



Équipe Marchand Filiatrault de RBC Dominion valeurs mobilières

SEPTEMBRE 2024

Le point sur les marchés

Jean Marchand, CPA, FCSI

Gestionnaire de portefeuille et
conseiller en patrimoine principal
jean.marchand@rbc.com
450-686-3325

Patrice Filiatrault, CFA

Gestionnaire de portefeuille principal
patrice.filiatrault@rbc.com
450-686-4207

Mario St-Amant, B.A.A.

Conseiller associé en patrimoine
mario.st-amant@rbc.com
450-686-4204

Philippe Ouellette, B.A.A., CIM, FCSI

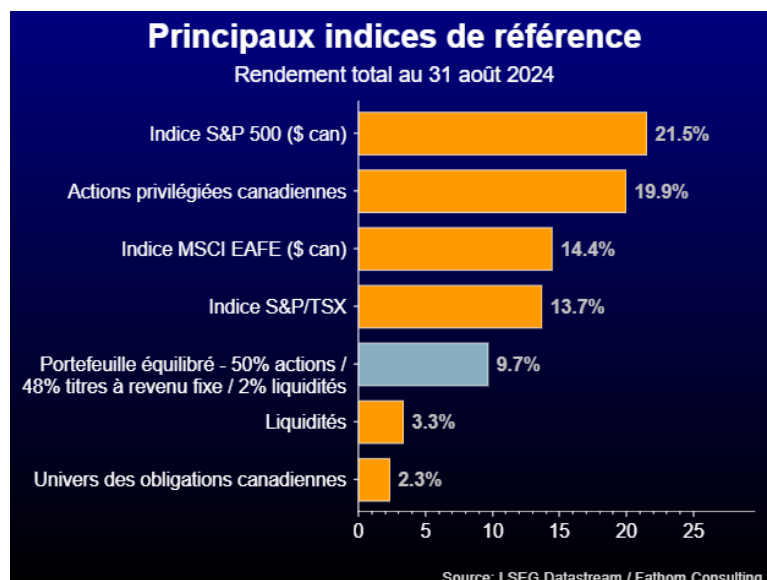
Gestionnaire de portefeuille associé
philippe.ouellette@rbc.com
450-686-3485

545, Promenade du Centropolis
Bureau 200
Laval, Québec H7T 0A3

www.equipemarchandfiliatrault.com

Après avoir terminé 2023 en force, les diverses places boursières ont continué de progresser depuis le début de l'année avec des rendements cumulatifs au 31 août 2024 qui dépassent les attentes de la plupart des experts. L'étonnante résilience de l'économie américaine dans un contexte de taux d'intérêt élevés, l'excellente profitabilité des entreprises et la progression encourageante de l'inflation vers la cible de 2% ont dopé l'enthousiasme des investisseurs qui anticipent maintenant que la Réserve fédérale entamera un cycle de baisses de son taux directeur dès le 18 septembre prochain. D'autre part, les titres à revenu fixe affichent une performance plus timide pour la même période à l'exception des actions privilégiées qui connaissent une année exceptionnelle jusqu'à maintenant en 2024. Le [graphique 1](#) ci-dessous illustre les rendements totaux générés par les principales catégories d'actif traditionnellement détenues par les investisseurs canadiens.

Graphique 1



Perspectives pour l'économie et les marchés financiers

Le cycle de resserrement monétaire qui a débuté en mars 2022 est sans aucun doute le plus violent enregistré depuis le début des années 80. Or, malgré cet énorme vent de face, l'économie américaine poursuit son expansion. De plus, l'inflation continue de se rapprocher de la cible de 2% visée par la Réserve fédérale. Une majorité de stratèges et économistes croit maintenant que Jerome Powell est en voie de gagner son pari: subjuguier les pressions inflationnistes, minimiser les pertes d'emplois pour les Américains en réalisant un atterrissage en douceur de l'économie et, enfin, entamer une baisse des taux qui assurera une croissance économique soutenue au cours des prochaines années. Pour notre part, nous n'excluons pas la possibilité que tout se déroule pour le mieux pour l'économie (c'est ce que nous souhaitons), mais on ne peut s'empêcher de se questionner sur le fait que bon nombre d'indicateurs semblent plutôt présager une période de turbulence pour l'économie au cours des prochains mois.

