologies de l'information ont été le secteur le plus performant de l'indice TSX en 2023, avec une hausse de 69 %, notamment grâce à Shopify (SHOP-CA), qui a fait un bond de 118 % au cours de l'année. Cependant, en raison de la baisse de 52 % du secteur en 2022, nous avons observé une baisse de 19 % de ce même secteur sur une période de 24 mois par rapport à son point de départ en 2022. Le secteur financier a été le deuxième secteur le plus performant en 2023 (14 %), principalement grâce aux compagnies d'assurance. Trois autres secteurs ont enregistré une croissance modeste à deux chiffres en 2023. Les biens de consommation de base ont enregistré une hausse de 12 %, s'appuyant sur la solide croissance de 10 % de l'année précédente, tirée par Couche-Tard (ATD-CA). Les produits industriels ont enregistré une hausse de 12 %, le secteur de la construction et de l'ingénierie se distinguant par un rendement total remarquable de 39 %. Les biens de consommation discrétionnaire ont augmenté de 11 %, principalement en raison de la performance de Dollarama (DOL-CA) et de Restaurant Brands International (QSR-CA), qui possède des marques de restaurants à service rapide, comme Tim Hortons et Burger King. L'immobilier a progressivement rebondi depuis le creux de 2022, affichant un gain de 7 % en 2023. Les FPI résidentielles et les FPI industrielles ont nettement surperformé, tandis que les FPI de détail, diversifiées, de bureaux et de soins de santé ont enregistré des performances médiocres. Le secteur de l'énergie a connu une année relativement stable, avec une amélioration des rendements à la deuxième moitié et des résultats mitigés parmi les entreprises sous-jacentes. Enfin, les secteurs des services publics, des matériaux et des services de communication sont restés à la traîne par rapport au marché. Dans le secteur des services de communication, Bell (BCE-CA) et Telus (T-CA) ont tous deux enregistré une perte d'environ 10 %. Dans l'ensemble, nous avons observé des signes évidents de rotation sectorielle vers les

secteurs de valeurs sûres. Lorsqu'il est question de secteurs ou de groupes industriels de valeurs sûres, nous faisons généralement référence aux services publics, aux biens de consommation de base, aux assurances, aux télécommunications, aux logiciels et aux services informatiques.

Rendement du secteur et valorisations

Nom d'indice	2022	2023	2022 - 2023 (Non annualisé)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	Depuis la pause de la BdC (12 juillet 2023)	Ratio C/B actuel 12 prochains mois	Ratio C/B historique (Depuis 2000)	Prime (+) / Décote (-)
Indice composé S&P/TSX	-5.8 %	11.8 %	5.4 %	4.6 %	1.1 %	-2.2 %	8.1 %	6.3 %	13.7	14.5	-0.8
TECHNOLOGIES DE L'INFORMATION	-52.0 %	69.2 %	-18.8 %	26.5 %	16.6 %	-7.5 %	24.0 %	21.5 %	33.7	22.3	11.5
SERVICES FINANCIERS	-9.4 %	13.9 %	3.2 %	1.7 %	2.0 %	-2.6 %	12.8 %	8.1 %	10.2	11.4	-1.2
BIENS DE CONSOMM. DE BASE	10.1 %	12.2 %	23.5 %	7.9 %	-2.6 %	-1.2 %	8.1 %	10.7 %	15.8	15.8	0.0
PRODUITS INDUSTRIELS	1.5 %	11.9 %	13.5 %	6.6 %	2.1 %	-4.2 %	7.4 %	5.9 %	21.7	15.7	5.9
CONSOMM. DISCRÉTIONNAIRE	-6.0 %	11.0 %	4.3 %	4.6 %	6.4 %	-7.1 %	7.3 %	1.1 %	14.2	14.3	-0.1
IMMOBILIER	-21.5 %	7.1 %	-16.0 %	5.8 %	-2.8 %	-6.1 %	10.8 %	1.9 %	14.7	14.6	0.0
ÉNERGIE	30.9 %	6.7 %	39.6 %	-2.3 %	0.3 %	10.3 %	-1.3 %	10.9 %	11.5	14.8	-3.3
SERVICES PUBLICS	-10.6 %	0.2 %	-10.4 %	6.7 %	-1.5 %	-12.0 %	8.2 %	-3.7 %	17.5	17.9	-0.4
MATÉRIAUX	1.8 %	-1.3 %	0.5 %	8.1 %	-6.9 %	-3.8 %	1.9 %	-6.9 %	16.4	16.9	-0.6
SERV. DE COM.	-2.6 %	-3.9 %	-6.4 %	3.2 %	-1.1 %	-12.5 %	7.6 %	0.0 %	16.4	15.8	0.5

Source : FactSet; Raymond James Ltée; données en date du 12 janvier 2024. Tous les rendements sont des rendements totaux, en \$ CA.

Prévisions en 2024

Pour 2024, nous prévoyons une légère récession, avec des baisses de taux à partir du milieu de l'année, puisque l'inflation continue à se rapprocher de l'objectif de 2 % de la Banque du Canada. Comme pour les actions américaines, nous prévoyons une pression sur les BPA, mais elle sera compensée par des taux d'actualisation plus bas et des ratios C/B plus élevés, car les marchés s'attendent à une croissance économique jusqu'à la fin de 2024 et au début de 2025.

Préférences sectorielles pour chaque moitié de 2024

Si nous examinons les secteurs que nous privilégions pour chaque moitié de l'année, nous pouvons voir quels sont les secteurs du TSX qui se comportent généralement bien pendant une pause de la BdC en matière de taux d'intérêt. Lorsque la Banque du Canada met une pause à un niveau supérieur à 2 %, les secteurs des services publics, de la finance et de la consommation de base affichent généralement les meilleurs rendements. Cependant, si nous ajustons ces rendements pour tenir compte des mouvements de prix déjà observés depuis la pause de la Banque du Canada en juillet, nous constatons que les secteurs des services publics et des matériaux offrent potentiellement les meilleures performances jusqu'à la fin de cette période.

En ce qui concerne la deuxième moitié 2024, nous avons examiné les périodes des 30 dernières années au cours desquelles la Banque du Canada a abaissé son taux directeur à partir d'un niveau supérieur à 2 %, mais en restant à au moins 2 % une fois les réductions terminées, comme nous nous y attendrions dans ce scénario, en l'absence d'un environnement de récession plus extrême incitant à des réductions plus draconiennes pour stimuler l'économie. Dans ces cas, l'indice composé TSX a augmenté en moyenne de 15,8 % sur une base annuelle pendant les périodes de réduction des taux. Pour nos besoins, nous supposons donc que cette période s'étend de la mi-2024 à la mi-2025. Les secteurs du TSX qui ont eu tendance à surperformer pendant ces périodes étaient généralement les technologies de l'information, l'énergie et les services financiers.

Si les technologies de l'information se négocient actuellement à des ratios C/B élevés par rapport à leur médiane historique, elles ont en fait baissé par rapport au pic atteint à la fin de 2021, qui est resté supérieur à 70x pendant environ 18 mois. Plus important encore, le secteur des technologies de l'information a justifié ces ratios C/B élevés par sa forte croissance des bénéfices par action, et nous y voyons un exemple de croissance à un prix raisonnable.

Préférences sectorielles au Canada pour le T1 2024

Dans le tableau ci-dessous, nous résumons nos points de vue sur divers secteurs de l'indice composé TSX pour le premier trimestre de 2024, car nous nous attendons à un ralentissement économique plus marqué. D'ici le milieu de l'année, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada commence à réduire ses taux et à ce qu'elle ait plus de visibilité sur la reprise économique, comme nous l'avons vu plus haut, ce qui donnerait plus de confiance pour se tourner vers des secteurs plus cycliques.

