

RJL PCS: PERSPECTIVES ET STRATEGIES

12 MARS 2025 (3:49 PM EDT)

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

Mars 2025 – Perspectives et stratégies : La menace tarifaire continue de faire des vagues

Faits saillants macroéconomiques pour février

- L'économie canadienne a été plus forte que prévu au quatrième trimestre de 2024. La croissance annualisée d'un trimestre à l'autre s'est établie à 2,6 %, tandis que la croissance du troisième trimestre a également été révisée à 2,2 %, en hausse par rapport à l'estimation initiale de 1,0 %. Sur une base annuelle, la Bdc prévoit une croissance du PIB réel de 1,8 % en 2025 et en 2026 dans les prévisions de janvier, 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. L'amélioration par rapport à 2024 peut être attribuée en partie à l'assouplissement de la politique monétaire (baisse des taux d'intérêt) de la Bdc, qui a stimulé à la fois les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises, et à l'augmentation de la capacité d'exportation de pétrole et de gaz. Cependant, la révision à la baisse des perspectives, par opposition au rapport d'octobre, peut être attribuée en partie aux politiques gouvernementales mises en œuvre pour ralentir la croissance démographique.
- L'économie américaine a terminé le quatrième trimestre de 2024 avec une croissance trimestrielle annualisée de 2,3 % d'un trimestre à l'autre et de 2,8 % pour l'ensemble de l'exercice, en légère baisse par rapport à 2,9 % en 2023. Il s'agit d'un taux de croissance très robuste qui continue d'être soutenu par le consommateur américain. 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 de 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, IIRA et CHIPS n'ayant pas encore été dépensée.
- Les prévisions du modèle GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta, qui fournissent une estimation courante de la croissance du PIB réel des États-Unis sur la base des données économiques actuelles, ont été fortement revues à la baisse à -2,8 % pour le T1 de 2025 en raison d'une hausse des importations. Les entreprises ont réagi aux menaces de tarifs douaniers en concentrant les importations par anticipation et en augmentant les niveaux de stock. Ainsi, des fluctuations seront présentes dans les résultats officiels lorsqu'ils seront annoncés, mais devront être interprétées comme une incidence exceptionnelle ou ponctuelle.

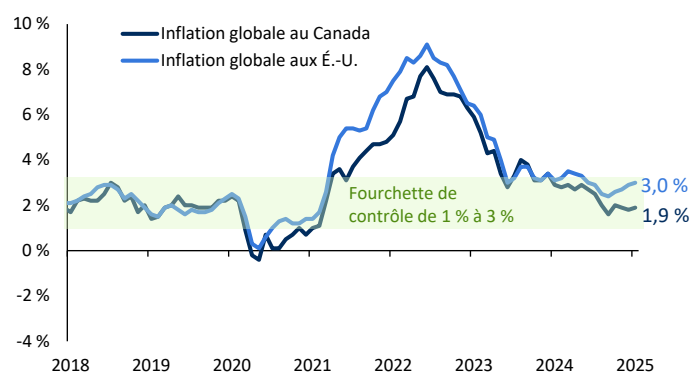
Les marchés financiers en février

- En février, l'indice composé TSX, l'indice principal du marché boursier canadien, a enregistré un rendement de cours de -0,5 % et un rendement total de -0,4 %. Pendant ce temps, le S&P 500, l'indice de référence américain d'actions à grande capitalisation, a connu une baisse plus importante avec un rendement de cours de -1,4 % et un rendement total de -1,3 %, tous en devise locale. Les rendements de l'année en cours au 28 février étaient de +3,1 % pour l'indice composé TSX et de +1,4 % pour le S&P 500.
- La période des bénéfices du T4 de 2024 aux États-Unis touche à sa fin avec une forte croissance du BPA de 17 %, celle-ci étant supérieure aux attentes malgré des prévisions pour 2025 quelque peu décevantes, alors que les entreprises restent généralement prudentes dans cet environnement incertain et que les attentes du BPA pour 2025 sont révisées à la baisse. Il est maintenant prévu que la croissance du BPA au T1 de 2025 soit de 8 %, par rapport à 14 % avant la saison des bénéfices. Une rotation est cependant en cours, le capital étant transféré vers des segments de marché moins chers, en particulier ceux affichant une croissance constante des bénéfices. Sur les deux tiers des entreprises canadiennes (représentant 84 % de la capitalisation boursière) qui ont produit des rapports, 57 % ont connu un BPA supérieur au T4 de 2024 avec une croissance de plus de 10 %.
- Les menaces de tarifs douaniers ont perturbé le rendement de l'indice composé TSX en février. Contrairement à janvier, où les secteurs cycliques ont surpassé les secteurs défensifs en raison de l'amélioration des perspectives économiques, février a vu un meilleur rendement des secteurs plus axés sur les services ou ayant une plus forte défensive face aux menaces de tarifs douaniers. Les services publics, les matériaux et les technologies de l'information sont les trois secteurs que nous considérons comme les plus à l'abri des tarifs douaniers et qui bénéficient de meilleurs facteurs favorables propres au secteur.

À venir

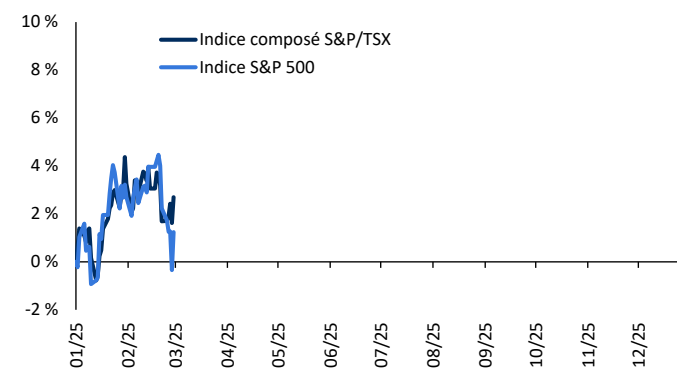
- Nous nous attendons à d'autres menaces de tarifs douaniers tout au long de l'année, avec la prochaine grande vague d'annonces le 2 avril. Nous nous attendons également à ce qu'une poussée accélère la renégociation de l'accord commercial de l'ACEUM, à partir de son calendrier actuel de la mi-2026, dans le but d'établir de nouvelles règles.
- Malgré ces turbulences, nous nous attendons globalement à ce que les marchés boursiers se portent mieux en 2025, au sein d'un contexte positif en matière d'économie et de croissance des bénéfices. 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. L'objectif (de notre groupe de stratégies de placement américain) 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, des produits industriels et des soins de santé. Pour l'indice composé TSX, nous prévoyons 26 300 points d'ici la fin de l'année pour un rendement total de 8,5 % en 2025.
- La prochaine réunion de la BdC aura lieu le 12 mars et nous nous attendons à une réduction de 25 points de base pour obtenir un taux de 2,75 %. Après cela, la prochaine réunion aura lieu le 16 avril, et nous nous attendons à voir une autre réduction qui fera passer le taux à 2,50 % et la publication du rapport sur la politique monétaire avec les dernières mises à jour. La Réserve fédérale, quant à elle, devrait adopter une approche plus prudente, ralentissant le rythme des baisses de taux alors que la croissance économique demeure robuste, que le chômage reste contenu et que les données sur l'inflation en janvier ont été plus intenses que prévu. Nous projetons toujours des réductions de 25 points de base aux environs du milieu et de la fin de l'année 2025, ramenant le taux directeur des États-Unis à 4 %.

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



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

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



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 2025. Rendement de cours en devise locale.

Résumé

Le train des menaces de tarifs douaniers a continué de rouler jusqu'en février, avec d'autres menaces ajoutées, bien que l'événement le plus important se soit produit après la fin du mois avec l'adoption des tarifs douaniers liés au fentanyl le 4 mars, après l'expiration d'un sursis de 30 jours. Une journée plus tard, un délai supplémentaire de 30 jours a été accordé au secteur de l'automobile afin de permettre aux entreprises d'organiser la gestion des chaînes d'approvisionnement compliquées dans la mesure du possible, et le lendemain, tous les autres tarifs ont été reportés au 2 avril. L'incertitude croissante entourant les tarifs douaniers a dominé les perspectives de l'économie et des marchés financiers. Nous nous attendons à ce que la volatilité demeure élevée alors que les marchés anticipent le prochain pays ou secteur ciblé, et d'autres exclusions ou négociations. Bien qu'il soit peu probable que les menaces soient rapidement écartées, nous pouvons nous attendre à ce que des retards, des sursis temporaires, des priorités changeantes et des niveaux de taux tarifaires variables maintiennent l'incertitude élevée.

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 de tarifs douaniers sont 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 étudient actuellement les répercussions et les réponses aux tarifs douaniers liés au fentanyl. Nous nous attendons à ce que ces menaces de tarifs douaniers et d'autres s'étendent aux dépenses de défense et à des déséquilibres commerciaux plus ciblés. La prochaine vague importante de tarifs douaniers devrait être annoncée le 2 avril et englober des tarifs mondiaux, spécifiques à chaque pays et secteur, y compris des tarifs réciproques qui promettent de tenir compte des taxes sur la valeur ajoutée, des réglementations et des représailles en cas de manipulation des devises. Pour le Canada en particulier, une renégociation rapide de l'ACEUM, actuellement prévue d'ici la mi-2026, pourrait permettre de lever ces menaces et de stabiliser les relations commerciales avec les

États-Unis. Du côté positif, cette situation a suscité des discussions et des mesures incitatives en vue de l'examen des obstacles commerciaux entre les provinces et les territoires du Canada qui pourraient compenser certaines des répercussions négatives des tarifs douaniers américains. En attendant, les investisseurs doivent se préparer à une volatilité accrue et à des négociations sous haute tension.

- **La croissance économique se poursuivra.** Bien que les États-Unis semblent prêts à poursuivre leur taux de croissance important, nous nous attendons à un certain ralentissement à 2,4 % en 2025, contre 2,8 % en 2024. Les récentes baisses de la confiance des consommateurs aux États-Unis, en partie attribuables aux préoccupations croissantes concernant les tarifs douaniers et leur potentiel inflationniste, appuient davantage cet éventuel ralentissement. Au Canada, nous commençons à voir des avantages du cycle de réduction radicale des taux. La croissance devrait s'améliorer à 1,8 % en 2025 (contre 1,3 % en 2024), malgré les effets délétères des tarifs douaniers auxquels on pourrait s'attendre si ces derniers restent en vigueur pendant une période prolongée (d'au moins six mois et plus).
- **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 des ratios cours/bénéfice (C/B) du S&P 500 qui demeurent à des niveaux toujours élevés ainsi que des cours d'actions reflétant des scénarios optimaux. En revanche, les bénéfices du S&P 500 au T4 de 2024 ont été robustes et les attentes de croissance à deux chiffres se poursuivent en 2025, ce qui devrait soutenir les actions. Les attentes de croissance pour 2025 ont été légèrement réduites, car la possibilité d'élargir ou de prolonger les tarifs douaniers est de plus en plus prise en considération et les entreprises sont restées prudentes ou ont suspendu leurs prévisions en raison de l'incertitude persistante. Nous prévoyons que la rotation se poursuivra alors que l'enthousiasme pour la croissance des actions à grande capitalisation se déplace vers celles à grande capitalisation orientées vers la valeur et à moyenne capitalisation à mesure que l'ampleur du marché s'améliore. Les investisseurs doivent rester concentrés sur leurs objectifs à long terme, en répartissant et en diversifiant leurs actifs conformément à leurs exigences en matière de rendement et à leur tolérance au risque.

Récapitulatif de février

Outre la progression des tarifs douaniers à la fin de janvier et en février, la Banque du Canada (BdC) a également continué d'assouplir son taux directeur à 3 % le 29 janvier, soit le résultat d'une baisse de 25 points de base. Celle-ci reflète la légère augmentation du taux d'inflation de l'indice des prix à la consommation (IPC) à 1,9 % en janvier, contre 1,8 % en décembre, ainsi que l'augmentation des mesures de base de l'ajustement de l'IPC et de la médiane de l'IPC à 2,7 %, à partir de 2,5 % et 2,6 % respectivement. Le logement (+4,5 %) continue d'être l'une des composantes les plus problématiques, bien qu'il s'améliore graduellement. En janvier, les prix de l'énergie ont toutefois augmenté de 5,3 %, comparativement à une hausse de seulement 1 % en décembre, en raison de la hausse des prix de l'essence (+8,6 %) et du gaz naturel (+4,8 %), bien que ceux-ci

puissent être très volatils d'un mois à l'autre. En excluant l'essence, l'IPC n'était que de 1,7 %.

Le Rapport sur la politique monétaire (RPM) de janvier publié par la BdC a souligné l'incertitude croissante induite par l'instabilité politique et les menaces de tarifs douaniers. 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 BdC prévoit désormais une expansion du PIB de 1,8 % en 2025 et en 2026, à condition que l'impact des tarifs douaniers reste contenu (voir ci-dessous). 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 3 % en janvier, après 2,9 % en décembre, tandis que l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle (PCE), l'indicateur privilégié par la Réserve fédérale, a baissé à 2,5 % en janvier, contre 2,6 % en décembre. Le PCE de base, quant à lui, a également légèrement diminué à 2,6 %. L'économie américaine demeure vigoureuse, avec une croissance du PIB réel de 2,8 % au T4 de 2024. L'emploi a largement surpassé les attentes, et le taux de chômage a légèrement reculé, passant de 4,1 % en décembre à 4 % en janvier. Toutefois, une certaine incertitude plane sur l'avenir économique en raison de potentiels tarifs douaniers appliqués par plusieurs partenaires commerciaux.