Dans le [tableau 1](#) qui suit, nous retrouvons les indicateurs de récession surveillés par RBC Gestion de patrimoine. Selon cette feuille de pointage, quatre indicateurs sur sept annoncent une récession.

Tableau 1

Feuille de pointage sur la récession aux États-Unis

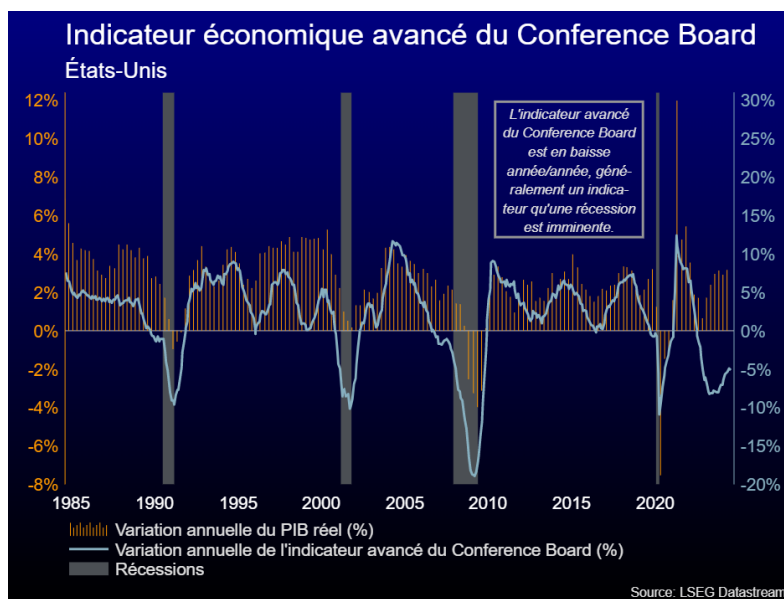
Indicateur	État		
	Expansionniste	Neutre/prudent	Récession
Courbe des taux (titres du Trésor de 10 ans vs ceux à 1 an)			✓
Demandes de prestations d'assurance-chômage		✓	
Taux de chômage			✓
Indice économique avancé du Conference Board			✓
Flux de trésorerie de sociétés non financières	✓		
Indice ISM des nouvelles commandes moins les stocks		✓	
Taux des fonds fédéraux et croissance du PIB nominal			✓

Source : RBC Gestion de patrimoine

Parmi ces indicateurs en zone de récession, il y a la fameuse courbe de rendement des obligations du Trésor américain qui s'est inversée en juillet 2022. Cet indicateur, pratiquement infaillible historiquement, signale une récession en moyenne 13 mois d'avance, mais le délai le plus long enregistré a déjà été de 23 mois entre le moment de l'inversion et le début de la récession. L'indice économique avancé du Conference Board, illustré dans le [graphique 2](#) à la page suivante, est un autre indicateur précurseur très fiable qui se retrouve en zone de récession, et cela, depuis le 3^e trimestre de 2022. Par ailleurs, deux autres indicateurs ont été reclassés en zone de récession depuis. En effet, au printemps 2024, le taux de la Réserve fédérale a surpassé le taux de croissance du produit intérieur brut nominal de l'économie américaine, un point d'inflexion qui est généralement avant-coureur d'une période de récession à venir. Et plus récemment, les données sur le chômage aux États-Unis se sont détériorées suffisamment de sorte qu'une tendance haussière semble bel et bien amorcée, une condition qui coïncide historiquement avec un recul dans le niveau de l'activité économique. Ignorée jusqu'à tout récemment, cette remontée du taux de chômage a soudainement ranimé les craintes de récession au début du mois d'août lorsque les statistiques sur

