

RJL PCS: PERSPECTIVES ET STRATEGIES

14 FÉVRIER 2025

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

Février 2025 – Perspectives et stratégies : Les tarifs douaniers continuent de ternir un horizon pourtant favorable

Faits saillants macroéconomiques – Janvier

- Au Canada, les données de novembre ont révélé le mois le plus faible de l'année, marqué toutefois par des événements ponctuels, notamment des perturbations du travail. Nous anticipons un rebond en décembre, soutenu en partie par le congé fiscal qui s'étend jusqu'à la mi-février. À plus long terme, la croissance du PIB est attendue à 1,8 % en 2025 et 2026, contre 1,3 % en 2024. L'inflation continue de refluer, l'indice des prix à la consommation se maintenant sous ou au seuil des 2 % depuis cinq mois, ce qui ouvre la voie à la poursuite de l'assouplissement monétaire par la Banque du Canada.
- Aux États-Unis, l'économie demeure remarquablement robuste, avec une croissance du PIB réel estimée à 2,8 % en 2024, après une progression de 2,9 % en 2023. Nous prévoyons un ralentissement modéré, mais toujours supérieur au potentiel, avec une croissance attendue de 2,4 % en 2025 et de 2,2 % en 2026. En décembre, l'IPC global a atteint 2,9 %, contre 2,7 % en novembre, tandis que l'IPC sous-jacent a légèrement reculé de 3,3 % à 3,2 %. La Réserve fédérale a repoussé son objectif de retour à une inflation de 2 % à 2027, adoptant une approche plus prudente quant à l'assouplissement des taux d'intérêt.
- Les marchés de l'emploi témoignent d'un léger fléchissement, mais le taux de chômage américain demeure bas, à 4 %, tandis que le taux de chômage canadien a récemment reculé à 6,6 %, conséquence du ralentissement de la croissance démographique. Des réformes en matière d'immigration sont en cours de part et d'autre de la frontière, ce qui pourrait influencer l'évolution du marché du travail. Toutefois, l'impact des tarifs douaniers pourrait provoquer des licenciements supplémentaires et ralentir les embauches, particulièrement au Canada.

Performance des marchés financiers – Janvier

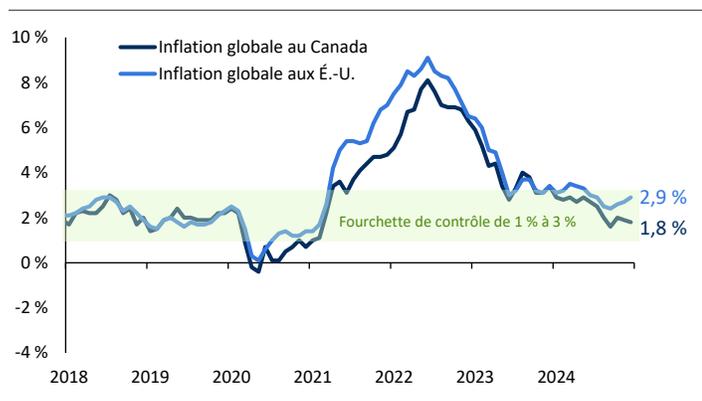
- En janvier, l'indice TSX composé a affiché un rendement de 3,3 % et un rendement total de 3,5 %, surpassant la performance de l'indice S&P 500, qui a enregistré un rendement de 2,7 % et un rendement total de 2,8 % en monnaie locale.
- La progression du TSX a été largement soutenue par les secteurs des matériaux et des technologies de l'information. À l'inverse, la performance du S&P 500 a été entravée par les difficultés du secteur des semi-conducteurs, affecté par la montée en puissance de DeepSeek, un outil d'intelligence artificielle moins coûteux à former, utilisant des puces moins sophistiquées.
- Alors que la saison des résultats du quatrième trimestre 2024 est déjà bien avancée, la visibilité reste encourageante. Le bénéfice par action (BPA) prévisionnel du S&P 500 affiche une hausse de 12 % sur un an au quatrième trimestre 2024, marquant ainsi la plus forte progression depuis le quatrième trimestre 2021.

À venir

- Nous anticipons de nouvelles tensions commerciales au fil de l'année, le président Trump réagissant à divers différends. Cela devrait perdurer jusqu'à la renégociation de l'accord USMCA, probablement avancée avant son échéance actuelle de mi-2026.
- Malgré ces turbulences, nous maintenons une perspective globalement positive pour les marchés boursiers en 2025, portés par la résilience économique et la croissance des bénéficiaires. Toutefois, les gains devraient être plus modérés que ceux enregistrés ces deux dernières années, où les rendements ont dépassé les 20 %. Nous anticipons également une volatilité accrue, qui pourrait inclure de multiples reculs en cours de route. Notre stratégie de placement pour le S&P 500 d'ici la fin de l'année 2025 s'établit à 6 375 points, sur la base d'un BPA estimé à 270 \$ US et d'un multiple de valorisation de 23,5x, avec une préférence pour les secteurs des technologies, de l'industrie et de la santé. Pour l'indice TSX composé, nous prévoyons 26 300 points d'ici la fin de l'année pour un rendement total de 8,5 %.

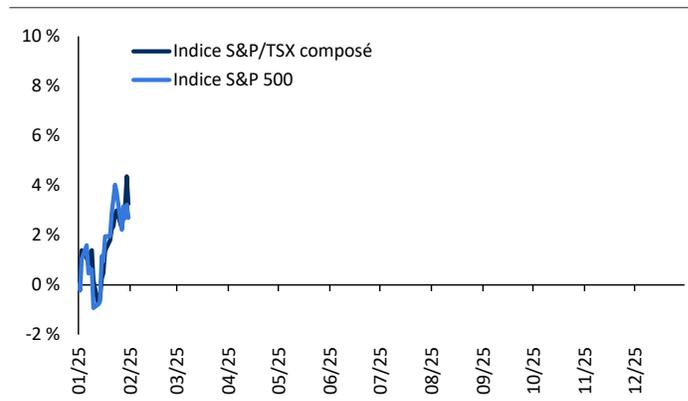
- Nous anticipons que la Banque du Canada poursuivra la réduction progressive de son taux directeur par paliers de 25 points de base à chaque réunion, jusqu'à atteindre 2,25 % en juin. La Réserve fédérale, quant à elle, devrait adopter une approche plus prudente, ralentissant le rythme des baisses de taux tant que la croissance économique demeure robuste et que le chômage reste contenu. Nous projetons des réductions de 25 points de base aux environs du milieu et de la fin de l'année 2025, ramenant le taux directeur à 4 %.

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



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024. Variations saisonnières non corrigées.

graphique 2 - Rendement de l'indice S&P/TSX composé et de l'indice S&P 500 en 2025



Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025. Rendement du prix en devise locale.

Résumé

Face aux évolutions récentes, il est presque surprenant de réaliser que le premier mois de 2025 est à peine terminé.

Dans les pages suivantes, vous trouverez nos analyses et prévisions sur de nombreux indicateurs clés, avec un accent particulier sur les thématiques suivantes :

- **Les menaces douanières : un poids omniprésent.** Bien que nos prévisions reposent sur des données macroéconomiques, les incertitudes liées aux tarifs douaniers remettent en question de nombreuses hypothèses. Le Canada et le Mexique ont négocié un sursis aux tarifs douaniers initialement prévus pour le 4 février. De plus, au regard des discussions et des décisions prises jusqu'à présent, nous demeurons relativement confiants quant à l'éventualité d'éviter les sanctions douanières liées au fentanyl. Toutefois, nous nous attendons à ce que le président Trump utilise de nouveau les menaces douanières comme levier, notamment en réponse aux déséquilibres commerciaux et aux questions relatives aux dépenses de défense. Pour le Canada en particulier, une renégociation rapide de l'Accord États-Unis-Mexique-Canada (AEUMC), actuellement prévue au milieu de l'année 2026, pourrait permettre de lever ces menaces et de stabiliser les relations commerciales avec les États-Unis. En attendant, les investisseurs doivent se préparer à une volatilité accrue et à des négociations sous haute tension.
- **La croissance économique se poursuivra.** Alors que les États-Unis conservent un rythme de croissance soutenu, nous anticipons un ralentissement modéré, passant de 2,8 % en 2024 à 2,4 % en 2025. Au Canada, les bénéfices du cycle dynamique de réduction des taux commencent à se manifester, avec une croissance attendue de 1,8 % en 2025, contre 1,3 % en 2024, malgré les effets délétères des tarifs douaniers.
- **Les performances boursières devraient rester positives,** mais bien en deçà des rendements de plus de 20 % observés ces deux dernières années. **La volatilité devrait être marquée,** ponctuée de corrections significatives, notamment en raison de niveaux de valorisation toujours élevés et de prix d'actions reflétant des scénarios optimaux. Il est possible que les entreprises finissent par dépasser les attentes de bénéfices qui soutiennent les évaluations du cours de leurs actions, mais qui sont décevantes par rapport à des attentes exagérées, ce qui conduit à des multiples d'évaluation plus médians.

Récapitulatif de janvier

En plus de l'intensification des tensions commerciales jusqu'à fin janvier et février, la Banque du Canada a poursuivi sa politique d'assouplissement, abaissant son taux directeur de 25 points de base à 3,00 %. L'inflation, mesurée par l'Indice des Prix à la Consommation (IPC), a reculé à 1,8 % en décembre 2024, après 1,9 % en novembre. Les indices sous-jacents, CPI-trim et CPI-median, ont eux aussi enregistré une baisse, s'établissant respectivement à 2,0 % et 2,1 % en décembre, contre 2,5 % et 2,4 % le mois précédent. Le secteur du logement demeure le principal facteur de pression, bien que des signes d'amélioration commencent à apparaître. Le Rapport sur la politique monétaire (RPM) de janvier a souligné l'incertitude croissante induite par l'instabilité politique et les tensions douanières. D'après les projections de référence, l'économie mondiale devrait maintenir un rythme de croissance autour de 3 % au cours des deux prochaines années. Au Canada, la réduction des taux, amorcée en juin, commence à produire ses effets, favorisant une reprise de la consommation et un regain d'activité dans l'immobilier, même si les investissements des entreprises restent timides. Après une croissance limitée à 1,3 % en 2024, la Banque du Canada prévoit désormais une expansion du PIB de 1,8 % en 2025 et 2026, à condition que l'impact des tarifs douaniers reste contenu. Le marché du travail montre des signes d'amélioration, bien que l'emploi demeure modéré, avec un taux de chômage stable à 6,6 % en janvier. La bonne nouvelle réside dans l'atténuation des pressions salariales, ce qui contribue à une baisse de l'inflation.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a suspendu son cycle de réduction des taux d'intérêt, à la lumière d'une croissance économique toujours solide et d'une inflation persistante au-dessus de son objectif de 2 %. Dans sa mise à jour de janvier, la Réserve fédérale a également repoussé son échéance pour atteindre cet objectif, passant de 2026 à 2027, reconnaissant que le processus de stabilisation sera plus long que prévu. L'IPC global a progressé à 2,9 % en décembre, après 2,7 % en novembre, tandis que l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle (PCE), l'indicateur privilégié par la Réserve fédérale, a augmenté à 2,6 %, contre 2,4 % le mois précédent. Le PCE de base, quant à lui, est resté stable à 2,8 %. L'économie américaine demeure vigoureuse, avec une croissance du PIB réel de 2,8 % au quatrième trimestre 2024. L'emploi a largement surpassé les attentes, et le taux de chômage a légèrement reculé, passant de 4,2 % en novembre à 4,1 % en décembre. Toutefois, une certaine incertitude plane sur l'avenir économique en raison des tensions commerciales croissantes et des menaces douanières envers plusieurs partenaires commerciaux.

