

## PUBLICATION TRIMESTRIELLE SUR LA RÉPARTITION DE L'ACTIF

31 OCTOBRE 2024

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

## Rapport trimestriel sur la répartition d'actifs (octobre 2024) : tentative d'atterrissage en douceur

### Résumé

À l'approche de la dernière ligne droite de l'année 2024, le contexte semble favorable aux actions. Nous continuons d'observer des données économiques solides aux États-Unis, malgré les signes d'un ralentissement de la croissance, les rapports sur la résilience de l'emploi, le recul lent du chômage après une remontée et le déclenchement de la règle de Sahm, et la vigueur accrue des marchés boursiers à l'approche de la saison des bénéfiques avec optimisme. Tout cela s'ajoute à un cycle d'assouplissement des taux qui a réduit les craintes de récession et qui a même ravivé la discussion autour du scénario « sans atterrissage » (croissance du PIB de 2 % à 3 % avec une forte inflation). Pour notre part, nous restons optimistes, mais prudents quant à l'avenir de l'économie et des marchés américains.

Au Canada, nous constatons beaucoup plus de faiblesses qu'aux États-Unis, ainsi qu'une croissance économique minimale au troisième trimestre de 2024, et ce, bien que le cycle d'assouplissement des taux plus avancé ait aidé l'indice composé TSX à doubler le rendement du S&P 500 au troisième trimestre. Malgré un rapport sur l'emploi étonnamment meilleur en septembre (plus de 47 000 emplois), le taux de chômage a augmenté comme la croissance de la population et de la main-d'œuvre a été supérieure à la faible création d'emplois. D'une année sur l'autre, l'emploi a augmenté de 1,5 % en septembre, tandis que la population active (les particuliers de 15 ans et plus) est en hausse de 3,6 %. Nous nous attendons à ce que le cycle de réduction des taux au Canada se poursuive avec des réductions régulières, à mesure que l'économie canadienne a besoin d'un soutien supplémentaire. Comme l'inflation au Canada se situe désormais fermement dans la fourchette de contrôle de la Banque du Canada (BdC), le taux d'intérêt directeur doit encore baisser, et peut-être plus rapidement, pour assouplir l'environnement encore restrictif et atténuer les répercussions négatives d'une prochaine vague de pression lorsque les prêts hypothécaires bloqués pendant cinq ans à des taux très bas avant la pandémie seront renouvelés à des taux considérablement plus élevés. Néanmoins, le contexte d'assouplissement des taux d'intérêt et les bons résultats des entreprises ont permis à l'indice TSX d'afficher un rendement solide au troisième trimestre et depuis le début de l'année.

D'un point de vue géopolitique, les facteurs à surveiller sont les prochaines élections aux États-Unis et l'escalade des tensions au Moyen-Orient. Dans notre section sur la politique de Washington et dans ses autres rapports, Ed Mills fournit une analyse approfondie de ses prévisions et de l'incidence potentielle de l'élection américaine. En outre, notre économiste en chef, Eugenio Alemán, se penche sur l'incidence des droits de douane, une question politique majeure qui a été débattue tout au long de cette campagne politique. En ce qui concerne la situation au Moyen-Orient, outre les terribles conséquences humanitaires, la perturbation de l'approvisionnement en pétrole, en particulier avec le risque que l'Iran perturbe le transport maritime par le détroit d'Hormuz, pourrait engendrer des répercussions économiques. À court terme, le prix du pétrole, qui a subi une pression en raison d'une offre croissante et de prévisions de demande plus faibles, s'est stabilisé autour de 70 \$ US le baril, alors qu'il était à 84 \$ US le baril au début du troisième trimestre et qu'il avait rapidement atteint 77 \$ US le baril récemment. Toute hausse extrême ou durable pourrait avoir une incidence sur les prévisions de croissance économique et d'inflation.

### Principaux points à retenir :

- En raison des récentes surprises positives sur le marché du travail, l'économie américaine semble bien partie pour un atterrissage en douceur. La discussion autour du scénario « sans atterrissage » est d'ailleurs de plus en plus présente à mesure que la croissance économique se poursuit. Bien que la Réserve fédérale doive poursuivre son cycle d'assouplissement des taux, il ne semble pas nécessaire de procéder à de nouvelles réductions de 50 points de base. En effet, l'économie semble suffisamment résiliente pour accepter un assouplissement plus progressif à mesure que l'inflation se rapproche lentement de la cible de 2 %.
- Au Canada, où la situation économique est nettement moins bonne, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada continue à réduire son taux directeur de 25 points de base à chaque réunion jusqu'à ce qu'il atteigne au moins 3 % lors de l'annonce du 16 avril 2025. Nous pourrions également envisager des réductions de 50 points de base dans le cadre de l'une ou de plusieurs de ces réunions, en particulier

après la publication de l'indice des prix à la consommation (IPC) de septembre (1,6 %). Si les données économiques continuent de s'affaiblir au cours des prochains mois, la BdC pourrait réduire son taux directeur encore davantage pour le ramener à 2,25 %.

- Les marchés boursiers semblent généralement bien positionnés, car les craintes de récession se sont atténuées, l'inflation semble de plus en plus maîtrisée, les cycles d'assouplissement des taux sont bien engagés et, bien que les taux de chômage restent préoccupants (davantage au Canada qu'aux États-Unis), ils semblent principalement attribuables à la croissance de la population active et à la limitation des activités d'embauche, plutôt qu'au recours par les employeurs à des licenciements massifs.

## Commentaires sur le marché

### Équipe de stratégie de placement de RJL

Si l'on tient compte des marchés boursiers à l'échelle mondiale, l'indice composé canadien S&P/TSX s'est extrêmement bien comporté au troisième trimestre (+10,5 %). En effet, il a affiché un rendement deux fois supérieur à celui de l'indice S&P 500, alors que la Banque du Canada s'est fermement engagée dans un cycle courant de réduction des taux d'intérêt. L'indice composé a été soutenu par une hausse du secteur des services financiers, qui représente près d'un tiers de la pondération de l'indice. Quelques semaines avant la fin du trimestre, les États-Unis ont également commencé à procéder à l'assouplissement des taux. Ils ont effectué une première réduction importante de 50 points de base de leur taux directeur, ce qui a permis de faire passer celui-ci de 5,5 % à 5 %. La Réserve fédérale affirme qu'elle réduit ses taux de manière préventive, maintenant que l'inflation est sur la bonne voie pour atteindre la cible de 2 %, que le marché du travail est équilibré et qu'elle veut éviter toute pression excessive sur l'économie. On pourrait faire valoir que la réduction surdimensionnée était un rattrapage de ce qui aurait peut-être dû être une réduction de 25 points de base lors de la réunion de juillet, compte tenu des pressions sur le marché du travail et des attentes d'un ralentissement de la croissance économique. Néanmoins, les marchés ont célébré avec enthousiasme ce soulagement et les attentes d'un atterrissage en douceur se sont solidement ancrées. Nous restons optimistes, mais prudents en raison de la résilience de la croissance économique américaine (qui ralentit, mais ne s'effondre pas), des bons résultats des entreprises et d'une trajectoire de baisse des taux fermement anticipée (encore 50 points de base jusqu'à la fin de 2024 et 100 points de base en 2025, probablement par tranches de 25 points de base). Cette situation crée un environnement propice à l'amélioration de la répartition des actions américaines, car tous les secteurs semblent observer des améliorations, et les sociétés à plus petite capitalisation bénéficient d'une certaine faveur.

L'intelligence artificielle (IA) reste un thème important, bien que l'attention portée au maintien des taux de croissance et de la rentabilité continue à croître. Dans l'ensemble, l'accent passera du matériel aux applications logicielles et à l'amélioration de la productivité, mais cette transition pourrait prendre des années. Pour l'instant, la demande d'équipement ne semble pas diminuer, à mesure que la construction de centres de données se poursuit et que nous assistons même au redémarrage d'une centrale nucléaire dans le but de répondre à cette demande massive d'énergie, et d'autres sont en cours de développement précisément pour cette utilisation.

### International

Les perspectives internationales sont axées sur la Chine. Pendant des années, la Chine a pris les devants avec une croissance moyenne annuelle du PIB de 7,5 % entre l'an 2000 et la pandémie, dont certaines années avec des sommets de plus de 10 %. Aujourd'hui, ces attentes sont plus près de la réalité (avec probablement une croissance tout juste en dessous de 5 % pour 2024 et un ralentissement qui se poursuivra l'année prochaine, pour finalement se diriger vers les 2 % à la fin de la décennie) tout comme, conséquemment, sa demande massive de produits de base. Alors que l'on observe un ralentissement de la fabrication et que les États-Unis envisagent d'imposer des droits de douane et des restrictions sur les transactions de technologies essentielles, la Chine est confrontée à un problème d'offre excédentaire, qui s'ajoute à d'autres problèmes intérieurs comme la faiblesse du marché immobilier et la diminution des recettes fiscales des gouvernements locaux. Le gouvernement chinois a récemment lancé des mesures de relance dynamiques et coordonnées qui ont eu une incidence positive sur les produits de base comme le cuivre. Toutefois, la faiblesse de la croissance de la demande de pétrole (ainsi que l'abondance du potentiel d'approvisionnement) a exercé des pressions sur ce produit. La question qui se pose actuellement est de savoir si ces mesures de relance, et les mesures supplémentaires qui en découlent, seront suffisantes pour redémarrer l'économie chinoise. Les actions chinoises ont certainement été influencées. En effet, elles ont bondi d'environ 20 % au troisième trimestre, ce qui a fait de la Chine l'un des marchés boursiers ayant le meilleur rendement de l'année, avant de redescendre quelque peu.

Passons maintenant à l'un de nos marchés émergents préférés, l'Inde, qui possède une population nombreuse en pleine croissance et présente des perspectives de croissance économique positives à long terme (de l'ordre de 5 à 7 % par année pour la prochaine décennie). Il convient de se demander si la croissance de l'Inde et sa demande de produits de base peuvent compenser la baisse de la demande de la part de la Chine. L'économie de l'Inde est à peu près de la même taille que celle de la Chine il y a une vingtaine d'années. Actuellement, les perspectives pour

l'Inde n'incluent pas le type de construction industrielle massive et la demande de produits de base comme l'aluminium, l'acier, le cuivre, le charbon et le pétrole, que la Chine a connus. Nous n'envisageons donc pas la possibilité de cette demande compensatoire. L'économie de l'Inde est davantage axée sur les services que sur la fabrication. Ainsi, la croissance du PIB de l'Inde nécessite moins de consommation de produits de base que celle de la Chine. Nous pourrions toutefois assister à une augmentation de la demande de riz et de blé en provenance de l'Inde, étant donné que la population continue de croître.

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

| Indices boursiers mondiaux sélectionnés | 3 mois<br>(en CML) | 3 mois<br>(en \$ US) | 3 mois<br>(en \$ CA) | Cumul<br>annuel | Cumul<br>annuel | Cumul<br>annuel | 2023<br>(en CML) | 2023<br>(en \$ US) | 2023<br>(en \$ CA) | Ratio C/B actuel 12<br>prochains mois | Ratio C/B<br>historique | Prime (ROUGE)/<br>escompte (VERT) |
|---|--------------------|----------------------|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|--------------------|--------------------|---------------------------------------|-------------------------|-----------------------------------|
| <b>Canada</b>                           |                    |                      |                      |                 |                 |                 |                  |                    |                    |                                       |                         |                                   |
| Indice composé S&P/TSX                  | 10.5               | 12.0                 | 10.5                 | 17.2            | 14.4            | 17.2            | 11.8             | 14.8               | 11.8               | 15.1                                  | 14.5                    | 0.6                               |
| S&P/TSX 60                              | 11.2               | 12.6                 | 11.2                 | 16.6            | 13.8            | 16.6            | 12.1             | 15.1               | 12.1               | 15.5                                  | 14.3                    | 1.2                               |
| S&P/TSX à petite capitalisation         | 8.4                | 9.8                  | 8.4                  | 18.0            | 15.2            | 18.0            | 4.8              | 7.7                | 4.8                | 12.3                                  | 16.6                    | -4.4                              |
| Croissance au Canada                    | 8.2                | 9.6                  | 8.2                  | 13.6            | 10.9            | 13.6            | 15.8             | 19.0               | 15.8               | 21.7                                  | 18.5                    | 3.2                               |
| Valeur au Canada                        | 10.1               | 11.5                 | 10.1                 | 13.0            | 10.3            | 13.0            | 5.1              | 8.0                | 5.1                | 12.5                                  | 12.1                    | 0.4                               |
| <b>États-Unis</b>                       |                    |                      |                      |                 |                 |                 |                  |                    |                    |                                       |                         |                                   |
| Indice composé NASDAQ                   | 2.8                | 2.8                  | 1.5                  | 21.8            | 21.8            | 24.8            | 44.6             | 44.6               | 40.8               | 27.5                                  | 19.8                    | 7.7                               |
| S&P 500                                 | 5.9                | 5.9                  | 4.5                  | 22.1            | 22.1            | 25.1            | 26.3             | 26.3               | 22.9               | 21.7                                  | 16.4                    | 5.3                               |
| S&P 400 à moyenne capitalisation        | 6.9                | 6.9                  | 5.6                  | 13.5            | 13.5            | 16.3            | 16.4             | 16.4               | 13.3               | 16.0                                  | 14.0                    | 2.0                               |
| S&P 600 à petite capitalisation         | 10.1               | 10.1                 | 8.7                  | 9.3             | 9.3             | 12.0            | 16.1             | 16.1               | 12.9               | 15.6                                  | 14.6                    | 1.0                               |
| Indice composé S&P 1 500                | 6.0                | 6.0                  | 4.7                  | 21.3            | 21.3            | 24.2            | 25.5             | 25.5               | 22.1               | 21.1                                  | 16.1                    | 5.0                               |
| Indice composé S&P 1 500 de croissance  | 3.7                | 3.7                  | 2.2                  | 27.0            | 27.0            | 29.4            | 29.0             | 29.0               | 23.9               | 27.1                                  | 18.8                    | 8.3                               |
| Indice composé S&P 1 500 de valeur      | 9.1                | 9.1                  | 7.1                  | 14.8            | 14.8            | 15.6            | 21.6             | 21.6               | 16.0               | 16.5                                  | 14.0                    | 2.5                               |
| <b>Principaux agrégats</b>              |                    |                      |                      |                 |                 |                 |                  |                    |                    |                                       |                         |                                   |
| Monde (mondial)*                        | 6.4                | 6.4                  | 5.0                  | 19.0            | 19.0            | 21.9            | 24.0             | 24.0               | 20.6               | 18.9                                  | 15.8                    | 3.0                               |
| EAFE (MD hors É.-U. et Canada)*         | 7.2                | 7.2                  | 5.8                  | 13.0            | 13.0            | 15.7            | 18.4             | 18.4               | 15.2               | 14.1                                  | 13.5                    | 0.5                               |
| Indice ME (marchés émergents)*          | 7.5                | 7.5                  | 6.2                  | 14.9            | 14.9            | 17.7            | 9.0              | 9.0                | 6.1                | 12.6                                  | 11.7                    | 0.8                               |
| <b>Marchés développés sélectionnés</b>  |                    |                      |                      |                 |                 |                 |                  |                    |                    |                                       |                         |                                   |
| Indice Nikkei 225 (Japon)               | -3.5               | 8.5                  | 7.1                  | 15.2            | 13.5            | 16.3            | 31.0             | 22.6               | 19.3               | 21.0                                  | 18.9                    | 2.2                               |
| Indice Euro Stoxx 50 (Europe)           | 2.5                | 6.4                  | 5.0                  | 13.9            | 11.7            | 14.5            | 23.2             | 23.4               | 20.1               | 14.2                                  | 13.2                    | 1.0                               |
| Indice FTSE 100 (R.-U.)                 | 1.8                | 7.1                  | 5.7                  | 9.9             | 12.1            | 14.8            | 7.9              | 10.0               | 7.0                | 11.8                                  | 12.4                    | -0.6                              |
| Indice CAC 40 (France)                  | 2.3                | 6.5                  | 5.2                  | 4.2             | 5.3             | 7.9             | 20.1             | 24.4               | 21.0               | 14.3                                  | 13.4                    | 0.9                               |
| Indice DAX (Allemagne)                  | 6.0                | 10.4                 | 9.0                  | 15.4            | 16.6            | 19.4            | 20.3             | 24.5               | 21.2               | 13.0                                  | 12.6                    | 0.4                               |
| Indice Hang Seng (Hong Kong)            | 21.7               | 22.3                 | 20.7                 | 29.2            | 29.9            | 33.1            | -10.5            | -10.5              | -12.9              | 9.8                                   | 12.5                    | -2.7                              |
| <b>Marchés émergents sélectionnés</b>   |                    |                      |                      |                 |                 |                 |                  |                    |                    |                                       |                         |                                   |
| Indice CSI 300 (Chine)                  | 17.9               | 22.1                 | 20.5                 | 20.3            | 21.6            | 24.6            | -9.1             | -10.9              | -13.3              | 14.7                                  | 13.6                    | 1.1                               |
| Indice Nifty 50 (Inde)                  | 7.8                | 7.3                  | 6.0                  | 20.1            | 19.3            | 22.0            | 21.9             | 21.1               | 18.2               | 23.9                                  | 18.4                    | 5.5                               |

Source: FactSet; Raymond James Ltée; rendements totaux, données au 30 septembre 2024. CML : coté en monnaie locale. C/B historique médian : du 1er janvier 2000 au 30 septembre 2024. \* Les indices sont représentés par les FNB iShares correspondants.