Tarifs douaniers

Nous pourrions aussi bien commencer par la dernière mise à jour concernant les tarifs, car c'est de loin l'élément le plus dominant. Malheureusement, beaucoup de choses peuvent changer sur une période relativement courte. Néanmoins, examinons ce qui a changé au cours du dernier mois et mettons ces menaces et préoccupations en contexte.

Il y a quelques points généraux par lesquels nous devrions commencer. Premièrement, il n'est pas nécessaire d'adopter des tarifs douaniers pour entraîner des changements dans les comportements et la prise de décisions d'affaires. En effet, comme nous pouvons déjà le voir, du moins de façon anecdotique, les entreprises reportent les engagements en matière d'investissement, réduisent leurs opérations, retirent leurs prévisions prospectives, font des réserves de stocks et envisagent de déplacer leurs activités de fabrication. Deuxièmement, même des tarifs douaniers dramatiques ne décimeront pas l'économie canadienne, bien qu'ils puissent être dévastateurs pour certains segments de l'économie. Certaines industries souffriront plus que d'autres, et la vie de certaines personnes sera considérablement touchée. Toutefois, l'économie canadienne ne s'arrêtera certainement pas.

Les tarifs douaniers peuvent perturber le pays visé, mais aussi le pays qui les impose. Prenons l'exemple de la dépendance transfrontalière dans des secteurs comme l'industrie de l'automobile, avec des chaînes d'approvisionnement hautement intégrées qui ne réagissent pas bien aux perturbations, comme nous nous en souvenons peut-être lors de la pandémie. Ceux-ci ont ensuite influé sur la disponibilité des produits, les prix et la satisfaction des clients. Malheureusement, le Canada risque certainement de subir davantage de contrecoups que les États-Unis dans ce processus, mais plus les tarifs douaniers seront adoptés rapidement et de façon radicale, plus vite la pression augmentera pour établir une solution. Un exemple concret est l'exemption rapide mais temporaire pour l'industrie de l'automobile dans la journée suivant l'entrée en vigueur des tarifs du 4 mars.

Les pires scénarios d'une analyse de la Banque du Canada (BdC) émettent la possibilité d'une contraction et d'une récession économiques, bien que beaucoup d'éléments dépendent des détails et des réponses spécifiques, et que les délais puissent être relativement courts étant donné que la renégociation des modalités de l'ACEUM est prévue pour la mi-2026 et peut-être même avant. La renégociation pourrait stabiliser les règles et permettre à tous de reprendre le cycle de croissance.

La plupart de nos prévisions au-delà de cette section sont fondées sur l'hypothèse que chaque série de menaces peut être gérée au moyen de négociations ou que les tarifs douaniers adoptés seront relativement de courte durée et ne créeront pas de pression excessive et généralisée sur l'économie, autre que de limiter le potentiel de hausse. Nous devrions également noter que les services n'ont pas été considérés comme assujettis à des tarifs, du moins pour l'instant. De ce fait, lorsque nous examinons l'incidence des tarifs, nous nous concentrons sur les marchandises physiques qui traversent la frontière.

Tarifs sectoriels et réciproques

Trump a également renouvelé sa promesse de tarifs réciproques mondiaux, indiquant qu'ils entreraient en vigueur le 2 avril. Le discours de

réciprocité a été une force motrice clé derrière le programme tarifaire 2.0 de Trump, ce dernier indiquant une série de pays qui imposent des taux de tarifs douaniers plus élevés aux États-Unis que ceux imposés par les États-Unis pour justifier la décision politique imminente. Bien que nous nous attendons, conformément aux commentaires de Trump, à recevoir des mises à jour sur les tarifs réciproques le 2 avril, nous demeurons sceptiques quant à la mise en œuvre intégrale de tous les tarifs réciproques lors de cette journée. Nous anticipons que les pays avec lesquels les États-Unis maintiennent un important déficit commercial (*par exemple*, le Vietnam et l'Union européenne) soient prioritaires dans ce processus. Les défis logistiques associés à la mise en œuvre d'un tarif douanier individuel pour chacun des 190 pays du monde soulignent la probabilité que des pays comme le Vietnam voient les annonces de leur taux de tarifs douaniers réciproques et de leur mise en œuvre précéder d'autres pays avec lesquels les États-Unis maintiennent un déficit commercial plus faible.

Les tarifs douaniers : l'histoire jusqu'à présent

Le président Trump a lancé de multiples menaces de tarifs douaniers sur plusieurs fronts, avec des messages parfois contradictoires quant à la justification et au moment de chaque vague. Ici, nous suivons les tarifs douaniers les plus importants, en particulier ceux qui devraient avoir une incidence la plus directe sur le Canada. Il convient également de noter que jusqu'à présent, Trump a indiqué que divers tarifs douaniers seront cumulatifs, de sorte qu'un tarif de 25 % pour un pays combiné à un tarif de 25 % pour une industrie impliquerait de façon générale des répercussions tarifaires globales de 50 % sur ce secteur spécifique au sein de ce pays spécifique.

Tarifs douaniers liés au fentanyl

Après de nombreuses menaces avant et après l'élection, la première vraie salve a été lancée par le président Trump le 1^{er} février avec un décret-loi promulguant des tarifs douaniers de 25 % sur toutes les marchandises entrant aux États-Unis en provenance du Canada et du Mexique (avec un tarif réduit de 10 % sur l'énergie canadienne) et un tarif de 10 % sur les produits chinois. Il importe de mentionner que la Chine fait déjà également l'objet d'une campagne dynamique qui comprend des tarifs douaniers de 25 à 100 % sur un large assortiment de ses produits. Cette série de tarifs douaniers était principalement justifiée parce qu'elle traitait de la question de l'afflux de fentanyl aux États-Unis.

Grâce à un engagement renforcé en matière de sécurité frontalière, le Canada et le Mexique ont obtenu un sursis d'un mois (jusqu'au 4 mars) sur ces mesures douanières. En parallèle, le Canada a temporairement suspendu les droits de rétorsion ciblant 155 milliards de dollars d'importations américaines. Le 4 mars, ce sursis a expiré et les tarifs douaniers ainsi que les droits de rétorsion sont entrés en vigueur. En une journée, une autre prolongation de 30 jours a été accordée au secteur de l'automobile afin de donner aux entreprises du temps pour trouver des solutions de rechange aux chaînes d'approvisionnement actuellement complexes, puis un jour plus tard, un report complet jusqu'au 2 avril a été annoncé. Les mesures de représailles du Mexique devaient être mises en œuvre le dimanche 9 mars, jusqu'à ce qu'un report similaire jusqu'au 2 avril soit annoncé.

Les tarifs douaniers initiaux de 10 % sur environ 450 milliards de dollars américains d'importations chinoises ont été imposés comme prévu, et le gouvernement chinois a riposté en augmentant jusqu'à 15 % des tarifs douaniers entrant en vigueur le 10 mars. Ceux-ci visaient divers produits alimentaires et agricoles, le charbon et le GNL américains, le pétrole brut, les machines agricoles et certaines automobiles, pour un total de 20 milliards de dollars américains, ou 12 % des biens importés en Chine en provenance des États-Unis. De plus, la Chine a ajouté cinq minéraux critiques (tungstène, tellure, bismuth, indium et molybdène; des intrants essentiels pour des industries telles que l'électronique, les énergies renouvelables et la défense) à sa liste de contrôle des exportations et a restreint les exportations vers 15 entreprises américaines pour exercer une pression supplémentaire sur les États-Unis. En réponse à ces représailles, le président Trump a par la suite augmenté le niveau des tarifs douaniers de 10 % à 20 %.

Tarifs douaniers sur l'acier et l'aluminium

Les produits d'acier et d'aluminium devraient faire l'objet d'un tarif douanier de 25 % à compter du 12 mars. Celui-ci vise l'ensemble des importations aux États-Unis en provenance de n'importe quel pays, sans exception (hormis une éventuelle exemption pour l'Australie en raison de l'excédent commercial américain dans ce domaine) et entraînerait une taxe supplémentaire de 25 %. Cette initiative rappelle la décision prise en juin 2018, lors du premier mandat du président 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'ACEUM en mai 2019. Le Canada est l'économie la plus exposée à 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 américains ou 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'incidence de nouvelles taxes limitée. Toutefois, le pays a tout de même exporté pour 15,4 milliards de dollars américains de ces métaux vers les États-Unis l'an dernier.

Tarifs réciproques du 2 avril

Le décret-loi original du président Trump précise que le 1^{er} avril est la date limite pour les recommandations du cabinet demandées dans le mémorandum de la politique commerciale « l'Amérique d'abord ». Par conséquent, il est possible que des tarifs douaniers allant jusqu'à 25 % soient imposés sur des secteurs spécifiques tels que l'automobile, les semi-conducteurs, les produits pharmaceutiques et le bois d'œuvre, provenant de pays spécifiques. Les détails sur la façon, le moment et les pays ciblés par cette vague ne sont pas encore clairs. Les taux des tarifs douaniers seront calculés en fonction d'une combinaison de tarifs existants perçus par les pays touchés et d'autres considérations non tarifaires telles que la réglementation, la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) et la manipulation des devises. La TPS du Canada, la taxe sur les services numériques et les répercussions de la réglementation (comme la gestion de l'offre dans les industries laitières, avicoles et ovicoles) pourraient aussi être prises en compte.

Dans le cadre de cette annonce du 2 avril, il semblerait que certains tarifs douaniers appliqués à l'échelle mondiale aient déjà été décidés. Les marchandises visées seraient le cuivre, les automobiles, les produits agricoles, les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques.

Bois d'œuvre

Une enquête sur les importations mondiales de bois d'œuvre et de produits dérivés a été lancée le 1^{er} mars et doit être terminée dans les 270 jours. Par la suite, une décision finale sera prise sur les tarifs douaniers (probablement 25 %). Il est attendu qu'une augmentation des droits correcteurs sur le bois d'œuvre résineux canadien de 7,66 % à 20,07 % ait lieu, combinée à des droits compensateurs de 6,74 %.

Tarifs douaniers sur les automobiles

Les tarifs douaniers sur les automobiles sont en voie de devenir l'un des enjeux fondamentaux. Le président Trump a déjà critiqué l'UE et le Japon pour ne pas avoir acheté suffisamment de véhicules américains. Les tarifs douaniers sur les automobiles ont une histoire intéressante et incluent la « taxe sur la guerre des poulets ». Dans les années 1960, l'Allemagne a imposé des tarifs douaniers sur les poulets importés des États-Unis, et ces derniers ont riposté avec des tarifs douaniers de 25 % sur les camions importés aux États-Unis. La taxe sur le poulet a disparu relativement rapidement, mais le tarif sur les camions est toujours d'actualité et englobe les véhicules qui comprennent les VUS et les VUM. Ainsi, l'industrie de l'automobile américaine reste protégée de la concurrence étrangère dans cette catégorie vaste et rentable, même des décennies après que la justification de ce tarif a été résolue depuis longtemps. Ce protectionnisme (ainsi que l'évolution de la préférence pour les VUS et les VUM) a contribué à l'augmentation des ventes de camions légers pour représenter environ 80 % des ventes totales de véhicules aux États-Unis, contre environ 20 % au début des années 1980.

Tarifs douaniers imposés à l'UE

Le président Trump a indiqué qu'un tarif de 25 % imposé à l'UE serait mis en œuvre « très bientôt ». Il n'est pas clair à ce stade s'il sera facturé en plus des tarifs réciproques ou si cela signifie simplement que le taux de tarifs réciproques pour cette région sera de 25 %.

Les tarifs : un remplacement à l'impôt sur le revenu?

Il est clair que l'une des intentions du président Trump avec ses tarifs universels ou réciproques est d'établir une source permanente de revenus gouvernementaux, qui seront collectés par un nouveau département, l'External Revenue Service (département des revenus externes), remplaçant la fonction des douanes et de la patrouille frontalière, et vraisemblablement de segmenter ces taxes comme un élément identifiable à utiliser pour justifier ses propositions de réduction d'impôts. Cependant, la question est de savoir si ce projet pourrait être étendu pour remplacer l'impôt sur le revenu aux États-Unis.

L'IRS a collecté plus de 5,1 billions de dollars américains de recettes fiscales l'année dernière, qui provenaient de l'impôt sur le revenu, d'impôts sur les sociétés et d'autres sources. Plus de 2,3 billions de dollars américains de ce montant provenaient de l'impôt sur le revenu des particuliers. Considérant que le montant des marchandises importées par les États-Unis est évalué à 3,3 billions de dollars américains l'année dernière, le gouvernement devrait imposer des tarifs douaniers supplémentaires de 70 % sur toutes les marchandises entrant dans le pays, sans exception, pour compenser les recettes de l'impôt sur le revenu des particuliers. Ainsi, aucun changement à d'autres facteurs, aux volumes commerciaux ou aux droits de rétorsion ne serait nécessaire.