Économie

L'économie canadienne reste sous la menace persistante des tarifs douaniers. Une renégociation rapide de l'Accord États-Unis-Mexique-Canada (AEUMC), prévue pour la mi-2026, pourrait offrir une certaine visibilité et restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises. Cependant, d'ici là, nous devons nous attendre à une succession de tensions commerciales et de négociations fondées sur divers différends. La majorité de nos prévisions s'appuient sur l'hypothèse que chaque série de menaces douanières pourra être neutralisée par des discussions diplomatiques et des ajustements stratégiques, minimisant ainsi les répercussions économiques, bien que ces incertitudes limitent le potentiel de croissance.

Tarifs douaniers : à quoi s'attendre

Le décret présidentiel du 1^{er} février a instauré des tarifs douaniers de 25 % sur le Canada et le Mexique (réduits à 10 % pour le secteur énergétique canadien), officiellement justifiés par la nécessité de freiner l'entrée de fentanyl aux États-Unis. Grâce à un engagement renforcé en matière de sécurité frontalière, les deux pays ont obtenu un sursis d'un mois sur ces mesures douanières. En parallèle, le Canada a temporairement suspendu les droits de rétorsion ciblant 155 milliards de dollars d'importations américaines. À l'avenir, le Canada et le Mexique devront démontrer l'efficacité de leurs mesures de sécurité afin d'offrir au président Trump une justification suffisante pour suspendre ou annuler ces sanctions commerciales. La date du 1^{er} avril constitue une autre échéance clé, car plusieurs agences fédérales américaines doivent remettre leurs recommandations en matière de politique commerciale. Si des progrès significatifs sont réalisés en matière de contrôle aux frontières, il est probable que la mise en application de ces tarifs douaniers soit une nouvelle fois reportée jusqu'à l'analyse de ces rapports.

Dernière menace douanière sur l'acier et l'aluminium

À peine le délai de 30 jours accordé, une nouvelle annonce douanière a été faite par le président Trump. Cette fois, la mesure vise l'ensemble des importations d'acier et d'aluminium aux États-Unis, sans exception (hormis une éventuelle exemption pour l'Australie en raison de l'excédent commercial américain dans ce domaine). Ce droit de douane progressif de 25 % devrait entrer en vigueur le 12 mars, alors que le sursis actuel expire le 4 mars. Cette initiative rappelle la décision prise en juin 2018, lors du premier mandat de Trump, où des tarifs douaniers similaires avaient été imposés sur l'acier (25 %) et l'aluminium (10 %). Il est donc probable que cette mesure soit effectivement appliquée. Cette série de mesures a entraîné une baisse d'environ 20 % des exportations canadiennes vers les États-Unis au cours de l'année suivante, avant de rebondir après la ratification de l'AEUMC en mai 2019. Le Canada est l'économie la plus touchée par ce tarif spécifique, car il représente environ 20 % de ces importations américaines et 90 % des exportations canadiennes de ces marchandises, soit l'équivalent d'environ 24,4 milliards de dollars US,

soit environ 1 % du PIB canadien. À titre de comparaison, la Chine est déjà soumise à des tarifs douaniers de 47,5 % sur l'acier et de 32,5 % sur l'aluminium, rendant l'impact de nouvelles taxes limité. Toutefois, le pays a tout de même exporté pour 15,4 milliards de dollars US de ces métaux vers les États-Unis l'an dernier.

Attendez-vous à d'autres tarifs douaniers

Il est probable que de nouvelles menaces de tarifs douaniers soient brandies, notamment en réponse aux déséquilibres commerciaux, aux dépenses de défense et aux politiques migratoires. Les États-Unis disposent d'un avantage stratégique considérable dans les négociations commerciales, en raison de la forte dépendance du Canada à l'égard de son voisin du sud, qui représente près de 20 % de son PIB. Cette réalité confère à Washington un levier puissant dans les discussions en cours et à venir.

Cependant, une évolution potentiellement favorable réside dans les récents commentaires sur l'instauration de tarifs douaniers réciproques. Selon cette approche, les États-Unis pourraient simplement ajuster leurs tarifs douaniers en fonction des taxes appliquées par d'autres pays sur leurs propres exportations américaines. Si cette politique venait à remplacer la menace actuelle de tarifs douaniers de 25 % sur les exportations canadiennes et mexicaines, le Canada bénéficierait indéniablement d'un certain répit. Cela ne signifie pas pour autant une exemption totale, notamment pour des secteurs ciblés comme l'acier et l'aluminium. De plus, nous espérons que bon nombre ou la totalité de ces différends seront réglés lors de la renégociation de l'AEUMC à la mi-2026 (sauf si des progrès sont réalisés avant cette date), ce qui permettrait au moins de rééquilibrer les règles du jeu pour le Canada et de rétablir une certaine certitude et confiance.

Le déficit commercial risque d'accroître la frustration

Le déficit commercial demeure un sujet particulièrement sensible pour le président Trump. En décembre, celui-ci a atteint un niveau record de 122 milliards de dollars US, une situation alimentée par une forte augmentation des importations américaines, qui ont bondi de 10,8 milliards de dollars US pour atteindre 289,6 milliards de dollars US, tandis que les exportations ont chuté de 7,8 milliards de dollars US, s'établissant à 167,5 milliards de dollars US. Une partie de cette hausse peut sans doute être attribuée à la volonté des entreprises d'anticiper d'éventuels tarifs douaniers, tandis que la vigueur du dollar américain a rendu les exportations moins compétitives à l'international. Toutefois, ces éléments ne devraient guère atténuer l'irritation du président Trump, qui considère cette situation comme un transfert de richesse hors des États-Unis et un déséquilibre à corriger.

Le président Trump a régulièrement avancé des chiffres variables sur ce qu'il perçoit comme un déficit commercial avec le Canada, qu'il présente également comme une forme de subvention américaine au pays voisin. Il a récemment affirmé que les États-Unis « versaient des centaines de milliards de dollars pour subventionner » le Canada. Les données du Bureau du recensement des États-Unis pour 2024 montrent que les exportations américaines vers le Canada se sont élevées à 349,4 milliards de dollars US, tandis que les importations en provenance du Canada ont atteint 412,7 milliards de dollars US, générant un déficit commercial de 63,3 milliards de dollars. Cependant, une analyse plus nuancée de ces chiffres est nécessaire, notamment en raison du commerce énergétique entre les deux pays. Le Canada exporte 97 % de son pétrole brut vers les États-Unis, soit environ 4 millions de barils par jour. En 2023, ces exportations représentaient environ 92 milliards de dollars US. Si l'on exclut cette composante énergétique, les États-Unis afficheraient un excédent commercial net avec le Canada. Le pétrole brut canadien, lourd et acide, est spécifiquement destiné aux raffineries américaines adaptées à son raffinage en essence. D'autres pays producteurs, comme le Mexique, le Venezuela et la Colombie, fournissent également ce type de pétrole, rendant toute modification majeure de cette chaîne d'approvisionnement complexe. Par ailleurs, cette relation énergétique permet aux États-Unis d'exporter environ 4,1 millions de barils par jour de leur propre pétrole brut, plus léger et moins corrosif, qui se vend à un prix plus élevé. En 2023, ces exportations américaines ont représenté environ 117 milliards de dollars US, rendant ce commerce particulièrement avantageux pour les États-Unis, et nous nous attendrions donc à ce que le président ne s'en offusque pas.

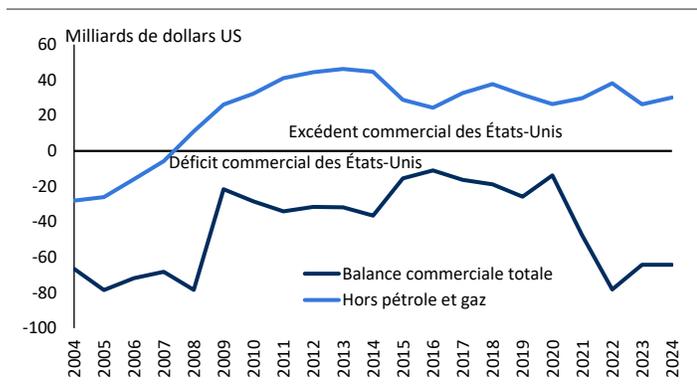
Les dépenses de défense bientôt au centre des discussions

Les dépenses militaires constituent une autre préoccupation majeure du président Trump, qui a exprimé à plusieurs reprises sa volonté de voir tous les pays de l'OTAN, y compris le Canada, augmenter leur budget de défense. Il a même suggéré de porter l'objectif actuel de 2 % du PIB à 5 %, ce qui représenterait un bouleversement majeur des engagements financiers des États membres. Le Canada figure parmi les huit alliés de l'OTAN sur 30 qui ne devraient pas atteindre le seuil de 2 %, selon les estimations, une situation qui lui vaut des critiques récurrentes de la part de ses partenaires. D'après un rapport de l'OTAN, le Canada a consacré environ 1,37 % de son PIB à la défense en 2024. Le président Trump pourrait exercer une pression supplémentaire en menaçant d'instaurer des tarifs douaniers, renforçant ainsi son pouvoir de négociation pour pousser le Canada à accroître son effort militaire.