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

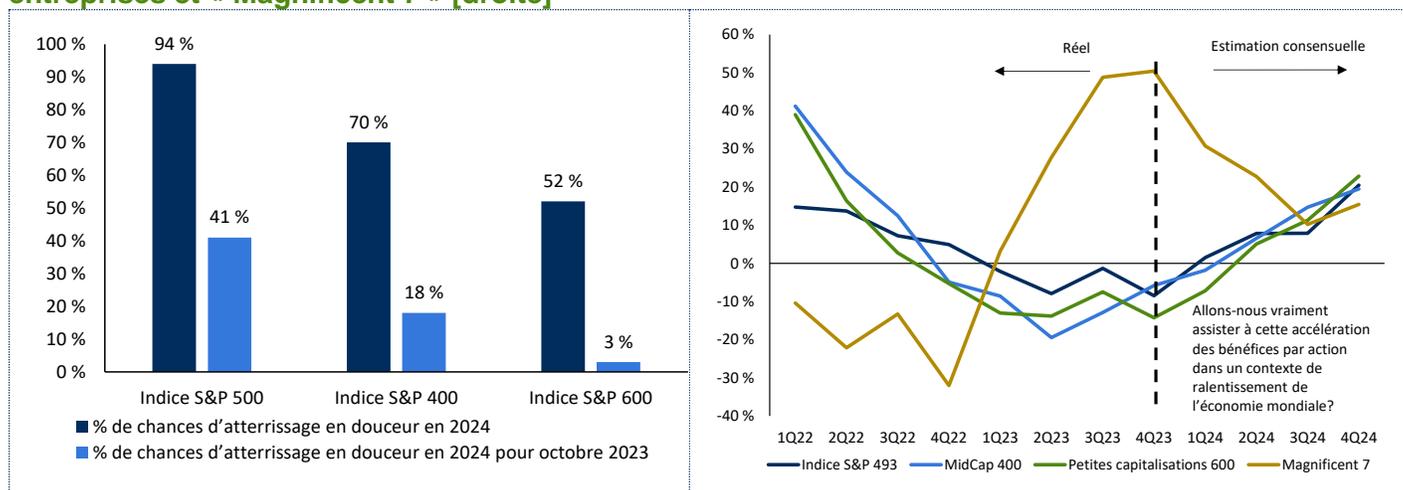
Secteur GICS	Pondération du TSX	Rating	Commentaires pour le T1 2024
Services de communication	3.7%	PONDÉRATION DU MARCHÉ	Puisque la négociation se fait à des ratios C/B légèrement supérieurs à la moyenne, nous pensons que ce secteur généralement qualifié de « valeurs sûres » conservera sa valeur malgré le ralentissement économique et sans la menace de nouvelles hausses des taux d'intérêt.
Consommation discrétionnaire	3.6%	SOUS-PONDÉRATION	Puisque la négociation se fait à son niveau médian historique de ratio C/B, la consommation discrétionnaire a connu une hausse de 11 %, qui concorde avec la composition du TSX en 2023, et de 7,3 % au T4 2023. À mesure que les effets des taux d'intérêt élevés se font sentir dans l'économie, ce qui se traduit par un ralentissement des dépenses de consommation et un affaiblissement des prévisions de croissance des salaires, nous prévoyons une diminution du revenu disponible et une pression sur les bénéfices par action en 2024.
Biens de consommation de base	4.2%	SURPONDÉRATION	Puisque la négociation se fait au niveau médian historique de ratio cours/bénéfice, le secteur des biens de consommation de base affiche une croissance constante du bénéfice par action des 12 prochains mois. Historiquement, elle a souvent surperformé lorsque la BdC a fait une pause. Anticipant que la Banque du Canada maintiendra les taux d'intérêt inchangés jusqu'à la mi-2024, nous recommandons de surpondérer les biens de consommation de base au début de l'année, car nous constatons une augmentation des pressions économiques.
Énergie	17%	PONDÉRATION DU MARCHÉ	L'énergie, qui se négocie actuellement avec une décote, est fondamentalement plus difficile à prévoir, car il s'agit d'un secteur hautement cyclique qui dépend de l'offre. Nous prévoyons généralement une réduction de la demande en raison du ralentissement des économies, mais les tensions géopolitiques croissantes pourraient perturber l'offre et faire grimper les prix. Nous pensons que le secteur de l'énergie offrira davantage d'occasions lorsque la Banque du Canada commencera à réduire ses taux et que l'économie mondiale se redressera, c'est pourquoi nous réservons toute pondération positive à ce stade. À court terme, nous considérons qu'il s'agit d'un secteur probablement volatil.
Services financiers	31%	PONDÉRATION DU MARCHÉ	Les titres se négocient avec une décote par rapport aux valeurs historiques, mais nous pourrions encore assister à un fléchissement du BPA à court terme, bien que les inquiétudes concernant les pertes sur prêts s'atténuent à mesure que la trajectoire des taux d'intérêt baisse de façon plus convaincante. Le secteur de l'assurance a nettement surperformé par rapport au secteur en 2023, les marchés s'étant progressivement orientés vers les valeurs sûres. Historiquement, le secteur financier a, en moyenne, surpassé l'indice composé TSX pendant les pauses de taux de la Banque du Canada.
Soins de santé	0.3%	PAS DE NOTATION	
Produits industriels	14%	PONDÉRATION DU MARCHÉ	Le secteur industriel est hautement cyclique et se négocie actuellement à un prix élevé. Avec le début d'une récession et la persistance de taux d'intérêt élevés, il pourrait rencontrer des difficultés dans la croissance de ses bénéfices, bien qu'avec un ensemble diversifié d'entreprises exposées aux marchés américains et internationaux, nous sommes prudemment optimistes concernant l'attribution d'une note de pondération du marché, attendant davantage une reprise économique, en particulier avec des occasions potentielles dans le cadre d'un scénario de réindustrialisation des États-Unis.
Technologies de l'information	8.7%	PONDÉRATION DU MARCHÉ	Info Tech was the best-performing sector on the TSX Comp in 2023, however, given its 52% decline in 2022, we still observed the sector down 19% over a 24-month period. While Info Tech is currently trading at elevated P/E multiples compared to its historical median, it has actually come down from its peak at the end of 2021, and can be justified through its robust EPS growth.
Matériaux	11%	PONDÉRATION DU MARCHÉ	Le rendement du secteur des matériaux est resté pratiquement inchangé au cours des deux dernières années. Il s'agit de l'un des secteurs les moins performants en 2023, mais il ne se négocie que légèrement en dessous de sa moyenne historique. Le sentiment pourrait devenir plus positif lorsque nous pourrions envisager avec confiance une reprise économique, avec une demande globale pour de nombreux métaux dans le cadre de l'électrification et de la transition énergétique. Historiquement, le secteur a généré un rendement moyen supérieur à celui de l'indice composé TSX pendant les pauses précédentes de la BdC lorsque les taux étaient supérieurs à 2 %.
Immobilier	2.4%	PONDÉRATION DU MARCHÉ	L'immobilier a rebondi depuis le creux de 2022, affichant un gain de 7 % en 2023. Les FPI résidentielles et les FPI industrielles ont nettement surperformé, tandis que les FPI de détail, diversifiées, de bureaux et de santé ont enregistré des performances médiocres. Nous pensons que les FPI résidentielles continueront à surperformer, compte tenu des baisses de taux prévues en 2024 et de l'augmentation de la population, alimentée par une forte immigration. Les FPI commerciales pourraient encore être confrontées à des défis à l'approche d'une récession. Compte tenu de l'ensemble des composantes, nous avons assigné une pondération de marché, tandis que la diminution des craintes de hausses de taux est favorable au secteur dans son ensemble.
Services publics	4.0%	SURPONDÉRATION	Puisque la négociation est à son niveau médian historique de ratio cours/bénéfice, le rendement du secteur des services publics a été inférieur à celui de l'indice composé TSX en 2022 et en 2023. Toutefois, comme il s'agit d'un secteur traditionnellement qualifié de « valeurs sûres », nous nous attendons à ce qu'il surperforme lorsque l'économie entrera en récession. Ce secteur a toujours été le plus performant parmi les secteurs du TSX au cours des périodes précédentes de pause des taux de la Banque du Canada, et nous prévoyons un nouveau rebond cette fois-ci. Nous recommandons de surpondérer les services publics jusqu'à ce que les taux baissent et que des signes de reprise économique apparaissent en 2024.

Actions américaines

Le rallye des Fêtes s'est poursuivi au cours des trois dernières semaines de décembre. La reprise des actions mondiales, qui a débuté le 28 octobre, s'est traduite par des rendements stupéfiants d'entre 15 et 20 % pour les indices des titres à forte capitalisation, d'environ 20 % pour les indices des titres à moyenne capitalisation et de plus ou moins 25 % pour les indices des titres à petite capitalisation, sans différence significative entre les valeurs de croissance et les valeurs de rendement (elles ont toutes deux connu une reprise spectaculaire). L'immobilier a été de loin le secteur avec le meilleur rendement, tandis que l'énergie a été le secteur avec le moins de rendement au cours de cette dernière reprise.

Nous sommes ainsi passés d'un ratio C/B fortement réduit par rapport à la moyenne sur cinq ans de tous les indices de référence à une parité très proche de la moyenne sur cinq ans. Une mise en garde s'impose à l'approche de 2024 : le marché des actions semble tout aussi convaincu qu'il vivra un atterrissage en douceur aujourd'hui qu'il l'était de l'arrivée d'une récession en 2022. Dans les deux cas, la leçon à tirer à court terme est qu'il ne faut pas s'opposer à un marché qui veut exprimer son opinion, tandis que la leçon à plus long terme est que l'économie est une tortue et que, quel que soit le niveau de conviction du marché des actions, l'économie mettra plus de temps que la plupart des gens ne le pensent à révéler sa réponse finale.

Pourcentage de probabilité d'un atterrissage en douceur en 2024 intégré dans les indices boursiers [gauche]; Consensus des BPA trimestriels en glissement annuel pour les grandes, moyennes et petites entreprises et « Magnificent 7 » [droite]



En 2024, nous prévoyons une baisse de l'inflation et des taux d'intérêt (3,5-4,0 % pour les obligations du Trésor à 10 ans d'ici la fin de l'année), ainsi qu'une certaine stagnation des actions américaines, avec une rentabilité des entreprises (BPA) relativement stable et sous la pression du ralentissement de l'économie, mais avec des ratios C/B élevés reflétant la baisse des taux d'intérêt et d'escompte, les marchés financiers attendant avec impatience la reprise de l'après-récession.

Dans ce contexte, nous privilégions les actions américaines dans les secteurs de l'assurance, de l'immobilier, des services publics, de la consommation de base et des soins de santé. Avec le ralentissement de l'économie, les secteurs de l'énergie, des produits industriels et de la consommation discrétionnaire présentent un risque pour les bénéficiaires. Les dépenses de consommation ont été soutenues par des taux d'épargne faibles, mais nous ne pensons pas que cette situation soit durable. Ce raz-de-marée de dépenses est en train de se résorber, mais pas rapidement aux États-Unis (il se résorbe beaucoup plus rapidement en dehors des États-Unis). Avec une économie résiliente et un marché du travail toujours tendu, nous ne prévoyons pas de répercussions négatives majeures, juste un ralentissement des dépenses.

