

Perspectives de Vanguard sur l'économie et les marchés en 2025 : Au-delà de l'atterrissage

Le cycle d'assouplissement monétaire mondial battra son plein en 2025, l'inflation dans la plupart des économies développées se situant actuellement près des cibles des banques centrales. La forte croissance de la productivité combinée à une hausse de la main-d'œuvre disponible a eu un effet positif et propulsé l'économie américaine, tandis que d'autres économies ont été moins chanceuses. La possibilité que ces facteurs positifs liés à l'offre s'atténuent est un risque clé pour nos perspectives aux États-Unis, même si une politique budgétaire expansionniste pourrait atténuer toute incidence négative sur la croissance.

Comme nous l'avons souligné il y a un an, nous estimons toujours être dans une ère de conditions financières stables où les taux d'intérêt sont supérieurs au taux d'inflation. Cela dit, les marchés font face à une tension croissante : les actifs dont les données fondamentales sont les plus solides présentent des valorisations excessives, et vice versa. Les risques économiques et politiques à court terme aideront à déterminer si le momentum ou les valorisations domineront les rendements des placements en 2025.

Des conditions financières encore favorables

À mesure que les taux d'intérêt reviendront à un niveau neutre, nous nous attendons à ce qu'ils s'établissent à des niveaux plus élevés qu'au cours des années 2010. Ce contexte est propice à de solides rendements pour les liquidités et les titres à revenu fixe au cours de la prochaine décennie. **Page 6.**

Résilience économique des É.-U.

L'offre positive de main-d'œuvre et les avancées en matière de productivité ont alimenté la croissance aux États-Unis en 2024. L'atténuation ou l'accélération de ces facteurs, en plus de l'évolution des facteurs liés à la demande, comme les mesures de relance budgétaire, seront déterminantes en 2025. **Page 7.**

Tensions croissantes sur le marché

La possibilité que nous connaissions un boom de la productivité favorable aux valorisations doit être contrebalancée par le risque que des événements économiques révèlent la vulnérabilité des valorisations boursières élevées. **Page 18.**

Contenu

3

Sommaire des perspectives mondiales

6

Nos perspectives économiques

17

Nos perspectives des marchés

Prévisions économiques de Vanguard pour 2025

Pays/région	Croissance du PIB		Taux de chômage		Inflation de base	Politique monétaire		
	2025		2025		2025			
	Vanguard	Tendance	Vanguard	TCIS	Vanguard	Fin de 2024	Fin de 2025	Taux neutre
Canada	1,7 %	2,1 %	6,8 %	5,8 %–6,3 %	2,2 %	3,5 %	2,5 %	2,25 %–3,25 %
États-Unis	2,1 %	2,7 %	4,4 %	4,5 %	2,5 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %
Zone euro	0,5 %	1,2 %	6,9 %	6,5 %–7 %	1,9 %	3 %	1,75 %	2 %–2,5 %
Royaume-Uni	1,4 %	1,2 %	4,4 %	4 %–4,5 %	2,4 %	4,75 %	3,75 %	3 %–3,5 %
Chine	4,5 %	4,2 %	5,1 %	5 %	1,5 %	1,4 %	1,2 %	4,5 %–5 %
Japon	1,2 %	1,0 %	2,4 %	2,5 %–3 %	2,1 %	0,5 %	1,0 %	0 %

Remarques : Les prévisions sont en date du 2 décembre 2024. Aux États-Unis, la croissance du PIB est définie comme la variation sur 12 mois du PIB au quatrième trimestre. Pour les autres pays ou régions, la croissance du PIB est définie comme la variation annuelle du PIB total au cours de l'année de prévision par rapport à l'année précédente. Les prévisions de taux de chômage sont la moyenne pour le quatrième trimestre de 2025. Le TCIS est le taux de chômage à inflation stationnaire, qui reflète l'équilibre du marché du travail. L'inflation de base exclut les prix des aliments et de l'énergie en raison de leur volatilité. Pour les États-Unis, la zone euro, le Royaume-Uni et le Japon, l'inflation de base est définie comme la variation sur 12 mois au quatrième trimestre par rapport à l'année précédente. Pour la Chine, l'inflation de base est définie comme la variation annuelle moyenne par rapport à l'année précédente. Aux États-Unis, l'inflation de base est fondée sur l'indice de base des dépenses personnelles de consommation. Pour tous les autres pays et régions, l'inflation de base est fondée sur l'indice des prix à la consommation de base. Pour ce qui est de la politique monétaire américaine, les prévisions de Vanguard se rapportent à l'extrémité supérieure de la fourchette cible du Federal Open Market Committee. Le taux directeur de la Chine est le taux des prises de pension sur sept jours. Le taux neutre est le taux directeur d'équilibre, en vertu duquel aucune pression d'assouplissement ou de resserrement n'est exercée sur l'économie ou les marchés financiers.

Source : Vanguard.

Remarques concernant les distributions de rendement liées aux actifs

Les distributions de rendement liées aux actifs indiquées dans le présent document représentent l'opinion de Vanguard concernant la fourchette possible des primes de risque au cours des 10 prochaines années. Ces prévisions à long terme ne doivent pas être interprétées comme étant une opinion à court terme. Ces rendements à long terme possibles sont générés par le Vanguard Capital Markets Model^{MC} (VCMM) et sont conformes aux opinions collectives de notre Investment Strategy Group. Les primes de risque prévues – et l'incertitude entourant ces prévisions – comptent parmi les nombreuses données qualitatives et quantitatives utilisées dans la méthodologie de placement et le processus de constitution de portefeuille de Vanguard.