Impacts possibles sur le PIB

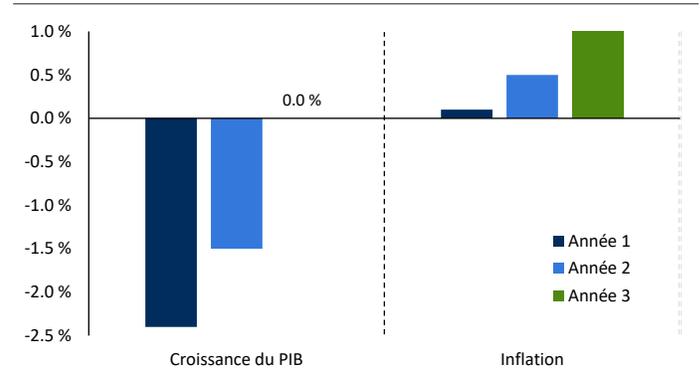
Tant que la menace de tarifs douaniers persistera, l'incertitude freinera l'expansion des capacités de production au Canada, au profit des États-Unis. Par ailleurs, cette incertitude pourrait retarder des investissements dans les deux pays, jusqu'à ce que des règles plus claires soient établies. La Banque du Canada (BdC), dans son Rapport sur la politique monétaire de janvier, a évalué les effets potentiels d'une imposition généralisée de tarifs douaniers américains à hauteur de 25 %. Son indice de référence indique qu'au cours de la première année, une telle mesure pourrait provoquer une contraction de 2,5 points de pourcentage de la croissance. Ainsi, une prévision initiale de croissance de 2,0 % (correspondant à la trajectoire actuelle) pourrait se transformer en une contraction de 0,5 %. La deuxième année, l'impact serait plus modéré, avec une réduction de 1,5 %, avant un retour à une croissance normale la troisième année. Selon divers scénarios, la contraction totale du PIB sur la période étudiée pourrait atteindre entre 3,4 % et 4,2 % par rapport aux projections initiales (illustration 4). Si l'effet des tarifs douaniers sur la croissance est temporaire, leur impact sur le PIB est plus durable, en raison des distorsions économiques engendrées. Une réduction à long terme de la productivité canadienne est à prévoir. Par ailleurs, les mesures de rétorsion douanières mises en place par le Canada entraîneraient progressivement une hausse de l'IPC, exerçant ainsi une pression inflationniste persistante sur trois ans. Dans un premier temps, l'offre excédentaire et la baisse des prix des matières premières atténueraient l'impact direct des tarifs douaniers. Toutefois, à mesure que ces surplus s'amenuiseraient, l'inflation commencerait à augmenter. L'ensemble de ces dynamiques pourrait aboutir à une hausse cumulative de 0,7 % à 2,7 % de l'inflation annuelle moyenne de l'IPC. Si un droit de douane généralisé de 25 % venait à être appliqué à l'échelle nationale et se prolongeait au-delà de six mois, le Canada entrerait probablement dans une récession légère. Toutefois, nous restons relativement optimistes sur le fait que, parmi les nombreuses menaces douanières évoquées, seule une fraction sera réellement mise en œuvre, et ce, pour une période limitée. La renégociation de l'AEUMC pourrait offrir l'occasion de rééquilibrer les relations commerciales et d'apporter un cadre plus stable aux entreprises canadiennes, leur permettant de planifier leurs investissements avec plus de certitude. Si certaines industries subissent des ajustements défavorables dans ce processus, cette situation renforce la nécessité pour les investisseurs de maintenir une diversification et d'adopter des stratégies conformes à leur tolérance au risque.

graphique 3 - Balance commerciale des États-Unis avec le Canada



Source: US Census Bureau; Raymond James Ltée; données au 31 décembre 2024.

graphique 4 - Impact en points de pourcentage d'un tarif douanier de 25 % sur le Canada (étalonnage de référence de la BdC)



Source: Banque du Canada.

Le Canada entrevoit des perspectives légèrement plus favorables pour 2025, bien que des incertitudes demeurent

Malgré l'impact potentiel des tarifs douaniers à court et à long terme, l'économie canadienne affiche des signes d'amélioration, probablement en raison d'une réduction plus rapide et plus marquée du taux directeur par la Banque du Canada. Nous soulignons toutefois que les réformes gouvernementales en matière d'immigration pourraient freiner légèrement la croissance économique, tandis que la principale menace pour la reprise demeure l'incertitude entourant les tarifs douaniers. Non seulement les tarifs douaniers en vigueur risquent de ralentir la croissance économique, mais l'incertitude qu'ils engendrent peut conduire les entreprises à repousser leurs projets d'investissement ou d'expansion jusqu'à ce que le contexte devienne plus stable. Les éventuels ajustements de nos prévisions à ce sujet sont détaillés dans la section précédente, notamment en ce qui concerne les tarifs douaniers.

Le PIB s'est contracté en novembre, mais une reprise est attendue en décembre

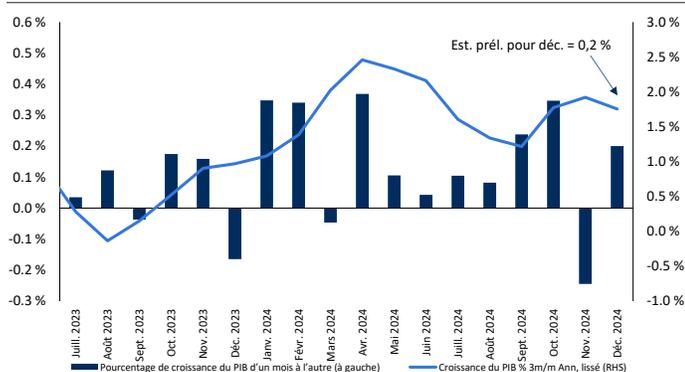
L'économie canadienne a affiché une performance plus faible qu'anticipé en novembre. Le PIB mensuel a reculé de 0,2 %, une contraction légèrement supérieure à l'estimation initiale de la Banque du Canada, qui tablait sur une baisse de 0,1 %. Il s'agit de la pire performance en près

d'un an (illustration 5). Cela dit, il convient de noter que des chocs temporaires ont pesé sur l'économie durant cette période. Les grèves dans les services postaux et les perturbations dans les principaux ports du pays ont freiné l'activité économique, comme en témoigne une baisse de 1,3 % dans le secteur des transports. Toutefois, les données préliminaires de Statistique Canada indiquent un rebond possible de 0,2 % en décembre, en ligne avec les prévisions de la Banque du Canada qui table sur un taux de croissance annualisé de 1,8 % pour le quatrième trimestre 2024. La Banque du Canada prévoit une progression du PIB réel de 1,8 % en 2025 et 2026, révisée à la baisse par rapport aux prévisions d'octobre (2,1 % et 2,3 %, respectivement), mais en hausse par rapport à la croissance de 1,3 % en 2024. Le principal risque pesant sur ces prévisions reste une guerre douanière prolongée.

L'inflation globale demeure inférieure à l'objectif, mais les indices sous-jacents doivent encore reculer

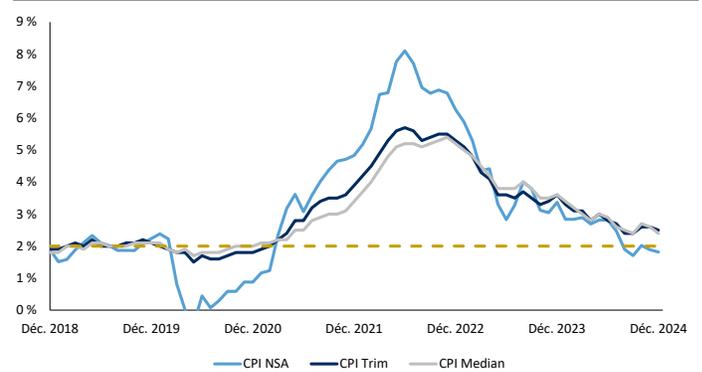
L'IPC global s'est établi à 1,8 % en décembre 2024, contre 1,9 % en novembre, enregistrant ainsi un cinquième mois consécutif à un niveau égal ou inférieur à l'objectif de 2,0 %. Cette tendance a été en partie soutenue par l'exonération fiscale temporaire en vigueur jusqu'à la mi-février. Cependant, si l'on considère les mesures d'inflation privilégiées par la Banque du Canada, à savoir CPI-trim et CPI-médian, l'inflation reste légèrement plus élevée, atteignant respectivement 2,5 % et 2,4 %, bien qu'en baisse par rapport aux 2,6 % enregistrés en novembre (illustration 6). Depuis avril 2024, ces indicateurs se maintiennent dans la zone de confort de 1 à 3 %.

graphique 5 - Le PIB s'est contracté plus que prévu en novembre



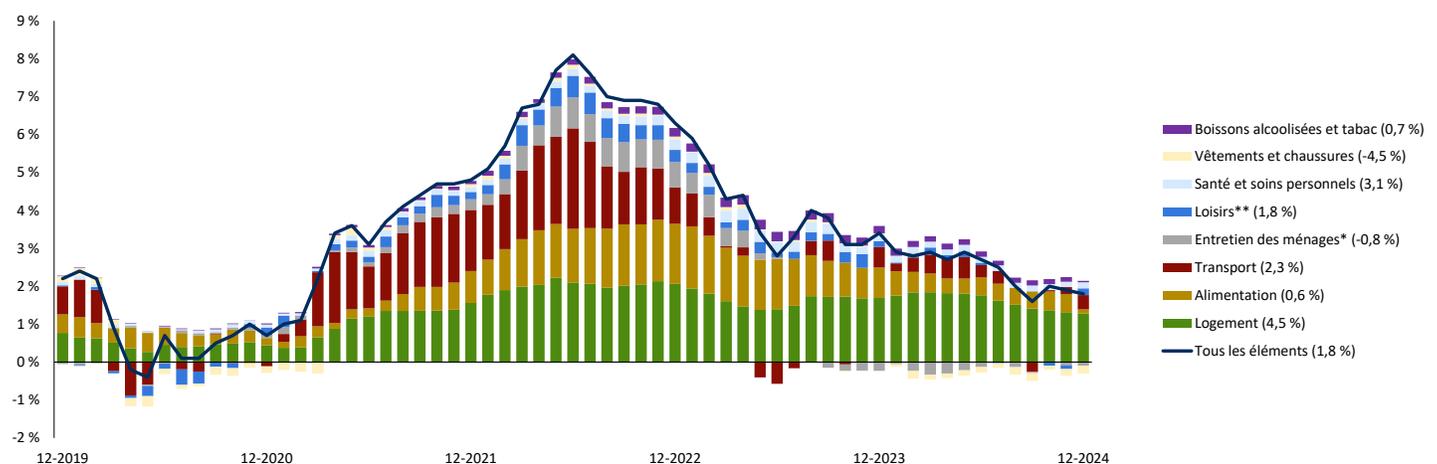
Source: Statistique Canada; Raymond James Ltée; données au 30 novembre 2024.

graphique 6 - Les mesures de l'inflation de base restent légèrement élevées



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

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



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

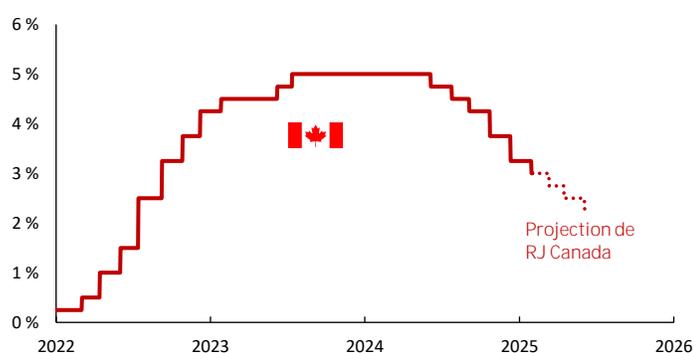
Les taux d'intérêt devraient poursuivre leur repli

Le 29 janvier, la Banque du Canada a poursuivi son assouplissement monétaire en abaissant son taux directeur de 25 points de base supplémentaires, le portant à 3 %. Il s'agit de la sixième baisse consécutive depuis le début de cette politique en juin 2024. L'économie canadienne

demeure en situation d'offre excédentaire et nécessite un environnement plus accommodant pour encourager la consommation des ménages ainsi que l'investissement des entreprises, contribuant ainsi au rétablissement de l'équilibre (illustration 9). Toutefois, la menace de tarifs douaniers pourrait engendrer une incertitude incitant ménages et entreprises à différer leurs achats majeurs. Plus tôt nous obtiendrons une clarification sur ces risques, mieux ce sera. Par ailleurs, la Banque prévoit de mettre un terme au resserrement quantitatif (RQ), outil destiné à absorber des liquidités et à contenir l'inflation. Elle envisage de relancer les achats d'actifs en mars 2025 afin d'accroître la liquidité et de favoriser la baisse des taux d'intérêt à long terme.