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 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.

Nos perspectives pour 2024 restent basées sur une légère récession, avec des prévisions de BPA consensuelles en baisse tout au long de l'année, comme cela a été le cas en 2023, lorsque le BPA consensuel des actions à petite capitalisation a baissé de 17 %, celui des actions à moyenne capitalisation a reculé de 9 % et celui des actions à grande capitalisation (amorti par l'IA) a terminé l'année à 4 % en dessous de son niveau de départ. Tout cela se déroule dans le contexte d'une économie plus forte que prévu. En contrepartie de nos prévisions de croissance modeste du BPA pour 2024, nous pensons que les ratios C/B resteront élevés et pourraient se renforcer à mesure que les taux d'intérêt diminuent et que le marché regarde au-delà de la faiblesse actuelle de l'économie.

Titres à revenu fixe canadiens

Au début d'une nouvelle année civile, nous commençons par examiner le rendement de l'obligation à 10 ans du gouvernement du Canada au cours de l'année précédente, ce qui peut nous donner une bonne idée de l'état d'esprit au cours de cette période. En effet, le rendement de l'emprunt à 10 ans a atteint son niveau le plus élevé depuis novembre 2007 (il y a plus de 15 ans!), soit 4,24 % au début du mois d'octobre. Ce qui est amusant, c'est que le rendement calendaire ne tient pas compte des mouvements d'un jour à l'autre ou d'un mois à l'autre, mais tient uniquement compte du jour d'ouverture de l'année et le compare au jour de clôture. Si l'on tient compte de cette valeur, l'année a été essentiellement stable, les obligations à 10 ans du gouvernement canadien clôturant avec seulement 11 points de base de moins qu'au début de l'année 2023.

Taux de rendement des obligations à 10 ans du gouvernement du Canada



Source : Raymond James Ltée; FactSet; données au 29 décembre 2023.

Cette remontée des rendements ne s'est pas limitée aux titres à dix ans, puisque des effets similaires ont été observés sur les échéances plus longues et plus courtes, laissant une courbe qui rappelle celle du début de l'année dernière. Au cours du dernier trimestre, nous avons suggéré aux investisseurs d'allonger la durée de leurs placements, ce qui leur permettrait de tirer parti des taux historiquement élevés. Nous avons fondé cette décision sur le fait que nous estimions que les rendements avaient plus de chances de diminuer par rapport à leurs niveaux antérieurs, ce qui s'est effectivement produit au cours du dernier trimestre. Toutefois, nous ne pensons pas que le bateau ait complètement levé l'ancre, ce qui signifie que les investisseurs ont encore le temps de se tourner vers des valeurs mobilières à plus longue échéance et d'en tirer potentiellement profit si les obligations évoluent comme prévu.

La Banque du Canada a récemment publié ses enquêtes sur les perspectives des entreprises et sur les consommateurs pour le trimestre écoulé. Ces enquêtes sont le fruit de nombreux entretiens avec des chefs d'entreprise (perspectives des entreprises) et des chefs de ménage (consommateurs). Dans les deux cas, les prévisions d'inflation sont orientées à la baisse, bien qu'un quart des entreprises estiment qu'il faudra plus de quatre ans pour que l'inflation revienne à l'objectif de 2 %. Les attentes des

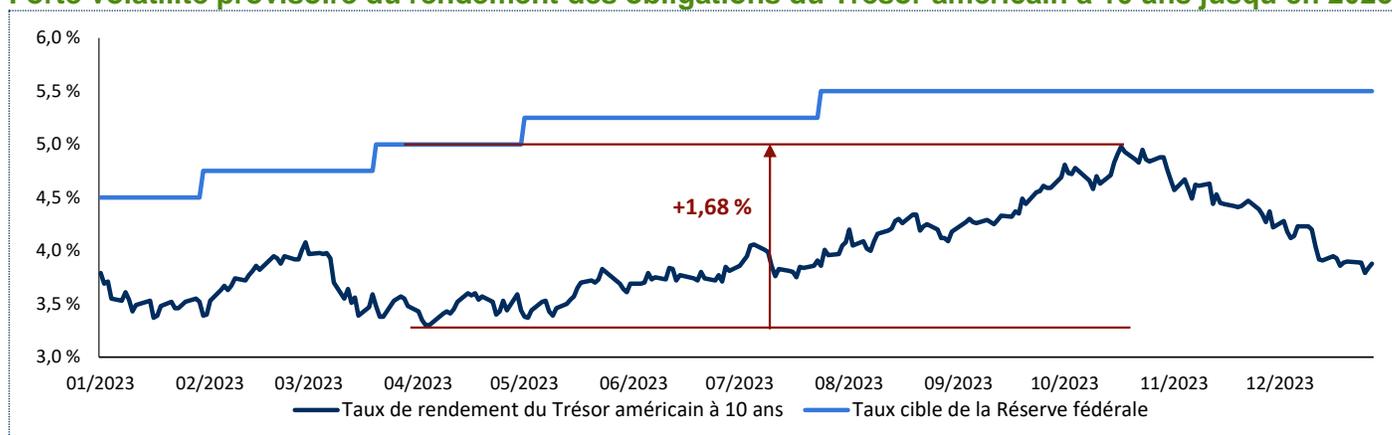
consommateurs en matière de croissance des prix dans des domaines tels que l'alimentation et le gaz ont diminué, mais d'autres catégories sont restées plus stables. Cette enquête a également mis en évidence l'augmentation de l'incertitude économique par rapport aux trimestres précédents. Cela correspond à ce que nous indiquent les rendements, qui continuent de baisser en raison des attentes croissantes d'une prochaine baisse des taux.

Nous sommes d'accord avec la grande majorité pour dire que le Canada devrait connaître sa première baisse de taux cette année, bien que le moment prévu pour cet événement diffère d'une personne à l'autre. Certains s'attendent à ce que cela se fasse en avril, mais le consensus s'oriente vers le mois de juin, ce qui nous semble plus raisonnable. En ce qui concerne le nombre de baisses de taux en 2024, nous avons vu des estimations suggérant cinq, mais nous pensons que cela pourrait ne pas se concrétiser. Selon nous, 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.

Titres à revenu fixe américains

Il s'est passé beaucoup de choses avec les taux en 2023, et pourtant, à la fin de l'année, les choses étaient-elles différentes? Le rendement des obligations du Trésor à 10 ans a atteint son niveau le plus bas à la clôture, soit 3,30 %. Son niveau de clôture le plus élevé était de 4,98 %. Cette variation de 168 points de base représente une variation de 13,7 points du prix de l'obligation du Trésor à 10 ans d'aujourd'hui (110,02 \$ contre 96,29 \$). C'est beaucoup de volatilité. Pourtant, nous avons commencé l'année avec un rendement de 3,79 % et l'avons terminée avec 9 points de base de plus, à 3,88 %, soit une variation de prix de seulement 0,76 point. La volatilité provisoire de l'année est attribuée à l'incertitude du marché face aux données économiques, aux événements géopolitiques, aux élections nationales à venir, à l'inflation, à une récession potentielle et à la perception de l'action ou de l'inaction de la Réserve fédérale.

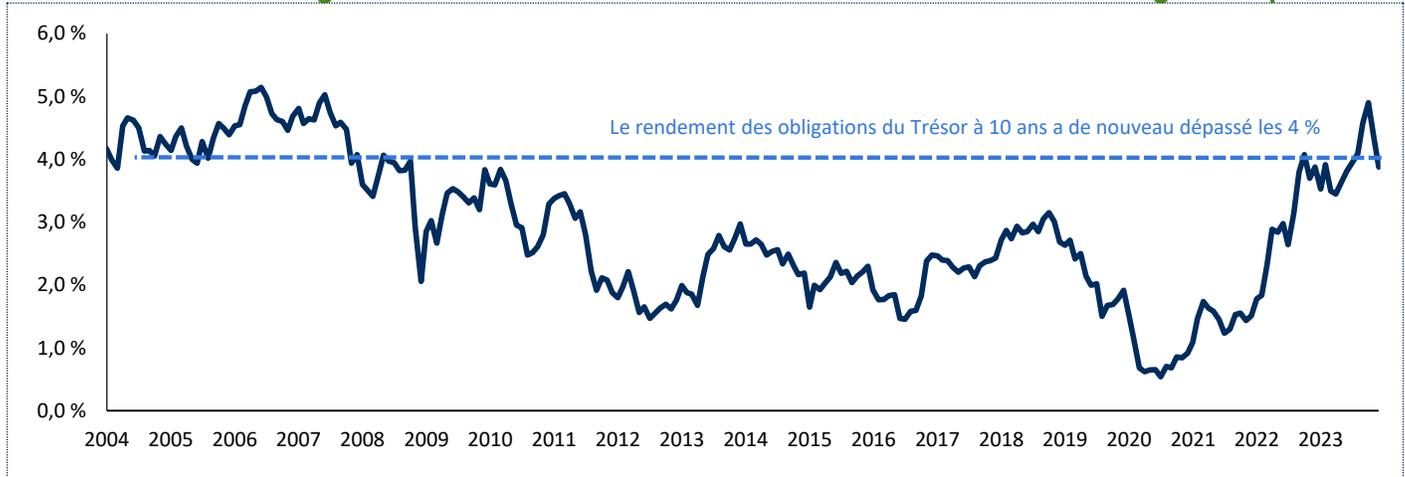
Forte volatilité provisoire du rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans jusqu'en 2023



Source : Raymond James & Associates; Raymond James Ltée; FactSet; données au 29 décembre 2023.