## Perspectives économiques canadiennes

### Équipe de stratégie de placement de RJL

#### Croissance économique

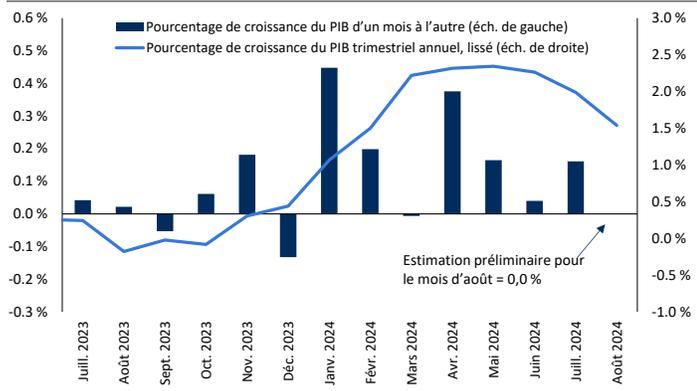
Après avoir connu une croissance de 1,7 % au premier trimestre de 2024, l'économie canadienne a progressé de 2,1 % (d'un trimestre à l'autre, annualisé) au deuxième trimestre de 2024. La croissance a été supérieure aux attentes du consensus (1,8 %) et aux prévisions de la BdC (1,5 %). Malheureusement, si les résultats trimestriels semblent bons, on attribue principalement la croissance à une forte augmentation en avril, tandis que la croissance a ralenti en mai et n'a été que légèrement positive en juin. Bien que nous soyons techniquement au troisième trimestre de 2024, les données trimestrielles n'ont pas encore été annoncées. En juillet, le PIB a augmenté de 0,2 % d'un mois à l'autre, mais avec une estimation rapide d'une croissance nulle (0 %) en août, nous nous attendons à un rendement faible et à une croissance de seulement 1,2 % au troisième trimestre de 2024, ce qui serait bien inférieur à la dernière estimation de la BdC d'une croissance trimestrielle de 2,8 %. Les prévisions consensuelles pour l'ensemble de l'année prévoient une croissance d'un mois à l'autre de 1,1 % en 2024 et de 1,8 % en 2025.

Un taux d'intérêt directeur élevé de la BdC a eu pour effet de ralentir l'économie afin de permettre à l'offre et à la demande de s'équilibrer, dans le but de ramener l'inflation à son niveau cible de 2 %. Il s'agit maintenant de trouver un équilibre, car la BdC doit réduire son taux directeur assez rapidement pour alléger la pression sur les consommateurs et l'économie, sans pour autant permettre à l'inflation de repartir à la hausse.

#### Inflation

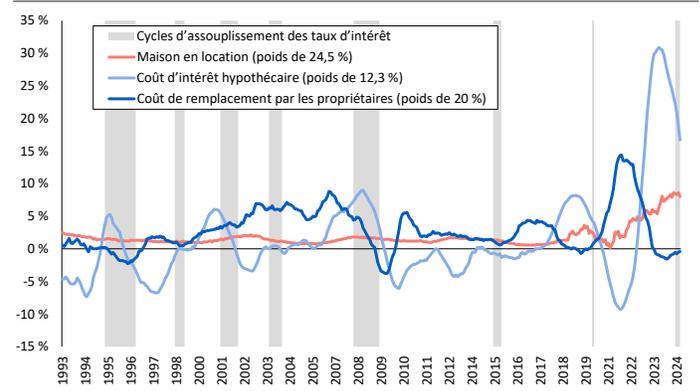
En septembre, le taux d'inflation global au Canada était de 1,6 %. Ce taux se situe fermement à l'intérieur de la fourchette de contrôle de la BdC de 1 % à 3 % et représente une baisse par rapport au taux de 2 % en août. L'IPC trimestriel, la mesure préférée de la BdC, est resté à 2,4 % en septembre, bien que sa croissance annualisée sur trois mois soit tombée à 2,1 %. Depuis près d'un an, nous observons une déflation, c'est-à-dire une baisse des prix, dans des catégories comme les dépenses courantes, les vêtements et les chaussures. La principale question demeure celle du logement, qui a augmenté de 5 % en septembre et qui représente la plus grande part du secteur dans l'IPC (28 %). Cette composante « logement » est pondérée par le loyer (24 %), le coût de remplacement par les propriétaires (20 %) et les intérêts hypothécaires (12 %). Les loyers ont augmenté en partie en raison de problèmes structurels au Canada, avec une croissance démographique extrêmement élevée et une augmentation relativement faible de l'offre de logements, tandis que les prix des maisons ont été relativement stagnants pendant cette période de hausse des taux hypothécaires. Les coûts d'intérêt ont largement contribué aux statistiques de l'inflation, à mesure que les gens renouvellent leurs prêts hypothécaires et ne profitent plus des taux très bas qu'ils ont connus avant et pendant la pandémie. Alors que davantage de propriétaires renouvelleront leur prêt à des taux plus élevés au cours de la prochaine année, la charge financière s'alourdira pour les détenteurs de prêts hypothécaires et la composante « intérêts hypothécaires » subira toujours une pression à la hausse, qui pourrait être modérée si la BdC abaissait son taux directeur plus rapidement.

**graphique 1 - Croissance du PIB du Canada (pourcentages d'un mois à l'autre et trimestriel annuel)**



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

**graphique 2 - Principales composantes de l'IPC du secteur du logement (pourcentage de variation annuelle)**



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

#### Taux d'intérêt

La BdC a commencé à réduire ses taux d'intérêt, qui avaient atteint le niveau record de 5 %, et le taux d'intérêt directeur est désormais de 4,25 %. En raison d'une économie plus faible (que celle des États-Unis) et d'un taux de chômage toujours plus élevé, nous nous attendons à un nouvel assouplissement de la politique monétaire. Il est important de noter que, lorsque le taux d'inflation diminue, le taux directeur doit diminuer dans

les mêmes proportions, voire plus, afin d'atténuer le caractère restrictif de la politique monétaire. Nous nous attendons à ce que la BdC continue à réduire son taux directeur de 25 points de base à chaque réunion jusqu'à ce qu'il atteigne au moins 3 % lors de l'annonce du 16 avril 2025. Nous pourrions également envisager des réductions de 50 points de base dans le cadre de l'une ou de plusieurs de ces réunions, en particulier après la publication de l'indice des prix à la consommation (IPC) de septembre (1,6 %). Si les données économiques continuent de s'affaiblir au cours des prochains mois, la BdC pourrait réduire son taux directeur encore davantage pour le ramener à 2,25 %. L'objectif consiste à revenir à ce que l'on appelle le « taux neutre » ou « R-star », c'est-à-dire le taux qui permet à l'économie de croître de manière saine et contrôlée. Bien qu'il s'agisse d'une mesure théorique susceptible d'évoluer dans le temps, la BdC a récemment estimé que ce niveau se situait dans une fourchette de 2,25 % à 3,25 %.

### Marché du travail

Les enquêtes menées au Canada indiquent que le resserrement du marché du travail qui a contribué à faire grimper l'inflation pendant la reprise après la pandémie est maintenant chose du passé. En effet, la proportion d'entreprises souffrant de pénuries de main-d'œuvre et les attentes salariales plus élevées sont toutes inférieures aux sommets atteints avant la pandémie. En raison d'une économie relativement faible et d'une modeste création d'emplois, exacerbée par une forte immigration et une population active croissante, le taux de chômage au Canada a augmenté à 6,6 % en août avant de diminuer légèrement à 6,5 % en septembre. Le marché du travail s'est affaibli par rapport au taux de chômage de 5,5 % en septembre de l'année dernière et au creux cyclique de 4,8 % en juillet 2022. Il convient également de noter que la légère baisse du taux de chômage en septembre était largement attribuée à des facteurs saisonniers et à une baisse du taux de participation, ce qui indique que moins de personnes étaient activement à la recherche d'un emploi.

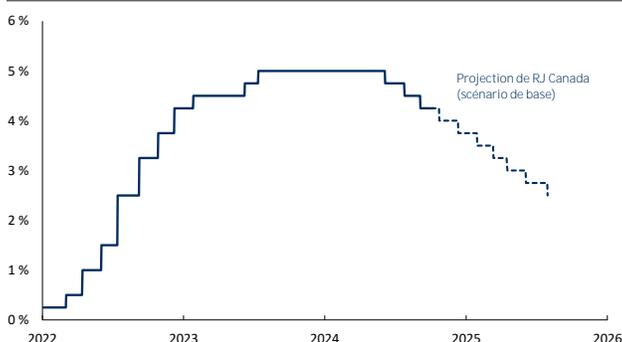
Alors que la création d'emplois s'essouffle, mais que la population et la main-d'œuvre continuent d'augmenter (croissance de la main-d'œuvre de 3,6 % d'une année à l'autre par rapport à 1,5 % pour l'emploi), nous nous attendons à une nouvelle hausse du taux de chômage, qui atteindra au moins 7 %. Les données démographiques en milieu d'année ont montré une augmentation des résidents temporaires à plus de trois millions, ce qui représente 7,3 % de la population canadienne et dépasse la nouvelle cible de 5 %. Si le gouvernement tient ses promesses de limiter les travailleurs étrangers temporaires en 2025, nous pourrions commencer à observer une diminution du taux de chômage plus tard l'année prochaine.

### Logement

Le Canada a un problème structurel en matière de logement. La construction de nouveaux logements n'a pas suivi le rythme de la croissance démographique. À l'échelle nationale, les coûts de logement représentent en moyenne environ 50 % du revenu disponible d'un individu. Dans certaines provinces, ils sont plus proches de 60 %, et dans certaines villes, ils sont encore plus élevés. Si l'on se penche sur les objectifs du gouvernement visant à ramener les niveaux d'abordabilité à ceux, plus stables, de 2003 et de 2004, il faudrait tripler la construction de logements dans l'immédiat. Il est évident que cela n'est pas réaliste et que nous devons donc faire face à des problèmes d'abordabilité pendant une période prolongée. À court terme, les coûts du logement, y compris les loyers, peuvent être influencés par les taux d'intérêt et les niveaux de revenu disponible.

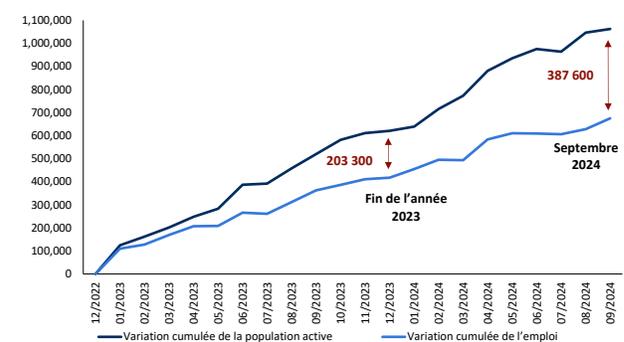
Selon la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL), dans les six régions métropolitaines de recensement (RMR) en importance, à savoir Vancouver, Edmonton, Calgary, Toronto, Ottawa et Montréal, le nombre total de mises en chantier a augmenté de 4 % au cours du premier semestre de l'année 2024, pour atteindre 68 639 unités. Malheureusement, compte tenu de la croissance continue de la population, ce rythme n'était pas suffisant pour répondre à la demande démographique croissante. Comme l'abordabilité des logements demeure prohibitive, la construction de logements locatifs augmente pour répondre à ce besoin.

graphique 3 - Projection du taux directeur canadien



Source: Banque du Canada, Raymond James Ltée; données au 8 octobre 2024.

graphique 4 - La croissance de la population active dépasse les créations d'emplois



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

## Perspectives économiques américaines – Transaction et droits de douane : L'incidence sur les consommateurs

*Eugenio J. Alemán, PhD, économiste en chef, Raymond James; Giampiero Fuentes, économiste, Raymond James*

Un droit de douane est une taxe perçue sur les importations. Historiquement, les droits de douane ont été adoptés pour générer des recettes fiscales ou pour protéger les producteurs nationaux de la concurrence sous la forme de produits étrangers moins chers. Essentiellement, les droits de douane rendent artificiellement plus concurrentiels les biens produits au pays sur le marché local en rendant les importations plus chères. En même temps, les droits de douane permettent aux producteurs nationaux d'augmenter le prix qu'ils auraient autrement exigé pour leur produit s'ils avaient été confrontés à la concurrence étrangère. À bien des égards, l'absence de droits de douane dans un commerce permet de contenir les tentatives des producteurs nationaux d'augmenter les prix. Si les droits de douane ont été fortement utilisés par le passé, leur utilisation et leurs taux ont considérablement diminué au cours des 50 dernières années alors que les pays se sont engagés dans différentes phases de négociations commerciales. Le volume et la valeur du commerce mondial ont augmenté de manière exponentielle à mesure que les droits de douane et les obstacles aux transactions ont diminué au fil des décennies. Cette évolution a coïncidé avec la croissance de l'économie mondiale au cours de la même période, qui est, en moyenne et globalement, plus prospère qu'à n'importe quel moment de l'histoire de l'humanité.