La Banque du Canada a amorcé la réduction de son taux directeur plus tôt et de façon plus marquée qu'anticipé en 2024. Malgré l'écart croissant entre les taux canadiens et américains, nous prévoyons que les taux d'intérêt au Canada poursuivront leur baisse pour atteindre 2,25 %, correspondant à la limite inférieure de la fourchette des taux nominaux neutres définie par la Banque, d'ici la mi-2025. Cette attente est fondée sur la croissance du PIB du Canada inférieure au potentiel, la croissance démographique projetée stable à négative en 2025 et en 2026 ainsi que la croissance préoccupante de la productivité. Bien que ce ne soit pas notre scénario de référence, une pression supplémentaire à la baisse sur le taux directeur pourrait s'exercer si les États-Unis appliquent de nouvelles mesures douanières, nécessitant des actions de relance supplémentaires.

graphique 8 - Les taux d'intérêt vont continuer à baisser



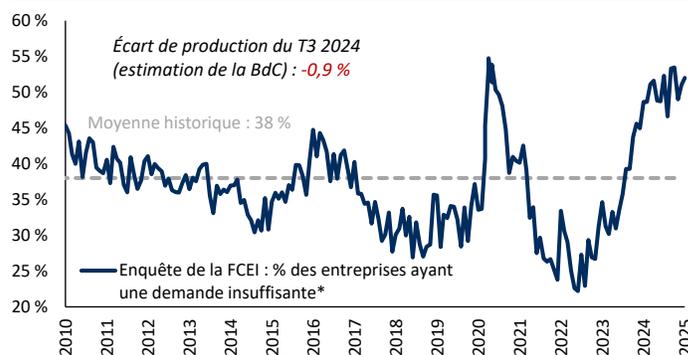
Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025.

Amélioration du marché du travail

L'économie canadienne a enregistré en janvier une forte progression de l'emploi, avec la création de 76 000 postes, en grande partie attribuable à une hausse de 57 000 emplois dans le secteur privé. La croissance démographique s'est établie à 56 000 personnes, soit son plus faible niveau depuis deux ans, marquant un quatrième mois consécutif de ralentissement. Avec l'élargissement de la population active dû au retour de certains travailleurs sur le marché de l'emploi, que ce soit par l'obtention d'un poste ou par la recherche active d'un emploi, la population active a progressé de 61 000 personnes. L'augmentation des emplois ayant surpassé celle de la population active, le taux de chômage s'est replié à 6,6 %, après 6,7 % en décembre et 6,9 % en novembre. Toutefois, malgré un taux de chômage encore élevé et une diminution des offres d'emploi, la croissance annuelle des salaires horaires a ralenti pour s'établir à 3,5 %.

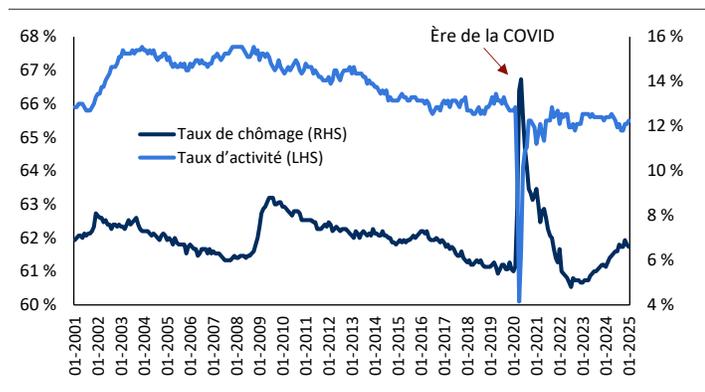
Si les réformes migratoires continuent de freiner la croissance démographique et que la progression de l'emploi se maintient, une légère amélioration du taux de chômage pourrait être observée au cours de l'année. Cependant, la perspective, voire la seule éventualité, de nouveaux tarifs douaniers pourrait induire des suppressions de postes ou retarder l'embauche, limitant ainsi les avancées notables de cet indicateur à court terme. Le secteur manufacturier serait particulièrement vulnérable aux fluctuations des tarifs douaniers et de la demande étrangère, car il concentre un nombre significatif d'emplois dépendants des exportations vers les États-Unis. On estime que 641 000 emplois manufacturiers, soit 39,4 % du secteur, dépendent de la demande américaine, tandis que l'industrie manufacturière représente 8,9 % de l'emploi total au Canada.

graphique 9 - L'offre excédentaire continue de croître dans l'économie canadienne



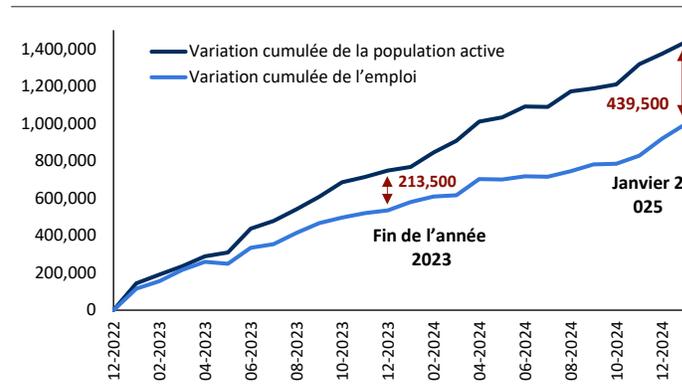
Source: FCEI, Raymond James Ltée; enquête de la FCEI au 31 janvier 2025. *Demande intérieure avant 2024, demande intérieure et étrangère à partir de janvier 2024.

graphique 10 - Taux d'activité à long terme et taux de chômage



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025.

graphique 11 - La croissance de la population active a dépassé les créations d'emplois



Source: Statistique Canada, Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025.

L'économie américaine poursuit son essor

L'économie américaine continue de progresser et le taux de chômage reste faible. Cette dynamique a conduit la Réserve fédérale à maintenir son taux directeur inchangé lors de son annonce du 29 janvier, conformément aux attentes. L'évolution la plus marquante réside sans doute dans les prévisions de la Réserve fédérale quant au moment où l'inflation atteindra son objectif de 2 %, le processus de désinflation semblant s'être encore ralenti, voire interrompu. Désormais, cet objectif pourrait ne pas être atteint avant 2027, contre 2026 précédemment estimé, et des rumeurs grandissantes suggèrent que la Réserve fédérale pourrait bientôt envisager une hausse des taux. Les projets du président Trump en matière de tarifs douaniers et d'immigration accroissent l'incertitude des prévisions et appellent à une prudence accrue.

Les indicateurs de croissance économique restent positifs

Le PIB du quatrième trimestre 2024 s'est établi à 2,3 % en glissement trimestriel annualisé, et à 2,8 % pour l'ensemble de l'année, affichant une légère baisse par rapport aux 2,9 % de 2023 (illustration 12). Ce taux de croissance demeure robuste, porté par la consommation des ménages américains. Nous anticipons une poursuite de cette croissance au-dessus de la moyenne, bien que légèrement ralentie, avec une prévision de 2,4 % pour 2025 et 2,2 % pour 2026. L'investissement public devrait continuer de la soutenir, une grande partie des fonds de relance alloués dans le cadre des programmes IRA, IIJA et CHIPS n'ayant pas encore été dépensée.

L'indice des directeurs d'achat (PMI) de l'Institute for Supply Management (ISM) pour le secteur manufacturier a dépassé les attentes, franchissant la barre des 50 et entrant en zone expansionniste (50,9 en janvier, contre 49,2 en décembre) pour la première fois en 27 mois. Une partie de cette reprise dans les nouvelles commandes, la production, l'emploi et les exportations pourrait résulter d'une anticipation de futurs tarifs douaniers, un facteur à surveiller de près.

L'inflation demeure élevée mais suit une trajectoire favorable à long terme

L'indice des prix à la consommation (IPC) global a atteint 2,9 % en décembre, contre 2,7 % en novembre, bien que l'IPC de base ait légèrement reculé de 3,3 % à 3,2 % (illustration 13). La hausse des prix de l'énergie en fin d'année a porté l'indice des prix préférentiel de la Réserve fédérale (PPI) à 3,3 %. Malgré cette rigidité apparente, des mesures en temps réel des loyers, notamment le New Tenant Rent Index de la Réserve fédérale de Cleveland, qui a reculé de 2,4 %, laissent présager une poursuite du ralentissement de l'inflation. Le loyer constituant la principale composante de l'IPC, ces indicateurs en temps réel suggèrent que les chiffres officiels, en retard sur ces tendances, refléteront bientôt une désinflation accrue, permettant à la Réserve fédérale de poursuivre l'assouplissement de sa politique monétaire, bien que de manière plus progressive.

Les taux d'intérêt poursuivent leur baisse, bien que plus lentement qu'au Canada

L'équipe économique américaine anticipe toujours deux réductions du taux directeur de la Réserve fédérale en 2025, portée par une économie robuste qui ne requiert pas de mesures de relance à travers des taux plus bas, tandis que le chômage demeure modéré à 4 %.