La ligne bleue du graphique ci-dessus représente la limite supérieure du taux des fonds de la Réserve fédérale. Les quatre marches d'escalier représentent les quatre hausses de la Réserve fédérale au cours de l'année. En mars, le marché a marqué une grande pause, craignant que l'effondrement de la Silicon Valley Bank ne soit le début d'une crise bancaire de plus grande ampleur. La Réserve fédérale a continué à se concentrer et à persévérer dans la lutte contre l'inflation en poursuivant ses hausses.

Le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans atteint des niveaux inégalés depuis 2008



Source : Raymond James & Associates; Raymond James Ltée; FactSet; données au 29 décembre 2023.

Le marché a apaisé ses craintes et la tendance à la hausse des taux a repris et s'est poursuivie jusqu'en octobre. Depuis octobre, le marché a non seulement indiqué qu'il pensait que la Réserve fédérale avait terminé ses hausses, mais qu'il tablait également sur un consensus de 75 points de base de réduction des taux de la Réserve fédérale (3 x 25 points de base) en 2024. Il y a quelques enseignements importants à tirer de l'année 2023. Il serait facile de cultiver un biais de taux ou un biais d'ancrage aux taux les plus élevés enregistrés en octobre. Il ne faut pas. Les niveaux de taux actuels ne peuvent être égalés sans un retour en arrière de plus de 15 ans! En d'autres termes, l'environnement actuel des taux offre aux acheteurs de titres à revenu fixe des niveaux de revenus historiquement élevés. Récemment, les obligations du Trésor à 10 ans ont à nouveau dépassé les 4%.

Si l'économie évite une récession profonde ou significative et reste forte grâce au plein emploi et à la participation continue des consommateurs, un ralentissement sera probablement accompagné d'un changement de politique monétaire avec un consensus de 2 à 4 petites réductions du taux de la Réserve fédérale, ce qui correspond au consensus majoritaire selon lequel les États-Unis connaîtront une récession légère ou n'en connaîtront pas du tout. Toutefois, des changements liés à l'emploi, aux revenus ou au comportement des consommateurs pourraient conduire à une récession plus profonde et toucher les changements de politiques, poussant la Réserve fédérale à agir de manière plus décisive. L'histoire montre que cette dernière n'hésitera pas à réduire rapidement les taux dans l'espoir d'accélérer l'influence positive sur une économie chancelante.

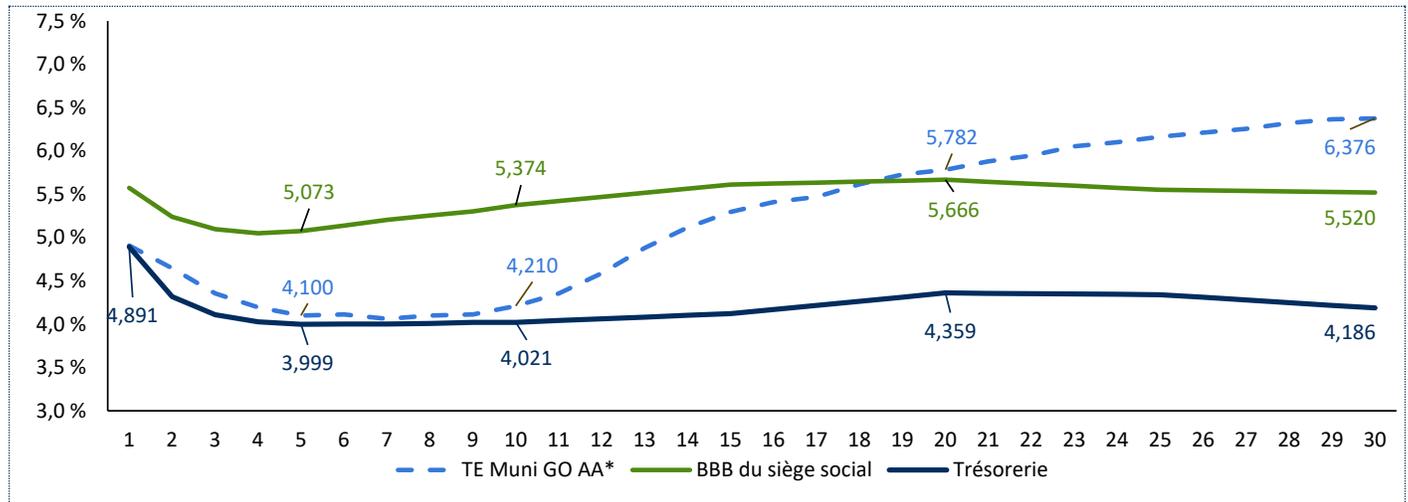
Que l'économie ralentisse un peu ou beaucoup, la quasi-totalité des investisseurs et des experts prévoit une baisse des taux d'intérêt, ce qui donne plus de crédit à la fixation des niveaux de revenus élevés par l'allongement de la durée. En outre, les niveaux de revenus étant élevés, les perspectives de rendement total sont meilleures. De moins en moins d'investisseurs se tournent vers les titres à revenu fixe pour obtenir un rendement total; ils espèrent plutôt obtenir un revenu, un mouvement de trésorerie et une protection de leur capital. Le marché peut offrir aux investisseurs en rendement total et en revenu ce qu'ils recherchent.

Le redoutable mot en « R », récession, peut être exagéré. Les récessions font partie du cycle économique. Il s'agit en quelque sorte d'une remise à zéro de l'économie pour une période d'expansion généralement plus longue. Il a été dit que cette période était dépourvue du choc majeur qui accompagne souvent les récessions plus profondes. Ici, la pandémie pourrait être vue comme ce choc. Le gouvernement a pris des mesures draconiennes pour éviter la catastrophe. La moitié des entreprises ont fermé ou réduit leur production et leurs services au minimum. Si le gouvernement n'était pas intervenu, nous aurions peut-être connu une dépression. Il se peut toutefois que nous ayons simplement repoussé le problème à plus tard. Les dépenses de consommation représentent environ 70 % du PIB des États-Unis. Le report des prêts étudiants et des loyers a permis aux consommateurs de gagner du temps. Les mesures de soutien du gouvernement et l'argent injecté dans l'économie ont permis de contenir la fureur de la pandémie. Cela a eu des conséquences telles que le gonflement de la dette américaine à plus de 34 000 milliards de

dollars US, et le crédit à la consommation a atteint des niveaux sans précédent. L'épargne personnelle, qui avait atteint un sommet pendant la pandémie, est revenue à la normale. Le consommateur se retrouve aujourd'hui avec une dette gonflée, plus aucune aide gouvernementale, des salaires qui n'ont pas suivi le rythme de l'inflation et la perspective que la Réserve fédérale soit encore loin de contrôler les prix.

Chacun des scénarios économiques conduit les investisseurs à une stratégie plausible : se préparer à l'inattendu (une récession plus profonde), saisir l'occasion de générer du revenu qui se présente et utiliser le produit qui correspond au profil de risque individuel.

Comparaison des courbes : exploration des différentes occasions offertes par les différentes courbes



Source : Raymond James & Associates; Raymond James Ltée; Bloomberg; données au 9 janvier 2024. * Obligation générale américaine AA; obligation municipale; rendement équivalent à l'impôt : 37 %; tranche d'imposition de la Réserve fédérale + 3,8 % Affordable Care Act.