S'il est évident que les économies émergentes ont récolté des bénéfices considérables grâce à la libéralisation du commerce, les économies développées dans leur ensemble en ont également profité. La disponibilité de biens importés moins chers a permis aux consommateurs des économies développées de conserver une plus grande part de leur revenu pour la consommation, l'épargne ou le placement. Il en va de même pour les entreprises, qui bénéficient de coûts d'intrants plus faibles et de marges bénéficiaires plus élevées lorsqu'il y a moins d'obstacles au commerce. La force et la prédominance du dollar américain en tant que monnaie dominante dans le monde, en plus de la demande importante et constante d'actifs financiers américains, de la croissance de l'économie américaine et des importants déficits budgétaires au fil des ans, ont contribué à l'augmentation de la consommation américaine et, par conséquent, à une augmentation importante des importations en provenance du reste du monde. Cela a créé un important déficit du compte courant (qui comprend le déficit commercial des biens ainsi que l'excédent du commerce des services), qui doit être financé par l'épargne étrangère. En d'autres termes, le reste du monde a essentiellement financé l'expansion de la consommation américaine en achetant des actifs financiers américains et en investissant dans son économie. En échange, le reste du monde achète des actifs physiques américains et reçoit des paiements d'intérêts et de dividende de ces transactions. Jusqu'à présent, cet arrangement a, dans l'ensemble, largement profité à l'économie américaine et ne posera pas de problème tant que le dollar américain restera la monnaie de réserve mondiale et que l'économie américaine sera le principal lieu d'investissement.

Lorsque des droits de douane sont imposés ou augmentés, le prix des biens concernés augmente, ce qui risque d'aggraver l'inflation. Les biens deviennent plus chers pour les consommateurs et les intrants plus chers pour les entreprises, ce qui réduit respectivement le pouvoir d'achat et la rentabilité. Autrement dit, cela a une incidence globale relativement négative sur l'ensemble de l'économie. En outre, si les pays s'engagent dans une « guerre commerciale » dans laquelle chaque pays riposte avec ses propres droits de douane, qui est d'ailleurs ce qui s'est produit lorsque les États-Unis ont adopté des droits de douane la dernière fois, les effets économiques négatifs pourraient être plus importants.

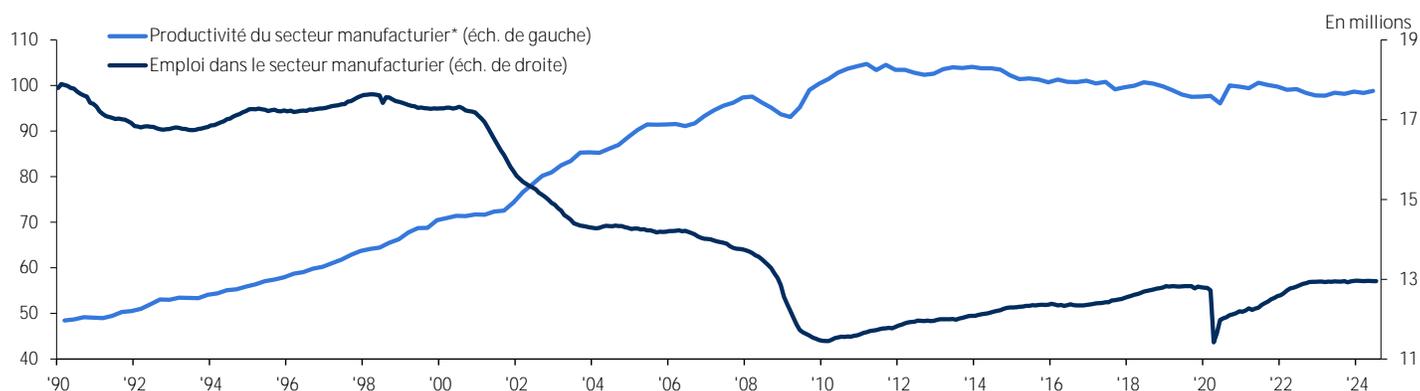
Le commerce est presque toujours mieux que l'absence de commerce. De plus, comme nous l'avons mentionné plus haut, le processus de libéralisation du commerce des dernières décennies a été bénéfique pour l'économie mondiale dans son ensemble, d'une part pour la croissance économique, d'autre part pour permettre aux pays de bénéficier d'avantages comparatifs, et de produire et d'exporter les produits qu'ils sont les plus efficaces à produire. Nous ne disons pas qu'il peut y avoir des arguments en faveur de l'imposition de droits de douane, mais ces cas doivent être examinés au cas par cas. L'imposition de droits de douane généralisés comme argument pour résoudre les déséquilibres commerciaux n'est pas un bon moyen de s'attaquer à la cause profonde de ces déficits. Parfois, les gouvernements imposent des droits de douane lorsqu'ils estiment que des pays ou des entreprises pratiquent le « dumping » ou vendent des produits sur le marché international à des prix inférieurs à ceux exigés sur leur marché national. D'autres fois, les gouvernements imposent des droits de douane pour protéger temporairement une entreprise qui connaît des problèmes à court terme dans son pays, dans le cas où les politiciens estiment que l'existence de l'entreprise est menacée si le gouvernement n'intervient pas. Un pays peut également imposer des droits de douane s'il estime que les entreprises du pays étranger sont subventionnées et améliorent la concurrence de leurs produits par rapport aux entreprises nationales, etc.

Une solution de rechange qui peut aider à réduire le déficit commercial, si c'était la véritable raison de l'imposition des droits de douane, est de réduire le déficit budgétaire. Cependant, cela ralentira l'activité économique ainsi que la croissance économique, et les politiciens ne seront probablement pas disposés à envisager cette voie pour améliorer l'équilibre commercial.

## La guerre commerciale de 2018

Le secteur manufacturier des États-Unis s'est transformé au cours des dernières décennies, à mesure que les importations moins chères ont exercé une pression sur la concurrence du secteur. Les salaires plus élevés dans ce secteur aux États-Unis par rapport au reste du monde sont probablement à l'origine de cette évolution. Selon la National Association of Manufacturers (NAM), le salaire moyen d'un travailleur du secteur manufacturier aux États-Unis en 2022 était de 98 846 \$ US, y compris les avantages, par rapport à environ 13 638 \$ US en Chine et à 15 804 \$ US au Mexique. Toutefois, la transformation du secteur a entraîné l'utilisation de plus de machines et d'une main-d'œuvre plus qualifiée pour produire des biens, ce qui nécessite moins de travailleurs que par le passé. Cela signifie que le secteur a continué à se spécialiser dans la production des biens qu'il est le plus efficace à produire. En d'autres termes, bien que l'emploi dans le secteur manufacturier ait diminué de près de 30 % depuis les années 1990, la productivité a doublé au cours de la même période. Cette augmentation de la productivité du secteur manufacturier a fait en sorte que les travailleurs dans ce secteur aux États-Unis sont mieux rémunérés que les travailleurs des pays développés.

### graphique 5 - La productivité du secteur manufacturier a doublé depuis les années 1990



Source: FactSet, données au 30 septembre 2024. \* L'indice de productivité est mesuré comme la production totale par heure travaillée.

Pendant la présidence Trump, les États-Unis ont augmenté les droits de douane pour de nombreux partenaires commerciaux américains, que l'administration Biden a maintenus presque inchangés. La Chine a d'ailleurs été la plus touchée par cette augmentation. En effet, des droits de douane ont été exigés sur plus de 380 G\$ US d'acier, d'aluminium, de machines à laver et de panneaux solaires, pour une augmentation totale des recettes tarifaires d'environ 80 G\$ US. On estime que le ménage moyen a payé environ 300 \$ US supplémentaires par année en raison de la guerre commerciale de 2018.

### Une guerre commerciale potentielle en 2025?

La pandémie de COVID-19, les mesures budgétaires massives du gouvernement, la flambée de l'inflation de 2022 et le cours de la politique monétaire de la Réserve fédérale ont certainement éclipsé toute incidence que la guerre commerciale de 2018 aurait pu avoir. Mais c'est du passé. L'excédent d'épargne accumulé pendant la pandémie est épuisé, l'inflation est proche de la cible de la Réserve fédérale, celle-ci a commencé à assouplir ses taux, et nous sommes maintenant confrontés à la possibilité d'une nouvelle guerre commerciale. Bien qu'il soit extrêmement complexe d'essayer d'estimer les effets de droits de douane supplémentaires et de représailles potentielles de la part de pays étrangers, avec de nombreuses variables en jeu, nous avons tenté d'estimer l'incidence potentielle sur l'économie américaine de l'imposition d'un droit de douane de 10 % pour tous les partenaires commerciaux et d'un droit de douane de 60 % sur toutes les importations chinoises.

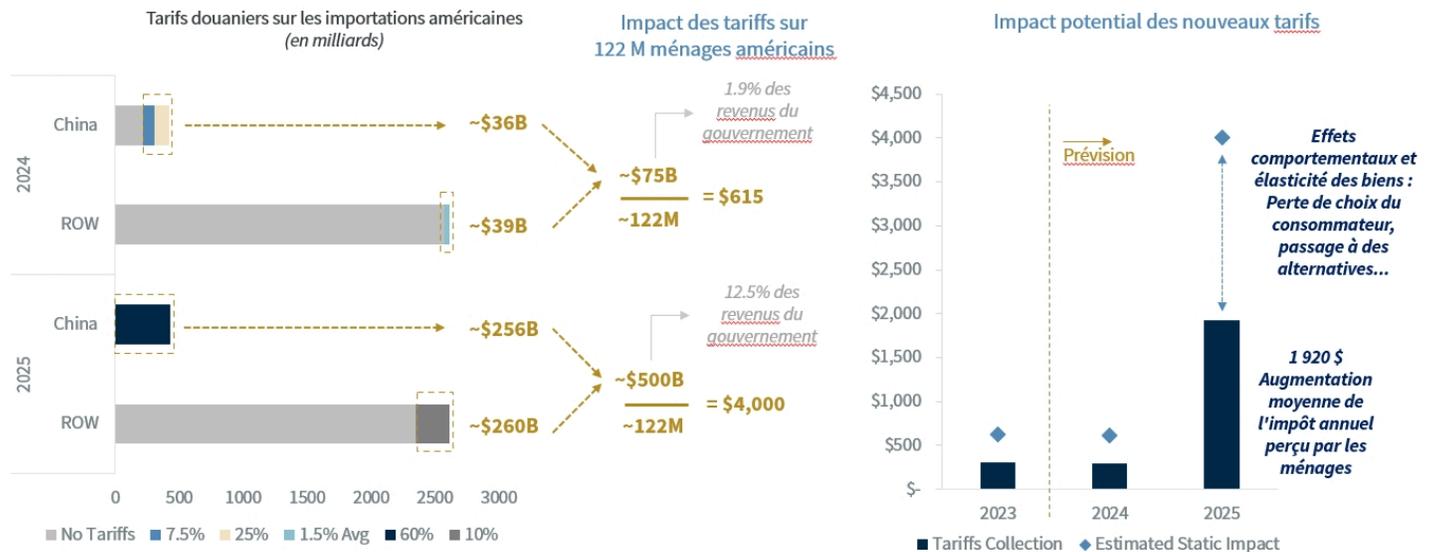
Dans ce scénario, les droits de douane généreront des revenus d'environ 500 G\$ US, ce qui pourrait, d'une part, avoir des répercussions négatives sur le PIB si les revenus des droits de douane ne sont pas retournés à l'économie. En règle générale, les droits de douane plus élevés sont payés par les consommateurs sous la forme de prix plus élevés pour les biens qu'ils consomment. De plus, l'incidence sur les consommateurs, en particulier ceux des quintiles de revenu inférieurs, pourrait être sévère. Les consommateurs sont non seulement susceptibles de profiter de moins d'options, mais ils pourraient également être contraints de dépenser beaucoup plus, à mesure que les entreprises transféreront la majeure partie de l'augmentation des prix aux consommateurs. D'autre part, les producteurs nationaux tenteront probablement d'utiliser l'incidence des droits de douane sur les biens importés pour gonfler leurs marges bénéficiaires en augmentant les prix des biens concurrents produits dans le pays. Dans l'ensemble, si les recettes douanières sont multipliées par six (de 80 à 500 G\$ US), le montant supplémentaire que le ménage moyen devra payer passera d'environ 300 \$ US par année à environ 1 900 \$ US, ce qui aura une incidence sur l'économie américaine de l'ordre de 1,9 % du PIB total.

Si ces droits de douane sont adoptés, une guerre commerciale s'ensuivra probablement, car les partenaires commerciaux riposteront en imposant des droits de douane similaires sur les exportations américaines. Dans cette escalade, le déficit commercial est susceptible de se creuser

davantage, et les exportateurs américains pourraient subir une baisse de leurs revenus pouvant aller jusqu'à 400 G\$ US, selon l'ampleur de la diminution de la quantité demandée par les partenaires commerciaux. En outre, si le dollar américain devait s'apprécier en réaction aux droits de douane, les exportateurs américains auraient plus de mal à vendre leurs produits à l'étranger, ce qui aurait probablement des répercussions négatives non seulement sur les exportations, mais aussi sur la production américaine et le marché du travail.

L'inflation est susceptible d'augmenter avec la mise en œuvre des droits de douane et la hausse des prix, mais à moins que la guerre commerciale ne se poursuive au fil des ans, la flambée de l'inflation pourrait être de courte durée. Toutefois, si l'inflation augmente, la Réserve fédérale pourrait être amenée à augmenter les taux d'intérêt ou à les maintenir à un niveau plus élevé plus longtemps que dans un scénario où il n'y aurait pas de guerre tarifaire ou jusqu'à ce que les effets des droits de douane soient imposés dans l'économie américaine. Il est difficile de connaître l'incidence réelle sur l'inflation globale, mais une augmentation générale des droits de douane pourrait entraîner une hausse de l'inflation.

### graphique 6 - Tarifs - Il est peu probable qu'ils aient un impact significatif sur les revenus



Source: FactSet, TaxFoundation.org, US Census Bureau, US Customs and Border Protection, US Trade Representative.

### Conclusion

Les personnes qui pensent qu'une libéralisation du commerce n'est pas une bonne chose pour un pays estiment que le commerce mondial est un « jeu à somme nulle », ce qui signifie que, si un pays est perdant, c'est-à-dire s'il a un déficit commercial, le pays qui a l'excédent commercial correspondant, et opposé, est le gagnant. Toutefois, le commerce n'est généralement pas un jeu à somme nulle, mais un « jeu à somme positive » dans lequel tout le monde gagne à s'y engager. L'idée qu'un excédent commercial vaut mieux qu'un déficit provient de la vieille théorie du « mercantilisme », une vision du monde qui a duré du XVIe au XVIIIe siècle et qui considérait que la richesse d'une nation dépendait de la taille de son excédent commercial tout en limitant les importations par l'imposition de droits de douane.

Cependant, la réalité est plus complexe. Comme nous l'avons vu plus haut, les déficits et les excédents commerciaux n'indiquent pas nécessairement si un pays est avantagé ou désavantagé sur le plan économique. En ce sens, le commerce s'apparente davantage à un « jeu à somme positive » avec une variété de gains possibles. D'une manière générale, toutes les nations ont intérêt à « coopérer » dans un contexte de libéralisation du commerce. Les droits de douane et les mesures protectionnistes perturbent toutefois les chaînes d'approvisionnement mondiales, ce qui augmente les coûts et réduit la rentabilité. Autrement dit, les nations risquent de subir des préjudices en « se soustrayant » de la libéralisation du commerce et en s'engageant dans des guerres commerciales.