Le 29 janvier, conformément aux attentes, la Réserve fédérale a maintenu son taux directeur à 4,5 %. Les marchés espéraient une évolution du discours sur les perspectives économiques. Le changement le plus marquant fut l'omission de la mention selon laquelle l'inflation progressait vers l'objectif de 2 %, assortie d'une affirmation de la stabilisation du taux de chômage. L'interprétation dominante suggère que la Réserve fédérale pourrait adopter une approche encore plus prudente dans ses futures baisses de taux. Particulièrement réservée sur toute question politique,

la Réserve fédérale a précisé qu'elle réagit aux politiques mises en place et non aux tarifs douaniers ou autres mesures incertaines. Toutefois, l'incertitude entourant ces décisions et leurs éventuels effets inflationnistes semble encourager la Réserve fédérale à temporiser avant d'envisager de nouvelles réductions.

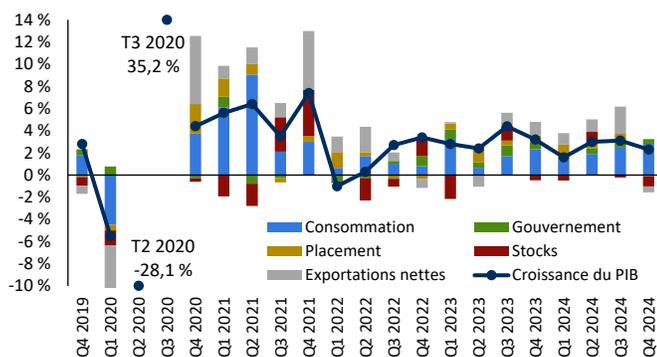
Il est à noter qu'en décembre, la Réserve fédérale a repoussé son objectif d'inflation de 2 %, comme mesuré par l'indice PCE, de 2026 à 2027.

Le marché du travail demeure solide

D'après le rapport JOLTS, les offres d'emploi ont chuté de 556 000 en décembre, atteignant 7,6 millions en fin d'année 2024, soit une baisse annuelle de 1,3 million, contre 6,9 millions de chômeurs. Cette évolution traduit un léger relâchement du marché du travail, qui reste néanmoins robuste : en décembre, 5,5 millions de personnes ont été embauchées, tandis que 5,3 millions ont perdu leur emploi, démissionné ou quitté leur poste.

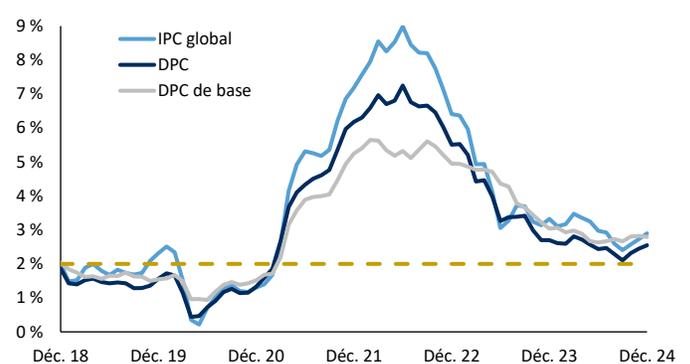
En janvier, le marché du travail américain a continué de faire preuve de vigueur, malgré une augmentation de l'emploi salarié plus faible que prévu, de 143 000, en deçà du consensus de 170 000, après une révision à la hausse de 307 000 en décembre. Le taux de chômage a reculé à 4 %, contre 4,1 % en décembre. Sur un an, la croissance des salaires s'est maintenue à plus de 4 %. Avec un marché du travail vigoureux et un chômage stabilisé autour de 4 %, la Réserve fédérale n'éprouve aucune urgence à réduire ses taux.

graphique 12 - Croissance trimestrielle annualisée du PIB américain



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

graphique 13 - Inflation américaine (variation en pourcentage en glissement annuel)



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

La confiance des consommateurs s'érode

L'indice de confiance des consommateurs a reculé pour le deuxième mois consécutif en janvier, effaçant les gains réalisés depuis septembre 2024. Il a perdu 5,4 points pour s'établir à 104,1, les indices de la situation actuelle et des attentes enregistrant de fortes baisses (illustration 14). Les évaluations du marché du travail et des perspectives commerciales ont notablement fléchi. Cette détérioration reflète une confiance affaiblie des consommateurs et un optimisme réduit quant aux conditions économiques et aux perspectives de revenus.

L'endettement américain demeure préoccupant

Le Bureau du budget du Congrès américain prévoit que la dette fédérale détenue par le public atteindra un sommet historique de 107 % du PIB en 2029, contre 98 % actuellement. Cette projection repose sur des hypothèses favorables, notamment l'expiration des réductions fiscales de 2017 et une baisse du rendement des bons du Trésor à 10 ans sous les 4 %. Si l'on inclut la dette intragouvernementale, le rapport dette totale/PIB s'élève déjà à 120 %. (À titre comparatif, le rapport dette/PIB du Canada avoisine 69 %.)

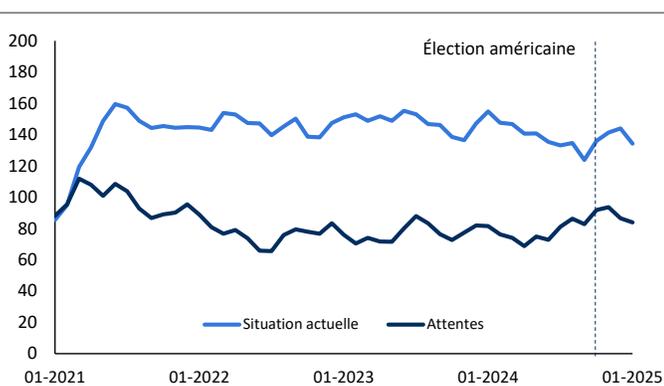
Les débats autour de la dette s'intensifieront en 2025, alors que le président cherchera à faire adopter de nouvelles baisses d'impôts. Actuellement, la dette nationale culmine à un niveau record de 36,2 billions de dollars US (illustration 15). Celle-ci est exacerbée par le déficit annuel, qui continue de croître et se situe maintenant à 6,2 % du PIB, sans aucun signe de volonté politique de changer de cap et de promesses de campagne de Trump qui ne feraient probablement qu'augmenter ce fossé.

Le plafond de la dette américaine vient d'être rétabli le 1^{er} janvier au niveau de cette date, ce qui signifie que les États-Unis ne seront pas en mesure d'ajouter de nouvelles dettes supplémentaires (bien qu'ils puissent toujours refinancer la dette arrivant à échéance existante) jusqu'à ce qu'une nouvelle limite de la dette soit établie et approuvée. Bien que suspendue, la dette nationale a augmenté de 5 billions de dollars US, ou 16 %, au cours des 18 derniers mois. La limite de la dette est l'un des éléments qui nécessitent une majorité de 60 voix au Sénat, et il

faudra donc négocier afin d'obtenir les votes démocrates supplémentaires pour que celle-ci soit adoptée. Des mécanismes comme des « mesures extraordinaires » prolongeront probablement cette négociation jusqu'à la mi-2025 avant que l'urgence n'atteigne son apogée. Le Trésor détient une réserve de 620 milliards de dollars US, qui sera renforcée en avril par les recettes fiscales, permettant de traverser cette période critique. Comme nous l'avons déjà mentionné, les chances que ce facteur mette les États-Unis en situation de défaut sont essentiellement nulles, mais il y aura probablement beaucoup de discussions et de négociations à ce moment-là. Les dépenses nettes d'intérêts seront la deuxième plus grande dépense du gouvernement en 2025, après la sécurité sociale, et un peu plus que le régime d'assurance maladie (Medicare), la sécurité de revenu, la défense nationale et la santé.

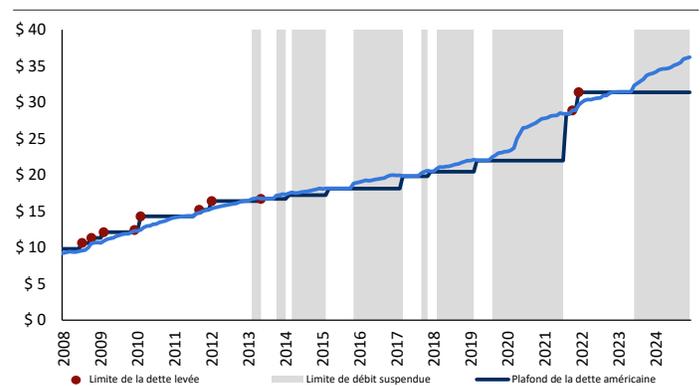
Une fois que la limite du plafond de la dette aura été réglée, les États-Unis devront émettre plus de dettes et la courbe de rendement s'accroîtra probablement de ce fait, car les investisseurs recherchent de meilleurs rendements à mesure qu'une offre accrue devient disponible. La bonne nouvelle, c'est que la demande de bons du Trésor américain n'a pas encore faibli. Selon le département du Trésor américain, la Réserve fédérale n'est plus le principal acheteur de la dette publique en raison d'un resserrement quantitatif massif. Il y a cependant eu une augmentation significative du nombre d'investisseurs privés, qui sont plus sensibles aux prix, prenant le relais. La demande étrangère de bons du Trésor américain a été timide en raison du dollar américain plus fort, ce qui a entraîné une hausse des coûts de couverture des devises, mais elle a tout de même augmenté au cours des 12 derniers mois.

graphique 14 - Affaiblir la confiance des consommateurs



Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025.

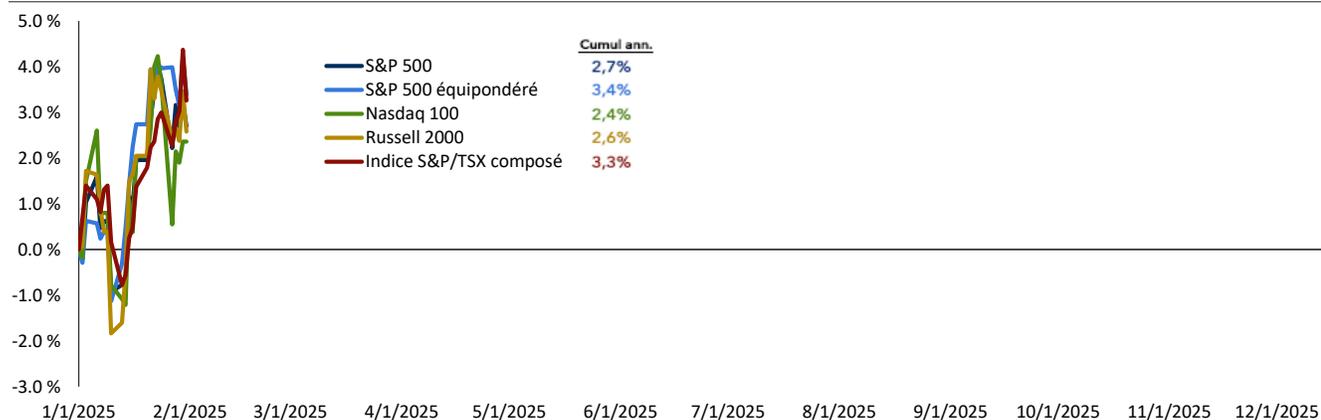
graphique 15 - La dette du gouvernement américain a dépassé 36 milliards de dollars



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

Marchés financiers

En janvier, l'indice TSX composé a affiché un rendement de 3,3 % et un rendement total de 3,5 %, surpassant la performance de l'indice S&P 500, qui a enregistré un rendement de 2,7 % et un rendement total de 2,8 % en monnaie locale. La progression du TSX a été largement soutenue par les secteurs des matériaux et des technologies de l'information. À l'inverse, la performance du S&P 500 a été freinée par le repli du secteur des semi-conducteurs, affecté par la menace de DeepSeek, un outil d'IA plus économique à entraîner, reposant sur des puces moins avancées. En excluant le segment des semi-conducteurs, le S&P 500 aurait affiché un rendement total avoisinant 3,9 %. Parmi les grands indices boursiers, le S&P 500 équilibré a enregistré la meilleure performance en janvier, témoignant d'un environnement fondamentalement robuste et généralisé au cours de cette saison de publication des résultats (illustration 16).

graphique 16 - Rendement du cours des indices sélectionnés

Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025. Rendement du prix en devise locale.