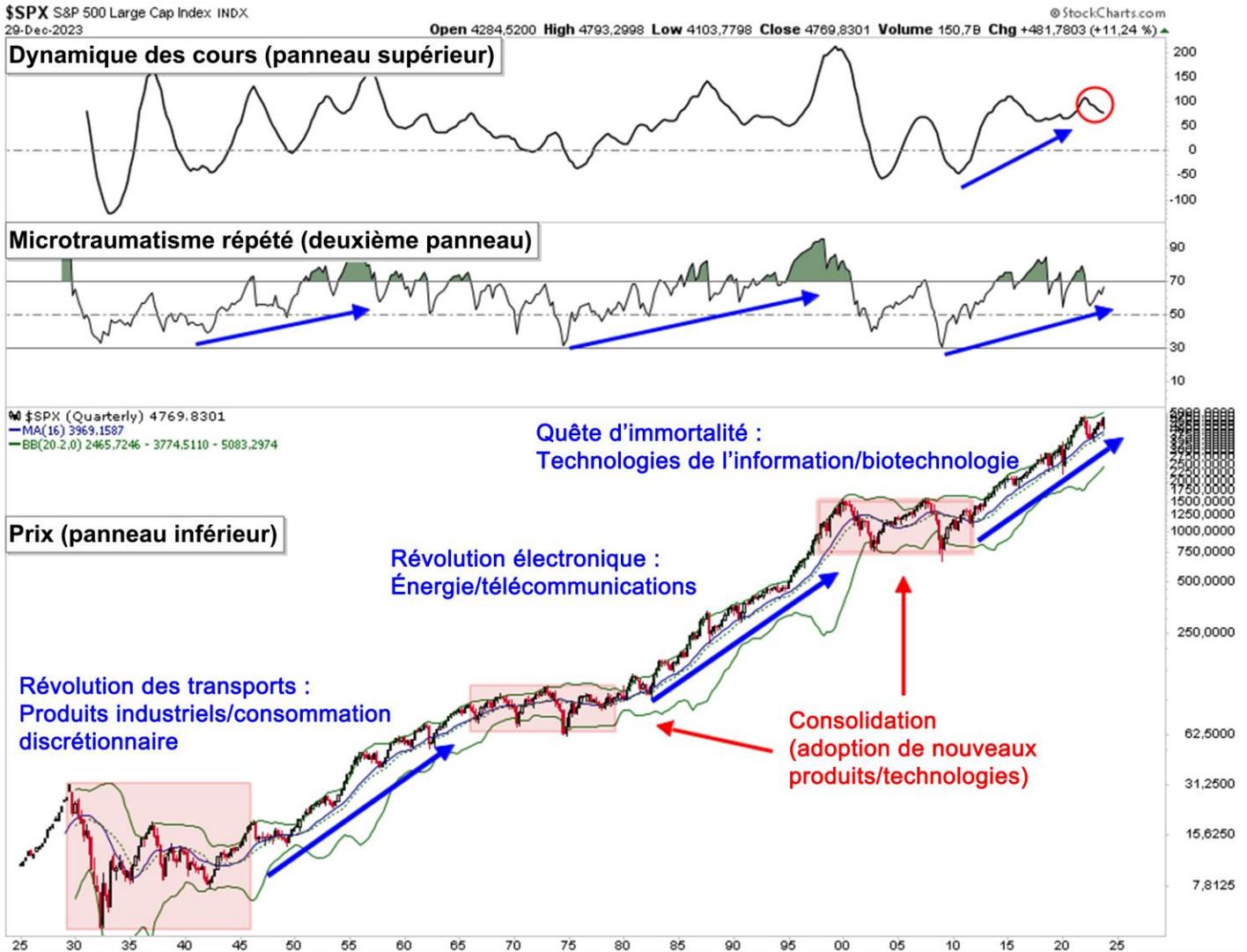
Les obligations municipales à court et moyen terme ont été pénalisées par la faiblesse de l'offre et la force de la demande. Cependant, la courbe municipale reste la courbe la plus pentue et la plus ascendante, offrant des rendements optimaux dans la fourchette d'échéance étendue de 20 à 30 ans. La plupart des structures municipales prévoient des options de remboursement anticipé dans les 10 ans, ce qui permet de maintenir certaines durées d'échéance longues à un niveau modeste. Bien que la courbe des entreprises reste plate, elle est surélevée par rapport à d'autres courbes à court et moyen terme qui optimisent les rendements après impôt (pour les contribuables américains) par rapport à d'autres solutions. Bien que la volatilité reste élevée, de nombreuses stratégies à revenu fixe sont à long terme et ne requièrent pas de synchronisation immédiate avec le marché. L'environnement actuel offre à la fois des perspectives de revenus et de rendement total potentiel. Saisissez l'occasion tant que la fenêtre reste ouverte.

Analyse quantitative et technique

Notre étude des cycles à plus long terme suggère qu'un marché haussier séculaire des actions est en place, qu'il a commencé en 2011 et qu'il s'étend, à terme, jusqu'à environ 2030.

Ce graphique à long terme du S&P 500 illustre visuellement les *trois* derniers grands thèmes d'investissement (voir les **flèches bleues**, marchés haussiers séculaires), ainsi qu'une période d'assimilation d'une décennie (voir les **cases rouges**, marchés baissiers séculaires) avant l'émergence des prochains thèmes de croissance séculaires.

S&P 500 – 100 ans – Annuel



Source : Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

Le graphique ci-dessous met en évidence tous les précédents points bas du cycle de 4 ans du S&P 500 depuis 1950.

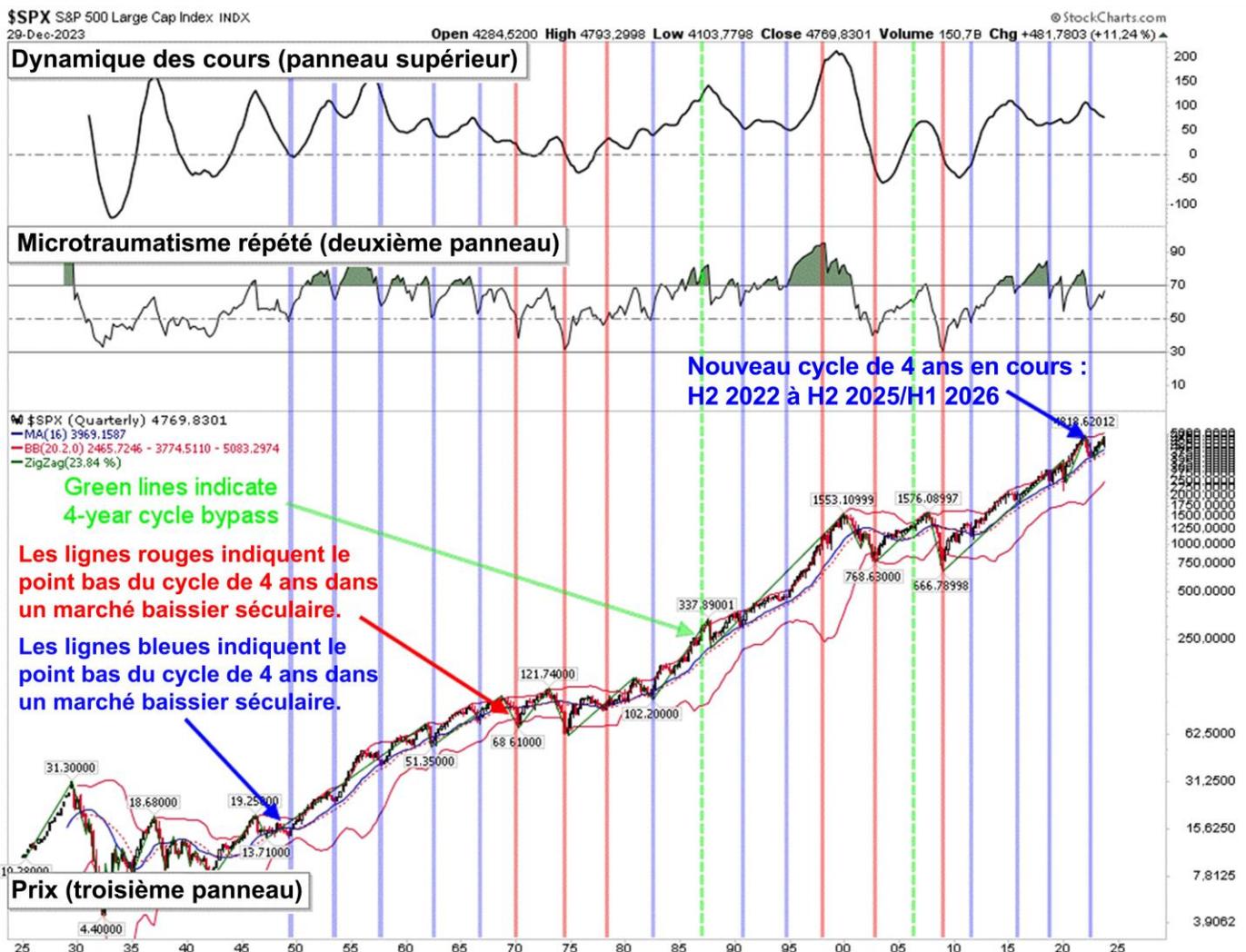
Nos travaux techniques à plus long terme suggèrent qu'un nouveau cycle de 4 ans (marché cyclique haussier de 3 à 5 ans) a débuté aux creux du 13 octobre 2022. Nous l'appelons le cycle *plus élevé plus longtemps*, ou cycle *HFL*.

Il y a un an, au début de l'année 2023, notre étude des cycles à long terme suggérait un objectif pour le S&P 500 d'environ 4 864, soit une hausse de 27 % par rapport à la clôture de l'année 2022. Rappelons que cela s'est fait dans un contexte de marché très baissier. Le S&P 500 a terminé l'année 2023 à environ 4 770, soit une hausse de 24 % sur l'année.

Notre objectif quantitatif/technique pour 2024 pour le S&P 500 est de 5 466, soit une hausse de 14,6 % par rapport à la clôture du 29 décembre.

Nos travaux sur les cycles à plus long terme suggèrent que le cycle quadriennal actuel a une tendance haussière, dans le temps, jusqu'à la deuxième moitié de 2025 et la première de 2026.