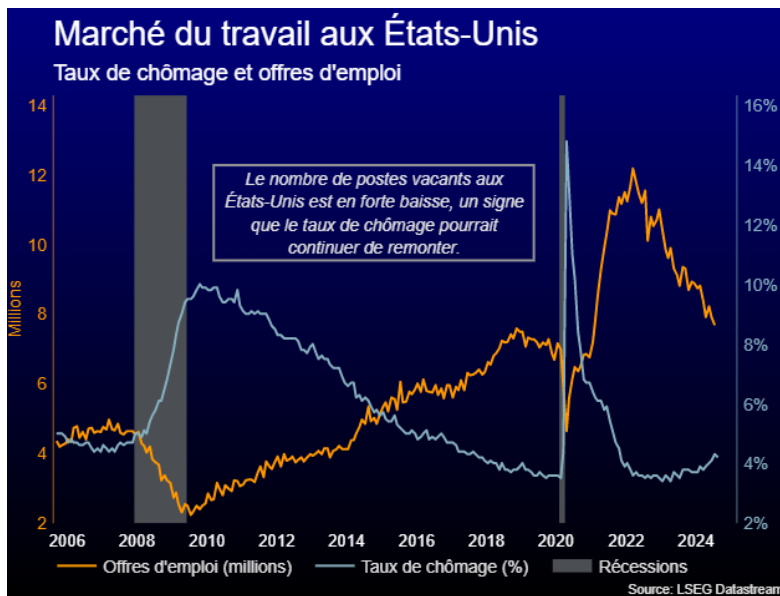
l'emploi pour juillet ont été dévoilées et se sont avérées plutôt décevantes. Pour expliquer la tendance haussière du taux de chômage, les plus optimistes ont évoqué la croissance considérable de la population active, gonflée par la forte immigration. Bien que ce phénomène explique en partie la détérioration du chômage, il reste qu'on peut clairement détecter certains signes d'essoufflement du marché de l'emploi. En effet, les données révèlent que les mises à pied augmentent alors que le nombre d'opportunités est en déclin. Comme le montre le [graphique 3](#) à la page 4, le nombre de postes vacants est passé de plus de 12.18 millions au mois de mars 2022 à 7.67 millions d'emplois à combler en juillet 2024 selon le sondage JOLT le plus récent. Cette détérioration graduelle se perçoit d'ailleurs dans le comportement des travailleurs qui quittent de moins en moins leur travail de façon volontaire. Dans les faits, un taux de démission qui recule est généralement une manifestation que les opportunités se font plus rares ou que les conditions offertes ailleurs ne sont pas suffisamment avantageuses pour justifier de quitter son emploi.

Graphique 2



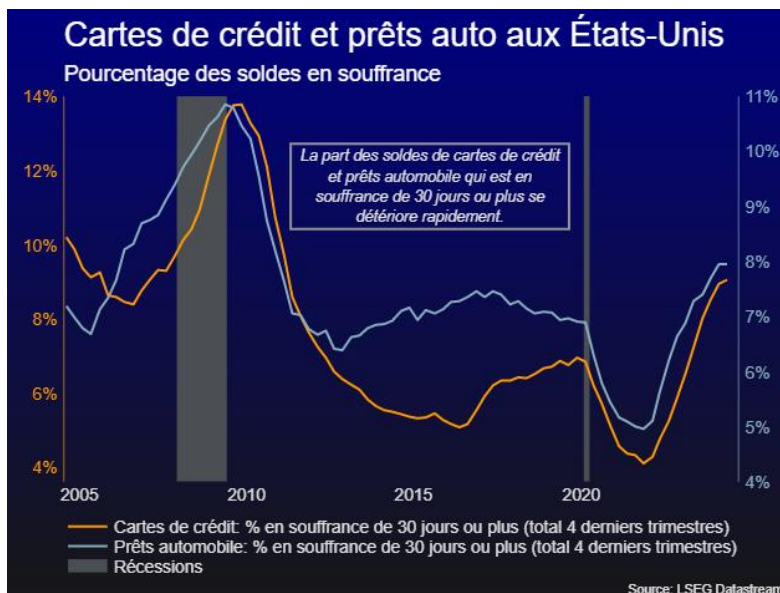
Les signaux d'avertissement s'accumulent donc depuis deux ans, mais l'économie américaine continue de confondre tous les sceptiques en maintenant un rythme de croissance qui surpasse son potentiel théorique. En fait, si le cycle actuel suivait de plus près l'expérience des cycles économiques précédents, nous serions déjà en récession depuis un bon moment. Est-ce possible que ce cycle soit à tel point différent que l'économie résistera à l'énorme resserrement monétaire des deux dernières années? Est-ce possible que la singularité de la pandémie ait fait en sorte que nos repères habituels se sont embrouillés? Est-ce que nous avons sous-estimé l'impact sur l'activité économique des généreux programmes d'aide des gouvernements en réponse à la crise sanitaire? Ce n'est pas impossible. En fait, chaque cycle est différent et il peut être hasardeux de tenter de tirer des conclusions en se basant sur les cycles passés. Après tout, l'échantillon de récessions depuis cent ans n'est sûrement pas suffisant pour prédire, avec un niveau de confiance élevé, le parcours de l'économie au cours des prochains mois. Toutefois, force est d'admettre que Jerome Powell a de très bonnes cartes dans son jeu. L'inflation approche la cible souhaitée de 2% et l'économie tient toujours le coup malgré les taux d'intérêt élevés, ce qui lui laisse une certaine marge de manœuvre pour bien faire atterrir l'économie et contredire plusieurs indicateurs.