L'impôt fédéral sur le revenu des États-Unis a été introduit pour la première fois en 1861, pour aider à financer la guerre de Sécession, à 3 à 5 %. Bien que cette taxe en temps de guerre ait expiré en 1873, elle a été réimposée en 1894 à 2 % du revenu au-dessus de 4 000 \$ US, touchant seulement 10 % des ménages. L'impôt sur le revenu visait à compenser la perte de revenus découlant des réductions tarifaires, qui représentaient 53 % des 385 millions de dollars américains de revenus du gouvernement fédéral américain en 1893, les taxes d'accise représentant 42 % supplémentaires. L'an

dernier, le gouvernement fédéral américain a perçu 85 milliards de dollars américains en recettes tarifaires et 98 milliards de dollars américains en taxes d'accise, ce qui représente collectivement moins de 4 % de ses recettes fiscales. On peut supposer que le président Trump pourrait envisager de changer radicalement cet équilibre.

Les menaces de tarifs douaniers sont-elles davantage liées aux déficits commerciaux?

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 américains, puis un autre en janvier de 153 milliards de dollars américains; une situation alimentée par une forte augmentation des importations américaines et une baisse des exportations. Une grande 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.

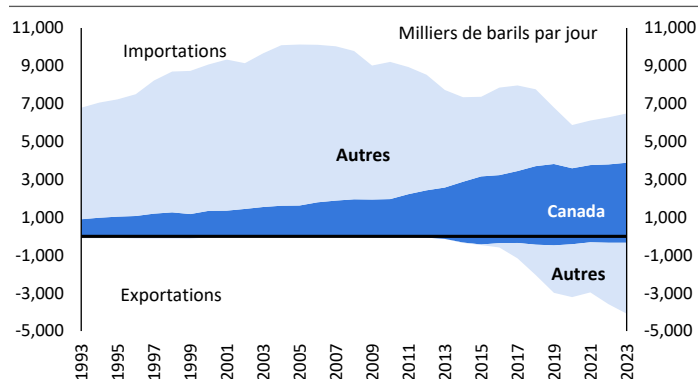
Le président Trump a régulièrement avancé des chiffres variables concernant ce qu'il perçoit comme un déficit commercial avec le Canada, qu'il présente également comme une forme de subvention américaine au pays voisin. Il a récemment affirmé que les États-Unis « versaient des centaines de milliards de 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 américains, tandis que les importations en provenance du Canada ont atteint 412,7 milliards de dollars américains, 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 de pétrole brut entre les deux pays : le Canada en exporte 97 % vers les États-Unis, soit environ quatre millions de barils par jour. En 2023, ces exportations représentaient environ 92 milliards de dollars américains. Si l'on exclut cette composante énergétique, les États-Unis afficheraient actuellement 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. Grâce à la relation énergétique et au type de pétrole produit par le Canada, les États-Unis peuvent exporter environ 4,1 millions de barils par jour de leur pétrole brut léger et moins corrosif (graphique 3). Ce type de pétrole se vend à un prix plus élevé, générant des revenus d'environ 117 milliards de dollars américains. Ce commerce est donc 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

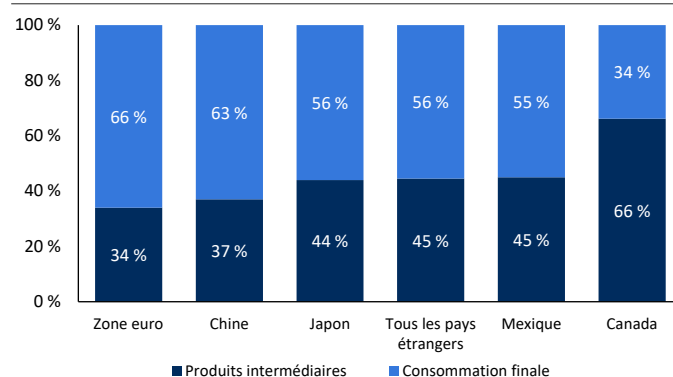
Les dépenses militaires constituent une autre préoccupation majeure du président Trump, qui a exprimé à plusieurs reprises sa volonté de voir tous les pays de l'OTAN, y compris le Canada, augmenter leur budget de défense. Il a même suggéré de porter l'objectif actuel de 2 % du PIB à 5 %, ce qui représenterait 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 devait consacrer 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.

Les tarifs douaniers augmentent les coûts pour les fabricants américains

Comme nous le voyons dans les entreprises américaines du secteur de l'automobile, les chaînes de production et les chaînes d'approvisionnement peuvent être complexes et ont été construites à l'échelle des frontières, dans le cadre de l'ALENA et de l'ACEUM, pour tirer parti de certains avantages technologiques, régionaux ou de main-d'œuvre. Les deux tiers des importations en provenance du Canada concernent des biens intermédiaires qui sont ensuite des coûts d'intrants pour l'industrie manufacturière américaine (graphique 4). Selon le produit ou l'industrie, changer rapidement de fournisseur n'est pas toujours une option (comme nous l'avons souligné avec le pétrole brut). Les fournisseurs peuvent parfois subir des processus de qualification longs et ardues et ont des contrats qui garantissent des engagements en matière de volume et d'assurance de la qualité. De nombreux importateurs américains n'auront peut-être pas d'autre choix que d'accepter les prix plus élevés causés par les tarifs douaniers à court terme. Ils compenseront probablement aussi les coûts directs et indirects liés au changement de fournisseur ou au déménagement d'installations de fabrication s'ils s'attendent à ce que les tarifs soient de courte durée, voire réglés par un ACEUM renégocié. Bien que nous puissions nous attendre à des perturbations dans certains secteurs, la modification de certaines chaînes d'approvisionnement complexes peut prendre des mois ou des années.

graphique 3 - Importations (+) et exportations (-) de pétrole brut des États-Unis

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

graphique 4 - La majorité des importations américaines reflètent des intrants intermédiaires dans la production de biens américains

Source: Banque fédérale de réserve de San Francisco.

Répercussions possibles sur le PIB au Canada

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 2,4 points de pourcentage de la croissance. Ainsi, une prévision initiale de croissance de 1,8 % – correspondant à la trajectoire actuelle – pourrait se transformer en une contraction de 0,6 % (graphique 6). 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 (graphique 4). Pour donner plus de contexte, le PIB s'est contracté de 5,0 % en 2020 en raison de la pandémie, de 2,9 % en 2009 pendant la Grande Récession et de 2,1 % en 1991 pendant le ralentissement économique mondial et le choc des prix du pétrole causé par la guerre du Golfe.

Nous pouvons explorer comment cela pourrait se produire au Canada. 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. La BdC s'attend actuellement à ce que le taux de croissance de la production potentielle ralentisse, passant de 2,5 % en 2024 à environ 1,5 % en 2025 et 2026, pour ainsi à absorber l'offre excédentaire. 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 tarif douanier 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 qu'une renégociation de l'ACEUM pourrait apporter un cadre plus stable aux entreprises canadiennes, leur permettant de planifier leurs activités avec plus de certitude. Si certaines industries subiront 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.

Un rappel sur le fonctionnement des tarifs

Les tarifs douaniers ne sont pas payés par le pays exportateur (le Canada), contrairement à la façon dont certains commentateurs les présentent. Ils sont perçus par le gouvernement du pays importateur (dans ce cas-ci, les États-Unis) à titre de taxe. Toutefois, si le détaillant ou le distributeur (américain) ou le fabricant (canadien) souhaite éviter une augmentation considérable des prix pour le consommateur américain, il peut décider de réduire ses profits et d'absorber une partie de l'impact. S'il ne le fait pas, le consommateur final américain voit l'intégralité de l'augmentation de prix et a alors la possibilité d'accepter le prix plus élevé, de ne pas acheter le produit ou de rechercher un produit similaire à moindre coût. Les fabricants nationaux (américains) possèdent donc un avantage si leur produit devient moins cher en comparaison, bien que cela puisse également les inciter à augmenter leur prix à ce nouveau niveau plus élevé. L'application d'une telle optique à grande échelle pourrait faire grimper le prix de tous les produits. Pour les produits importés en raison d'une nature spécialisée, comme un instrument médical ou une pièce d'aéronef, les importateurs peuvent être confrontés à un manque de solutions de rechange ou à de longs processus pour qu'un fabricant différent obtienne une

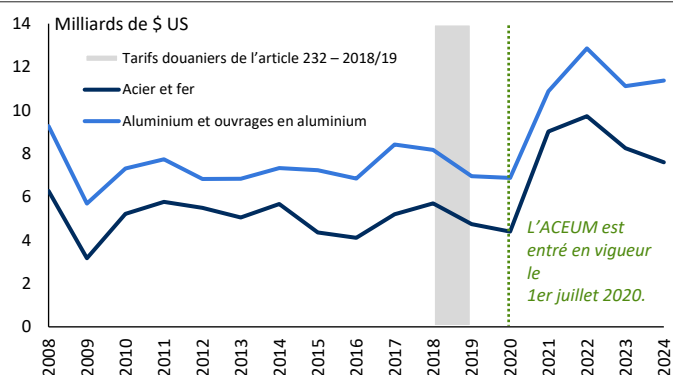
certification ou les capacités nécessaires pour produire les volumes requis. Ils doivent donc continuer à acheter la pièce à laquelle des tarifs ont été appliqués dans un avenir immédiat et sont peut-être prêts à accepter le prix plus élevé à court terme si les tarifs sont prévus sur une période limitée. Par conséquent, même si cette situation peut ne pas avoir d'incidence sur le volume ou la valeur des marchandises exportées (du Canada), elle pourrait entraîner une augmentation des coûts et probablement des hausses de prix pour les consommateurs américains d'une manière ou d'une autre.

L'un des facteurs qui compensent quelque peu l'incidence des tarifs douaniers sur le consommateur américain est qu'ils seraient dans ce cas susceptibles d'exercer une pression à la hausse sur le dollar américain et à la baisse sur le dollar canadien. Par conséquent, si l'exportateur canadien laissait son prix en dollars canadiens inchangé, l'importateur en dollars américains pourrait voir une partie du fardeau des tarifs allégée par l'augmentation du pouvoir d'achat du dollar américain. Malheureusement, cela a l'effet inverse sur un exportateur américain, car son produit devient plus cher sur les marchés internationaux en raison de la variation du taux de change, ainsi que de la possibilité de droits de rétorsion. Une pression sur les fabricants américains est donc appliquée au moment même où les États-Unis tentent d'avantager ces mêmes entreprises.

La renégociation de l'ACEUM mettra-t-elle un terme aux circonstances actuelles?

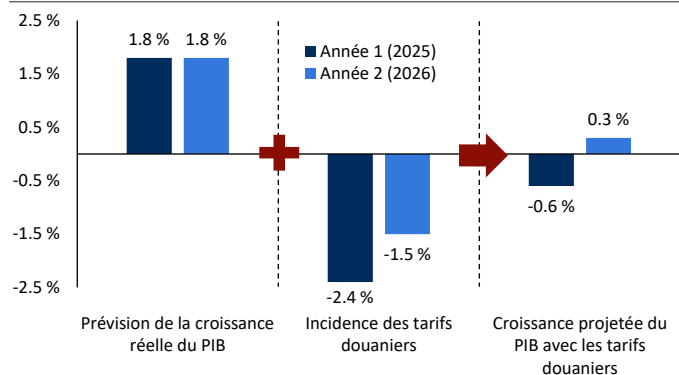
Pour résumer, l'accord commercial Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) a en fait été mis en place par le président Trump lors de son premier mandat pour remplacer l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA). L'ACEUM a été structuré avec une revue et une renégociation prévue pour la mi-2026. Bien qu'il n'y ait aucune garantie que cet accord survivra, il est difficile de prétendre qu'il est actuellement respecté dans le contexte actuel de menaces de tarifs douaniers. Un effondrement de l'ACEUM aurait d'autres conséquences négatives pour les trois pays, en partie en raison des répercussions sur les services transfrontaliers. Par exemple, l'ACEUM permet actuellement la vente de services dans un territoire de compétence sans avoir besoin d'une présence physique dans cette région. De façon générale, nous nous attendons à ce que la renégociation de l'ACEUM établisse de nouvelles règles pour le commerce entre les États-Unis, le Mexique et le Canada, et qu'elle apporte probablement un traité plus sain qui permettra à toutes les parties d'aller de l'avant avec plus de certitude, mais probablement pas sans quelques pertes. Nous sommes également enclins à penser que ces négociations se passeront plus tôt que prévu, mais qu'avant et pendant celles-ci, les menaces de tarifs douaniers seront de plus en plus utilisées pour obtenir des concessions dans des domaines clés. Ainsi, nous nous attendons déjà à ce que les dépenses de défense et les minéraux critiques en fassent partie.

graphique 5 - Exportations canadiennes d'acier et d'aluminium vers les États-Unis



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

graphique 6 - Incidence du tarif de 25 % sur une période prolongée (six mois et plus) sur le Canada



Source: Rapport sur la politique monétaire – Janvier 2025, Banque du Canada.

Économie

Canada : des perspectives prometteuses, parsemées de tarifs douaniers

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 BdC. 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.