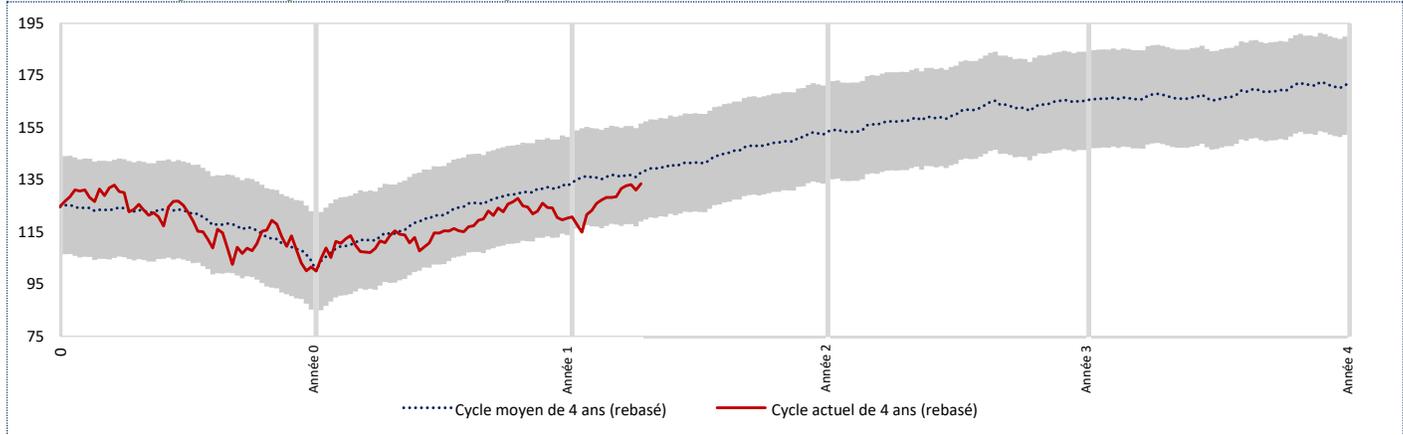
S&P 500 – Historique du cycle de 4 ans – 100 – Années – Trimestriel



Source : Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

Le graphique suivant illustre notre travail à plus long terme sur le cycle de quatre ans.
 La ligne bleue en pointillés représente la moyenne de tous les cycles quadriennaux de l'indice S&P 500 depuis 1949.
 La ligne rouge continue représente la trajectoire du cycle actuel depuis le creux du 13 octobre 2022.
 Compte tenu de la trajectoire moyenne du cycle de quatre ans, cela suggère fortement que le chemin de moindre résistance reste plus élevé pour les marchés d'actions jusqu'en 2024.

S&P 500 – Cycle moyen de 4 ans depuis 1949

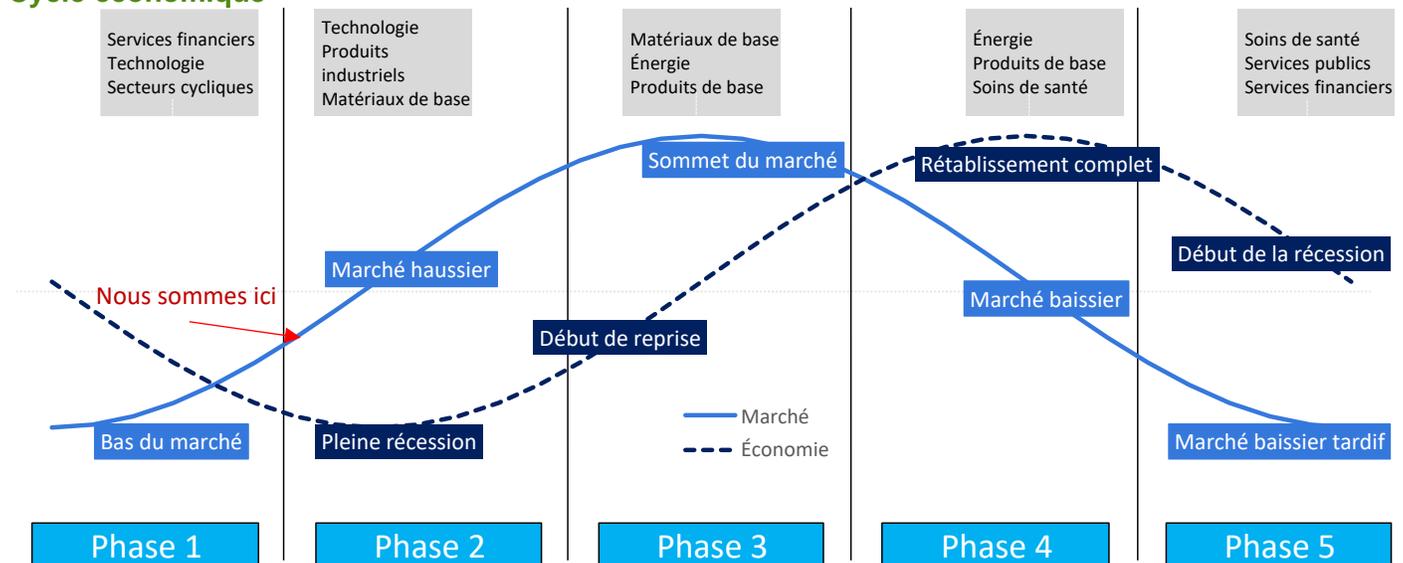


Source : CapIQ, Raymond James Ltée

Ce dernier graphique illustre la base sous-jacente du cycle quadriennal, à savoir le cycle économique.

Selon nous, la récente phase corrective à moyen terme (1 à 3 mois) des marchés des actions, qui a débuté à l'été 2023, a marqué la transition des marchés des actions de la phase 1 à la phase 2 du modèle du cycle du marché (voir « Nous sommes ici »). La phase 2 du modèle de cycle de marché correspond au moment où l'économie sous-jacente montre des signes de renforcement (voir la ligne bleue en pointillés) et favorise généralement la surperformance des secteurs des technologies de l'information, des produits industriels et des matériaux de base (voir la case bleue). En outre, notre travail technique suggère que les services financiers et l'immobilier sont susceptibles de voir un commerce de « rattrapage » se mettre en place. Le renforcement de la toile de fond économique devrait rester un puissant moteur pour tous ces secteurs jusqu'en 2024.

Cycle économique



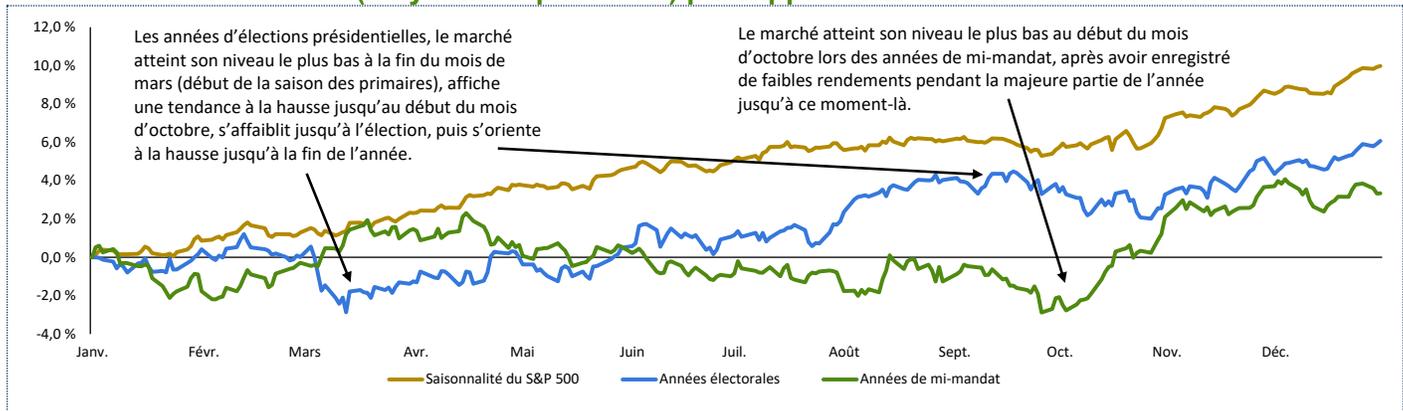
Source : Raymond James Ltée.

Politique de Washington

Rendement du marché lors d'une année d'élection présidentielle aux États-Unis

Les années d'élections présidentielles aux États-Unis sont marquées par une grande incertitude. Si le scénario le plus probable reste une répétition des élections de 2020, un sentiment persistant demeure sur le fait qu'un bouleversement pourrait remettre la course à zéro et produire un résultat inattendu. Cette incertitude, le risque de surprise et la polarisation de l'environnement politique peuvent inciter les investisseurs à la prudence au cours de l'année électorale à venir. À cette incertitude s'ajoutent les risques géopolitiques persistants, les inquiétudes concernant la trajectoire de la dette et du déficit, le risque de récession et les décisions non résolues en matière de dépenses publiques. Du point de vue du marché, nous ne serions pas surpris de voir l'année 2024 suivre le schéma traditionnel des années d'élections présidentielles, où l'on observe des zones de faiblesse pendant les périodes de plus grande incertitude, mais un rebond du marché et un regain de vigueur lorsque les questions clés sont clarifiées. Dans cette section, nous présentons nos perspectives pour les élections de 2024 et faisons le point sur d'autres questions clés que le district fédéral de Columbia abordera en 2024, avec des répercussions sur la situation budgétaire des États-Unis et le risque géopolitique.

Saisonnalité du S&P 500 (moyenne depuis 1980) par rapport aux années d'élection et de mi-mandat



Sources : Raymond James Financial; Bloomberg; données au 31 décembre 2022.

Quelles pourraient être les répercussions du calendrier électoral de 2024 sur le rendement du marché?

L'état d'avancement de la course de 2024 restera fluide avant le jour de l'élection, mais une revanche de la présidentielle de 2020 reste la situation la plus probable à ce stade de la course. Toutefois, de nombreuses questions restent sans réponse dans les mois à venir, ce qui aura des répercussions sur le sentiment du marché à différents moments décisifs. Dans l'ensemble, les années électorales ont historiquement enregistré les deuxièmes rendements les plus faibles du cycle présidentiel, avec un rendement mensuel moyen de 0,54 %. Cependant, les marchés se rattrapent rapidement une fois l'incertitude de l'année électorale dissipée, avec un rendement mensuel moyen de 1,28 % au cours de l'année qui suit l'élection. Les années d'élections de mi-mandat constituent le point le plus faible pour les marchés au cours d'un mandat présidentiel, avec des rendements mensuels moyens de 0,3 %, quel que soit le parti au pouvoir à la Maison-Blanche.