### Actions canadiennes

#### Équipe de stratégie de placement de RJL

Alors que les grandes capitalisations américaines, représentées par le S&P 500, ont atteint un rendement total de 25,1 % depuis le début de l'année par rapport au rendement de 17,2 % des actions canadiennes représentées par l'indice composé S&P/TSX, les actions canadiennes ont affiché un rendement nettement supérieur au troisième trimestre de l'année, mesuré en dollars canadiens. L'indice composé TSX a connu des gains

importants grâce à une forte hausse des valeurs financières, qui représentent plus de 30 % de sa pondération. En revanche, le secteur le plus important du S&P 500, celui des technologies de l'information, ainsi que les « Magnificent Seven », ont perdu un peu de leur élan au début du cycle d'assouplissement attendu des taux. En outre, d'autres secteurs défensifs ou sensibles aux taux, comme les services publics et l'immobilier, ont affiché un rendement supérieur au Canada, car ils ont profité des précédentes baisses de taux de la Banque du Canada. Cependant, le ralentissement de l'économie mondiale a nui au rendement d'autres secteurs importants de l'indice composé TSX, comme l'énergie et les produits industriels.

Aux États-Unis, nous avons suivi de près la rotation des valeurs technologiques de grande capitalisation vers des valeurs de petite et moyenne capitalisation plus orientées vers la valeur. Le marché boursier canadien est beaucoup moins diversifié, mais nous avons observé une tendance similaire. Alors que le rendement de l'indice composé TSX est en hausse de 17,2 % depuis le début de l'année, les plus grandes sociétés, représentées par le TSX60, ont progressé de 16,6 %, tandis que le reste des sociétés de l'indice composé, représenté par l'indice d'achèvement TSX, a progressé de 19,9 %.

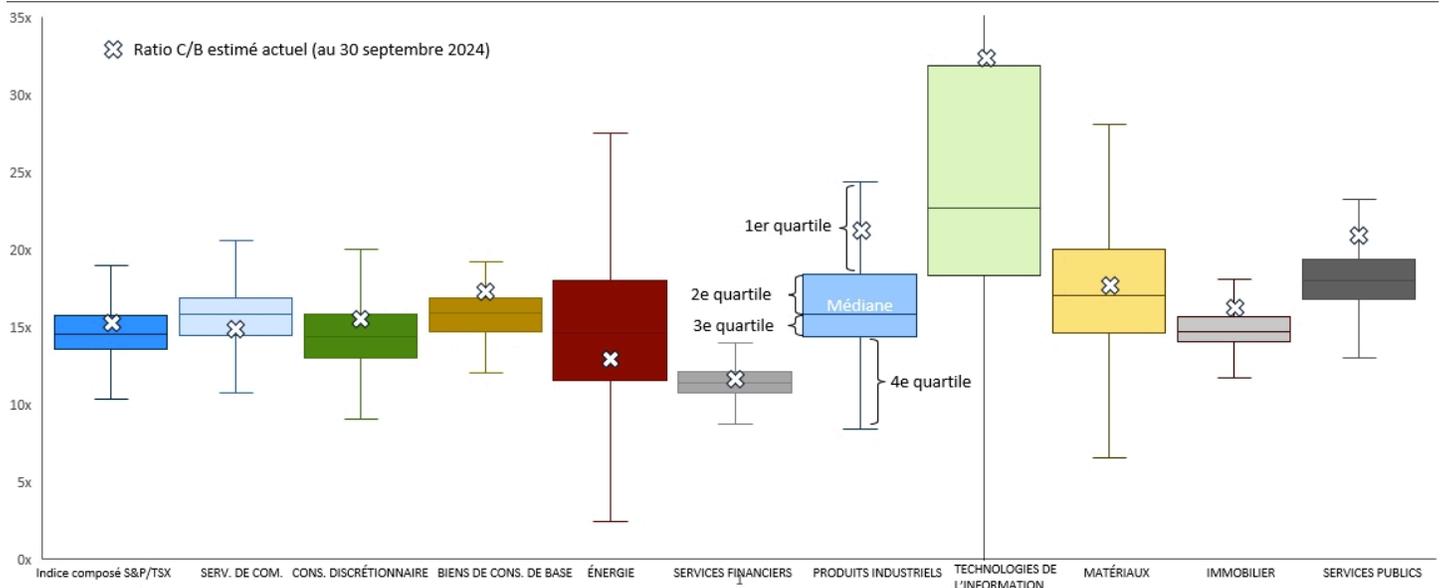
Dans le tableau suivant, nous résumons nos perspectives pour chaque secteur du TSX, ainsi que leurs pondérations respectives dans l'indice composé TSX, leurs rendements totaux (y compris les dividendes) jusqu'à la fin du mois de septembre, à la fois pour le cumul annuel et pour le troisième trimestre de l'année 2024 en particulier, avec leur multiple cours/bénéfice (C/B) actuel par rapport à leurs multiples historiques. Le graphique suivant montre également la manière dont ces multiples C/B actuels se comparent aux moyennes historiques, réparties en quartiles.

**Tableau 2 - Rendement du secteur, évaluations et notations**

| Nom du secteur                | Pondération du secteur | Rendement total de 2024 (cumul annuel) | Rendement total du troisième trimestre de 2024 | Ratio C/B estimé actuel | Ratio C/B estimé historique | Note du troisième trimestre de 2024 | Note du quatrième trimestre de 2024 |
|-------------------------------|------------------------|--|--|-------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| Services financiers           | 32.1%                  | 22.0 %                                 | 17.0 %   | 11.6                    | 11.4                        | PONDÉRATION DU MARCHÉ               | PONDÉRATION DU MARCHÉ               |
| Énergie                       | 17.5%                  | 16.3 %                                 | 2.0 %  | 13.1                    | 14.6                        | SURPONDÉRATION                      | ▼ PONDÉRATION DU MARCHÉ             |
| Produits industriels          | 12.7%                  | 10.2 %                                 | 2.7 %  | 21.9                    | 15.8                        | PONDÉRATION DU MARCHÉ               | ▼ SOUS-PONDÉRATION                  |
| Matériaux                     | 12.4%                  | 27.5 %                                 | 12.2 %   | 17.8                    | 17.0                        | PONDÉRATION DU MARCHÉ               | ▲ SURPONDÉRATION                    |
| Technologies de l'information | 8.6%                   | 12.9 %                                 | 14.1 %   | 32.9                    | 22.7                        | SURPONDÉRATION                      | SURPONDÉRATION                      |
| Cons. de base                 | 4.0%                   | 14.8 %                                 | 6.0 %  | 17.6                    | 15.9                        | SURPONDÉRATION                      | ▼ PONDÉRATION DU MARCHÉ             |
| Services publics              | 3.9%                   | 15.5 %                                 | 16.6 %   | 21.0                    | 18.0                        | PONDÉRATION DU MARCHÉ               | PONDÉRATION DU MARCHÉ               |
| Consommation discrétionnaire  | 3.3%                   | 11.0 %                                 | 7.8 %  | 15.5                    | 14.3                        | PONDÉRATION DU MARCHÉ               | PONDÉRATION DU MARCHÉ               |
| Services de communication     | 3.0%                   | -2.3 %                                 | 10.5 %   | 14.9                    | 15.8                        | SOUS-PONDÉRATION                    | SOUS-PONDÉRATION                    |
| Immobilier                    | 2.2%                   | 17.9 %                                 | 23.0 %   | 16.3                    | 14.7                        | SOUS-PONDÉRATION                    | PONDÉRATION DU MARCHÉ               |
| Soins de santé                | 0.3%                   | 12.3 %                                 | 16.5 %   | 6.1                     | 16.1                        | PAS DE NOTATION                     | PAS DE NOTATION                     |

Source: FactSet; Raymond James Ltée. Données au 30 septembre 2024. Les données sur les rendements et les évaluations proviennent de FactSet, les notations sectorielles sont fournies par l'équipe de stratégie de placement de RJL.

**graphique 7 - Ratio C/B estimé actuel par rapport au ratio C/B estimé historique par secteur (indice composé S&P/TSX)**



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 30 septembre 2024. Ratio C/B historique : du 1er janvier 2000 au 30 septembre 2024. À l'exclusion des valeurs aberrantes.

## Commentaires sectoriels

**Secteur financier (pondération du marché) :** La baisse des taux d'intérêt a des effets nuancés sur les bénéfices des banques. Bien que les bénéfices se soient maintenus jusqu'à présent, en raison des gains modestes attendus au troisième trimestre de 2024, les réductions de taux en cours réduiront les revenus nets d'intérêts des banques. La principale question est de savoir si la baisse des provisions pour pertes sur créances, propulsées par la réduction de la pression sur les portefeuilles de prêts, peut compenser cette baisse de revenus. Les résultats varieront d'une grande banque à l'autre, en fonction de facteurs comme la qualité des actifs et l'orientation géographique. En outre, à mesure que l'économie ralentit, nous nous attendons à ce que moins de personnes disposent de fonds discrétionnaires à consacrer à l'assurance, ce qui pourrait entraîner une augmentation des retraits. Toutefois, les compagnies d'assurance semblent conserver un fort pouvoir de tarification. Les sociétés de gestion d'actifs pourraient également faire face à une volatilité accrue des marchés pour le reste de l'année.

**Énergie (pondération du marché) :** Les prix du pétrole (par baril) sont tombés à leur plus bas niveau depuis plusieurs années. Alors que la récente frappe de missiles iraniens contre Israël et les mesures de relance dynamiques de la Chine ont brièvement fait remonter les prix, la baisse plus générale de la demande mondiale reste le principal facteur empêchant une reprise durable, sans parler de la levée potentielle des restrictions de production par l'OPEP. Cependant, les multiples de valorisation dans le secteur canadien de l'énergie restent faibles malgré de bons mouvements de trésorerie, de dividendes et de rachats d'actions, de sorte que nous voyons plus de valeur à long terme, même si le sentiment à court terme à l'égard des prix des produits de base pèse contre un élan à court terme.

**Produits industriels (sous-pondération) :** Lorsque le cycle économique passe d'un ralentissement ou d'une récession potentielle à un début de reprise, les produits industriels ont tendance à perdre leur élan. Les principales préoccupations concernent l'incertitude de la demande, les perturbations du travail (comme les grèves) et les catastrophes naturelles (comme les incendies de forêt), en particulier dans les transports terrestres, qui représentent près de la moitié du secteur. En revanche, nous pensons que le secteur de la gestion des déchets pourrait présenter des caractéristiques défensives. Dans l'ensemble, nous voyons des risques de baisse des bénéfices et une pression croissante sur les multiples d'évaluation, car les produits industriels se négocient actuellement à un niveau historiquement élevé.

**Matériaux (surpondération) :** Les baisses de taux attendues par les banques centrales et la prochaine élection américaine devraient soutenir les prix des métaux précieux, qui représentent environ 45 % des revenus du secteur. Par ailleurs, la demande de la Chine est un facteur essentiel pour les métaux de base et les minéraux critiques. En raison des inquiétudes concernant la surcapacité de la Chine et un fort ralentissement de la construction, nous pourrions observer une atténuation ou une baisse de la demande pour les produits de base comme le cuivre et l'aluminium, en dépit des récentes mesures de relance dynamiques. Cela pourrait compenser le besoin mondial croissant de matériaux critiques pour l'énergie verte et l'électrification. Pourtant, le secteur canadien des matériaux, fortement axé sur les métaux précieux, est relativement peu exposé à la Chine, puisque seulement 4 % de son chiffre d'affaires est lié à ce marché. Ainsi, l'incidence de la réduction de la demande chinoise sur le Canada devrait être limité à court terme. Dans l'ensemble, nous entrevoyons des facteurs favorables à court terme.

**Technologies de l'information (surpondération) :** Aux États-Unis, les placements dans le secteur technologique semblent axés sur les « Magnificent 7 » et l'espace des semi-conducteurs. Alors que le débat sur la bulle de l'IA se poursuit, au Canada, notre secteur des technologies de l'information est davantage axé sur le commerce électronique et les applications logicielles. Comme nous nous attendons à une longue transition des fournisseurs de matériel d'IA à l'« IA 2.0 », et aux applications et à l'amélioration de la productivité qui en découleront, nous entrevoyons des possibilités de croissance à long terme.

**Biens de consommation de base (pondération du marché) :** Dans ce contexte, les dépenses de consommation expérimentent d'autres turbulences, car les consommateurs recherchent de plus en plus de valeur. Alors que l'inflation s'est progressivement stabilisée, les entreprises ont de plus en plus de mal à justifier des hausses de prix pour les produits de consommation courante, et les dépenses des consommateurs sont davantage motivées par des rabais et des promotions, ce qui pourrait nuire au pouvoir de fixation des prix des entreprises ainsi qu'à leurs bénéfices. Comme les marchés ont tendance à anticiper l'économie, même avec le ralentissement économique actuel, les produits de base pourraient se retrouver dans une position moins favorable que les secteurs cycliques à mesure que l'excitation autour de la phase de reprise des marchés s'accroît. De plus, comme trois entreprises (Couche-Tard, Loblaw, George Weston) dominent plus de 70 % du secteur, leurs difficultés ou leurs facteurs favorables particuliers pourraient avoir une incidence importante sur le rendement global du secteur.

**Services publics (pondération du marché) :** Le cycle continu de réduction des taux est une bonne nouvelle pour le secteur des services publics à forte intensité de capital. Les dividendes des entreprises de services publics deviennent également plus attrayants à mesure que les rendements des obligations du gouvernement diminuent. Alors que les services publics ont connu une reprise notable au troisième trimestre de 2024 en raison de nouvelles craintes de récession, si les marchés anticipent l'économie, ils pourraient faire pression sur cette reprise, car l'enthousiasme du marché se déplace de nouveau vers les secteurs cycliques. Néanmoins, nous observons des occasions à long terme dans les services publics qui

sont liées à la tendance à l'énergie propre et à l'augmentation de la demande d'électricité.

**Consommation discrétionnaire (pondération du marché) :** Dans le contexte d'un environnement économique encore faible (mais pas effondré) au Canada, nous restons prudents sur les dépenses de consommation discrétionnaire, bien que ce secteur au Canada soit pondéré en faveur de la restauration rapide et des magasins à un dollar, suivi de la construction automobile, puis des vêtements et de la vente au détail en général. Il s'agit donc d'un mélange d'entreprises dont la dépendance à l'égard des marchés internationaux et des secteurs d'activité est très différente, ce qui rend ce secteur un peu plus résilient.

**Services de communication (sous-pondération) :** La baisse des taux d'intérêt a permis aux entreprises de services de communication de réaliser quelques gains au troisième trimestre de 2024, car elles peuvent se désendetter progressivement en raison de leur forte intensité capitalistique. Leurs dividendes attractifs gagneront également en attrait avec les rendements des obligations. Le paysage concurrentiel s'est quelque peu stabilisé à la suite d'importantes fusions et acquisitions, mais la concurrence reste un sujet de préoccupation. Cette rivalité intense a entraîné une réduction du pouvoir de fixation des prix et, par conséquent, une baisse des revenus. En outre, sur le marché concentré du Canada, les gains d'un acteur se font souvent au détriment d'un autre, ce qui n'entraîne qu'une croissance modeste du nombre de nouveaux utilisateurs nets. Contrairement aux États-Unis, le manque d'entreprises de médias et de divertissement au Canada limite quelque peu les avantages potentiels de l'IA pour ce secteur.

**Immobilier (pondération du marché) :** La baisse des taux d'intérêt est certainement un moteur pour le secteur de l'immobilier. Notre enthousiasme prudent résulte de la dynamique entre les différents segments de ce secteur. Comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises, le Canada est au milieu d'une crise du logement. Les placements résidentiels devraient donc être un point relativement prometteur. Cependant, les habitudes d'achat des consommateurs peuvent exercer une influence sur les propriétés commerciales, les propriétés de bureaux sont toujours en constante évolution à mesure que les entreprises continuent d'équilibrer les besoins en matière d'espace avec les politiques de travail à domicile, et les propriétés industrielles peuvent être touchées par des perspectives commerciales toujours changeantes et la croissance économique globale.