L'IA et l'impact de DeepSeek

Avant d'examiner les dynamiques boursières par région, il convient de revenir sur la correction technologique du 27 janvier, déclenchée par l'annonce de la mise à disposition d'un nouvel assistant d'intelligence artificielle. Ce dernier est l'œuvre d'une entreprise chinoise du nom de DeepSeek. Cette révélation a ébranlé le discours dominant sur la suprématie américaine en matière d'IA, remettant en question l'idée selon laquelle les avancées en IA nécessitent des investissements toujours plus massifs en infrastructures et en puces avancées de Nvidia, ainsi que l'hypothèse d'une puissance de calcul croissante indispensable aux centres de données dédiés à l'IA. DeepSeek affirme avoir conçu un grand modèle linguistique (GML) à code source libre, capable de rivaliser avec les chefs de file du secteur comme le modèle GPT-4o d'OpenAI et Claude 3.5 Sonnet. Ce modèle aurait été entraîné en moins de deux mois, à l'aide d'environ 2 000 puces Nvidia H800, pour un coût d'environ six millions de dollars US. Cette avancée suggère que l'IA pourrait être bien plus efficace, moins onéreuse et moins énergivore que ce qui était précédemment admis. Si ces allégations nécessitent une validation par des experts du secteur, elles ont néanmoins provoqué un séisme dans l'industrie technologique. En l'espace d'une journée, elles ont effacé près de 1 000 milliards de dollars de capitalisation boursière sur l'indice NASDAQ, dont environ 600 milliards de dollars US (~17 %) pour Nvidia seule.

DeepSeek : vecteur d'expansion du marché

La réjouissante nouvelle associée à cet événement réside dans la légère progression de l'indice S&P 500 équilibré ce même jour, suggérant que, malgré la domination des Sept Magnifiques ces deux dernières années, le marché boursier conserve sa capacité à survivre et prospérer, porté par une économie et des entreprises robustes. Si les promesses de solutions d'IA plus performantes et économiques se vérifient, de nombreuses entreprises pourraient y voir une occasion d'adoption accrue et de monétisation de cette technologie. Un phénomène économique de plus en plus évoqué, connu sous le nom de paradoxe de Jevons, en référence à l'économiste anglais William Stanley Jevons. En 1865, il a observé que les avancées technologiques améliorant l'efficacité du charbon, au lieu d'en réduire la consommation pour répondre aux besoins énergétiques de l'époque, ont conduit à une augmentation de son utilisation en raison de son adoption massive. Dans le contexte actuel, ces progrès technologiques en intelligence artificielle pourraient de même accélérer son adoption à grande échelle.

L'enseignement principal à tirer de l'actualité autour de DeepSeek et de la réaction du marché est que la diversification demeure une nécessité impérieuse dans une année que nous avons déjà qualifiée de volatile. Alors que l'indice S&P 500 pondéré par la capitalisation boursière a reculé de 1,46 % ce jour-là, l'indice S&P 500 équilibré (attribuant une pondération uniforme de 0,2 % à chaque titre, indépendamment de sa capitalisation) a enregistré une légère hausse de 0,02 %. Investir en actions ne saurait se limiter aux plus grandes entreprises. À mesure que le marché s'élargit et que des titres auparavant négligés captent davantage l'attention, un environnement plus équilibré et plus sain peut émerger. La diversification demeure essentielle pour assurer un équilibre optimal entre risque et rendement pour chaque investisseur.

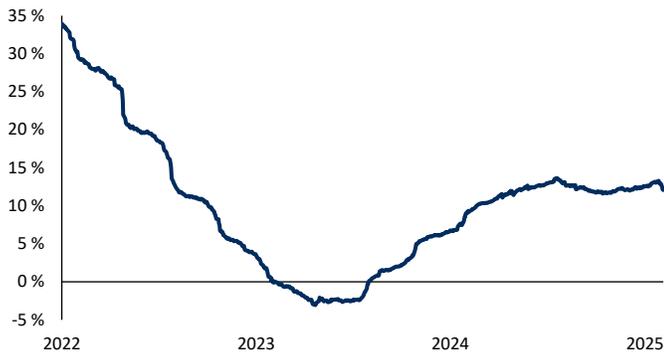
Marchés boursiers américains

Alors que la saison des résultats du quatrième trimestre 2024 est déjà bien avancée, la visibilité reste encourageante. Le bénéfice par action prévisionnel de l'indice S&P 500 a progressé d'environ 12 % en glissement annuel au quatrième trimestre 2024, affichant ainsi son plus haut taux de croissance depuis le quatrième trimestre 2021 (illustration 17). Un signe tangible de croissance saine serait d'observer une expansion des bénéfices au-delà des Sept Magnifiques, s'étendant aux secteurs industriels et non technologiques. Encourageant, ce phénomène s'est manifesté dans les surprises de bénéfices du quatrième trimestre 2024, avec neuf secteurs sur onze enregistrant des révisions haussières des prévisions de

bénéfices (illustration 18).

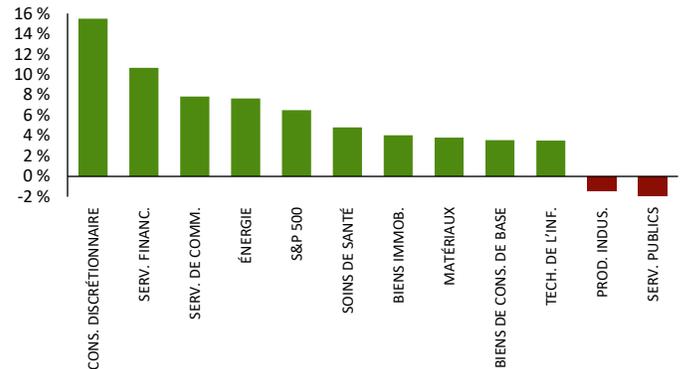
Les fondamentaux économiques continuent de soutenir les actions, et nous maintenons nos prévisions de gains pour 2025, bien que les rendements anticipés soient plus modérés comparés aux hausses de plus de 20 % observées ces deux dernières années. Nous avons également souligné que la progression des rendements des bons du Trésor à 10 ans pourrait peser sur les multiples de valorisation et renforcer l'attrait des titres à revenu fixe au détriment des actions. Toutefois, nous estimons que tant que ces rendements évoluent dans une fourchette de 4,2 % à 4,8 %, les actions devraient en tirer profit, soutenues par la solidité des bénéfices des entreprises

graphique 17 - Croissance du BPA du S&P 500 NTM (en glissement annuel)



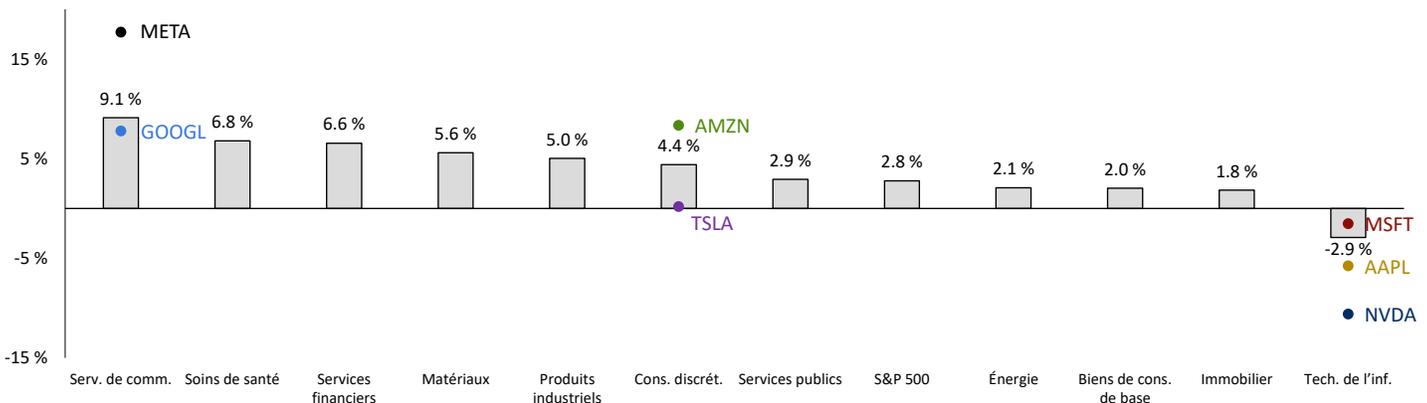
Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 7 février 2025.

graphique 18 - Surprise sur les bénéfices par secteur – S&P 500



Source: Bloomberg; Raymond James Ltée; données au 10 février 2025.

graphique 19 - Rendements totaux des secteurs du S&P 500 et des Sept magnifiques depuis le début de l'année



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025.

Marchés boursiers canadiens

Les gains enregistrés par l'indice TSX composé en janvier ont principalement été portés par les secteurs des matériaux et des technologies de l'information, avec une surperformance globale des secteurs cycliques par rapport aux secteurs défensifs. La remontée des prix de l'or a favorisé le secteur des matériaux, tandis que l'absence d'une industrie des semi-conducteurs et l'émergence d'outils d'intelligence artificielle plus accessibles et performants, inspirés par DeepSeek, ont stimulé le secteur des technologies de l'information de l'indice TSX. La vigueur des secteurs cycliques traduit également un regain de confiance des investisseurs dans l'économie canadienne, qui affiche des signes de reprise de plus en plus marqués.