Rendement mensuel moyen des cours des actions pour chaque année du mandat (1980 à 2020)



Sources : Raymond James Financial; Bloomberg; données au 31 décembre 2020.

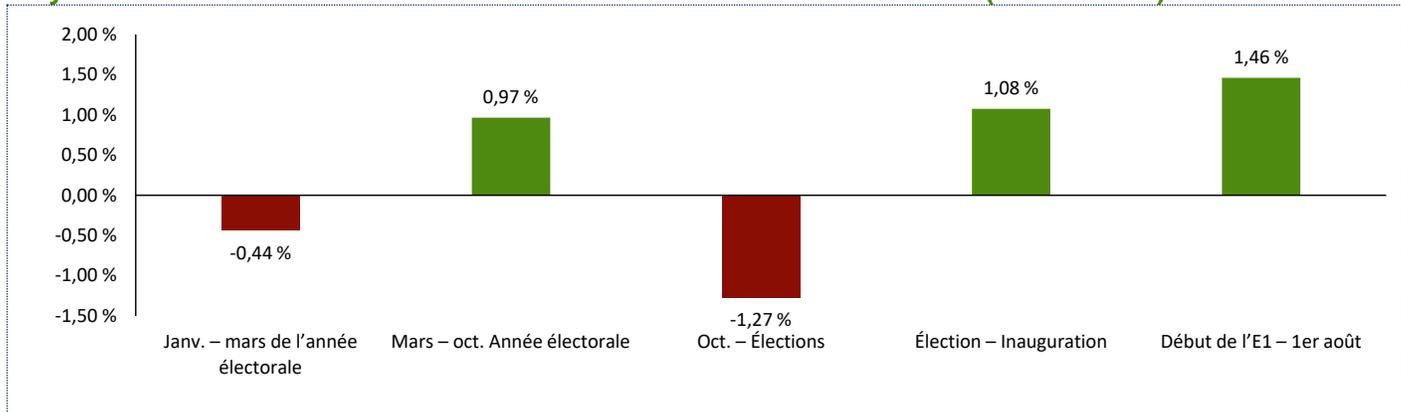
Au début de l'année et du cycle électoral, nous souhaitons attirer l'attention des investisseurs sur le fait que le début des années électorales (janvier à mars) est historiquement marqué par des rendements négatifs sur le marché américain, car les élections primaires, et la volatilité politique associée, atteignent leur apogée, avec des rendements mensuels moyens de -0,44 %. Le cycle des primaires a débuté le 15 janvier dans l'Iowa pour les républicains (où l'ancien président Trump a remporté une victoire décisive) et la première primaire « officielle » aura lieu le 3 février en Caroline du Sud pour les démocrates. Deux mesures clés de la force d'un président sortant sont sa cote de popularité et la trajectoire du pays (bonne ou mauvaise). Dans chacune de ces mesures, il y a des signes d'avertissement pour le président Biden et nous serons attentifs à ce que cela ouvre la voie à des résultats plus faibles que prévu pour le président sortant lors des élections primaires. Deux candidats ayant de faibles chances de victoire se présentent contre Biden, mais tout soutien inférieur à 75-80 % déclenche une nouvelle sonnette d'alarme pour sa campagne.

Alors que les électeurs républicains se dirigent vers les primaires, la domination durable de Donald Trump dans les sondages et sa victoire précoce dans l'Iowa laissent présager sa nomination probable sur le paysage présidentiel républicain; cependant, ses problèmes juridiques restent un joker avant le processus des primaires. Si les primaires républicaines réservent une surprise, il faudrait que les électeurs se rassemblent autour d'un remplaçant clair de l'ancien président Trump et qu'ils prennent de l'élan dans les premiers États au cours des semaines et des mois à venir. Si Trump devient le candidat républicain, un débat clé pour l'élection générale sera de savoir dans quelle mesure l'élection est un référendum sur Biden contre Trump, puisque Trump a des notes aussi défavorables que Biden.

Points d'inflexion électoraux clés pour le marché : mars, octobre et novembre.

Le mois de mars reste un point d'inflexion important dans le calendrier électoral, avec 34 élections primaires, dont 16 États organisant leurs primaires le « Super Tuesday ». La fin du mois apportera des éclaircissements importants sur l'identité des candidats potentiels, plus de la moitié des délégués des deux partis ayant été attribués avant la convention républicaine de juillet et la convention démocrate d'août. Compte tenu de cette clarté, la période comprise entre mars et octobre d'une année électorale a historiquement enregistré des rendements positifs (0,97 % de rendements mensuels moyens). Les incertitudes qui subsistent quant aux candidats devraient être levées lors des conventions d'investiture, qui se tiendront du 15 au 18 juillet pour les républicains et du 19 au 22 août pour les démocrates. Au-delà de la volatilité du premier trimestre, le risque de baisse le plus important se situe dans la période précédant immédiatement l'élection (d'octobre au jour de l'élection), avec un rendement mensuel moyen de -1,27 %.

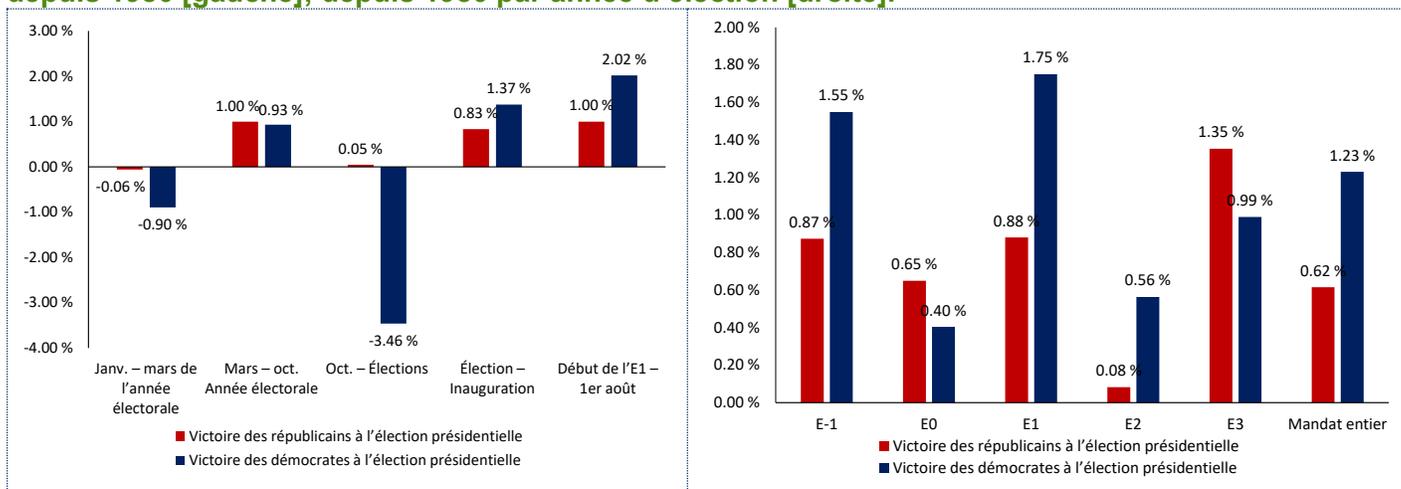
Moyenne mensuelle des rendements des actions autour des élections (1980 à 2020)



Sources : Raymond James Financial; Bloomberg; données au 31 décembre 2020.

Alors que la course devrait rester serrée jusqu'à l'ouverture des bureaux de vote le 5 novembre, nous avons historiquement constaté une plus grande faiblesse des marchés à l'approche d'une victoire présidentielle démocrate qu'à l'approche d'une victoire présidentielle républicaine, mais ces chiffres sont quelque peu faussés par l'impact de la crise financière mondiale de 2008 qui a précédé la victoire du président Obama. Malgré cette volatilité préélectorale, les marchés ont tendance à se rattraper rapidement et à enregistrer des rendements supérieurs. Si les démocrates conservent la Maison-Blanche, nous nous attendons à une transition positive plus importante au cours des 100 premiers jours d'une présidence démocrate qu'en cas de victoire du GOP : en moyenne, les marchés augmentent de 1,75 % par mois au cours de l'année qui suit une victoire présidentielle démocrate, contre 0,88 % pour les républicains. Compte tenu de cette correction historique, nous recommandons d'éviter d'utiliser l'élection comme un catalyseur trop important pour les décisions d'investissement.

Rendements mensuels moyens en cas de victoire présidentielle d'un républicain ou d'un démocrate depuis 1980 [gauche]; depuis 1980 par année d'élection [droite].