Forte croissance du PIB au T4 pour le Canada, mais des défis des tarifs douaniers se profilent

L'économie canadienne a été plus forte que prévu au quatrième trimestre de 2024. La croissance annualisée d'un trimestre à l'autre s'est établie à 2,6 %, tandis que la croissance du troisième trimestre a également été révisée à 2,2 %, en hausse par rapport à l'estimation initiale de 1 %. Sur une base mensuelle, la croissance du PIB a remonté en décembre pour s'établir à 0,2 %, après la contraction de novembre (graphique 7). L'estimation préliminaire pour janvier a également montré une forte augmentation mensuelle de 0,3 %. L'un des principaux facteurs de l'augmentation de décembre a été l'accélération des activités des entreprises avant l'imposition imminente de tarifs douaniers, ce qui a entraîné une hausse des exportations vers les États-Unis. Dans l'ensemble, au T4 de 2024, les exportations canadiennes vers les États-Unis ont augmenté de 7,4 % d'un trimestre à l'autre, tandis que les importations ont également augmenté, bien qu'à un taux plus modeste de 5,4 % d'un trimestre à l'autre.

Sur une base annuelle, la BdC prévoit une croissance du PIB réel de 1,8 % en 2025 et en 2026 dans les prévisions de janvier, 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. L'amélioration par rapport à 2024 peut être attribuée en partie à l'assouplissement de la politique monétaire (baisse des taux d'intérêt) de la BdC, qui a stimulé à la fois les dépenses de consommation et l'investissement des entreprises, et à l'augmentation de la capacité d'exportation de pétrole et de gaz. Cependant, la révision à la baisse des perspectives, par opposition au rapport d'octobre, peut être attribuée en partie aux politiques gouvernementales mises en œuvre pour ralentir la croissance démographique, le nombre de consommateurs et de travailleurs étant ainsi réduit.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, des tarifs généraux de 25 % (à l'exception de l'énergie à 10 %) pendant une période prolongée auraient certainement une incidence sur le PIB canadien. La BdC a estimé l'impact de la première année à 2,4 %, ce qui signifie qu'un taux de croissance de 1,8 % avant les tarifs douaniers pourrait se transformer en une contraction de 0,6 % et probablement entraîner une récession.

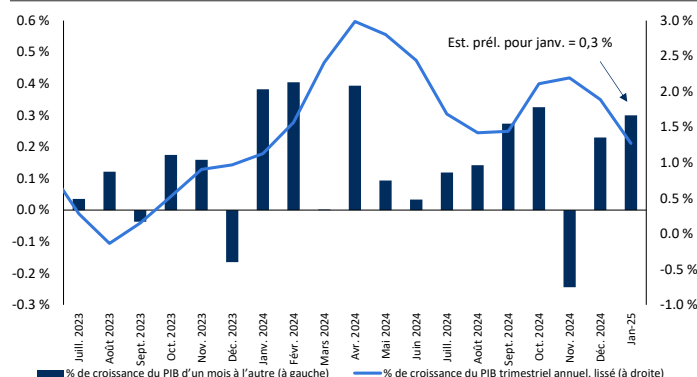
Un effet secondaire positif des menaces de tarifs douaniers a été l'élan des provinces à revoir les barrières commerciales interprovinciales. Un document de travail de 2019 du FMI a conclu qu'une libéralisation intégrale du commerce intérieur pourrait augmenter le PIB par habitant de 4 %.

La consommation canadienne augmente en décembre, mais ralentit en janvier

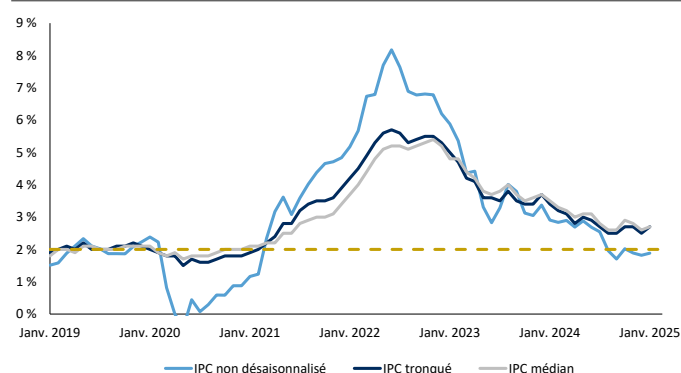
Les ventes au détail au Canada auraient augmenté de 2,5 % pour atteindre 69,6 milliards de dollars, ce qui serait la meilleure augmentation mensuelle depuis 2021 et supérieure aux prévisions moyennes de 1,6 %. Il convient toutefois de noter que décembre est généralement fort en raison des dépenses des Fêtes, et cette année a reçu un autre coup de pouce grâce au congé fiscal du gouvernement sur divers articles. Quoi qu'il en soit, il s'agissait d'une bonne impression en décembre, mais malgré le congé fiscal qui s'est poursuivi jusqu'à la mi-février, les chiffres préliminaires de janvier indiquent une baisse de 0,4 %.

L'inflation globale a connu une légère hausse, mais demeure inférieure au niveau cible

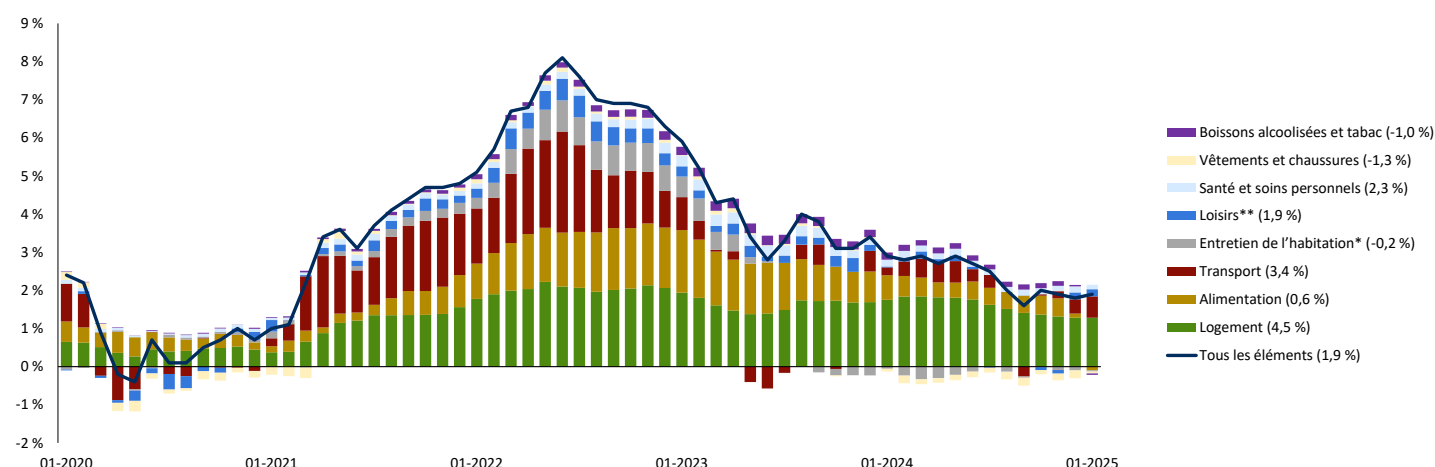
En janvier 2025, l'indice des prix à la consommation (IPC) global s'est établi à 1,9 %, en légère hausse par rapport à 1,8 % en décembre, mais toujours proche de l'objectif de 2 % de la Banque du Canada (BdC). Cette augmentation a été en partie influencée par la réduction temporaire de la TPS/TVH, qui a pris fin à la mi-février. Les mesures de l'inflation de base préférées de la BdC, IPC-tronq et IPC-méd, ont également monté légèrement, atteignant toutes deux 2,7 % en janvier par rapport à 2,5 % et 2,6 % respectivement en décembre (graphique 8). Malgré cette augmentation, ces mesures de base sont demeurées dans la zone de confort de 1 à 3 % de la BdC depuis avril 2024.

graphique 7 - La croissance du PIB a remonté en décembre, après avoir diminué en novembre

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

graphique 8 - Les mesures de l'inflation de base restent légèrement élevées

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

graphique 9 - 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 janvier 2024. * Entretien de l'habitation, ameublement et équipement; ** Loisirs, éducation et lecture.

Les taux d'intérêt de la BdC devraient poursuivre leur repli

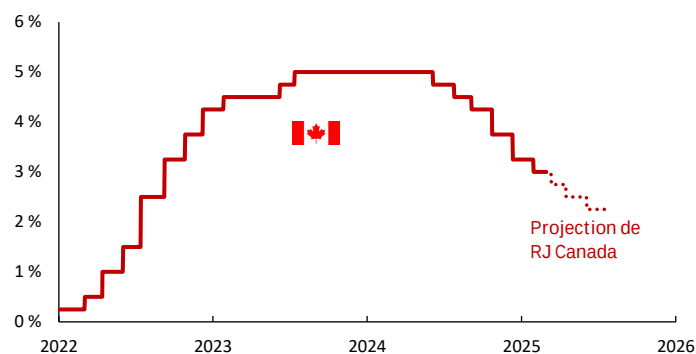
Le 29 janvier, la BdC a poursuivi son assouplissement monétaire en abaissant son taux directeur de 25 points de base supplémentaires, le portant à 3 %. Il s'agit de la sixième baisse consécutive depuis le début de cette politique en juin 2024. L'économie canadienne demeure en situation d'offre excédentaire 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. 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), un 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. Une pression supplémentaire à la baisse sur le taux directeur du Canada pourrait s'exercer si les tarifs douaniers ralentissent la croissance économique, nécessitant des actions de relance additionnelles.

La prochaine réunion de la BdC aura lieu le 12 mars et nous nous attendons à une réduction de 25 points de base pour obtenir un taux de 2,75 %. Après cela, la prochaine réunion aura lieu le 16 avril, et nous nous attendons à voir une autre réduction qui fera passer le taux à 2,50 % et la

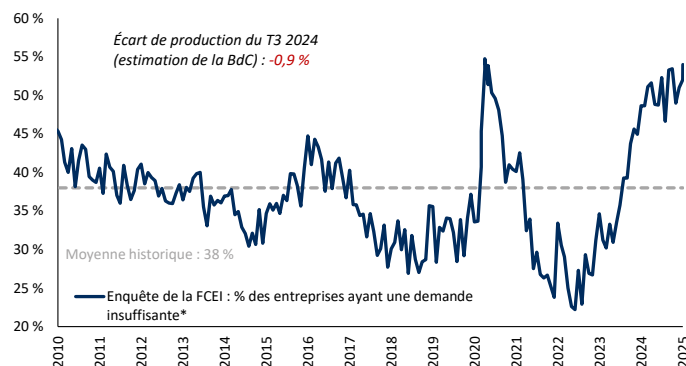
publication du rapport sur la politique monétaire avec les dernières mises à jour. Nous nous attendons à ce que les réductions se poursuivent à 2,25 % (graphique 10). Cependant, des répercussions économiques découlant de tarifs douaniers appliqués à plus long terme pourraient pousser la BdC à réduire davantage le taux dans la fourchette de 1,75 à 2 %.

graphique 10 - Les taux d'intérêt vont continuer à baisser



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 2025.

graphique 11 - L'offre excédentaire continue de croître dans l'économie canadienne



Source: FCEI, Raymond James Ltée; enquête de la FCEI au 28 février 2025. * Demande intérieure avant 2024, demande intérieure et étrangère à partir de janvier 2024.

Amélioration du marché du travail

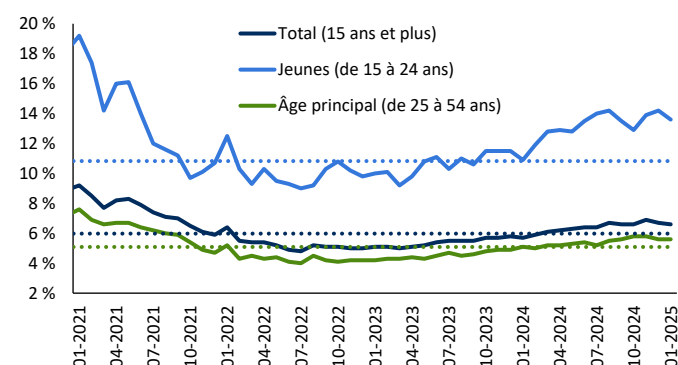
L'économie canadienne a enregistré en janvier une forte progression de l'emploi, avec la création de 76 000 postes, en grande partie attribuable à une hausse de 57 000 emplois dans le secteur privé. La croissance démographique s'est établie à 56 000 personnes, soit son plus faible niveau depuis deux ans, marquant un quatrième mois consécutif de ralentissement. Avec l'élargissement de la population 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 d'un emploi, la population active a progressé de 61 000 personnes. L'augmentation des emplois ayant dépassé celle de la population active (graphique 13), 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.

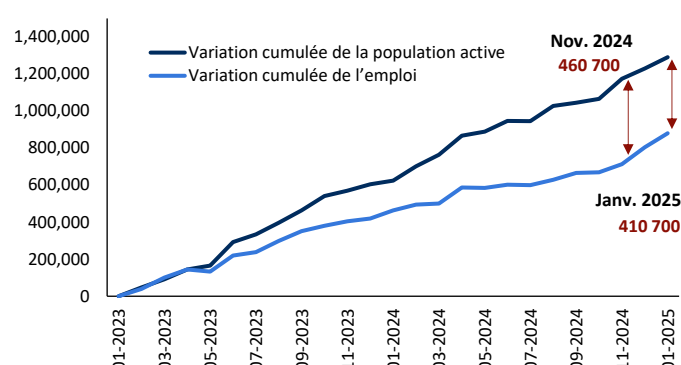
Logement

Les prix de l'immobilier ont augmenté de 0,3 % d'un mois à l'autre en novembre et de 0,13 % en décembre, ce qui suggère que le cycle de baisse des taux de la BdC a revitalisé le marché jusqu'à la fin de 2025. L'élan s'est toutefois estompé en janvier, avec une baisse de 3,3 % par rapport à décembre des ventes de logements existants, tandis que les prix de l'immobilier sont demeurés relativement inchangés (-0,07 % d'un mois à l'autre).