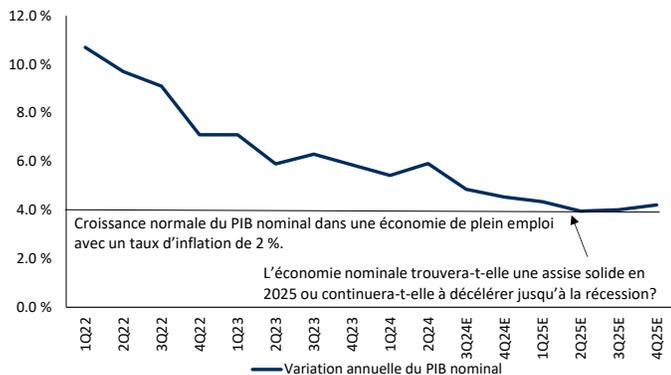
## Actions américaines

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

Le troisième trimestre a été nuancé pour les actions américaines. En effet, la plupart des indices ont connu une hausse à un chiffre, avec un biais dans le rendement en faveur des actions à plus petite capitalisation et des actions de valeur, ce qui a essentiellement inversé un peu la tendance au deuxième trimestre. Si l'on observe la situation dans l'ensemble, les marchés boursiers américains sont plus volatils depuis le mois de mars (et se négocient de manière latérale ou peut-être avec une légère tendance à la hausse) et ont connu au moins quatre replis distincts et importants au cours des six derniers mois. Il convient de noter qu'au troisième trimestre, le rendement a été propulsé par les secteurs résolument défensifs/sensibles aux taux d'intérêt, dont l'immobilier et les services aux collectivités qui affichent des rendements à deux chiffres.

Avec le cours des actions, on envisage encore plus l'hypothèse d'un « atterrissage en douceur » de l'économie américaine depuis la reprise qui a débuté en octobre de l'année dernière. Bien que les réactions du marché démontrent une crainte potentielle d'un ralentissement plus sévère, les secteurs plus défensifs et sensibles aux taux d'intérêt ont commencé à afficher un rendement nettement supérieur au troisième trimestre de l'année 24. Sur le plan économique, il semble que l'économie continue de décélérer au troisième trimestre, tout comme l'inflation, ce qui a conduit à une baisse importante des taux d'intérêt à long terme. La Réserve fédérale a également commencé à baisser les taux à court terme en septembre par une surprise de 50 points de base. La mesure dans laquelle l'économie cessera de ralentir et se stabilisera à une croissance réelle d'environ 2 % et à une inflation d'environ 2 % lorsque la Réserve fédérale baissera ses taux déterminera si nous aurons un « atterrissage en douceur » ou si nous glisserons finalement dans une récession. Le cas échéant, les bénéfices des entreprises ne se rétabliront pas aussi largement que les actions le prévoient aujourd'hui (voir le consensus sur la croissance du BPA en 2025 ci-dessous).

**graphique 8 - Prévisions économiques de Raymond James 2022-2025 – Nous avons ralenti jusqu'à la « normale », et maintenant?**

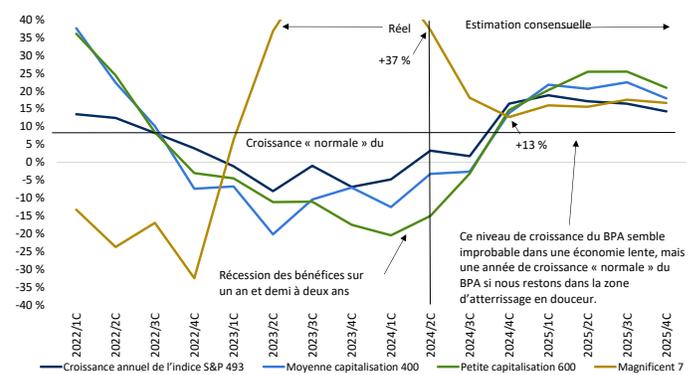


Source: Raymond James Economics, Raymond James Research

Pour 2024, nous pensons que l'inflation continuera à baisser, que les taux d'intérêt à long terme diminueront (de 3,5 à 4 % pour le Trésor à 10 ans d'ici la fin de l'année, même si, pour être honnêtes, nous avons déjà atteint ce niveau) et que les actions américaines seront quelque peu stables par rapport aux niveaux actuels (mais potentiellement avec une certaine rotation entre les grandes entreprises technologiques et d'autres secteurs) et volatiles, ce qui est essentiellement le cas depuis le mois de mars. Les tendances en matière de bénéfices s'améliorent pour les actions en général après environ un an et demi de baisses modestes d'une année sur l'autre tandis que, pour les valeurs technologiques du Magnificent 7, les bénéfices par action d'une année sur l'autre se normalisent pour atteindre une fourchette plus durable d'environ 15 % à 20 %. Alors que nous effectuons des prévisions pour l'année prochaine, nous nous attendons à ce que le BPA devienne positif pour la plupart des actions, bien qu'il s'agisse probablement d'une croissance à un chiffre plutôt que d'une croissance d'environ 20 % comme le prévoit le consensus.

En supposant que la Réserve fédérale puisse procéder à une série de baisses de taux alors que l'inflation reste modérée et que la croissance économique reste positive, nous nous attendons à des rendements boursiers légèrement positifs au cours des 12 à 18 prochains mois, alors que l'économie américaine entre dans la phase de baisse des taux du cycle économique (« fin de cycle »). Si l'économie entre dans une légère récession au cours de ce processus, nous assisterons probablement à un affaiblissement à court terme des actions (et à de nouveaux gains pour les obligations). À ce stade, le scénario d'un « atterrissage en douceur » semble un peu plus probable que celui d'une « récession », mais les deux résultats sont des possibilités réelles pour les 12 à 18 mois à venir. Dans un cas comme dans l'autre, nous pensons que la récente volatilité du marché des actions se poursuivra jusqu'à ce que le marché soit plus convaincu que la menace d'une récession à court terme est derrière nous.

**graphique 9 - Consensus des BPA trimestriels en glissement annuel pour les grandes, les moyennes et les petites entreprises, et le « Magnificent 7 »**



Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, Costar, Raymond James Research.

## Analyse technique

*Javed Mirza, CMT, CFA – Analyste quantitatif/technique; Majd Hijazi – Associé, Recherche sur les actions – Quantitatif/technique.*

### Résumé

**Perspectives d'avenir :** Notre travail technique suggère que les marchés boursiers sont en train de passer à la troisième phase du modèle du cycle du marché (voir la figure 5), ce qui soutient la hausse des placements dans les ressources. La troisième phase est la « fin emballante » d'un cycle de quatre ans (marché haussier cyclique des actions de 3 à 5 ans) et devrait coïncider avec une rotation des meneurs antérieurs dans les secteurs du marché les plus orientés vers la croissance (c'est-à-dire les technologies de l'information) vers des secteurs plus orientés vers la valeur (c'est-à-dire l'énergie et les matériaux de base, voir la figure 5). Nous considérons les secteurs de l'énergie et du bois d'œuvre comme des candidats à une hausse des placements en cas de reprise entre le quatrième trimestre de 2024 et le premier trimestre de 2025 (voir les idées tactiques ci-dessous).

Dans nos perspectives pour 2024, nous avons noté que les marchés boursiers semblaient entrer dans la deuxième phase d'un nouveau cycle de quatre ans (voir [Perspectives techniques de 2024 – Faire confiance au processus – Le cycle plus haut pour plus longtemps soutient le potentiel de hausse jusqu'en 2025, 4 janvier 2024](#)). Par conséquent, la plupart de nos meilleures idées pour 2024 s'appliquent à la deuxième phase du modèle de cycle de marché, également connue sous le nom de « milieu ennuyeux ». La deuxième phase est celle où l'économie montre des signes de renforcement et où les meneurs sont généralement les secteurs des technologies de l'information, des produits industriels et des matériaux de base.

**Notre étude des cycles à plus long terme soutient qu'un nouveau cycle de quatre ans (marché haussier cyclique de trois à cinq ans) a débuté au creux du 13 octobre 2022 et qu'il s'étendra jusqu'à la deuxième moitié de 2025 et la première moitié de 2026.** Nous appelons ce nouveau cycle de quatre ans le cycle « *plus élevé pour plus longtemps* » (Higher for Longer, *HFL*), car nos travaux techniques suggèrent fortement que ce cycle a inauguré un changement séculaire à long terme vers des rendements plus élevés.

**Notre étude des cycles à plus long terme soutient une cible de fin d'année 2024 de 5 466, soit une hausse de 14,6 % par rapport à la clôture du 29 décembre 2023.** Elle soutenait également une cible pour le S&P 500 d'environ 4 864 pour l'année 2023, soit une hausse de 27 % par rapport à la clôture de décembre 2022. L'indice S&P 500 a terminé l'année 2023 à près de 4 770, ce qui représente un gain annuel de 24 %.

### Idées tactiques – Quatrième trimestre de 2024 :

- *La douceur saisonnière offre un point d'entrée attrayant dans le secteur de l'énergie : L'« argent intelligent » se situe à des niveaux conformes aux phases antérieures de reprise à moyen terme (de trois à six mois) sur le pétrole brut WTI. Cela suggère que la faiblesse du quatrième trimestre est une occasion de se positionner en vue d'une reprise du secteur de l'énergie et, par extension, des actions de ce secteur pour la période de vigueur saisonnière du premier trimestre 2025 (voir la figure 11).* Ce constat est renforcé par notre vision d'un passage imminent à la troisième phase du modèle de cycle de marché.
- *Achetez à la période de l'Halloween et vendez vers celle du Superbowl : Le renforcement du profil technique du bois d'œuvre, conjugué à une forte saisonnalité jusqu'au quatrième trimestre (voir la figure 13), soutient une hausse des placements.* Les matériaux sont l'un de nos secteurs préférés pour la deuxième et la troisième phase du modèle de cycle de marché, et la combinaison de l'amélioration des données techniques et de la saisonnalité positive offre une configuration technique convaincante.

Les clients de Raymond James peuvent consulter les rapports hebdomadaires habituels de Javed pour obtenir de plus amples renseignements et des perspectives sur ses graphiques et ses modèles.

Figure 1 - Rendement du Trésor américain sur 10 ans – 20 ans – Mensuel



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

Figure 2 - Dollar américain – 20 ans – Mensuel



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

**Une nouvelle tendance à la hausse à long terme est en place pour les rendements américains à 10 ans.** Depuis 2011, le dollar américain suit une tendance à la hausse séculaire, qui coïncide avec le marché haussier séculaire des actions. La vigueur persistante des rendements a joué en faveur du dollar américain. Cependant, notre modèle de cycle de marché suggère qu'une consolidation latérale est à prévoir pour les rendements américains à 10 ans en 2024 (voir l'encadré noir dans la figure 1), ce qui devrait entraîner une évolution latérale du dollar américain (voir l'encadré noir dans la figure 2).

**À long terme, nous pensons que la Réserve fédérale tentera d'augmenter les taux d'intérêt pendant la durée de ce marché haussier séculaire des actions, ce qui devrait donner un coup de pouce au dollar américain.** Une pause dans le cycle actuel de hausse de la Réserve fédérale devrait permettre au dollar américain de rester dans une fourchette latérale agitée pendant la majeure partie de l'année 2024, qui est délimitée par 107,50 à la hausse et 97,50 à la baisse. Nos travaux techniques à plus long terme suggèrent que le prochain cycle de hausse de la Réserve fédérale pourrait commencer dès la deuxième moitié de 2025 ou la première moitié de 2026, car une économie forte rétablit le spectre d'inflation galopante.

Figure 3 - S&amp;P 500 – 20 ans – Mensuel



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

Figure 4 - Indice CRB des matières premières – 20 ans – Mensuel

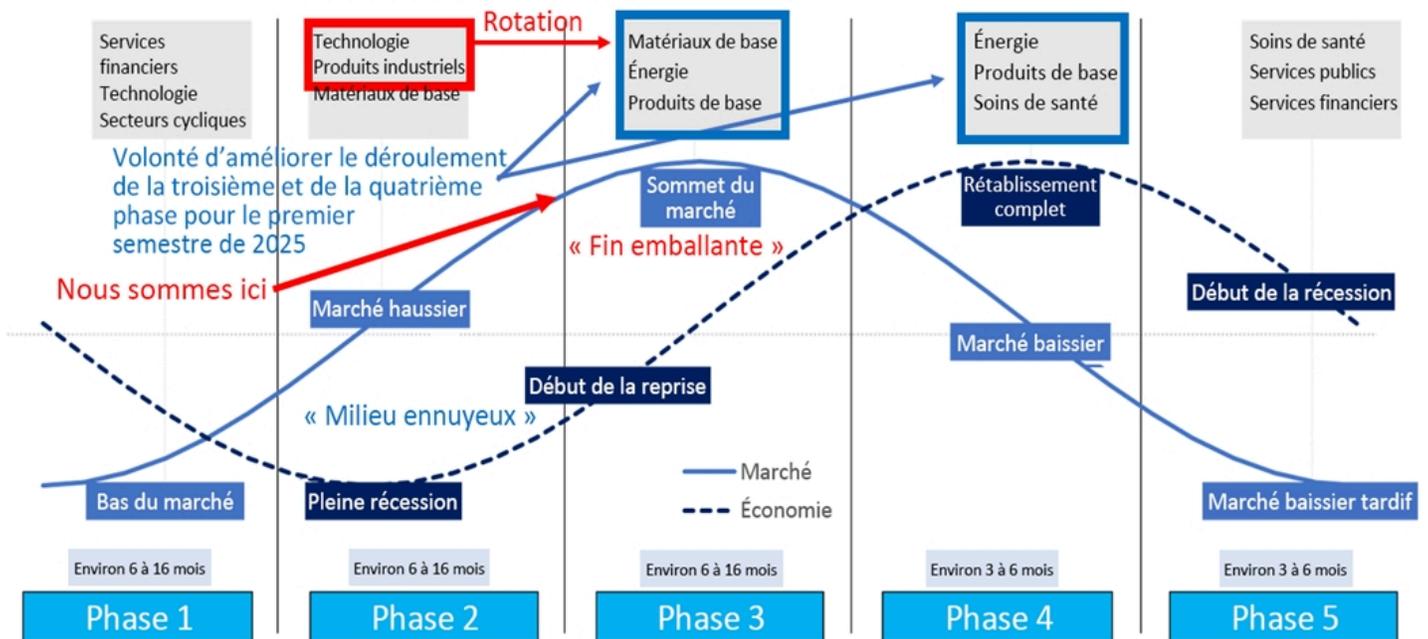


Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

Les actions ont entamé depuis près de deux ans un nouveau cycle de quatre ans (marché cyclique haussier), après une réinitialisation du cycle de quatre ans (marché cyclique baissier) en 2022 (voir l'encadré vert dans la figure 3). Les produits de base ne sont plus dans une tendance à la baisse, qui a défini le marché baissier débutant en 2009 (flèches rouges avec ligne pointillée).