Graphique 3



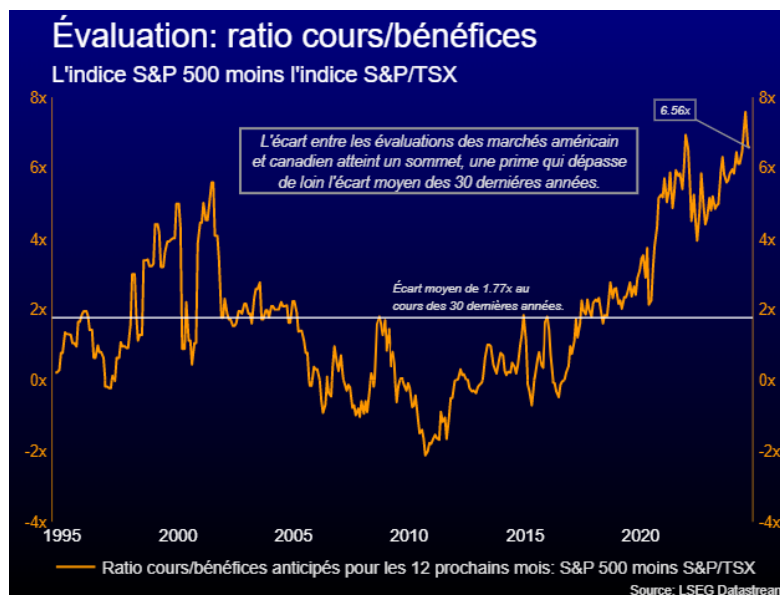
Un scénario fort plausible cependant est que le cycle actuel a été prolongé grâce aux actions des gouvernements qui ont offert de généreux programmes de soutien à la population confinée de sorte que les ménages américains se sont retrouvés avec des montants importants d'épargne excédentaire. Ces surplus d'épargne ont sans aucun doute contribué à maintenir la consommation des ménages à un niveau élevé malgré l'augmentation des taux d'intérêt et du coût de la vie en général. Sur ce point, la Réserve fédérale de San Francisco avait estimé que cette épargne excédentaire atteignait 2100 milliards de dollars à son plus haut, mais dans une mise à jour en mai 2024, l'auteur de l'étude évaluait que les ménages avaient utilisé l'entièreté de cette épargne excédentaire. D'ailleurs, certains consommateurs américains qui ont épuisé leur coussin commencent déjà à sentir le poids de l'inflation et des taux d'intérêt plus élevés. Le graphique 4 montre d'ailleurs que le pourcentage en souffrance des soldes de cartes de crédit et prêts automobiles augmente de façon significative et dépasse maintenant les niveaux de la période pré-pandémique, un signe que certains ménages américains se retrouvent en position financière plus précaire.