Cependant, cette amélioration récente pourrait être rapidement compromise par l'imposition de tarifs douaniers ou même par la simple menace de ceux-ci, comme évoqué dans la section Économie. Les industries des pièces automobiles et des biens de consommation, qui constituent respectivement les deuxième et troisième postes d'exportation du Canada vers les États-Unis après les produits énergétiques, seraient parmi les plus vulnérables à d'éventuels tarifs douaniers. Cela s'est d'ailleurs manifesté sur les marchés le 3 février, juste après la signature par Trump d'un décret imposant des tarifs douaniers drastiques sur le Canada, provoquant les plus fortes baisses dans les secteurs des biens de consommation discrétionnaire et des produits industriels (tableau 1). Toutefois, en ce qui concerne les nouveaux tarifs douaniers de 25 % sur

toutes les importations d'acier et d'aluminium aux États-Unis, nous n'anticipons pas d'impact significatif sur l'indice TSX composé. L'économie d'un pays ne se confond pas avec son marché boursier, et l'indice TSX affiche une exposition relativement faible à ces secteurs. Lors de l'imposition initiale de ces tarifs douaniers par Trump entre 2018 et 2019, l'indice TSX avait d'ailleurs fait preuve d'une résilience relative.

À plus long terme, les menaces de tarifs douaniers et les tensions commerciales entre le Canada et les États-Unis pourraient également peser sur les investissements directs étrangers (IDE). Les États-Unis représentent plus de 40 % des IDE au Canada, ces investissements se répartissant entre plusieurs secteurs à travers des sociétés de portefeuille. L'industrie manufacturière, la finance et l'assurance comptent parmi les principaux bénéficiaires des IDE en provenance des États-Unis (illustration 20).

Les trois secteurs les plus performants (janvier 2025) :

- **Matériaux :** Bien que l'implémentation ait pris du retard, l'incertitude croissante autour des tarifs douaniers a joué un rôle déterminant dans la hausse du prix de l'or. En conséquence, le secteur des matériaux, dont près de la moitié de l'exposition repose sur l'or, s'est distingué comme le plus performant en janvier.
- **Technologies de l'information :** Contrairement à son homologue du S&P 500, le secteur des technologies de l'information du TSX Composite, exempt de l'industrie des semi-conducteurs, a largement échappé à la forte correction provoquée par le choc DeepSeek en fin de mois. La croissance robuste du secteur s'est révélée relativement homogène. Alors que le développement de l'intelligence artificielle (IA) migre progressivement du matériel vers les applications – notamment l'IA appliquée au commerce électronique, à la vente au détail et à l'informatique décisionnelle – les performances récentes des entreprises de logiciels et de services informatiques ont envoyé des signaux très encourageants au marché. Le rebond rapide et marqué après le choc initial de DeepSeek souligne également que le développement d'outils d'IA plus accessibles et performants représente une perspective favorable pour les entreprises de technologies de l'information de l'indice TSX composé.
- **Industriels :** Les gains enregistrés dans ce secteur ont principalement été portés par quelques entreprises de premier plan. Leur surperformance s'explique par une forte exposition au marché américain ou par l'anticipation de commandes avant l'éventuelle imposition de nouveaux tarifs douaniers, stimulant ainsi leurs bénéfices. Cependant, de nombreuses entreprises du secteur continuent d'affronter des difficultés. Face à la menace persistante des tarifs douaniers et à des valorisations déjà élevées, la pérennité de cette surperformance semble incertaine.

Les trois secteurs les moins performants (janvier 2025) :

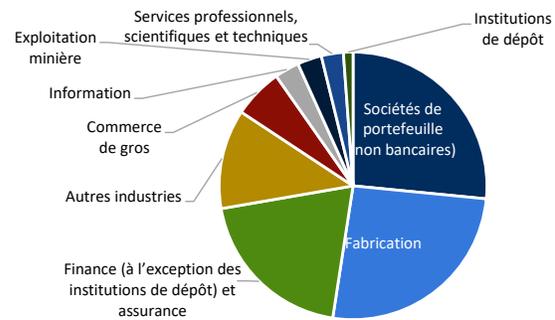
- **Biens de consommation de base :** le secteur traverse un déclin généralisé. En raison de la stabilisation de l'inflation, les entreprises ont de plus en plus de mal à justifier les hausses de prix des produits de consommation courante. Les dépenses de consommation sont désormais davantage motivées par les rabais et les promotions, ce qui pourrait nuire au pouvoir de fixation des prix et aux bénéfices des entreprises. Par ailleurs, à mesure que l'économie reprend des couleurs, les capitaux tendent à s'éloigner des secteurs défensifs pour se repositionner vers des segments plus cycliques.
- **Services publics :** La contre-performance du secteur s'explique en grande partie par la faiblesse de l'industrie des producteurs indépendants d'électricité et d'énergie renouvelable. Le choc DeepSeek a durement frappé le marché, qui a rapidement intégré l'idée que des modèles d'intelligence artificielle plus performants pourraient entraîner une demande énergétique inférieure aux prévisions. Cependant, selon le paradoxe de Jevons, cette réaction pourrait s'avérer excessive, et cette perception du marché pourrait évoluer au fil du temps.
- **Produits de consommation discrétionnaire :** Le secteur a marqué le pas en janvier, freiné par la faiblesse des industries des composants automobiles et des produits de loisirs. La sous-performance de ces segments peut, en partie, s'expliquer par la menace de nouveaux tarifs douaniers.

Tableau 1 - Variation en pourcentage de l'indice sectoriel plafonné par rapport à la clôture du 31 janvier

| Secteur S&P/TSX | à l'ouverture du 3 février | à la clôture du 3 février |
|-------------------------------|----------------------------|---------------------------|
| Indice S&P/TSX composé | -2.2 % | -1.0 % |
| Consommation discrétionnaire | -3.6 % | -1.8 % |
| Produits industriels | -3.5 % | -2.5 % |
| Services financiers | -3.1 % | -1.8 % |
| Soins de santé | -3.0 % | -2.1 % |
| Immobilier | -2.5 % | -1.5 % |
| Biens de consommation de base | -2.0 % | -1.2 % |
| Services publics | -1.8 % | -0.7 % |
| Énergie | -1.7 % | -0.4 % |
| Technologies de l'information | -1.7 % | -0.3 % |
| Services de communication | -1.7 % | 0.3 % |
| Matériaux | 0.7 % | 0.8 % |

Source: Factset; Raymond James Ltée

graphique 20 - Ventilation de l'investissement direct étranger (IDE) américain au Canada



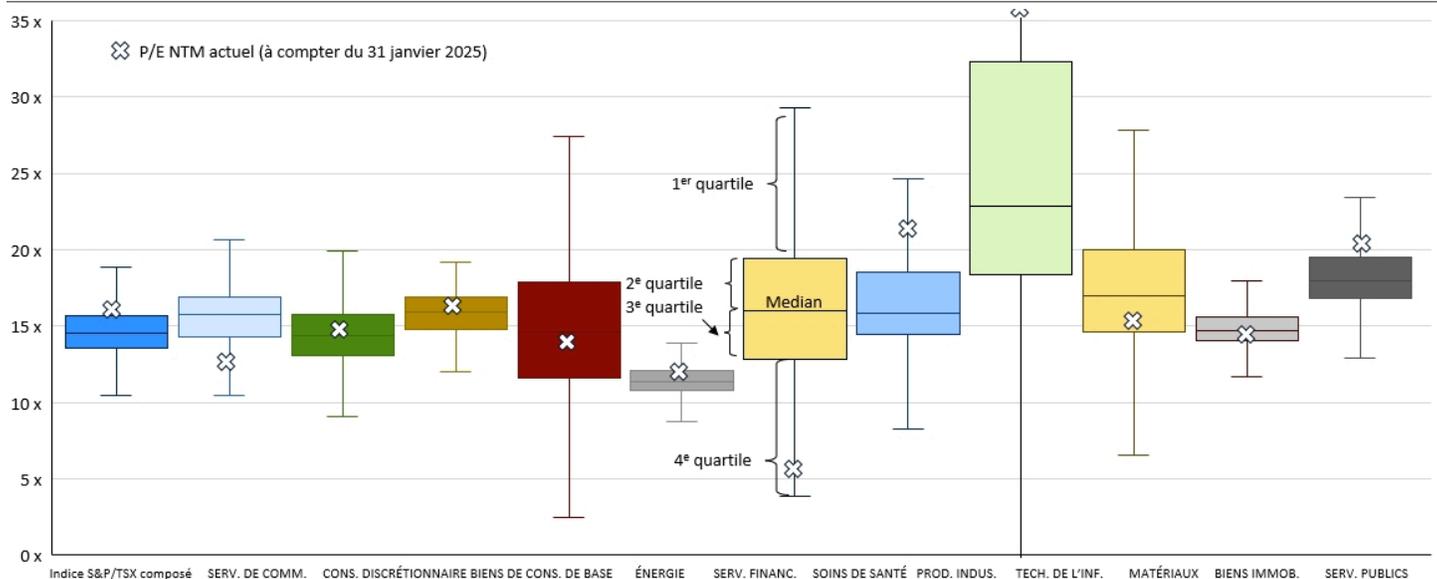
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis; Statistique Canada; Raymond James Ltée; Pour l'année 2023.

Tableau 2 - Rendement et évaluations des secteurs de l'indice composé S&P/TSX (classement par rendement total du trimestre à ce jour)

| Nom du secteur | Pondération du secteur | Rendement total en cumul annuel | Rend. tot. du trimestre à ce jour | Rend. tot. sur un mois | RCB actuel 12 prochains mois | RCB historique 12 prochains mois |
|-------------------------------|------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|------------------------|------------------------------|----------------------------------|
| Matériaux | 12.2 % | 10.2 % | 10.2 % | 10.2 % | 15.5 | 17.0 |
| Technologies de l'information | 10.8 % | 10.0 % | 10.0 % | 10.0 % | 38.4 | 22.8 |
| Indice S&P/TSX composé | -- | 3.5 % | 3.5 % | 3.5 % | 15.4 | 14.5 |
| Produits industriels | 12.6 % | 3.4 % | 3.4 % | 3.4 % | 21.9 | 15.9 |
| Services financiers | 32.7 % | 2.7 % | 2.7 % | 2.7 % | 12.1 | 11.4 |
| Services de communication | 2.3 % | 2.3 % | 2.3 % | 2.3 % | 12.5 | 15.7 |
| Immobilier | 1.9 % | 0.4 % | 0.4 % | 0.4 % | 14.2 | 14.7 |
| Énergie | 16.6 % | 0.2 % | 0.2 % | 0.2 % | 14.2 | 14.6 |
| Consommation discrétionnaire | 3.2 % | 0.2 % | 0.2 % | 0.2 % | 14.9 | 14.4 |
| Services publics | 3.7 % | -0.3 % | -0.3 % | -0.3 % | 20.2 | 18.0 |
| Biens de consommation de base | 3.7 % | -2.7 % | -2.7 % | -2.7 % | 16.6 | 15.9 |
| Soins de santé | 0.3 % | -2.7 % | -2.7 % | -2.7 % | 5.2 | 16.0 |