Bien que les risques commerciaux et les changements en matière d'immigration ajoutent de l'incertitude aux prévisions, la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) s'attend à ce que le logement ralentisse de 2025 à 2027, mais demeure supérieur à sa moyenne sur 10 ans. Les ventes et les prix des logements devraient se rétablir à mesure que la baisse des taux hypothécaires et les changements apportés aux règles visant les prêts hypothécaires (augmentation du plafond des prêts hypothécaires assurés à 1,5 million de dollars et des amortissements à 30 ans) libéreront la demande refoulée à court terme, et que des fondamentaux économiques plus robustes (à l'exception des répercussions des tarifs douaniers) soutiendront ce contexte à long terme. Les marchés locatifs devraient connaître des taux d'occupation plus élevés et un ralentissement de la croissance des loyers, ce qui favorisera lentement l'accessibilité.

graphique 12 - Le chômage chez les jeunes demeure élevé

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

graphique 13 - La croissance de l'emploi a dépassé celle de la population active pour un deuxième mois consécutif

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

Les États-Unis : montée du risque pour « l'exceptionnalisme américain »

Le président Trump a hérité d'une économie américaine historiquement forte pour son deuxième mandat présidentiel, et les indicateurs de croissance économique restent positifs jusqu'à présent. Cependant, quelques principaux indicateurs et indices de confiance récents ont montré la possibilité d'une certaine faiblesse à l'horizon alors que les tarifs douaniers, l'immigration, le DOGE (département de l'efficacité gouvernementale) et d'autres changements de politique influent sur les attentes et les prévisions. Au cours des prochains mois, nous surveillerons de près ces indicateurs pour voir s'ils se matérialisent et freinent la croissance économique réelle. Néanmoins, les incertitudes politiques devraient garder la Réserve fédérale plus silencieuse lors la réunion de mars, alors qu'elle attend plus de données au sujet des répercussions sur la croissance économique, l'emploi et l'inflation.

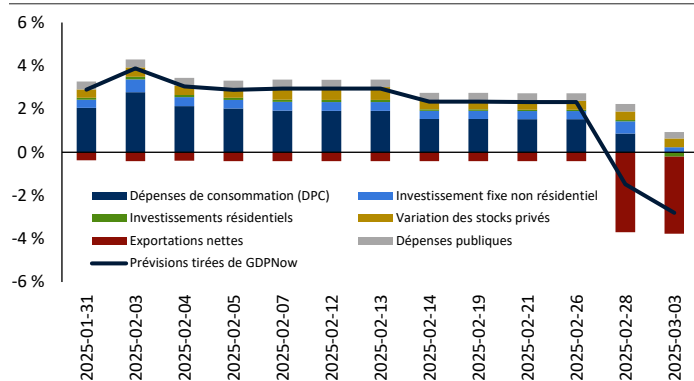
Les indicateurs de croissance économique demeurent positifs

Le PIB au T4 de 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 à 2,9 % en 2023. 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 de 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.

Cependant, les prévisions du modèle GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta, qui fournissent une estimation courante de la croissance du PIB réel des États-Unis sur la base des données économiques actuelles, ont été fortement revues à la baisse à -2,8 % pour le T1 de 2025 en raison d'une hausse des importations (graphique 14). Les entreprises ont réagi aux menaces de tarifs douaniers en concentrant les importations par anticipation et en augmentant les niveaux de stock. Ainsi, des fluctuations seront présentes dans les résultats officiels lorsqu'ils seront annoncés, mais devront être interprétées comme une incidence exceptionnelle ou ponctuelle.

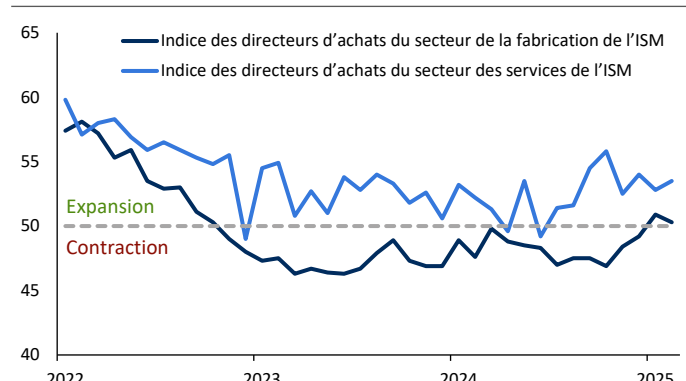
L'indice des directeurs d'achats du secteur de la fabrication (IDA) de l'Institute for Supply Management (ISM) a chuté à 50,3 en février, contre 50,9 en janvier (graphique 15). Bien qu'il soit resté en territoire d'expansion, il a rompu la tendance haussière des trois derniers mois (50,9 en janvier, contre 46,9 en octobre). Cette baisse, ainsi que le ton négatif du rapport concernant l'incidence des tarifs douaniers, pourrait accroître les inquiétudes quant aux perspectives économiques. D'autre part, l'IDA du secteur des services de l'ISM s'est bien maintenu malgré les incertitudes politiques, passant de 52,8 en janvier à 53,5 en février.

graphique 14 - Estimations tirées du modèle GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta pour 2025 : T1, Contributions à la croissance



Source : Source : Banque fédérale de réserve d'Atlanta; données au 3 mars 2025.

graphique 15 - L'expansion manufacturière aux États-Unis stagne en raison des incertitudes politiques



Source : ISM, données au 28 février 2025.

Le retour de l'inflation américaine

Février nous a surpris avec des données de janvier montrant une hausse de 0,47 % d'un mois à l'autre pour l'indice des prix à la consommation (graphique 16). Même en excluant les composantes plus volatiles de la nourriture et de l'énergie, l'IPC a tout de même augmenté de 0,45 %. Les données de janvier peuvent être instables et fluctuer, mais cela signifie-t-il que l'inflation est de retour aux États-Unis et que la baisse lente mais constante à 2 % est maintenant remise en question?

Nous devons garder à l'esprit qu'il ne s'agit que d'un mois de données, et la Réserve fédérale met en garde les gens de ne pas réagir de manière excessive à quelques bons ou mauvais mois. Ce n'était néanmoins pas une bonne façon de commencer l'année et avec l'incertitude persistante relative aux tarifs douaniers, nous voyons le risque à la hausse. L'an dernier, nous avons eu des chiffres fermes au T1 qui se sont transformés en chiffres faibles au T2 et l'IPC a terminé l'année à 3,2 % après avoir commencé à 3,9 %.

En ce qui concerne les préoccupations liées à l'inflation qui poussent la Réserve fédérale à suspendre les réductions de taux d'intérêt, il ne faut pas oublier que celle-ci préfère se concentrer sur l'inflation des DPC, qui s'est établie à 0,25 % d'un mois à l'autre en janvier, soit une augmentation de 2,5 % en glissement annuel.

Les taux d'intérêt poursuivent leur baisse, mais encore plus lentement

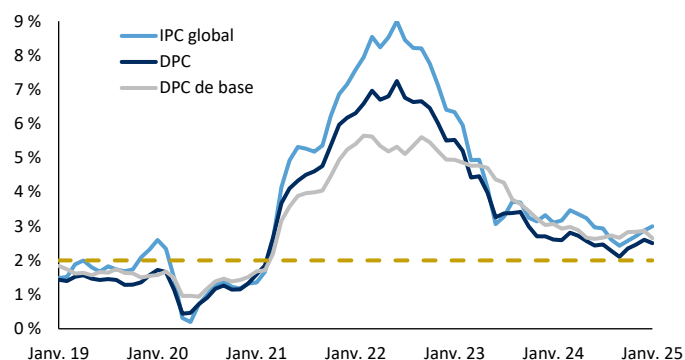
Notre équipe d'économistes américains anticipe toujours deux réductions du taux directeur de la Réserve fédérale en 2025, portées par une économie robuste qui ne requiert pas de mesures de relance à travers des taux plus bas, tandis que le chômage demeure modéré à 4 % (graphique 17). Les attentes consensuelles se sont davantage orientées vers une seule réduction en 2025 qui serait probablement vers la fin de l'année. L'objectif de la Réserve fédérale de revenir à une inflation de 2 %, mesurée par l'indice des prix des DPC, a déjà été repoussé à 2027, et de plus en plus d'experts semblent parler de la façon dont il pourrait être plus raisonnable d'accepter un taux d'inflation de 2,5 à 3 % à l'avenir. En revanche, la BdC a réaffirmé son engagement à l'égard de l'objectif de 2 %, le gouverneur déclarant que « ce n'est pas le moment » de remettre en question cet objectif. Pour l'instant, le message de la Réserve fédérale semble être que l'économie se porte bien à ce niveau de taux d'intérêt maintenant beaucoup moins restrictif qu'auparavant. Quant au taux neutre, qui maintient l'équilibre entre la croissance et les pressions inflationnistes, il a augmenté de manière significative par rapport à avant la pandémie. Nous constatons toujours un désir général de faire baisser les taux d'intérêt, bien qu'il y ait très peu d'urgence à le faire à court terme.

Le marché du travail demeure sain pour l'instant

Alors que nous attendons toujours le rapport officiel sur la masse salariale non agricole de février, les économistes interrogés par Dow Jones s'attendent à la création de 170 000 emplois et à un taux de chômage stable à 4 %. En revanche, ADP (Automatic Data Processing, Inc.) prévoit seulement 77 000 nouveaux emplois. Malgré l'écart important entre ces estimations, les deux se situent dans une fourchette saine. Cependant, nous croyons que le récent pessimisme à l'égard de l'économie américaine pourrait freiner les intentions d'embauche, en particulier pour les petites entreprises. Selon l'indice des petites entreprises tiré du logiciel QuickBooks de Intuit, l'emploi des petites entreprises américaines comptant un à neuf employés a diminué de 124 900 emplois en février par rapport à janvier, soit une baisse de 0,99 % d'un mois à l'autre. Néanmoins, deux facteurs importants qui pourraient peser sur le marché du travail, la restructuration du gouvernement fédéral par le DOGE et

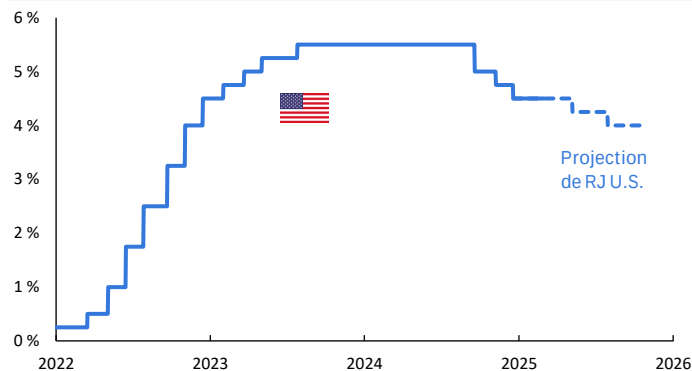
le resserrement des politiques d'immigration, n'ont pas encore été mis en œuvre. Bien qu'ils puissent se compenser partiellement, nous voyons un autre risque de baisse dans les mois à venir.

graphique 16 - Inflation américaine (variation annuelle en pourcentage)



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

graphique 17 - Les taux d'intérêt baisseront, mais à un rythme plus lent



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 2025.

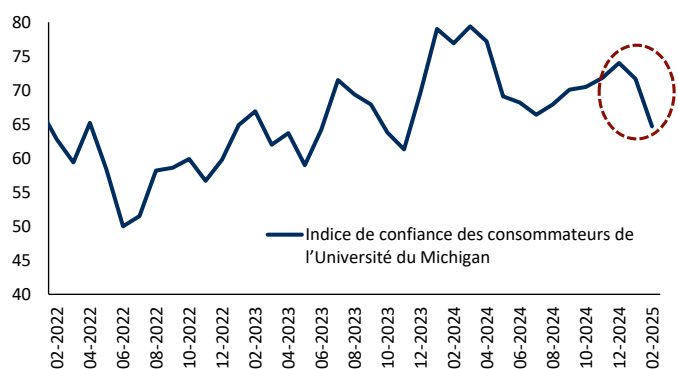
La confiance des consommateurs s'érode

En février, l'indice de confiance des consommateurs américains, tel qu'il est rapporté par le Conference Board, a fortement diminué pour le troisième mois consécutif, avec la plus forte baisse mensuelle depuis août 2021. L'indice est tombé à 98,3, contre 105,3 en janvier, les indices de la situation actuelle (en baisse de 3,4 à 136,5) et des attentes indice (en baisse de 9,3 à 72,9) enregistrant de fortes baisses. 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'indice de confiance des consommateurs de l'Université du Michigan pour février a diminué de 15,9 % par rapport à l'année précédente pour s'établir à 64,7, et de 71,7 en janvier, soit une deuxième baisse mensuelle consécutive (graphique 18). Les inquiétudes des consommateurs peuvent être exagérées en raison de la crainte que les tarifs douaniers fassent grimper les prix, et pourraient s'apaiser si les menaces se révèlent finalement être plutôt comme des outils de négociation. Toutefois, elles pourraient indiquer un consommateur plus prudent pour l'instant.