Graphique 4



La vitalité de l'économie américaine au cours des prochains mois sera indéniablement le principal facteur pour expliquer la direction des marchés financiers. Mais l'économie n'explique pas tout. Il est aussi important de tenter de cerner ce que les marchés escomptent déjà. De ce point de vue, l'indice boursier le plus étonnant est nul doute le S&P 500. Avec son multiple de 21x les profits anticipés des 12 prochains mois, nous calculons que le S&P 500 se transige à une prime d'environ 15% par rapport à son évaluation moyenne des 10 dernières années alors que pour le reste de la planète, l'évaluation actuelle est inférieure à la moyenne des 10 dernières années par environ 3%. Pour ce qui est de notre indice canadien, le S&P/TSX se transige à un escompte d'environ 6%. Dans le graphique 5 qui suit, nous illustrons l'écart historique entre les évaluations du S&P 500 et du S&P/TSX. L'écart actuel est à un sommet et à forte prime par rapport à l'écart entre les deux indices en moyenne au cours des 30 dernières années. Évidemment, le marché canadien n'est pas à l'abri d'une correction du fait qu'il est moins cher. Cependant, son évaluation en deçà de la moyenne historique nous permet de croire que les attentes des investisseurs sont plus raisonnables relativement à ce que le S&P 500 semble escompter.

Graphique 5



Le ratio cours/bénéfice élevé du S&P 500 s'explique en partie par l'influence du secteur de la technologie dont le poids représente environ 40% de la capitalisation boursière totale de l'indice. Les titres technologiques, dont les prix ont été gonflés par l'enthousiasme généré par l'intelligence artificielle, se transigent à des multiples plus élevés et tirent l'évaluation de l'indice vers le haut. Cependant, plusieurs secteurs se transigent toujours à des évaluations plus raisonnables. D'ailleurs, depuis quelques mois, la technologie n'est plus le secteur le plus performant. Est-ce simplement une pause avant de reprendre le leadership ou sommes-nous témoins d'un début de rotation sectorielle? Nous en saurons davantage dans les prochains mois, mais dernièrement nous remarquons que plusieurs secteurs surperforment celui de la technologie, notamment les secteurs de la santé, des services publics, des banques, des pipelines et des sociétés immobilières. Le graphique 6 à la page suivante montre la performance du S&P 500 par rapport à sa forme équilibrée, une version de l'indice qui reflète mieux la performance moyenne des titres dans l'indice.

Graphique 6

Du côté des obligations, notre opinion reste inchangée puisque nous croyons que les rendements à échéance offerts par ces titres restent suffisamment attractifs. De plus, avec les pressions inflationnistes qui s'estompent, le discours des banquiers centraux a drastiquement changé depuis le début de l'année 2024. De notre côté de la frontière, la banque du Canada a déjà abaissé son taux directeur à trois reprises alors que la Réserve fédérale s'apprête à annoncer une première baisse de son taux directeur dès le 18 septembre. Si on en croit les acteurs sur le marché à terme, plusieurs autres baisses de la part de la Réserve fédérale pourraient suivre dans la prochaine année comme on peut le voir plus bas dans le [graphique 7](#). Historiquement, les obligations se comportent très bien dans l'année suivant le début de la détente monétaire et le contexte économique (récession ou atterrissage en douceur) a beaucoup moins d'impact sur leur performance comparativement à des classes d'actif plus sensibles à la conjoncture économique, comme les actions par exemple.

Graphique 7

Pour ce qui est des actions privilégiées, notre opinion a évolué et nous sommes beaucoup moins favorables qu'en début d'année 2024. En effet, ces titres ont généré une performance remarquable à ce jour et les évaluations sont moins attrayantes qu'en début d'année.

Gestion de portefeuille

En 2024, nous avons maintenu une approche prudente axée sur la qualité des titres en portefeuille. Nous croyons que les risques existent toujours dans le contexte actuel et que les marchés ne semblent pas les refléter de façon adéquate. Du point de vue de l'allocation des actifs, nous avons maintenu notre légère sous-pondération en actions et conservé des liquidités à des niveaux plus élevés que la cible. Enfin, notre exposition aux titres à revenu fixe et aux investissements alternatifs de haute qualité est légèrement au-dessus de la cible globale de ces deux catégories d'actif combinées.

Dans la portion du portefeuille destinée aux titres à revenu fixe, nous avons continué d'allonger la durée en achetant des obligations de qualité à plus longues échéances et nous avons récemment réduit le poids des actions privilégiées devenues moins attrayantes après l'excellente performance de ces titres depuis le début de 2024. Pour les obligations ajoutées aux portefeuilles, nous avons favorisé celles qui se transigent à escompte pour l'avantage fiscal qu'elles offrent. Dans un scénario plus pessimiste où la conjoncture économique se détériore au-delà des anticipations, les obligations à plus long terme peuvent servir de contrepoids et ainsi réduire la volatilité globale des portefeuilles. Pour ce qui est des actions privilégiées, nous rappelons qu'elles peuvent s'avérer particulièrement volatiles durant les périodes d'incertitude économique et nous allons continuer de suivre de près notre exposition et nous concentrer sur les titres les mieux cotés dans cette catégorie d'actif.