L'indice CRB montre des signes de force, ce qui concorde avec le passage au « milieu ennuyeux » d'un nouveau cycle de quatre ans, alors que la demande pour les produits de base commence à augmenter (figure 4). Les matériaux de base devraient afficher de bons rendements en 2024, car nos travaux sur les cycles à plus long terme suggèrent que la récente correction du marché boursier entre juillet et octobre 2023 a marqué une transition de la première à la deuxième phase du modèle du cycle du marché. À la fin de l'année 2024, les marchés boursiers devraient commencer à passer à la troisième phase (le sommet du marché), au cours de laquelle le secteur de l'énergie devrait commencer à afficher des rendements supérieurs. Le passage à la troisième phase du modèle de cycle de marché devrait être le catalyseur qui fait en sorte que les produits de base recommencent à accélérer en 2025, car cette phase correspond au moment où l'économie fonctionne à plein régime. Cela devrait soutenir la vigueur à la fois des matériaux de base et de l'énergie. La vigueur générale des produits de base sera également le catalyseur qui permettra à la Réserve fédérale d'entamer son prochain régime de relèvement des taux pour lutter contre l'inflation et ralentir l'économie.

**Figure 5 - Modèle de cycle de marché – La rotation des secteurs de la technologie et des produits industriels signalerait le passage à la troisième phase**



Source: FactSet; Raymond James Ltée.

Nos travaux techniques à plus long terme suggèrent qu'un nouveau cycle de quatre ans (marché cyclique haussier de 3 à 5 ans) a débuté le 13 octobre 2022. Nous appelons ce cycle « **plus élevé pour plus longtemps** » (*Higher For Longer, HFL*). Cela s'inscrit dans le contexte d'un marché haussier séculaire des actions qui a débuté en 2011 et qui s'étend, à terme, jusqu'à environ 2030.

Selon nous, la phase de correction à moyen terme (de un à trois mois) des marchés boursiers d'août 2023 à octobre 2023 a marqué la transition de la première à la deuxième phase du modèle du cycle du marché (voir **Nous sommes ici** dans la figure 5).

La deuxième phase du modèle de cycle de marché correspond au moment où l'économie sous-jacente montre des signes de renforcement (voir la ligne bleue pointillée) et favorise généralement le rendement supérieur des secteurs des technologies de l'information, des produits industriels et des matériaux de base (voir l'encadré bleu). En outre, nos travaux techniques suggèrent que les services financiers et immobiliers sont susceptibles de voir une transaction de « rattrapage » se mettre en place. Le renforcement du contexte économique devrait rester un puissant moteur pour tous ces secteurs jusqu'en 2024.

**Une rotation continue des technologies de l'information vers les matériaux de base, l'énergie et la consommation de base (voir la flèche rouge/bleue et l'encadré rouge/bleu) serait cohérente avec une transition de la deuxième à la troisième phase et marquerait un changement vers la « fin emballante » du cycle *plus haut pour plus longtemps* en cours.**

## Ratios importants

**Le ratio actions/obligations (voir la figure 6) et obligations d'entreprises/bons du Trésor (voir la figure 7) reste favorable à la prise de risque et à la poursuite de la hausse des marchés boursiers.** Les ratios actions (S&P 1500, SPTM)/obligations (obligations du Trésor américain à 3 à 7 ans, IEI) et obligations de sociétés de grande qualité (LQD)/obligations du Trésor à 7 à 10 ans (IEF) restent au-dessus de leurs moyennes mobiles ascendantes sur 15 mois. Cela confirme que le chemin de moindre résistance est en hausse et qu'il reste favorable à la prise de risque. Une détérioration de ces ratios serait une première source d'inquiétude. Une clôture mensuelle de ces ratios en dessous de leurs moyennes mobiles respectives sur 15 mois suggérerait fortement qu'une réinitialisation du cycle sur quatre ans (marché baissier cyclique) est en train de se mettre en place.

**Figure 6 - Ratio des actions par rapport aux obligations – 20 ans – Mensuel**



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

**Figure 7 - Ratio des obligations du Trésor par rapport aux société de grande qualité – 20 ans – Mensuel**



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

Les ratios or/S&P 500 (GLD, S&P 500, voir la figure 8) et croissance des actions à mégacapitalisation/indice équi pondéré S&P 500 (MGK, RSP, voir la figure 9) montrent des signes d'un changement de tendance potentiel. Les deux ratios testent des niveaux techniques essentiels à leurs moyennes mobiles sur quatre ans et quarante semaines, respectivement. Une clôture pluriannuelle au-dessus de la moyenne mobile sur quatre ans de l'or par rapport au S&P 500 indiquerait qu'une transition vers les biens durables et l'abandon des actifs titres est en cours. Une clôture sur plusieurs semaines en dessous de la moyenne mobile sur quarante semaines par MGK par rapport à RSP soutiendrait une transition vers la troisième phase du modèle de cycle de marché et suggérerait fortement que la phase culminante du cycle plus haut pour plus longtemps est en cours de développement.

Figure 8 - Ratio du S&P 500 par rapport à l'or – 20 ans – Mensuel



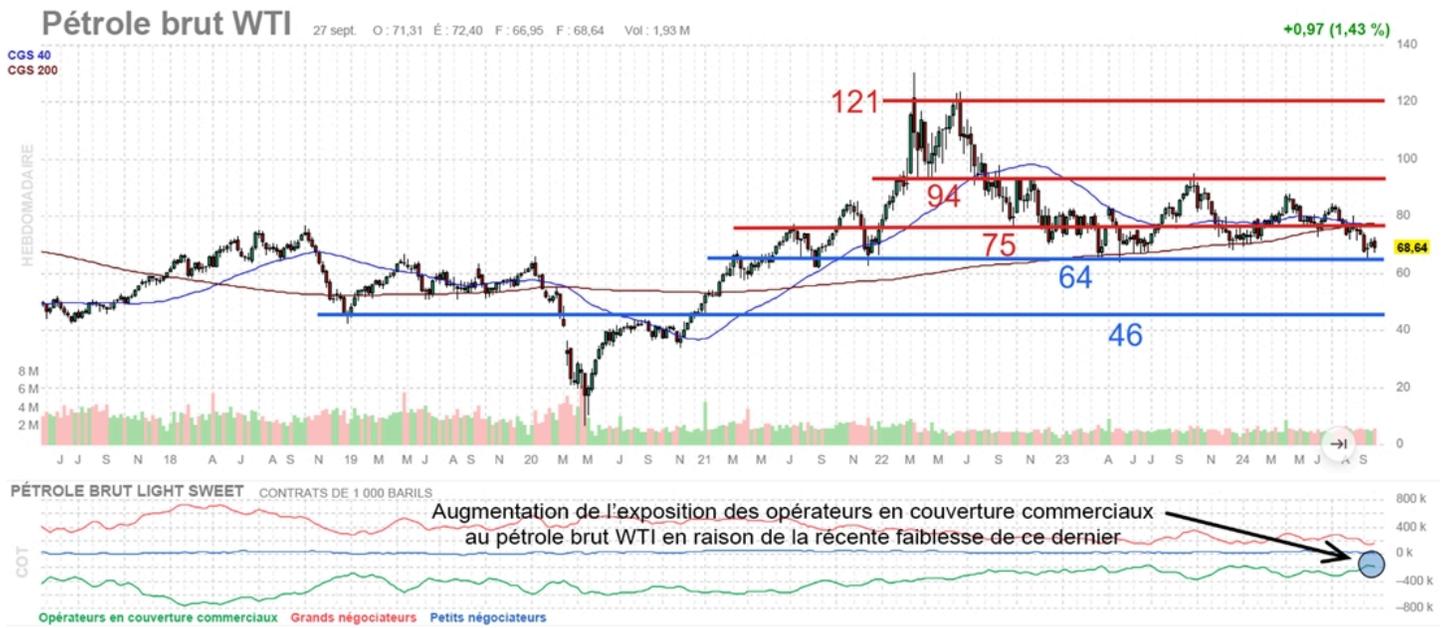
Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

Figure 9 - Croissance à mégacapitalisation par rapport à l'indice équilibré S&amp;P 500 - 10 ans - Hebdomadaire



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

**Figure 10 - Couverture commercial du pétrole brut WTI – Hebdomadaire (cinq ans) – Ratio de risque par rapport au rendement convaincant – Importance de l'argent intelligent sur le long terme**



Source: FinViz, Raymond James Ltée.

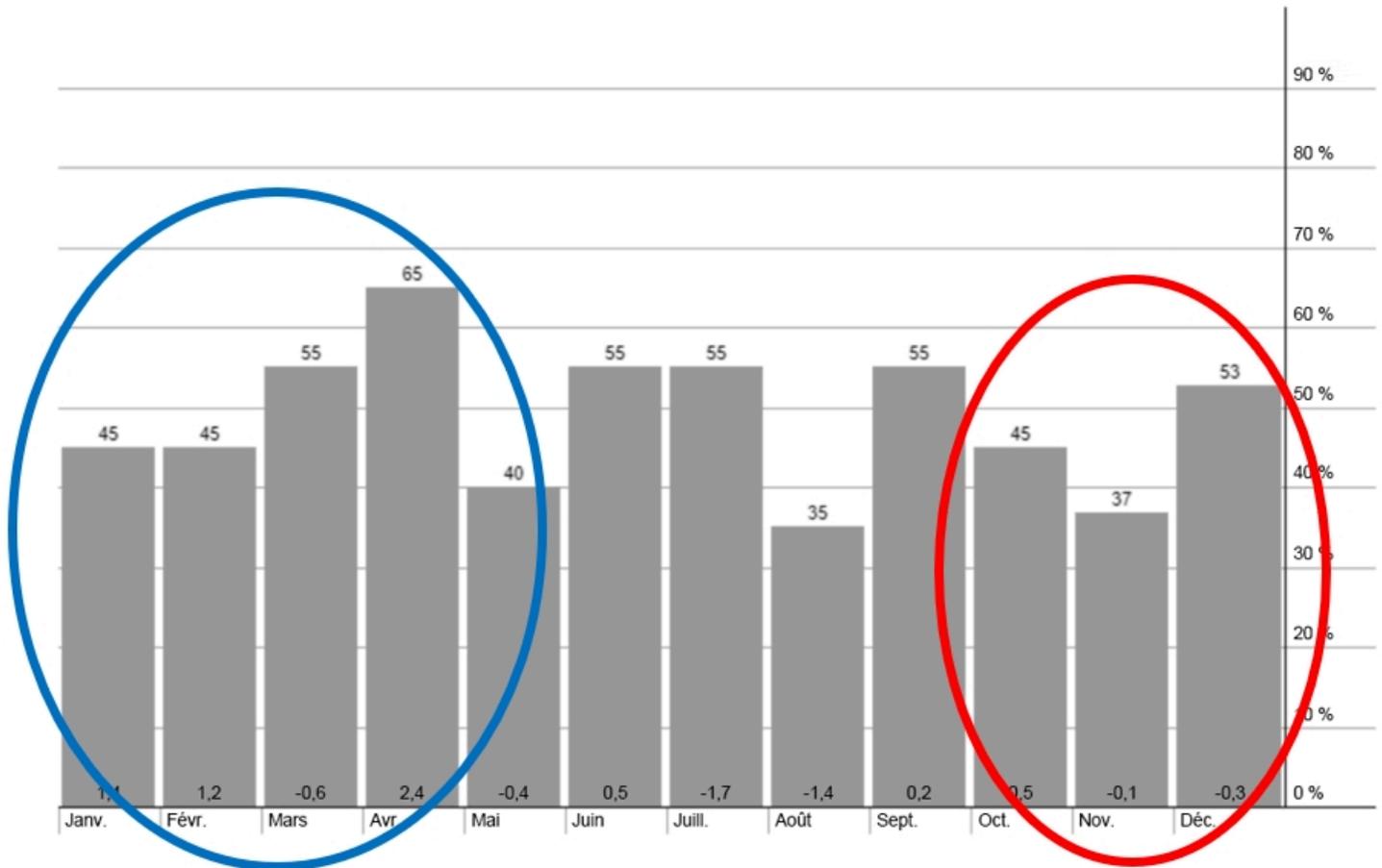
**Panneau supérieur (figure 10) : Prix : Une phase corrective à moyen terme (de un à trois mois) est en cours sur le pétrole brut WTI.** Le passage du pétrole brut WTI en dessous d'un niveau technique important proche du soutien précédent d'environ 75 (voir la ligne rouge) ouvre la voie à un test du soutien important près de 64.

Le soutien important est près de 46 (voir la ligne bleue). La première résistance est près de 75. La résistance importante est près de 94 (voir les lignes rouges).

**Panneau inférieur (figure 10) : Engagement des positions des négociateurs : Les opérateurs en couverture commerciaux continuent d'effectuer des placements dans le pétrole brut WTI en raison de la récente faiblesse. Ils se situent maintenant à des niveaux conformes avec les phases antérieures de reprise à moyen terme (de trois à six mois), ce qui est techniquement positif (voir le cercle bleu et la mince ligne verte).**

**Figure 11 - Fonds SPDR du secteur de l'énergie choisi (XLE) – Saisonnalité – 19 ans – Mensuel**

Pourcentage de mois au cours desquels le XLE a affiché un rendement supérieur au \$SPX de 2005 à 2024



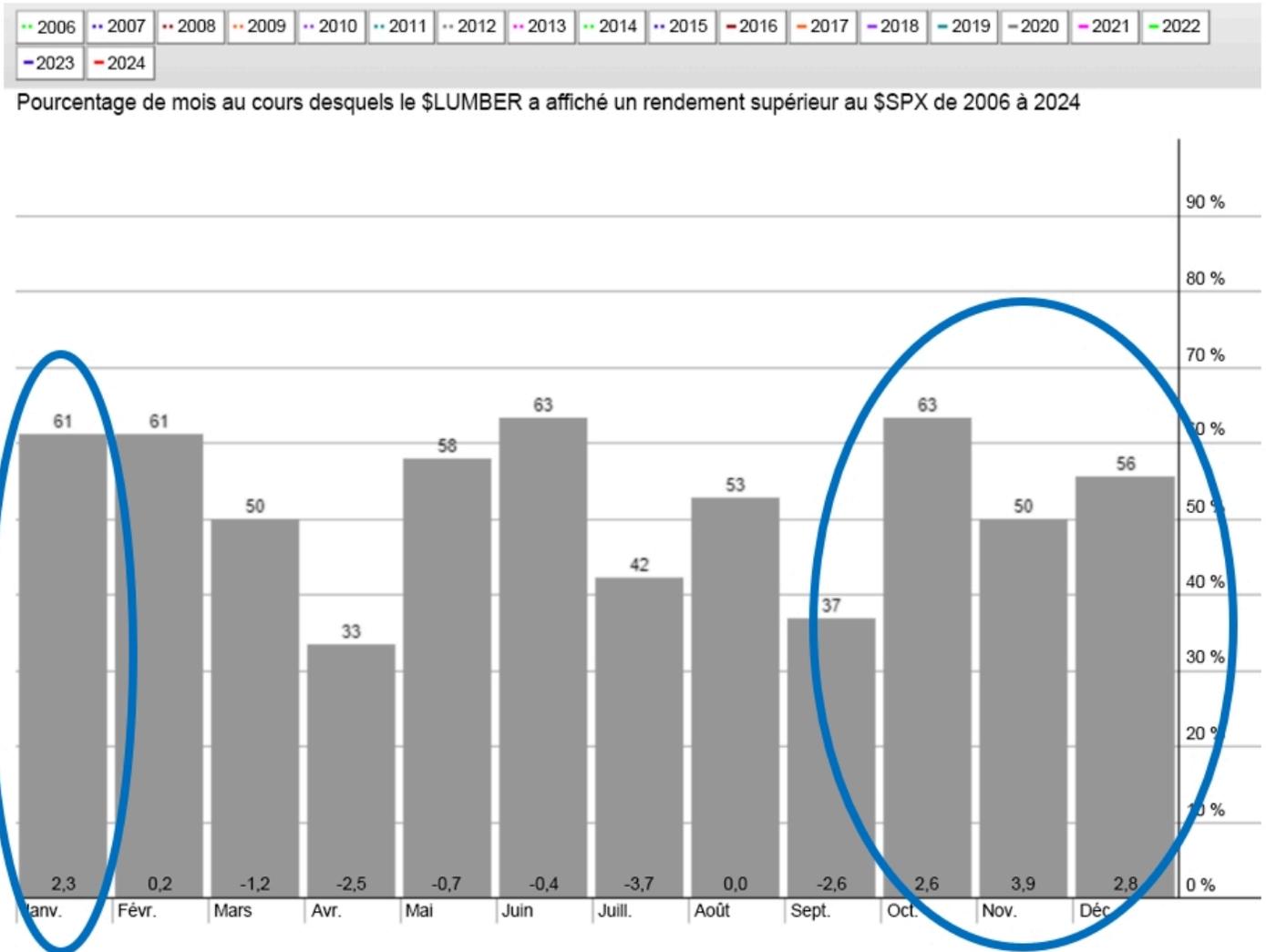
Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

**La faiblesse des mois de novembre et décembre (voir le cercle rouge) offre aux épargnants un point d'entrée intéressant pour le fonds Energy Select Sector SPDR Fund (XLE) dans la période saisonnièrement forte de janvier à avril (voir le cercle bleu).**

Historiquement, le **XLE** affiche un rendement moyen supérieur par rapport au S&P 500 de 1,4 % en janvier et de 1,2 % en février, puis un rendement inférieur de -0,6 % en mars et de 2,4 % en avril.