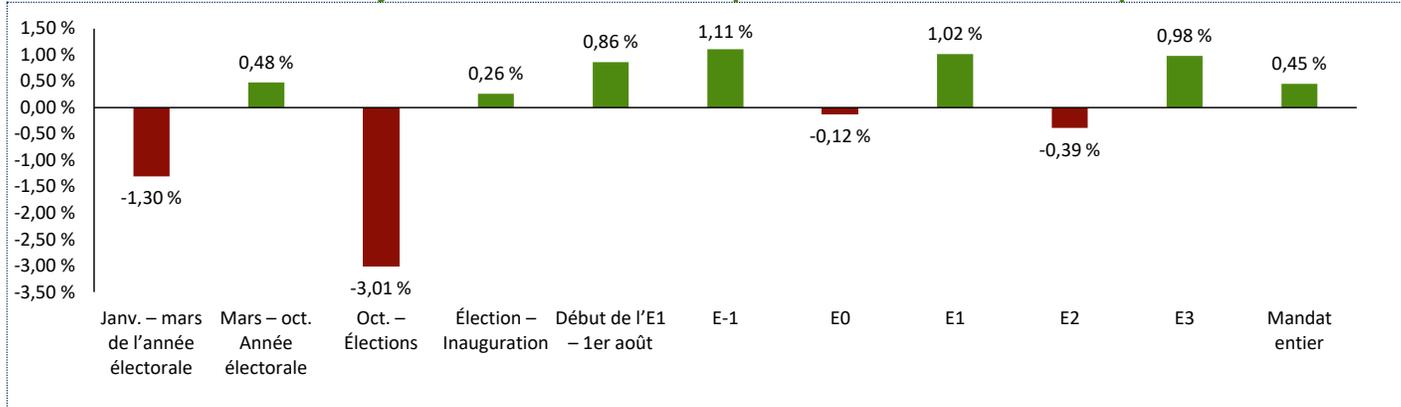


Source : Raymond James Financial; Bloomberg.

Le contrôle de la Chambre des représentants et du Sénat sera également remis en jeu en novembre prochain, et nous tenons à souligner aux investisseurs que les attentes d'un balayage partisan dans l'une ou l'autre direction tendent à accroître la volatilité, avec des rendements mensuels moyens de -3,01 % au cours de la période préélectorale. En revanche, les attentes d'un gouvernement divisé ont créé des conditions plus calmes, avec des rendements mensuels moyens positifs à la fois avant les élections (0,17 %) et dans les années qui ont suivi. La course pour le contrôle du Congrès restera également fluide jusqu'au jour de l'élection, mais le départ à la retraite du sénateur Joe Manchin (D-WV) compliquera une carte déjà difficile pour les démocrates du Sénat, tandis qu'une opération de collecte de fonds lente à démarrer sous

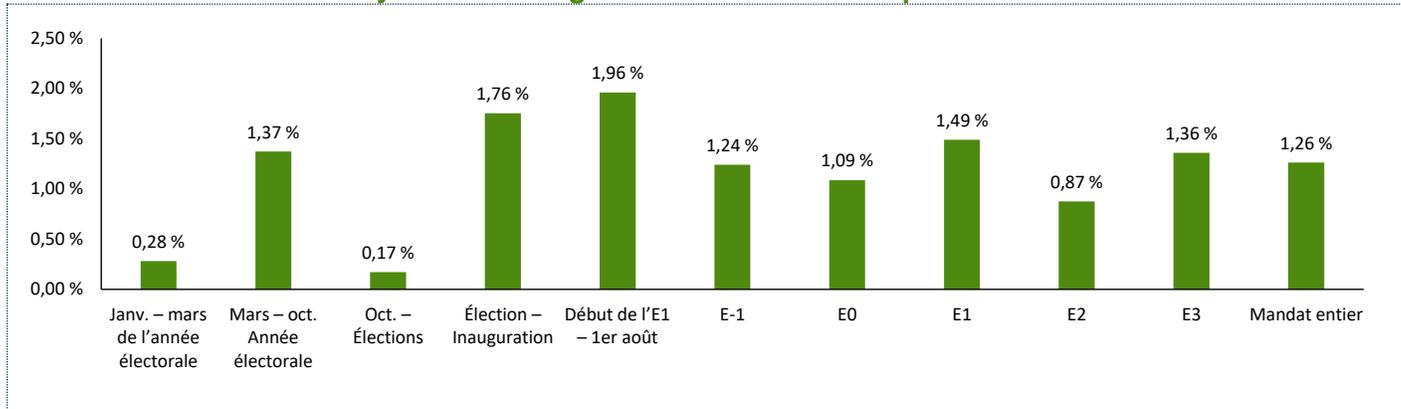
la houlette du nouveau président de la Chambre des représentants, Mike Johnson (R-LA), pourrait limiter le flux de fonds vers les républicains vulnérables de la Chambre des représentants dans les circonscriptions pivots clés.

Rendements mensuels moyens en cas de victoire républicaine ou démocrate depuis 1980



Source : Raymond James Financial; Bloomberg.

Rendements mensuels moyens avec un gouvernement divisé depuis 1980



Source : Raymond James Financial; Bloomberg.

Quels sont les autres objectifs de D.C. pour 2024?

Outre l'élection d'un président et d'un nouveau Congrès, D.C. entamera 2024 avec une liste de tâches importantes, notamment en ce qui concerne le financement du gouvernement et la réponse à l'évolution de l'environnement mondial en matière de sécurité. Le débat en cours sur le financement du gouvernement a suscité des inquiétudes chez les investisseurs quant aux fermetures temporaires des services fédéraux et aux déclenchements d'une réduction générale des dépenses de 1 %, ce qui pourrait accroître la volatilité du marché au premier trimestre. Alors que des inquiétudes économiques à court terme ont été soulevées quant à une baisse potentielle du soutien fiscal à court terme compte tenu des discussions sur la réduction des dépenses, nous soulignons la mise en œuvre d'une législation majeure sur les infrastructures (y compris la loi bipartite sur les infrastructures et l'Inflation Reduction Act [loi sur la réduction de l'inflation]), qui continuera à être déployée et à avoir d'importantes répercussions macroéconomiques.

La géopolitique sera une autre priorité pour D.C. tout au long de 2024, avec des guerres parallèles en Ukraine et en Israël/Gaza, ainsi que des préoccupations continues en matière de sécurité indopacifique susceptibles de façonner les principaux résultats législatifs, politiques et réglementaires tout au long de l'année. Dans un contexte de préoccupations accrues concernant les dépenses budgétaires et sous la direction du président de la Chambre des représentants, Mike Johnson, l'octroi d'une aide militaire supplémentaire à l'Ukraine et à Israël continuera de faire l'objet d'un examen minutieux dans les couloirs du Congrès. Si la possibilité d'un projet commun associant les dépenses supplémentaires pour la défense et les dispositions relatives à la sécurité des frontières existe toujours, elle continue de se rétrécir.

à mesure que le Congrès s'efforce de concilier des priorités partisanes concurrentes concernant la frontière. Nous ne nous attendons pas à ce que le projet de loi soit adopté avant le mois de mars, si tant est qu'il soit adopté, ce qui aurait des répercussions négatives à court terme sur le sentiment du secteur de la défense. Toutefois, nous nous attendons à ce que la configuration à long terme soit plus favorable à l'augmentation des dépenses en défense, étant donné que la sécurité nationale est redevenue un thème législatif et réglementaire central à D.C.

Enfin, les relations entre les États-Unis et la Chine resteront également au centre de l'attention en 2024, D.C. et Pékin tentant de maintenir des contacts stabilisés par l'intermédiaire de canaux de communication récemment rétablis. Nous estimons que les mesures incitatives des deux parties à l'escalade sont limitées à court terme, mais nous avertissons que de nouvelles initiatives en matière de sécurité nationale (telles que la mise à jour des restrictions à l'exportation de technologies avancées et de nouveaux tarifs douaniers) et les réactions qui en découlent restent un risque. La volatilité dans le détroit de Taïwan est une autre possibilité étant donné la récente élection de William Lai, du DPP, à la présidence de Taïwan; cependant, nous pensons que toute réaction de Pékin sera probablement de portée limitée afin de préserver un éventuel espace d'escalade. La tendance agressive du Congrès (par rapport à la Maison-Blanche) peut faire les gros titres, mais nous estimons qu'il est peu probable qu'un paquet global soit adopté cette année.

Comité de répartition d'actifs

Neil Linsdell, MBA, CFA (président)

Vice-président et responsable de la Stratégie de placement
Raymond James Ltée

Tavis C. McCourt, CFA

Stratège en actions institutionnelles
Raymond James & Associates

Javed Mirza, CFA, CMT, MBA

Stratège quantitatif/technique
Raymond James Ltée

Ed Mills

Analyste politique à Washington
Raymond James & Associates

Nicole Svec, MBA, CFA

Chef du Marché des actions, Négociations institutionnelles,
Toronto
Raymond James Ltée

Eugenio J. Alemán, Ph. D.

Économiste en chef
Raymond James & Associates

Charlotte Jakubowicz, CMT, CIM

Vice-présidente, Titres à revenu fixe et devises
Raymond James Ltée

Douglas Drabik

Stratège principal en titres à revenu fixe pour les clients de détail
Raymond James & Associates

Eve Zhou, CFA

Analyste multiactif
Raymond James Ltée

Sean Boyle, MBA

Cochef, Ventes d'actions aux investisseurs institutionnels
Raymond James Ltée



Renseignements importants à l'attention des investisseurs

L'information propre à toutes les sociétés suivies par Raymond James figure sur le site : (en anglais seulement) <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 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 peuvent ou non tenir compte 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 valeur mobilière que ce soit. Il est destiné à être diffusé uniquement dans les territoires où RJL est inscrite. RJL, ses dirigeants, administrateurs, mandataires, 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 investisseurs. 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 investisseurs.

Des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et des coûts peuvent 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.

Vous pouvez obtenir l'information à l'égard des titres à risque élevé, moyen et faible auprès de votre conseiller.

RJL est membre du Fonds canadien de protection des investisseurs. ©2024 Raymond James.