Depuis le début de l'année, de nouveaux montants ont été déployés dans les investissements alternatifs par l'entremise du fonds d'infrastructures qui a effectué de nouvelles acquisitions et terminé la première phase de déploiement (veuillez noter que ce ne sont pas tous les mandats qui détiennent le fonds d'infrastructures). Nous croyons que des solutions alternatives de qualité demeurent intéressantes puisqu'elles apportent un élément de diversification important et contribuent à réduire la volatilité globale des portefeuilles.

Au cours des dernières années, nous avons progressivement augmenté la qualité et réduit le risque de notre portefeuille d'actions. De plus, nous avons privilégié la défensive en favorisant les entreprises moins sensibles au rythme de croissance de l'économie. Nous avons gardé le cap en 2024 et maintenons le risque de cette portion du portefeuille à un niveau inférieur par rapport aux indices de référence. Dans le secteur de l'énergie, nous avons à nouveau abaissé notre exposition aux producteurs de pétrole et gaz naturel en réduisant notre position dans Canadian Natural Resources. Cependant, nous maintenons notre exposition aux pipelines avec les titres de Pembina et Enbridge toujours en portefeuille. Les pipelines sont des entreprises moins risquées relativement aux producteurs et offrent un excellent rendement du dividende. Dans le secteur industriel, nous avons augmenté notre position dans WSP pour profiter de la faiblesse temporaire du titre causée par l'annonce de l'acquisition de Power Engineers, un leader aux États-Unis dans le secteur de la transition énergétique. Nous croyons que cette acquisition accélérera le rythme de croissance de WSP au cours des prochaines années. Toujours dans le secteur industriel, nous avons réduit notre position dans Toromont, le plus grand détenteur de concessionnaires Caterpillar au Canada, après une forte progression du prix de son action au cours des dernières années. Nous avons également réduit Thomson Reuters puisque le titre approchait sa juste valeur selon nous. Finalement, nous avons initié une nouvelle position dans Bombardier. Après une très longue période de restructuration, la compagnie peut maintenant se concentrer uniquement sur la production et la vente d'avions d'affaire, un créneau dont les perspectives sont excellentes. Avec un bilan financier qui s'améliore rapidement, le titre devrait bénéficier d'une réévaluation favorable de ses opérations. Dans le secteur des financières, nous avons éliminé notre position dans le fonds indicel KBWB après une progression de plus de 40% depuis l'achat en novembre 2023. D'autre part, nous avons initié une position dans la banque régionale US Bancorp. Après avoir sous-performé ses pairs en 2024, nous croyons que cette banque de très haute qualité offre un bon potentiel de rendement à ce stade. Nous avons également augmenté notre exposition à la banque Nationale alors que le titre était sous pression au mois de juin dernier à la suite de l'annonce d'une émission importante d'actions pour financer l'acquisition de Canadian Western Bank. Nous croyons que cette

acquisition réalisée à l'intérieur de nos frontières est prometteuse et peu risquée. Toujours dans le même secteur, nous avons aussi décidé de réduire Brookfield Corp. Le titre a très bien performé récemment et se transige plus près de la juste valeur de ses actifs. Du côté du secteur des télécommunications, nous avons augmenté l'exposition à BCE. La concurrence féroce dans le secteur de la téléphonie sans fil au Canada et les investissements élevés nécessaires pour acheminer la fibre optique directement chez les clients inquiètent les investisseurs. Or, nous croyons que le prix de l'action de BCE reflète déjà ces enjeux et offre un potentiel de rendement raisonnable étant donné le risque. Dans le secteur de la consommation discrétionnaire, nous avons réduit notre exposition à Costco. Bien que les perspectives pour Costco restent excellentes, c'est plutôt l'évaluation qui a motivé notre décision. En effet, cette dernière a atteint des niveaux qui dépassent les standards historiques de façon significative et nous avons cru qu'il était prudent de réduire cette position à ce stade. Également, toujours dans le secteur de la consommation discrétionnaire, nous avons augmenté notre position dans la société Magna. Le titre continue de souffrir du ralentissement de la demande pour les véhicules électriques, mais pour l'investisseur patient, l'évaluation du titre reste très attrayante. Enfin, après une forte hausse de son titre en lien avec l'annonce de très bons résultats financiers au deuxième trimestre, nous avons profité de l'occasion pour réduire Shopify, un titre dont la volatilité est très élevée.