L'indice **XLE** ne dépasse le S&P 500 que 45 % du temps en janvier et en février. Cependant, il parvient à afficher un rendement supérieur par rapport au S&P 500 55 % du temps en mars et 65 % du temps en avril. Un affaiblissement jusqu'en novembre et en décembre devrait offrir un point d'entrée intéressant à long terme pour les actions de l'énergie.

Figure 12 - Bois d'œuvre – Saisonnalité – 18 ans – Mensuel



Source: Stockcharts.com, Raymond James Ltée.

**Le bois d'œuvre affiche un rendement supérieur au S&P 500 d'octobre à janvier (voir les cercles bleus), ce qui soutient des placements accrus aux niveaux actuels. Historiquement, la faiblesse du mois de septembre offre un point d'entrée intéressant pour une reprise saisonnière qui dure d'octobre à janvier.**

Historiquement, le **bois d'œuvre** affiche un rendement moyen inférieur par rapport au S&P 500 de 2,6 % en octobre, de 3,9 % en novembre, de 2,8 % en décembre et de 2,3 % en janvier.

Le **bois d'œuvre** surpasse le S&P 500 63 % du temps en octobre, 50 % du temps en novembre, 56 % du temps en décembre et 61 % du temps en janvier.

## Titres à revenu fixe canadiens

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

La Réserve fédérale américaine a pris part au mouvement de réduction des taux en septembre. En effet, elle a réduit le taux des fonds fédéraux de 50 points de base, ce qui est considérable. Bien que la décision ait été motivée par les conditions économiques aux États-Unis, nous donnons des détails sur ses implications pour le Canada dans notre rapport Perspectives et stratégies d'octobre, dans lequel nous mentionnons ce qui suit : « Les taux d'intérêt ont de nombreux effets dans le pays où ils sont modifiés, mais aussi au-delà des frontières. La baisse du taux au jour le jour aux États-Unis devrait être encourageante pour la banque centrale du Canada, car l'écart maximal de taux d'intérêt autorisé entre les deux pays a fait l'objet de nombreuses discussions. Lorsque les taux ne sont pas maintenus dans une fourchette appropriée, cela peut avoir des répercussions sur

les taux de change, ce qui fait en sorte que les marchandises sont plus ou moins concurrentielles à l'échelle internationale. Comme le maintien d'un taux de change équilibré est essentiel pour maintenir des prix concurrentiels et soutenir le marché de l'exportation, nous devons non seulement observer le taux d'intérêt de référence du Canada à lui seul, mais aussi en relation avec ses principaux partenaires commerciaux. En éliminant cet obstacle, en plus d'améliorer l'inflation canadienne et de demeurer dans sa fourchette cible de 1 % à 3 %, la BdC devrait être en mesure de continuer à réduire ses taux d'intérêt. »

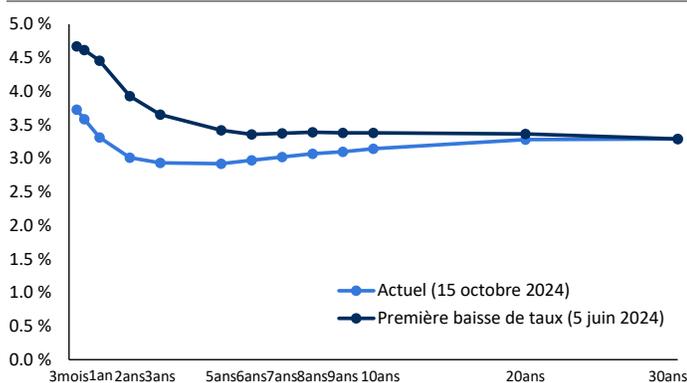
Nos prévisions concernant l'orientation des taux d'intérêt restent les mêmes qu'au trimestre précédent, car nous prévoyons toujours que la BdC continuera à réduire ses taux jusqu'en 2025, tant que les conditions économiques seront favorables. Cependant, nous devons accepter que les conditions aient changé et qu'il en aille de même pour nos estimations. Les facteurs économiques canadiens restent favorables à un nouvel assouplissement, et la marge de manœuvre introduite par le début des réductions de taux de la Réserve fédérale semble soutenir davantage de réductions que ce que nous pensions précédemment pour cette année civile. À plus long terme, le consensus actuel est de parvenir à un taux d'intérêt au jour le jour de 2,5 % dans un an, ce qui indique sept réductions supplémentaires de 25 points de base à partir de maintenant.

Nous constatons également que le taux de chômage au Canada continue d'augmenter. En effet, il a atteint 6,6 % en août 2024, soit le taux le plus élevé depuis octobre 2021. Cette hausse s'explique en grande partie par l'incroyable croissance de la population active, qui a augmenté à un rythme beaucoup plus élevé que les nouveaux emplois. Toutefois, le chômage des jeunes, qui est disproportionnellement élevé, constitue une préoccupation majeure. Malgré les problèmes que peuvent poser les chiffres de l'emploi au Canada, la BdC a un mandat unique ( ) qui donne la priorité à la stabilité des prix et au maintien de l'inflation dans la fourchette cible de 1 % à 3 %, ce qui signifie que le chômage doit toujours être considéré sous cet angle. Ce mandat est différent d'autres banques centrales, comme la Réserve fédérale, qui ont un double mandat, soit l'emploi maximum (atteindre le niveau d'emploi le plus élevé possible sans provoquer d'inflation) et la stabilité des prix (maintenir une inflation faible et stable à long terme).

La courbe rendement a baissé au cours du dernier trimestre, mais pas de manière linéaire. Les changements les plus importants ont été observés vers le milieu de la courbe, de un an à quatre ans, car cette section prendrait en compte les changements immédiats des taux au jour le jour, tout en actualisant également les attentes du marché à plus long terme. Nous rappelons aux épargnants qu'en dépit du retracement, les rendements restent nettement supérieurs à ceux des années passées. En fait, il faut remonter en 2011 (ou avant) pour trouver des taux d'obligations comparables. Ainsi, il est encore possible d'obtenir des rendements plus élevés jusqu'à l'échéance, tout en bénéficiant potentiellement de nouvelles réductions de taux (au moyen de l'augmentation des prix des obligations).

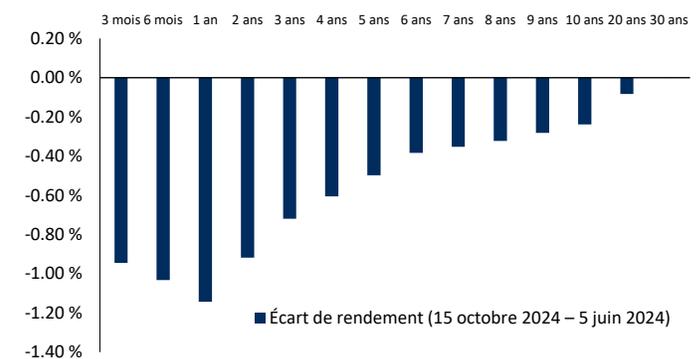
Au risque de nous répéter, nous avons recommandé aux épargnants d'allonger la durée ou le terme jusqu'à l'échéance et de viser de 5 à 10 ans. Si l'achat d'une seule cible ne vous convient pas, les épargnants peuvent envisager d'adopter une approche échelonnée et de prolonger progressivement la durée en procédant à un réinvestissement à mesure que les émissions arrivent à maturité.

**graphique 10 - Courbe des obligations souveraines du Canada**



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée.

**graphique 11 - Écart de la courbe des obligations souveraines du Canada (actuel - première baisse de taux)**



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée.

## Titres à revenu fixe américains

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

La stratégie de titres à revenu fixe et la production ont très peu changé par rapport au trimestre précédent. Cependant, le changement de politique monétaire dont on parle tant a commencé. Le président de la Réserve fédérale américaine, Jerome Powell, et le Federal Open Market Committee (FOMC) ont réduit le taux des fonds fédéraux de 50 points de base le 18 septembre.

La courbe de rendement des bons du Trésor est inversée depuis une période inhabituellement longue. Sur la base des cinq derniers sommets d'inversion de la courbe du Trésor (ceux où le rendement à 3 mois dépasse le plus le rendement à 10 ans), le temps moyen nécessaire pour que la courbe devienne positivement inclinée est d'environ 2 mois. L'inversion actuelle de la courbe du Trésor dure depuis près de 2 ans et a déjà atteint son point culminant il y a 17 mois. Cette inversion extraordinairement prolongée peut être interprétée comme un désalignement économique. Ou s'agit-il d'une erreur d'appréciation?

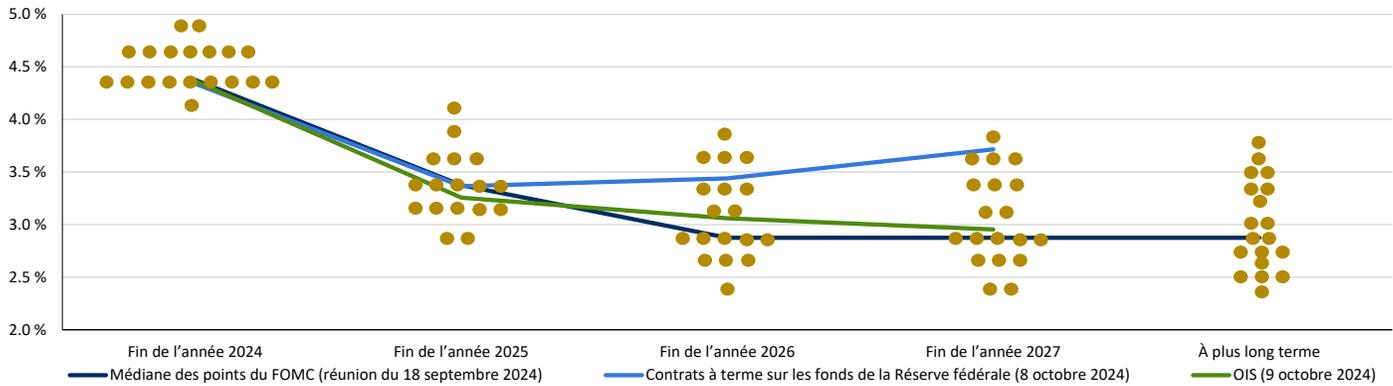
L'économie américaine s'est redressée depuis la grande récession de 2008 à 2009. Le produit intérieur brut, qui mesure la valeur marchande finale de tous les biens et services produits, a généré un PIB moyen de 2,1 %, soit plus de 3 % du PIB dans 30 % des rapports. Il a fallu la pandémie mondiale de 2020 (COVID-19) pour ralentir l'économie et plonger les États-Unis dans une récession de courte durée de deux mois. En toute transparence, un niveau considérable d'intervention gouvernementale a été mis en place afin d'éviter la récession et de garantir que les consommateurs participent à l'économie. La reprise a été rapide, mais le prix à payer a été l'inflation.

Et c'est ce qui nous amène au dilemme actuel de la Réserve fédérale. Le stimulus économique et les économies personnelles involontaires accumulées pendant la COVID ont fourni aux consommateurs un arsenal de liquidités à dépenser et, par conséquent, ont augmenté l'activité économique et potentiellement prolongé ce cycle économique. Cela a simultanément créé une spirale inflationniste. L'un des mandats de la Réserve fédérale est la stabilité des prix. Lorsque les prix ont atteint un sommet en juin 2022, la Réserve fédérale a lutté de manière dynamique contre la hausse de l'inflation en procédant à des augmentations de 525 points de base sur une période de 16 mois. La Réserve fédérale a maintenu cette politique monétaire restrictive pendant 14 mois supplémentaires, ce qui semble avoir fonctionné. L'inflation a chuté de plus de 50 % par rapport à son niveau le plus élevé. L'indice des dépenses personnelles de consommation, la mesure de l'inflation privilégiée par la Réserve fédérale, est tombé à 2,62 %, après avoir atteint un sommet de 5,57 % en février 2022. Toutefois, son objectif est de 2 % et l'inflation, mesurée par l'indice des dépenses personnelles de consommation, se situe à 0,62 % au-dessus de ce niveau.

L'autre mandat de la Réserve fédérale est de maintenir l'emploi à sa capacité maximale. La période d'inflation qui perdure pourrait engendrer des conséquences. À première vue, il ne semble pas que la décélération des dépenses des consommateurs soit suffisante pour ralentir l'économie. Cependant, le taux d'épargne des particuliers est aujourd'hui bien inférieur à toute moyenne à long terme et à toute période examinée. Parallèlement, l'endettement des consommateurs augmente à un rythme alarmant, qui atteint des sommets inégalés mois après mois. Les consommateurs semblent maintenir leurs dépenses, mais en empruntant de l'argent. La mesure des offres d'emploi dans l'économie du Bureau of Labor Statistics a chuté au cours de 8 des 12 derniers mois et a perdu 37 % par rapport au sommet des offres d'emploi atteint en mars 2022. Une fois que les entreprises commencent à ralentir leurs embauches, la Réserve fédérale ne peut pas faire grand-chose pour inverser la tendance. Le moyen le plus efficace pour la Réserve fédérale de soutenir le marché du travail est de maintenir la croissance de l'économie.

Bien que le PIB ait surpris les économistes avec de solides résultats à la hausse, la dette publique en pourcentage du PIB a atteint un niveau record de 128 %. La dette publique et la dette des consommateurs étant élevées, les créations d'emplois au moins ralenties et l'épargne personnelle faible, les signaux d'alarme ne manquent pas pour marquer une pause. La Réserve fédérale a fait un premier pas en réduisant ses taux de 50 points de base en septembre. Historiquement, les premières baisses de taux et les courbes inversées passant à des courbes normales à pente positive précèdent les récessions.