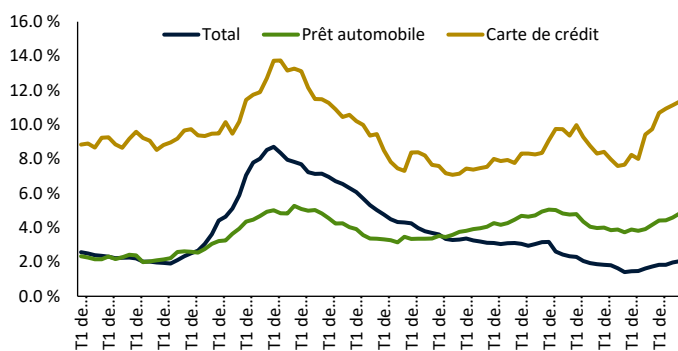
Un fait qui pèse sur les ménages pourrait être que l'endettement des ménages a augmenté de 93 milliards de dollars américains au T4 de 2024, pour atteindre 18,04 billions de dollars américains. Le taux de défaillance (90 jours et plus en souffrance) a également augmenté de 3,5 % à 3,6 %, soit son plus haut niveau depuis le T2 de 2020, en raison des prêts automobiles et des soldes de cartes de crédit (graphique 19). Cela pourrait se traduire par un ralentissement des dépenses de consommation.

graphique 18 - Affaiblissement de la confiance des consommateurs



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 2025.

graphique 19 - Transition vers la défaillance grave (90 et plus) par type de prêt sélectif



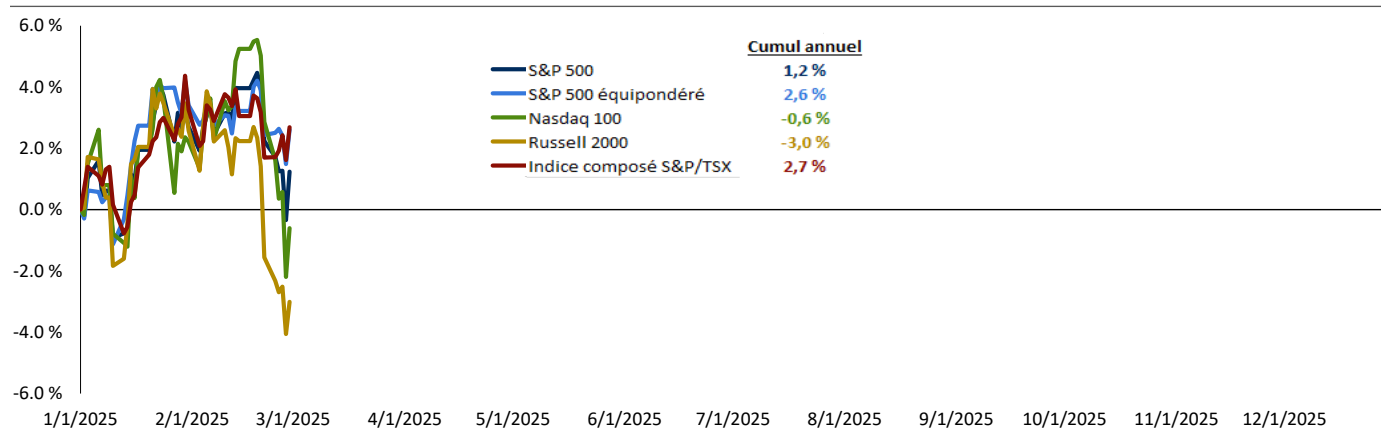
Source: Panel sur le crédit à la consommation de la Réserve fédérale de New York/Equifax. Données au T4 de 2024.

Marchés financiers

En février, l'indice composé TSX, l'indice principal du marché boursier canadien, a enregistré un rendement de cours de -0,5 % et un rendement

total de -0,4 %. Pendant ce temps, le S&P 500, l'indice de référence américain d'actions à grande capitalisation, a connu une baisse plus importante avec un rendement de cours de -1,4 % et un rendement total de -1,3 %, tous en devise locale. Au sein de l'indice composé TSX, les secteurs les plus axés sur les services et la défensive ont généralement généré les meilleurs rendements en raison des menaces de tarifs douaniers. Pour le S&P 500, le S&P 493 a affiché un rendement supérieur à celui de six sur sept membres des Sept magnifiques depuis le début de l'année. Par conséquent, les secteurs qui ne sont pas liés aux Sept magnifiques ont obtenu un meilleur rendement en février, le secteur des produits industriels étant une exception. Parmi les autres grands indices boursiers, il n'est pas surprenant de voir l'indice S&P 500 équipondéré dans une meilleure position que celui pondéré en fonction de la capitalisation, doublant presque le rendement cumulé de ce dernier. Par contre, l'indice des actions américaines à petite capitalisation, Russell 2000, a connu des difficultés en février en raison du pessimisme entourant l'économie américaine (graphique 20).

graphique 20 - Rendement du cours des indices sélectionnés

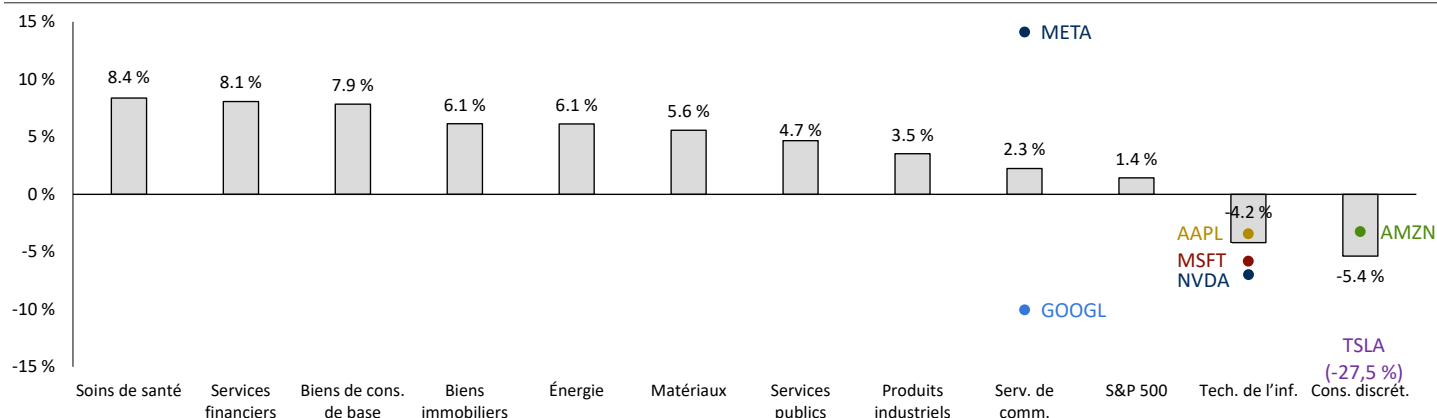


Source: FactSet, Raymond James Ltée; données au 28 février 2025. Rendement de cours en devise locale.

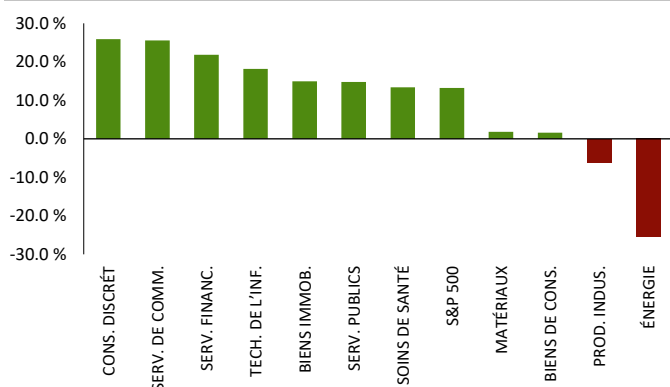
Marchés boursiers des États-Unis

Alors que la période des bénéfices du T4 de 2024 touche à sa fin, nous avons constaté que les bénéfices du S&P 500 ont augmenté de 17 % par rapport au T4 de 2023 (contre un consensus de 12 %). Malgré une force croissance, nous voyons déjà les attentes de bénéfices pour 2025 se réviser à la baisse d'environ 1 % depuis le début de l'année à 271 \$ US, et en baisse par rapport à un sommet de 278 \$ US en août. Ainsi, la croissance implicite du BPA d'environ 10 % pour l'année reste très saine, mais d'autres révisions à la baisse font augmenter les multiples d'évaluation et conséquemment le cours des actions. Cette situation pourrait être expliquée en partie par le fait que les entreprises émettent des prévisions plus prudentes compte tenu de l'incertitude persistante entourant les tarifs douaniers et les relations commerciales. Les entreprises américaines ayant plus de ventes intérieures s'attendant à une meilleure croissance que les entreprises ayant principalement des ventes internationales, celles-ci pouvant être touchées négativement par un dollar américain plus fort et des droits de rétorsion ou une diminution de la préférence pour les produits américains. Pour le trimestre en cours (T1 de 2025), les prévisions des sociétés du S&P 500 ont entraîné une baisse des attentes de croissance du BPA à +8 %, contre +14 % avant le début de la période des bénéfices.

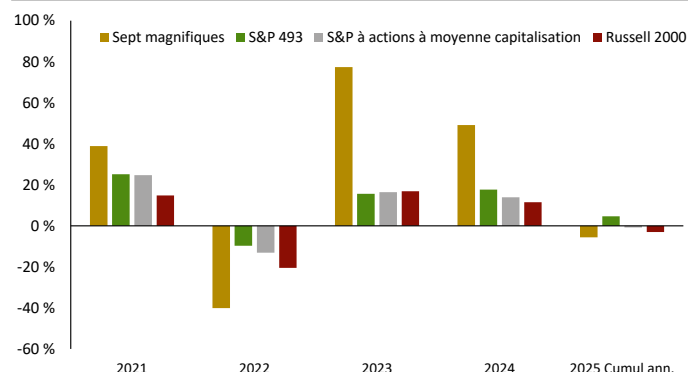
En ce qui concerne les secteurs, les évaluations élevées des actions des Sept magnifiques ont non seulement entraîné des attentes élevées, mais ont également rendu les investisseurs moins à l'aise de les acheter ou de les conserver aux cours actuels. Les secteurs contenant ces actions (technologies de l'information, consommation discrétionnaire et services de communication) accusent un retard par rapport aux autres secteurs depuis le début de l'exercice (graphique 21). Cette tendance s'aligne sur notre observation de l'élargissement du marché, où le capital est transféré dans des segments de marché moins chers d'après le rapport C/B, en particulier ceux qui affichent une croissance constante des bénéfices. Au cours de la saison des bénéfices du T4 de 2024, les secteurs non liés aux Sept magnifiques qui ont affiché la plus forte croissance étaient les services financiers, l'immobilier, les services publics et les soins de santé (graphique 22). Notamment, parmi les dix principaux contributeurs au rendement depuis le début de l'année du S&P 500, META est le seul des Sept magnifiques, tandis que la majorité provient des secteurs des services financiers et des soins de santé. À l'avenir, nous nous attendons à ce qu'une croissance décente des bénéfices soutienne une nouvelle rotation sectorielle. Si l'on tient compte des politiques potentielles de déréglementation et de l'influence des tarifs douaniers promulgués et menacés, qui pourraient avoir des répercussions sur les secteurs à des degrés divers, nos segments préférés des actions américaines à grande capitalisation sont les services financiers, les produits industriels (y compris l'aérospatiale et la défense mondiales), les soins de santé et la technologie (principalement les logiciels).

graphique 21 - 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 28 février 2025.

graphique 22 - Croissance des bénéfices des secteurs du S&P 500 au T4 de 2024

Source: Bloomberg, Raymond James Ltée; surprises en matière de bénéfices du S&P 500 au T4 de 2024, données au 4 mars 2025.

graphique 23 - 2025 : une année prospère pour le « S&P 493 » et les actions à moyenne capitalisation?

Source: Bloomberg, Raymond James Ltée; données au 28 février 2025.

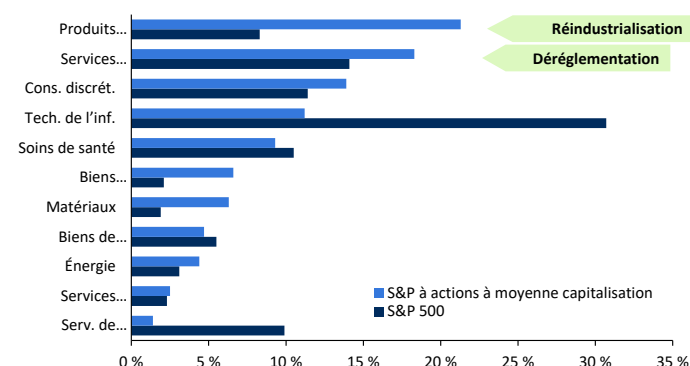
Les actions américaines à moyenne capitalisation sont un autre segment de marché qui, selon nous, bénéficiera de la tendance actuelle à l'élargissement du marché et des conditions macroéconomiques prévues, tandis que leurs bénéfices ont fait preuve de résilience. Depuis le début de l'année, ces actions, représentées par l'indice S&P 400, ont surpassé les Sept magnifiques et les actions américaines à petite capitalisation, représentées par l'indice Russell 2000 (graphique 23). Les évaluations des actions américaines à moyenne capitalisation sont également très attrayantes. Ce groupe se négocie actuellement à forte décote par rapport à sa médiane historique à long terme, tandis que les segments des actions à petite et grande capitalisation se négocient à leurs niveaux médians historiques ou bien au-dessus.