Source: Factset, Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025. Le secteur des soins de santé de l'indice S&P/TSX a été exclu de l'analyse du rendement en raison de sa représentation minimale dans l'indice composé S&P/TSX.

graphique 21 - Comparaison du RCB actuel et historique des 12 prochains mois pour les secteurs de l'indice S&P/TSX composé



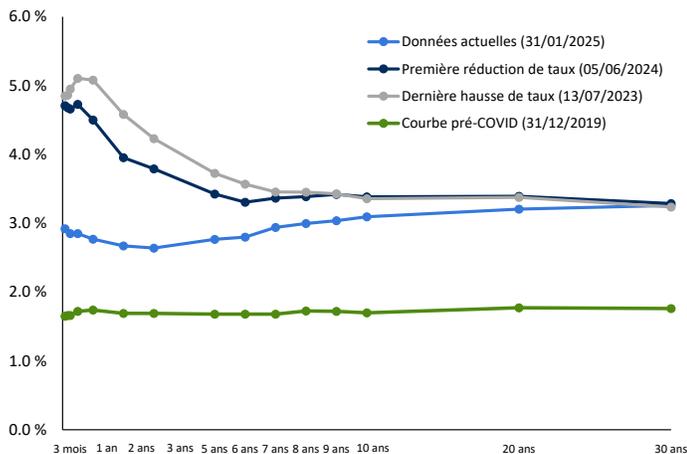
Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025. P/E historique : 01/01/2000 – 31/01/2025. À l'exclusion des valeurs aberrantes.

Rendements des titres à revenu fixe et de trésorerie

Depuis la fin de l'année 2024, les courbes de rendement des bons du Trésor américain et canadien ont suivi leurs trajectoires distinctes. Avec la baisse anticipée de 25 points de base des taux le 29 janvier, la courbe canadienne a poursuivi son redressement progressif. À l'avenir, les obligations canadiennes devraient être largement influencées par les orientations douanières du président Trump. Nous anticipons de nouvelles contractions des rendements, en particulier sur les segments à court et moyen terme de la courbe. Cependant, compte tenu de l'ajustement déjà significatif de 200 points de base, le potentiel d'appréciation des prix obligataires pourrait s'avérer limité.

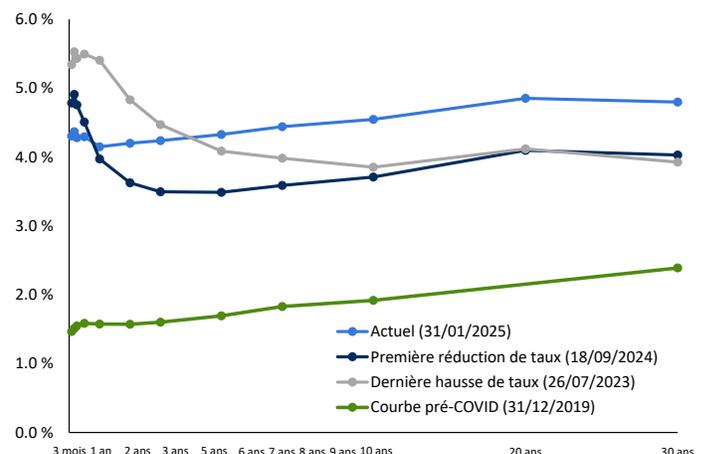
Par ailleurs, la courbe des taux américaine est restée quasi inchangée en janvier, traduisant un environnement économique favorable et les inquiétudes suscitées par les politiques inflationnistes de Trump. Comme l'a souligné le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, « l'éventail des possibilités est très, très large ». Le rendement des obligations d'État à dix ans, oscillant autour de 4,5 %, demeure particulièrement attractif. Si les deux dernières années ont démontré que la décrue des rendements peut s'avérer plus lente et irrégulière qu'escompté, les conditions pour maintenir le rendement à dix ans à ce niveau deviennent plus exigeantes. Toute fragilité économique pourrait précipiter un repli du taux. Historiquement, lorsque le rendement à dix ans atteint ou dépasse 5 %, le rendement annualisé sur cinq ans de l'indice obligataire américain agrégé excède 5 % dans environ 90 % des cas, et dépasse 10 % dans près de 30 % des cas. Alors que le marché boursier américain semble valorisé à son optimum et promet davantage de volatilité cette année, il pourrait être judicieux d'intégrer des bons du Trésor américain au portefeuille afin d'atténuer le risque global.

graphique 22 - Courbes de rendement du gouvernement du Canada



Source: Factset, Raymond James Ltée; Données au 31 janvier 2025.

graphique 23 - Courbes de rendement du Trésor des États-Unis



Source: Factset, Raymond James Ltée; Données au 31 janvier 2025.

Actions internationales

Les places boursières européennes ont surpassé leurs homologues nord-américaines en janvier, les flux de capitaux vers les actions européennes atteignant leur deuxième niveau le plus élevé en 25 ans. Cette performance supérieure s'explique en partie par le choc DeepSeek, dont l'impact s'est révélé plus prononcé sur les indices à forte concentration technologique. Par ailleurs, l'amélioration des bénéfices des entreprises européennes et des valorisations plus attractives contrastent avec les États-Unis, où les prix reflètent une perfection difficile à maintenir. De plus, le marché anticipe une politique monétaire plus accommodante de la part de la Banque centrale européenne (BCE), qui devrait abaisser ses taux de manière plus agressive que la Réserve fédérale américaine. Ces éléments ont permis aux actions européennes de s'extraire de l'ombre des marchés américains dès le premier mois de 2025. Les investisseurs disposant d'une tolérance au risque et d'un horizon temporel adaptés pourraient y voir un éventail d'occasions. Toutefois, nous estimons que la dynamique de l'intelligence artificielle est loin d'être épuisée. Les marchés nord-américains devraient connaître davantage de volatilité, mais à mesure que les entreprises démontreront les bénéfices concrets des applications de l'I.A. et afficheront des résultats solides, de nouveaux sommets pourraient être atteints.

Quant aux marchés émergents, nous restons attentifs aux indices suggérant que la reprise de la croissance en Chine pourrait s'inscrire dans la durée. Les autorités chinoises ont tenté de mobiliser des fonds budgétaires inutilisés à la fin de l'année 2024 pour dynamiser l'activité, et les ventes immobilières semblent amorcer un timide redressement depuis leurs niveaux déprimés. Un nouvel assouplissement des politiques monétaire et budgétaire pourrait favoriser des améliorations supplémentaires, mais des craintes persistent quant à l'ampleur et la pérennité de ces mesures face aux défis structurels que sont un taux d'épargne élevé, une consommation faible et une dépendance excessive à l'investissement et aux

exportations. Bien que l'instauration par Trump de tarifs douaniers supplémentaires de 10 % sur les produits chinois ne devrait avoir qu'un effet modéré sur l'économie du pays, toute escalade vers une guerre commerciale risquerait d'exacerber ces déséquilibres structurels. En parallèle, les investisseurs pourraient se montrer plus optimistes à l'égard des secteurs des technologies de l'information et des industries liées à l'intelligence artificielle, stimulés par les développements induits par DeepSeek

Tableau 3 - Rendement des actions mondiales

| Indices boursiers mondiaux sélectionnés | Janv. (CML) | Janv. (en \$ US) | Janv. (en \$ CA) | 3 mois (CML) | 3 Mo (in USD) | 3 mois (en \$ CA) | Cumul ann. (CML) | Cumul ann. (en \$ US) | Cumul ann. (en \$ CA) | RCB actuel 12 prochains mois | RCB historique médian | Prime (ROUGE)/escompte (VERT) |
|---|----------------|---------------------|---------------------|-----------------|------------------|----------------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|
| Principaux agrégats | | | | | | | | | | | | |
| Monde (mondial)* | 3.4 | 3.4 | 4.2 | 5.3 | 5.3 | 9.4 | 3.4 | 3.4 | 4.2 | 19.5 | 15.9 | 3.6 |
| EAE0 (MD hors É.-U. et Canada)* | 4.9 | 4.9 | 5.7 | 1.7 | 1.7 | 5.6 | 4.9 | 4.9 | 5.7 | 14.3 | 13.5 | 0.8 |
| ME (marchés émergents)* | 1.9 | 1.9 | 2.6 | -1.7 | -1.7 | 2.2 | 1.9 | 1.9 | 2.6 | 12.1 | 11.7 | 0.3 |
| Marchés développés sélectionnés | | | | | | | | | | | | |
| Nikkei 225 (Japon) | -0.8 | 0.7 | 1.4 | 1.4 | -0.3 | 3.6 | -0.8 | 0.7 | 1.4 | 18.0 | 16.8 | 1.2 |
| Euro Stoxx 50 (Europe) | 8.1 | 8.4 | 9.2 | 9.9 | 4.9 | 8.9 | 8.1 | 8.4 | 9.2 | 15.2 | 13.2 | 2.0 |
| FTSE 100 (R.-U.) | 6.2 | 5.3 | 6.0 | 7.6 | 3.4 | 7.4 | 6.2 | 5.3 | 6.0 | 11.9 | 12.4 | -0.4 |
| CAC 40 (France) | 7.8 | 8.3 | 9.0 | 8.5 | 3.9 | 7.9 | 7.8 | 8.3 | 9.0 | 15.6 | 13.4 | 2.2 |
| DAX (Allemagne) | 9.2 | 9.3 | 10.0 | 13.9 | 9.1 | 13.3 | 9.2 | 9.3 | 10.0 | 14.6 | 12.6 | 2.0 |
| Hang Seng (Hong Kong) | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 0.1 | -0.1 | 3.1 | 1.2 | 0.9 | 1.0 | 9.2 | 11.9 | -2.7 |
| Marchés émergents sélectionnés | | | | | | | | | | | | |
| CSI 300 (Chine) | -2.8 | -2.3 | -1.6 | -1.5 | -3.5 | 0.3 | -2.8 | -2.3 | -1.6 | 14.5 | 13.7 | 0.8 |
| Nifty 50 (Inde) | -0.5 | -1.6 | -0.9 | -2.7 | -5.6 | -1.9 | -0.5 | -1.6 | -0.9 | 21.4 | 18.5 | 2.9 |

Source: FactSet; Raymond James Ltée; rendements totaux, données au 31 janvier 2025. CML : coté en monnaie locale. P/E historique médian : 01/01/2000 – 31/01/2025. * Les indices sont représentés par les FNB iShares correspondants, qui servent de mandataires.

RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS À L'ATTENTION DES ÉPARGNANTS

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

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

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

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

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

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

RJL est membre du Fonds canadien de protection des épargnants.

© 2025 Raymond James Ltée.