**graphique 12 - Graphique à points de la Réserve fédérale (réunion du 18 septembre 2024)**



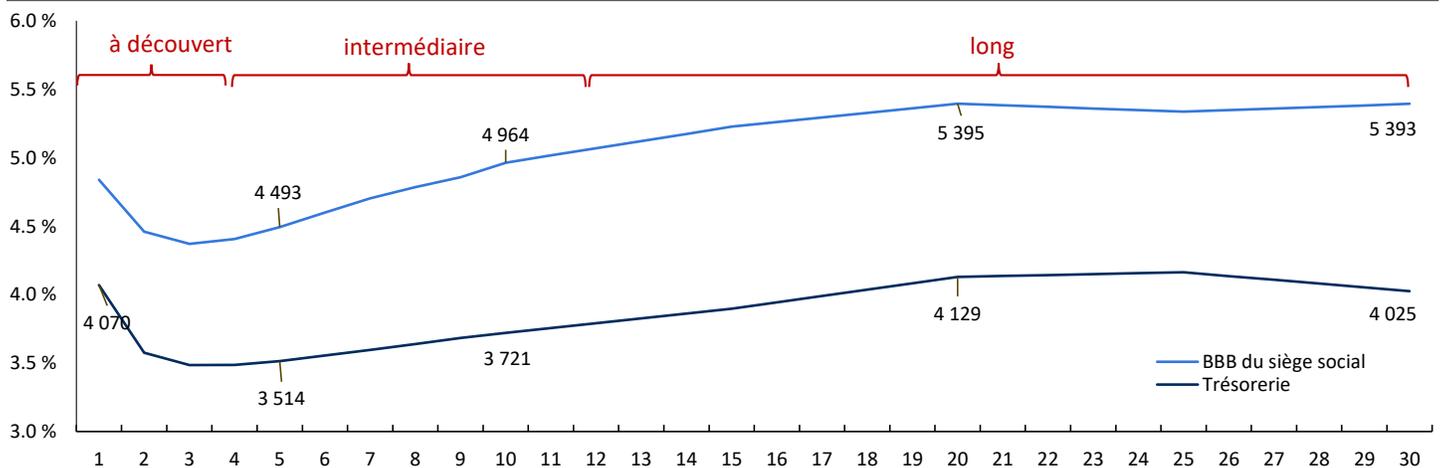
Source: Réserve fédérale, Bloomberg.

Les 19 membres de la Réserve fédérale envisagent tous des baisses de taux à l'avenir. Il est presque inévitable que les réductions des fonds fédéraux fassent baisser les taux d'intérêt à court terme du Trésor. L'Investment Company Institute (ICI) rapporte que les actifs du marché monétaire ont gonflé pour atteindre plus de 6,3 trillions de dollars américains. C'est beaucoup d'argent à court terme qui a profité d'une courbe de rendement inversée. La façon dont cet argent se comporte lorsque les rendements des échéances à court terme commencent à baisser peut avoir une incidence sur l'ensemble des taux en général. Les fonds destinés à la liquidité resteront probablement à découvert, quel que soit l'environnement général des taux d'intérêt. Toutefois, les fonds attribués à la planification d'un patrimoine à plus long terme peuvent ultimement rechercher les taux plus élevés associés aux actifs à plus long terme ou même aux actifs de croissance plus spéculatifs comme les actions.

La volatilité sera probablement élevée, car les différentes courbes de rendement changent de forme tandis que les rendements des échéances à court terme devraient baisser. Nous pensons que la majorité des effets futurs de la politique monétaire sont intégrés dans la partie intermédiaire et longue de la courbe. Il est probable que nous observions un mouvement disproportionné tout au long de cette partie du cycle économique. Par exemple, au cours du mois d'août, les taux des bons du Trésor à 1 an à 2 ans ont baissé presque trois fois plus que le taux des bons du Trésor à 10 ans (34 points de base par rapport à 12 points de base). Il se peut que la courbe du Trésor revienne finalement à une pente ascendante normale en raison d'une série de mouvements de taux disproportionnés.

En tenant compte de tous ces éléments, les épargnants peuvent encore obtenir des rendements de 4 % ou plus pendant plus longtemps. Historiquement, il s'agit d'un rendement à long terme convoité pour un actif relativement sûr, souvent désigné pour préserver le patrimoine. La capacité d'obtenir un revenu fixe établit une base solide pour la répartition des titres à revenu fixe. Les obligations de sociétés de qualité de placement continuent de prospérer à court et à moyen terme.

**graphique 13 - Comparaison des courbes**



Source: Bloomberg LP, Raymond James; données au 18 septembre 2024.

## Politique de Washington

*Ed Mills – Analyste, politiques de Washington; Ellen Ehrnrooth – Associée de recherche.*

### Dernière ligne droite avant les élections américaines : nos observations

Depuis notre dernière mise à jour, une série d'événements historiques et sans précédent ont complètement bouleversé les candidats et la dynamique de la course à la présidence des États-Unis et au Congrès. Pourtant, à la suite de l'arrivée de la vice-présidente Kamala Harris comme adversaire démocrate de l'ancien président Trump, les principales questions et les incidences probables de la course sur le marché restent largement les mêmes. Malgré une évolution notable du sentiment et de la dynamique en faveur de Harris (par rapport à l'époque où le président Joe Biden était le candidat), la course devrait rester serrée au cours des dernières semaines précédant le jour du scrutin. Compte tenu de cette imprévisibilité, nous mettons en garde contre la tentation d'envisager des changements individuels progressifs dans l'une ou l'autre direction (en particulier dans les sondages) comme une preuve évidente que l'un ou l'autre des candidats se dirige vers la victoire. En ce qui concerne le plan sur les politiques et les marchés, bien que Trump et Harris aient tous deux fourni des renseignements supplémentaires sur leurs programmes respectifs au cours de cette dernière ligne droite, il reste encore des détails politiques essentiels à régler, notamment en ce qui concerne la sélection des personnes appelées à occuper des postes clés dans l'une ou l'autre des administrations. Le contrôle du Congrès jouera également un rôle important dans la capacité de l'un ou l'autre candidat à mettre en œuvre son programme. Les républicains ont un net avantage au Sénat, et les démocrates ont un léger avantage à la Chambre, mais un balayage par l'un ou l'autre parti reste possible, ce qui ajoute une incertitude supplémentaire au programme de 2025 et à la réaction des marchés. D'ici au 5 novembre, nous serons attentifs à une série de facteurs connus (notamment les tendances à long terme des sondages et les statistiques de popularité) et inconnus, par exemple si la vague de popularité se déplace derrière l'un ou l'autre des candidats à l'approche du mois de novembre ou si la course devient définitivement un référendum sur l'un ou l'autre des candidats.

**Comment l'état de la course a-t-il été bouleversé?** Le plus grand changement dans la course (outre les candidats) a été la résurgence de l'élan et de l'enthousiasme au sein de la base démocrate, par rapport à l'époque où le président Biden était le candidat. Alors que les attentes d'une revanche en 2020 ont dominé une grande partie des conversations sur les élections américaines l'année dernière, nous avons constamment souligné la possibilité que des événements inattendus viennent bouleverser la course.

Ces événements inattendus se sont depuis multipliés. En effet, la piètre performance du président Joe Biden lors du débat présidentiel de juin a donné le coup d'envoi à une série d'événements qui ont conduit à son retrait historique de l'investiture démocrate et à l'ascension rapide de Harris vers le sommet. L'obtention de l'investiture par madame Harris s'est accompagnée d'un regain d'enthousiasme de la part des électeurs démocrates, ce qui aura probablement des répercussions sur les scrutins suivants, ainsi que d'une augmentation des fonds collectés et des résultats des sondages. Cette situation aura plus particulièrement une incidence sur les courses à la Chambre des représentants à New York et en Californie, où huit membres républicains de la Chambre des représentants se trouvent dans des courses qui sont considérées comme « à pile ou face ». S'il est peu probable que New York et la Californie soient compétitifs au niveau présidentiel, une participation plus élevée des démocrates pourrait être décisive dans ces courses à la Chambre des représentants et pourrait déterminer l'issue de la majorité à celle-ci.

**Comment la situation de la course est-elle restée inchangée?** Pour remporter la présidence, un candidat doit obtenir 270 voix du Collège électoral, et la structure de ce dernier favorise les républicains. Comme lors des dernières élections présidentielles, un petit groupe d'électeurs dans quelques États clés est susceptible de déterminer l'issue de l'élection présidentielle de 2024. La Pennsylvanie apparaît maintenant comme un État qui pourrait faire pencher la balance d'un côté ou de l'autre. En effet, le candidat qui l'emportera dans cet État aura le plus de chances d'obtenir les 270 voix du Collège électoral nécessaires pour remporter la présidence.

L'un des principaux indicateurs que nous suivons lors des élections présidentielles est la cote de popularité. Nous avons souvent souligné qu'il s'agissait d'un signe avant-coureur important de la réélection du président Biden. La cote de favorabilité peut être un indicateur de la volonté d'une personne de voter pour un candidat. En 2016 et en 2020, chaque candidat à l'élection présidentielle avait une cote de popularité négative, ce qui a donné lieu à un débat sur la question de savoir qui peut gagner des voix malgré une opinion négative. Nous suivrons l'évolution des cotes favorables et défavorables de chaque candidat au cours de la dernière ligne droite, afin de voir s'il est possible de savoir qui peut convaincre une majorité d'électeurs indécis.

L'incidence sur le marché de l'éventail des résultats électoraux n'a pas non plus changé de manière fondamentale. Nous considérons largement le programme politique de Harris comme une extension de celui de Biden sur des questions essentielles, notamment le commerce (où nous nous attendons à une poursuite de l'approche tarifaire ciblée actuelle) et les impôts, où nous avons vu des appels visant à augmenter le taux d'imposition des entreprises et potentiellement à permettre à certaines (ou à toutes) les dispositions individuelles des changements fiscaux

individuels de 2017 d'expirer. Bien que nous ayons obtenu quelques précisions supplémentaires sur les priorités politiques particulières de madame Harris en ce qui concerne le coût de la vie et l'impôt, l'absence d'un processus de nomination traditionnel a globalement réduit le niveau d'examen de son programme et le besoin de détails politiques qui en découle.

Les récents appels de Trump en faveur de droits de douane de 60 % sur tous les produits chinois et de droits de douane mondiaux de 10 % à 20 % sont un exemple important d'une dynamique à prendre en compte lors de l'évaluation de l'incidence sur le marché d'un éventuel second mandat de Trump : ces propositions politiques doivent être prises au sérieux, mais pas au pied de la lettre. Nos entretiens avec les personnes-ressources de Washington confirment que, même si une victoire de Trump entraînerait probablement des changements dans des domaines politiques importants comme l'impôt, l'immigration, les droits de douane et la géopolitique, les détails ne sont pas coulés dans le béton et seront fortement influencés par les personnes qui seront nommées aux postes clés. Les modifications de la réglementation constitueraient également un changement notable dans un second mandat de Trump par rapport à l'administration Biden, ce qui serait susceptible d'influencer la confiance envers les actions dans les secteurs fortement réglementés.

**Arguments pour et contre chaque candidat.** Alors que nous entrons dans la dernière ligne droite de l'élection de 2024, la course entre Harris et Trump reste très compétitive, et il existe des arguments convaincants pour que l'un ou l'autre candidat l'emporte. Les arguments en faveur de monsieur Trump comprennent sa forte base de soutien, l'avantage républicain au sein du Collège électoral et les erreurs de sondage historiques qui ont sous-estimé son soutien. À l'inverse, certains s'inquiètent d'un ralentissement de la dynamique, d'une baisse de la cote de popularité et d'un « plafond bas » (46 % en 2016 et 47 % en 2020) auprès des électeurs des élections précédentes.

Pour madame Harris, elle a suscité l'enthousiasme de la base démocrate, a atteint des records en matière de collecte de fonds, a pris de l'avance dans les sondages par rapport à la performance de Biden, et a considérablement augmenté sa cote de popularité. Toutefois, nous souhaitons également souligner le désavantage structurel des démocrates au sein du Collège électoral, ainsi que les erreurs des sondages antérieurs qui surestiment le soutien des démocrates. Il est important de noter qu'un seul vice président en exercice (George H. W. Bush en 1988) a été élu président au cours des 188 dernières années.

À quelques semaines du scrutin, les deux candidats intensifient leurs efforts pour influencer les électeurs indécis et dynamiser leurs bases. Dans les semaines à venir et en tenant compte des arguments ci-dessus, nous surveillons plusieurs facteurs essentiels qui pourraient façonner le résultat final d'une course très serrée, y compris la façon dont la course est présentée dans les médias, la performance dans les débats, les sondages, la participation des électeurs et les dépenses de campagne.

**Stratégie électorale dans les États clés.** L'élection se jouera probablement dans sept États clés : Arizona, Géorgie, Michigan, Nevada, Caroline du Nord, Pennsylvanie et Wisconsin. Outre ces sept États, les circonscriptions électorales du Nebraska et du Maine, qui n'attribuent qu'une seule voix au Collège électoral, feront également l'objet d'une attention particulière. De plus en plus, la Pennsylvanie apparaît comme le principal État où une victoire de l'un ou l'autre camp rendrait très difficile pour l'autre candidat d'obtenir les 270 voix du Collège électoral nécessaires pour remporter la présidence. La Pennsylvanie a une loi qui interdit d'ouvrir les bulletins de vote par correspondance avant 19 h le jour de l'élection. Comme en 2020, on pourrait prendre des jours à déterminer clairement un vainqueur en raison d'une élection serrée en Pennsylvanie.

**Données des sondages.** Nous recevons de nombreuses questions sur les sondages. S'ils peuvent constituer un outil utile pour se faire une idée générale de l'orientation d'une compétition politique, nous sommes conscients de leurs limites. En 2016, et de nouveau en 2020, les sondages publics ont sous-estimé la force finale de Donald Trump au niveau national et dans les États clés au niveau fédéral. En 2016, les sondages ont sous-estimé de 3,43 % le nombre de voix de Donald Trump et de 2,28 % le nombre de voix dans les États clés. Les erreurs de sondage peuvent se produire dans les deux sens. Lors de l'élection de 2012, la force de Barack Obama a été sous-estimée de 1,43 %. Plus les données définitives des sondages sont proches, plus la probabilité d'une nouvelle surprise le jour du scrutin est grande.

**Volatilité des marchés à l'approche des élections.** À l'approche des élections, les épargnants doivent se préparer à une volatilité accrue des marchés, ce qui est typique à l'approche des élections. Nous avons connu des périodes de faiblesse lorsque l'incertitude était la plus grande, en particulier lorsqu'un balayage par l'un ou l'autre des partis politiques devenait de plus en plus probable. Il est plus facile de fournir des fourchettes plus étroites de résultats politiques lorsque les résultats des élections sont connus, en particulier lorsque le gouvernement est divisé. Lorsque la Chambre, le Sénat et la Maison-Blanche sont tous contrôlés par le même parti, davantage de politiques deviennent possibles et les résultats deviennent plus difficiles à prévoir.

Cela dit, malgré l'étroitesse de la course actuelle et la possibilité que de nombreux facteurs fassent basculer le résultat, il est essentiel de conserver une perspective à long terme. Historiquement, si les périodes avant les élections sont souvent marquées par une volatilité accrue, la première année d'un nouveau mandat présidentiel est généralement marquée par des rendements positifs du marché, quel que soit le parti qui remporte

la Maison-Blanche.

## RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES ÉPARGNANTS

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

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

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

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

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

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

RJL est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

© 2024 Raymond James Ltée.