Comparativement au S&P 500, la répartition sectorielle du S&P 400, en particulier sa surpondération dans les secteurs des produits industriels et des services financiers, est mieux harmonisée avec les politiques économiques potentielles, comme la réindustrialisation et la déréglementation (graphique 24). De plus, le S&P 400 a une exposition plus élevée aux revenus intérieurs de 77 %, comparativement à 59 % pour le S&P 500, ce qui rend les bénéfices des actions à moyenne capitalisation moins vulnérables aux menaces continues de tarifs douaniers et aux droits de rétorsion potentiels.

À ce stade du processus d'élargissement du marché, nous préférons également les actions à moyenne capitalisation aux actions à petite capitalisation. En utilisant un cadre similaire à notre discussion de l'an dernier sur la viabilité du rendement supérieur des actions à petite capitalisation, nous tenons compte de deux facteurs clés. Premièrement, la croissance de leurs bénéfices devrait être stable et s'améliorer; deuxièmement, le contexte macroéconomique (décisions sur les taux, croissance du PIB, confiance des consommateurs, etc.) doit s'aligner sur les attentes du marché. En ce qui concerne les bénéfices, contrairement aux actions à petite capitalisation, qui n'ont pas réussi à stabiliser leurs bénéfices au deuxième semestre de 2024, les actions américaines à moyenne capitalisation ont affiché une croissance des bénéfices plus robuste d'une année à l'autre, demeurant positive depuis novembre 2023 (graphique 25). En ce qui concerne le contexte macroéconomique, les incertitudes croissantes entourant l'économie américaine pourraient placer les actions à moyenne capitalisation dans une meilleure position

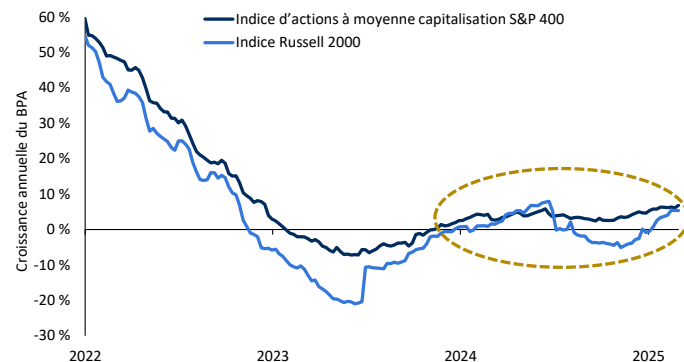
que celles à petite capitalisation, car elles sont mieux établies. Les actions à petite capitalisation, quant à elles, sont plus sensibles aux taux et fortement influencées par la confiance, ce qui a tendance à mener à des rendements plus volatiles.

graphique 24 - Secteurs de l'indice d'actions à moyenne capitalisation adaptés aux politiques économiques de Trump



Source: S&P Global, Raymond James Ltée; données au 31 janvier 2025.

graphique 25 - Meilleures perspectives de bénéfices pour les actions à moyenne capitalisation



Source: Bloomberg, Raymond James Ltée; données au 28 février 2025. Le BPA a enregistré une croissance combinée sur 12 mois d'un exercice à l'autre.

Marchés boursiers canadiens

Les menaces de tarifs douaniers ont causé certaines perturbations au rendement de l'indice composé TSX en février. Comme nous l'avons mentionné dans le rapport de février, l'amélioration graduelle récente de l'économie canadienne pourrait être influencée par l'adoption de tarifs douaniers ou même par la menace de ceux-ci, ce qui pourrait avoir une incidence sur la confiance et les comportements du marché. Contrairement à janvier, où les secteurs cycliques ont surpassé les secteurs défensifs, les secteurs plus axés sur les services ou ayant une plus forte défensive ont généralement obtenu un meilleur rendement en février face aux menaces de tarifs douaniers. Cependant, à mesure que les marchés verront plus de mises en œuvre de tarifs douaniers et de négociations, nous aurons une meilleure idée des objectifs finaux et serons accommodés à ce genre d'incertitudes ou nous aurons plus de facilité à nous y adapter. D'ici là, les turbulences du marché devraient se poursuivre. Néanmoins, nous considérons que certains secteurs de l'indice composé TSX sont plus à l'abri des menaces de tarifs douaniers et bénéficient de facteurs plus favorables propres à chacun d'eux, comme les services publics, les matériaux et les technologies de l'information.

Les trois secteurs les plus performants (février 2025) :

- **Services publics** : plusieurs facteurs ont contribué à ce que les services publics soient le secteur de l'indice composé TSX avec le meilleur rendement en février. Premièrement, la plupart des entreprises de ce secteur sont des fournisseurs de services, ce qui les rend moins touchées par les tarifs douaniers et les menaces connexes persistantes, qui ciblent principalement les marchandises. Les réactions du marché les 3 février et 4 mars ont également indiqué que les services publics sont plus à l'abri des tarifs que la plupart des autres secteurs. De plus, en tant que secteur traditionnellement défensif, les services publics profitent d'un changement potentiel dans le discours économique, passant d'une économie qui s'améliore après une période difficile (favorisant les secteurs cycliques) à une économie potentiellement confrontée à une récession en raison de guerres tarifaires (favorisant les secteurs défensifs), ce qui a été le cas en février et pourrait se poursuivre pendant un certain temps. De plus, à mesure que le cycle d'assouplissement des taux directeurs se poursuit, les rendements en dividendes des actions des services publics deviennent progressivement plus attrayants par rapport aux rendements des obligations du gouvernement. Enfin, bien que les services publics aient affiché un rendement inférieur en janvier en raison des inquiétudes du marché, qui concernent le besoin futur de centres de données compte tenu de l'efficacité améliorée des modèles d'IA (p. ex., DeepSeek), nous croyons que le marché a réagi de manière excessive. L'enthousiasme pour la demande future d'énergie pourrait augmenter de nouveau à mesure que le marché réalisera que l'IA peut être appliquée plus largement. Par conséquent, nous voyons plusieurs raisons de privilégier le secteur des services publics à différents horizons d'investissement.
- **Consommation discrétionnaire** : bien que le secteur de la consommation discrétionnaire ait affiché un rendement relativement décent en février, nous restons prudents. La pondération importante du secteur dans les magasins à rabais ajoute une certaine défensive, car les consommateurs sont susceptibles de devenir plus conscients de la valeur dans le contexte macroéconomique qui se détériore en raison des tarifs douaniers. De plus, son exposition aux restaurants internationaux à service rapide pourrait atténuer une partie des répercussions

des tarifs douaniers, qui ciblent principalement les marchandises. Cependant, nous sommes préoccupés par les industries des composants automobiles et des produits de loisirs, car leur rendement sera probablement le plus durement touché par les tarifs douaniers ou les menaces connexes persistantes. À l'avenir, compte tenu de la possibilité d'un affaiblissement des perspectives économiques, nous prévoyons que le secteur de la consommation discrétionnaire dans son ensemble fera face à une pression accrue.

- **Matériaux :** étant donné qu'environ la moitié de l'exposition de ce secteur est dans l'or, nous considérons qu'il s'agit de l'un des secteurs les mieux protégés contre les menaces de tarifs douaniers et les reprécipitations potentielles. D'une certaine manière, il agit presque comme une couverture contre les politiques tarifaires, qui introduisent souvent d'importantes incertitudes sur le marché. Par conséquent, nous privilégions les matériaux à court terme. Récemment, des facteurs traditionnels comme le dollar américain et les rendements réels n'ont pas eu autant d'influence sur le rendement de l'or. Au lieu de cela, les prix de l'or sont déterminés par les incertitudes liées aux tarifs douaniers et les achats des banques centrales. Nous croyons que ces facteurs non traditionnels continueront de soutenir les prix de l'or à court terme jusqu'à ce que le marché s'adapte à la dynamique des tarifs douaniers et comprenne mieux la politique américaine. Bien que les achats des banques centrales puissent persister, les prix élevés pourraient les rendre plus prudentes. Par conséquent, à moyen et à long terme, nous nous attendons à ce que les prix de l'or redeviennent influencés par des facteurs traditionnels.

Les trois secteurs les moins performants (février 2025) :

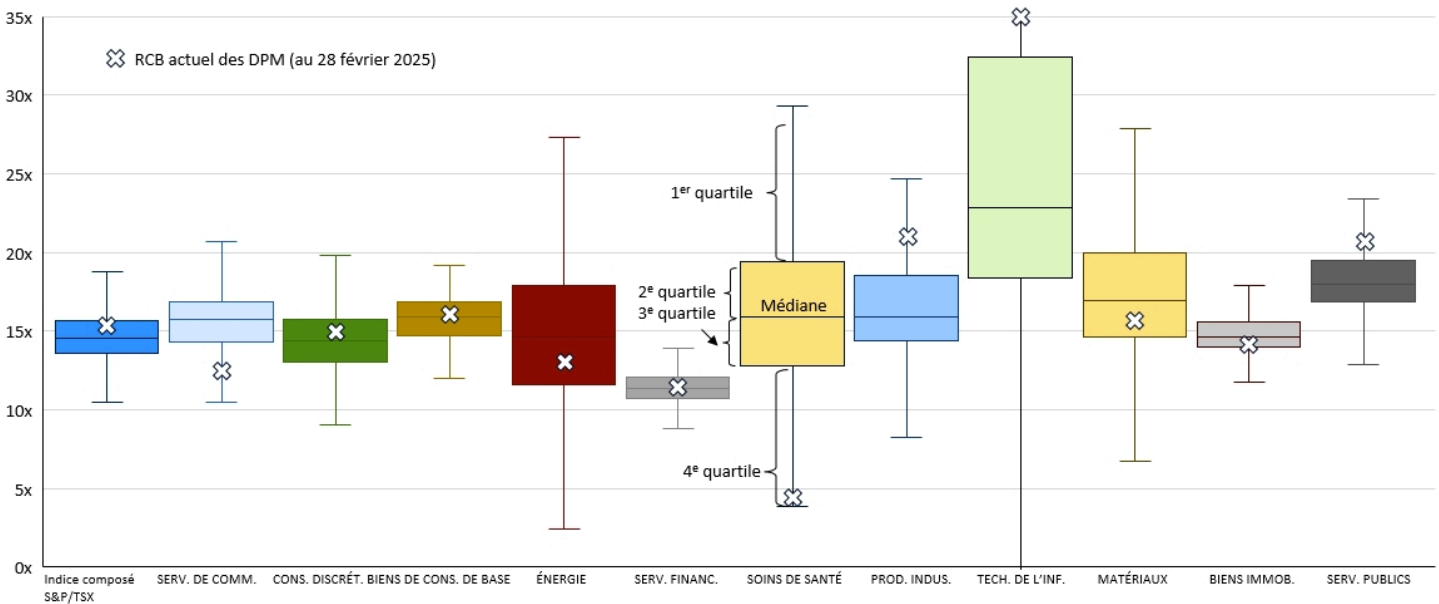
- **Immobilier :** le rendement de ce secteur est stable depuis le début de l'année. Bien que le ralentissement de la croissance démographique devrait être un obstacle macroéconomique pour ce secteur, la possibilité de tarifs douaniers entre les États-Unis et le Canada pourrait entraîner des défis supplémentaires. L'une des principales préoccupations est l'augmentation des coûts de construction si le Canada impose des droits de rétorsion sur les articles importés des États-Unis, comme les appareils électroménagers ou les accessoires de plomberie. Certains secteurs, comme le résidentiel, pourraient être plus à l'abri des répercussions immédiates des tarifs douaniers que d'autres, comme les produits industriels et le commerce de détail. Cependant, puisque l'immobilier est généralement considéré comme un secteur cyclique, nous nous attendons à ce que son rendement soit modéré si des tarifs douaniers sont imposés et que l'économie ralentit considérablement.
- **Énergie :** le rendement du secteur de l'énergie est assez discret depuis la mi-janvier, suivant de près la tendance des prix du pétrole brut. Les tarifs douaniers de 10 % nouvellement annoncés sur les produits énergétiques en provenance des États-Unis ajoutent une pression supplémentaire sur les rendements futurs, bien que nous nous attendions à ce que ces tarifs soient de courte durée. Nous prévoyons une offre excédentaire de pétrole brut, car l'OPEP+ a confirmé son plan existant d'augmenter la production de pétrole de 2,2 millions de barils par jour au cours des 18 prochains mois, ainsi qu'une augmentation potentielle de la production aux États-Unis. Combiné à la faiblesse de la demande, les prix du pétrole devraient se maintenir, voire baisser en 2025. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le rendement du secteur de l'énergie reste relativement modéré.
- **Technologies de l'information :** le secteur des technologies de l'information a perdu la plupart de ses gains à partir de janvier de cette année. Bien que nous pensions que les actions du secteur des technologies de l'information pourraient être sous pression, nous ne croyons pas que l'élan de l'IA soit encore terminé. Lorsque le climat économique devient négatif, le capital a tendance à se diriger vers des secteurs plus défensifs. Nous devrions également être prudents quant à la concentration dans le secteur des technologies de l'information de l'indice composé TSX. Cependant, le rebond rapide et fort après le choc initial de DeepSeek suggère que le potentiel d'outils d'IA plus abordables et plus efficaces est une bonne nouvelle pour le secteur des technologies de l'information de l'indice composé TSX, qui regroupe principalement des entreprises de logiciels et de services informatiques. En fait, le secteur des technologies de l'information de l'indice composé TSX a généré des rendements en dollars canadiens plus élevés que celui du S&P 500 au cours des dernières périodes de six mois, d'un an et de deux ans, et des rendements très similaires au cours des trois dernières années. De plus, comme le secteur des technologies de l'information de l'indice TSX est davantage axé sur les services, il devrait être moins touché par les tarifs douaniers américains.