Parmi nos solutions alternatives, le fonds d'infrastructures a été très actif en 2024 et a terminé le déploiement de sa première phase d'investissement. Avec maintenant une présence au Canada, aux États-Unis, en Australie et en Grande-Bretagne et une diversification sectorielle plus large (notamment une autoroute à péage, des opérations portuaires, des lignes de transmission électriques et des aéroports), nous sommes très satisfaits de ce qui a été accompli depuis le lancement du fonds. Lors de la prochaine phase de déploiement, le fonds compte investir entre 800-900 millions de dollars additionnels, ce qui accroîtra davantage la diversification pour les investisseurs.

En conclusion, nous aimerions réitérer que malgré l'enthousiasme des investisseurs pour le marché des actions, nous croyons que les enjeux sont encore bien réels et que les prochains mois pourraient être volatils et présenter des opportunités d'achat à des évaluations plus attrayantes. Nous surveillons de près nos indicateurs économiques et plus particulièrement l'emploi aux États-Unis qui semble faiblir de même que le taux d'inflation qui se doit de poursuivre sa progression vers la cible de 2%. Ces deux éléments dicteront l'ampleur et la rapidité des actions de la Réserve fédérale qui s'apprête à détendre sa politique monétaire.

En espérant que ce compte rendu de notre gestion vous ait été utile, nous vous invitons à communiquer avec nous pour toute question ou précision. Aussi, nous profitons de l'occasion pour vous remercier de votre confiance.



Gestion de patrimoine
Dominion valeurs mobilières

Les titres ou stratégies de placements mentionnés dans ce bulletin peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs ou portefeuilles. Les renseignements contenus dans ce bulletin ne constituent pas une recommandation à l'intention d'un investisseur en particulier ou d'un type d'investisseurs, et ils ne constituent pas une recommandation quant aux situations particulières d'un investisseur, d'un type d'investisseurs ou d'un portefeuille en particulier. Vous devriez consulter votre conseiller en placement avant de prendre une décision quant à un titre ou une stratégie de placement mentionné dans ce bulletin afin de déterminer si les titres ou stratégies de placements mentionnés s'appliquent à votre situation particulière. Ces renseignements ne remplacent pas les conseils professionnels de votre conseiller en placement. Le commentaire, les opinions et les conclusions, le cas échéant, qui figurent dans ce bulletin représentent le point de vue personnel et subjectif du conseiller en placement [précité], lequel n'agit pas à titre d'analyste et dont l'avis ne correspond pas forcément à celui de RBC Dominion valeurs mobilières Inc.

L'information contenue dans les présentes a été obtenue de sources considérées comme fiables au moment de leur obtention, mais ni RBC Dominion valeurs mobilières Inc. ni ses employés, agents ou fournisseurs d'information ne peuvent garantir son exactitude et son exhaustivité. Ce rapport ne constitue pas une offre de vente non plus que la sollicitation d'une offre d'achat de titres, et ne doit en aucune circonstance être interprété comme tel. Ce rapport est fourni sur la base d'une entente selon laquelle ni RBC Dominion valeurs mobilières Inc. ni ses employés, agents ou fournisseurs d'information n'assument quelque responsabilité ou obligation que ce soit à l'égard de celui-ci.

RBC Dominion valeurs mobilières Inc.* et la Banque Royale du Canada sont des entités juridiques distinctes et affiliées. *Membre-Fonds canadien de protection des épargnants. RBC Dominion valeurs mobilières Inc. est une société membre de RBC Gestion de patrimoine, unité d'exploitation de la Banque Royale du Canada. ©Marques déposées de la Banque Royale du Canada, utilisées sous licence. ©RBC Dominion valeurs mobilières Inc., 2024. Tous droits réservés.