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

Nom du secteur	Pondération du secteur	Rendement total de l'année à ce jour	Rendement total du trimestre à ce jour	Rendement total sur un mois	RCB actuel des DPM	RCB historique des DPM
Matériaux	12.4 %	12.2 %	12.2 %	1.9 %	16.5	17.0
Technologies de l'information	10.2 %	6.0 %	6.0 %	-3.6 %	36.8	22.8
Services de communication	2.4 %	3.7 %	3.7 %	1.4 %	12.9	15.7
Services publics	3.9 %	3.1 %	3.1 %	3.4 %	21.7	18.0
Indice composé S&P/TSX	--	3.1 %	3.1 %	-0.4 %	15.2	14.5
Produits industriels	12.6 %	2.8 %	2.8 %	-0.6 %	21.9	15.9
Services financiers	33.0 %	2.5 %	2.5 %	-0.2 %	11.9	11.4
Consommation discrétionnaire	3.3 %	2.2 %	2.2 %	2.1 %	15.8	14.4
Biens immobiliers	1.9 %	-0.2 %	-0.2 %	-0.6 %	14.1	14.7
Énergie	16.1 %	-1.5 %	-1.5 %	-1.7 %	13.7	14.6
Biens de consommation de base	3.8 %	-3.0 %	-3.0 %	-0.3 %	16.7	15.9
Soins de santé	0.3 %	-4.7 %	-4.7 %	-2.1 %	4.8	15.9

Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 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 26 - Comparaison du RCB actuel et historique des DPM pour les secteurs de l'indice composé S&P/TSX



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 2025. RCB historique : 1/1/2000 au 28/2/2025. À l'exclusion des valeurs aberrantes.

Rendements des titres à revenu fixe et de trésorerie

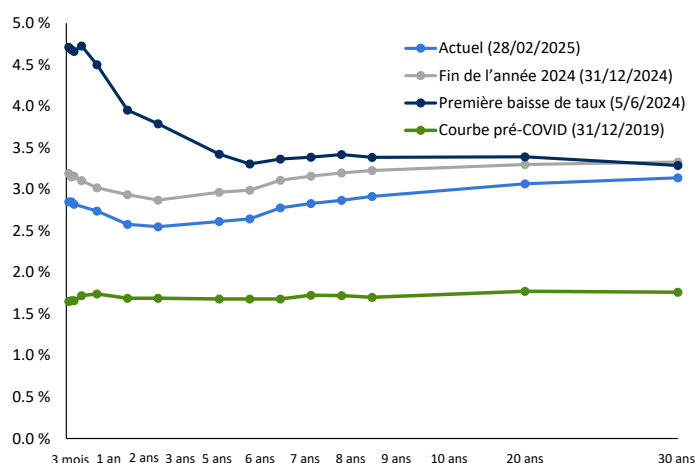
Les rendements du gouvernement du Canada ont continué de baisser d'une échéance à l'autre en février. En date du 4 mars, le jour où le président Trump n'a pas reporté davantage les tarifs douaniers sur le Canada, l'extrémité avant de la courbe de rendement a baissé, tandis que les extrémités moyennes et longues ont augmenté. Les craintes d'une récession au Canada ont amené les marchés à anticiper d'autres baisses de taux par la Banque du Canada. Cependant, l'ampleur des variations des taux à terme montre que le marché a été plus calme cette fois-ci par rapport au 3 février. Néanmoins, les tarifs douaniers américains demeureront un facteur important influençant les mouvements de la courbe de rendement du Canada. Si la situation évolue différemment de ce à quoi le marché s'attend (c.-à-d. si les tarifs douaniers ne sont pas de courte durée), il pourrait y avoir d'autres baisses dans les segments à court et à moyen terme de la courbe.

En ce qui concerne les obligations de sociétés canadiennes, nous voyons des risques asymétriques en raison des défis persistants occasionnés par les tarifs douaniers. L'écart avec les obligations souveraines pourrait s'élargir si les tarifs douaniers sont mis en œuvre pendant une période prolongée. Le potentiel d'amélioration est toutefois limité si le Canada évite des tarifs douaniers importants, étant donné que l'écart s'est rétréci graduellement au cours des six derniers mois. Par conséquent, à ce stade, nous ne pouvons considérer que les obligations de sociétés de qualité supérieure, principalement émises par des entreprises de premier plan dans des secteurs tels que les services financiers, l'énergie, les infrastructures et les télécommunications, qui sont considérées comme ayant une excellente qualité de crédit.

La courbe de rendement américaine pour les échéances de plus d'un an a connu une baisse notable en février, principalement en raison de certaines lectures inquiétantes des indicateurs principaux et d'un pessimisme accru à l'égard des conditions macroéconomiques. Cependant, les

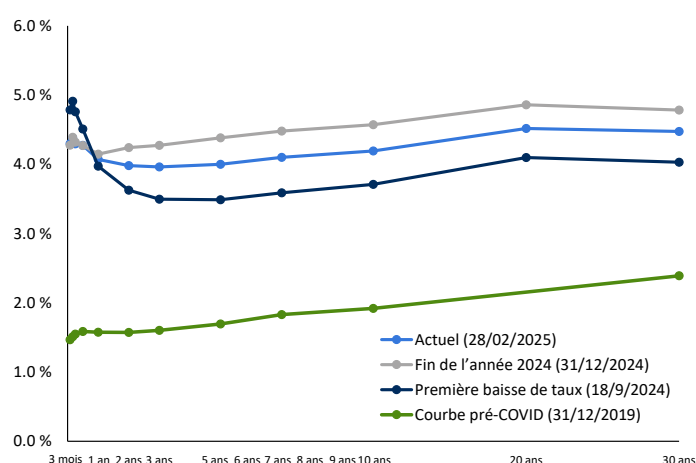
incertitudes politiques pourraient garder la Réserve fédérale silencieuse lors de la réunion de mars. Bien que le rendement à dix ans ait chuté de plus de 20 points de base en un mois seulement, notre stratégie principal en placement américain s'attend à ce qu'il reste dans une fourchette comprise entre 3,75 % et 4,75 %, terminant 2025 autour de 4,5 %. Le rendement à dix ans est toujours attrayant par rapport à la dernière décennie. Alors que le marché boursier américain semble valorisé à son optimum et promet davantage de volatilité cette année, il pourrait être judicieux d'envisager d'intégrer des bons du Trésor américain à votre portefeuille afin d'atténuer le risque global.

graphique 27 - Courbes de rendement du gouvernement du Canada



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 2025.

graphique 28 - Courbes de rendement du Trésor des États-Unis



Source: FactSet; Raymond James Ltée; données au 28 février 2025.

Marchés internationaux

Selon les prévisions de janvier de la BdC, l'économie mondiale devrait croître de près de 3 % en 2025, bien que les tensions politiques et commerciales créent de l'incertitude et menacent de réduire ce taux.

Le Mexique est un domaine d'intérêt, car il a enregistré une baisse de 0,6 % de son PIB au T4 de 2024, avec des craintes de récession en 2025. Une économie déjà faible pourrait mettre le pays dans une position encore plus désavantageuse dans les négociations commerciales.

Les dépenses de consommation dans la zone euro sont restées stables à négatives en novembre et décembre. Malgré une inflation proche de la cible de 2 % de la BCE, les consommateurs choisissent d'épargner plutôt que de dépenser, avec un taux d'épargne de 15 %, comparativement à moins de 4 % aux États-Unis et à un peu plus de 7 % au Canada. La croissance économique dans la zone euro devrait rester modeste en 2025, à environ 0,8 % en 2025, puis se renforcer légèrement à 1,3 % en 2026. Nous attribuons un environnement politique et géopolitique incertain pour cette perspective prudente.

Au Royaume-Uni, l'inflation a augmenté à 3 % en janvier et devrait poursuivre cette trajectoire avec la hausse des prix réglementés de l'énergie.

En Chine, les initiatives gouvernementales telles que le soutien à la dette des gouvernements locaux et les politiques visant à stabiliser le secteur de l'immobilier sont considérées comme un coup de pouce à court terme, tandis que les défis structurels, comme le vieillissement de la population, devraient être un obstacle à la croissance. La Chine devrait publier sa cible de PIB pour 2025 en mars, le FMI prévoyant une croissance de 4,6 %, en légère baisse par rapport à 5 % en 2024.

Au Japon, après des années de déflation, les prix à la consommation ont continué d'augmenter, l'inflation atteignant 4 % et les indices sous-jacents ayant augmenté de 3,2 %, ce qui lui donne le taux d'inflation le plus élevé du G7, les marchés s'attendant à de nouvelles hausses de taux.

Actions internationales

Les tarifs douaniers continuent d'assombrir les perspectives de nombreux marchés internationaux, non seulement à cause des tarifs douaniers américains, mais aussi si la guerre commerciale freine l'économie chinoise, ce qui aurait des répercussions sur les économies axées sur le secteur manufacturier comme l'Allemagne et les secteurs des produits de luxe de la France.

Jusqu'à présent, il semble que l'Inde, Taiwan et le Vietnam pourraient éviter les conditions défavorables occasionnées par les tarifs douaniers et même bénéficier de la tension croissante entre les États-Unis et la Chine, bien que les calculs de tarifs réciproques puissent finir par changer la

donne. Cependant, depuis le début de l'année, les actions indiennes sont à la traîne, avec une évaluation élevée et des bénéfices décevants.

Les actions européennes se sont généralement bien comportées depuis le début de l'année, car les investisseurs ont profité de leurs évaluations plus faibles (environ 40 % de décote par rapport aux actions américaines) et de bénéfices meilleurs que prévu malgré la faiblesse économique de ces marchés. Les bénéfices devraient également croître de 10 % en 2025, et nous nous attendons à ce que l'optimisme quant à la fin de la guerre entre la Russie et l'Ukraine contribue à une partie de cette résurgence.

Tableau 2 - Rendement des actions mondiales

Indices boursiers mondiaux sélectionnés	Févr. (CML)	Févr. (en \$ US)	Févr. (en \$ CA)	3 mois (CML)	3 mois (en \$ US)	3 mois (en \$ CA)	Cumul ann. (CML)	Cumul ann. (en \$ US)	Cumul ann. (en \$ CA)	RCB actuel des DPM	RCB historique médian	Prime (ROUGE)/escompte (VERT)
Principaux agrégats												
Monde (mondial)*	-0.5	-0.5	-1.0	0.2	0.2	3.0	3.0	3.0	3.1	19.2	15.9	3.3
EAEO (MD hors É.-U. et Canada)*	3.1	3.1	2.5	5.0	5.0	8.1	8.1	8.1	8.3	14.5	13.5	0.9
ME (marchés émergents)*	0.7	0.7	0.2	1.5	1.5	4.5	2.6	2.6	2.7	12.3	11.8	0.6
Marchés développés sélectionnés												
Nikkei 225 (Japon)	-6.0	-3.5	-4.0	-2.6	-2.9	-0.1	-6.8	-2.8	-2.6	17.2	16.8	0.4
Euro Stoxx 50 (Europe)	3.5	3.4	2.8	14.1	12.0	15.2	11.9	12.1	12.3	15.6	13.2	2.4
FTSE 100 (R.-U.)	2.0	2.9	2.4	6.9	5.3	8.3	8.3	8.4	8.5	12.2	12.4	-0.2
CAC 40 (France)	2.0	2.1	1.5	12.4	10.7	13.9	10.0	10.5	10.7	15.8	13.4	2.4
DAX (Allemagne)	3.8	3.8	3.3	14.9	13.1	16.4	13.3	13.5	13.6	14.9	12.6	2.3
Hang Seng (Hong Kong)	13.4	13.6	13.7	18.6	18.6	22.1	14.8	14.7	14.9	10.3	11.9	-1.6
Marchés émergents sélectionnés												
CSI 300 (Chine)	1.9	1.7	1.1	-0.3	-1.0	1.8	-0.9	-0.7	-0.5	14.9	13.7	1.2
Nifty 50 (Inde)	-5.8	-6.7	-7.2	-8.1	-11.3	-8.7	-6.2	-8.2	-8.1	18.5	18.5	0.0

Source: FactSet; Raymond James Ltée; rendements totaux, données au 28 février 2025. CML : coté en monnaie locale. RCB historique médian : 1/1/2000 au 28/2/2025. * 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.