IMPORTANT : Les projections et les autres données générées par le VCMM en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. La distribution des rendements calculés par le VCMM provient de 10 000 simulations effectuées pour chaque catégorie d'actif modélisée. Les simulations sont en date du 8 novembre 2024. Les résultats tirés du modèle peuvent varier à chaque utilisation et dans le temps. Pour de plus amples renseignements, prière de voir la section intitulée « À propos du Vanguard Capital Markets Model » à la page 24.

Sommaire des perspectives mondiales

L'inflation mondiale a fortement ralenti au cours des deux dernières années et se rapproche désormais de 2 %. Toutefois, la trajectoire de la désinflation a été inégale entre les pays et les régions, la plupart des marchés développés ayant dû subir des ralentissements induits par la politique monétaire pour y parvenir. Les États-Unis font figure d'exception, ayant connu une accélération de la croissance économique et une situation de plein emploi sans effet perceptible de la politique monétaire restrictive.

Les États-Unis ont-ils accompli un atterrissage en douceur? Ou l'incidence des taux d'intérêt élevés finira-t-elle par entraîner un atterrissage brutal? Ces questions ont dominé le marché au cours des deux dernières années, l'accent étant mis sur la capacité de la Réserve fédérale américaine (la « Fed ») à synchroniser parfaitement le cycle de réduction des taux pour parvenir à une désinflation sans douleur.

Pourtant, l'accent mis sur l'« atterrissage » n'explique peut-être pas entièrement la combinaison de croissance exceptionnellement forte et de baisse de l'inflation à laquelle nous avons assisté aux États-Unis. Les forces qui l'expliquent laissent entrevoir un nouveau scénario pour l'économie et les marchés.

Dans nos perspectives pour 2025, nous adoptons un cadre axé sur les forces de l'offre qui ont façonné l'économie américaine. Il s'agit notamment d'une hausse de la productivité de la main-d'œuvre et de l'offre de main-d'œuvre. Les forces de l'offre expliquent mieux la dynamique positive de la croissance et de l'inflation. Les risques émergents, comme ceux liés aux politiques d'immigration, à la situation géopolitique ou aux droits de douane potentiels, entrent également plus naturellement dans ce cadre axé sur l'offre.

La résilience de l'économie américaine n'a pas été le fruit de la politique de la Fed

Dans un contexte de politique monétaire restrictive, l'économie américaine a profité d'une combinaison favorable de forte croissance du PIB réel, d'assouplissement des tensions sur les marchés de l'emploi et de baisse de l'inflation. Il pourrait être tentant d'attribuer cette chance à un « atterrissage en douceur » orchestré par la Fed. Toutefois, un examen plus approfondi donne à penser que cette interprétation n'est pas suffisante.

La robustesse persistante des États-Unis pourrait plutôt être attribuable à des facteurs fortuits liés à l'offre, notamment une croissance plus forte de la productivité et une hausse de la main-d'œuvre disponible. Une production élevée et une inflation

plus faible ne peuvent généralement coexister que lorsque les forces de l'offre sont aux commandes. Cette dynamique a modifié nos perspectives économiques de base pour les États-Unis et laisse entrevoir les principaux risques à l'horizon.

Bien que ces facteurs de croissance positifs liés à l'offre puissent se poursuivre en 2025, les risques émergents liés aux politiques, comme la mise en œuvre de droits de douane et le resserrement des politiques d'immigration, pourraient neutraliser les gains. Dans un tel scénario, la croissance du PIB réel des États-Unis passerait de son taux actuel d'environ 3 % à un taux plus proche de 2 %. Ces risques compensatoires liés aux politiques pourraient également accroître les pressions inflationnistes. Par conséquent, nous prévoyons que l'inflation de base restera supérieure à 2,5 % pendant la majeure partie de 2025. Même si nous nous attendons à ce que la Fed abaisse son taux directeur à 4 %, des réductions au-delà de ce taux s'avéreraient difficiles, car tout affaiblissement de la croissance nécessiterait d'être contrebalancé par une éventuelle reprise de l'inflation.

Moins de chance à l'extérieur des États-Unis

Les économies autres que celle des États-Unis ont eu moins de chance du côté de l'offre, et n'ont donc pas été en mesure d'obtenir la même combinaison de forte croissance et de réduction importante de l'inflation. Bien que l'inflation soit désormais près de sa cible dans la zone euro, cela s'est fait au prix d'une stagnation en 2023 et 2024, la faible demande extérieure, la baisse de la productivité et les effets persistants de la crise énergétique ayant freiné l'activité. La croissance devrait rester inférieure à la tendance l'an prochain, car le ralentissement des échanges mondiaux représente un risque important. On s'attend à ce que la Banque centrale européenne abaisse les taux en deçà du taux neutre, à 1,75 %, d'ici la fin de 2025.

En Chine, les décideurs ont encore du pain sur la planche, malgré leur changement de politique coordonné à la fin de 2024. La croissance devrait s'accroître au cours des prochains trimestres, à mesure que les conditions de financement s'assoupliront et que les mesures de relance budgétaire entreront en vigueur. Toutefois, des mesures plus décisives et plus musclées sont nécessaires pour surmonter l'intensification des difficultés externes, les problèmes structurels dans le secteur immobilier et la fragilité de la confiance des ménages et des entreprises. À long terme, nous demeurons moins optimistes que le consensus

à l'égard de la croissance chinoise, et nous prévoyons donc un nouvel assouplissement monétaire et budgétaire en 2025.

L'ère des valeurs sûres se poursuit, alors qu'un nouveau point de tension émerge

Même si les banques centrales assouplissent actuellement leur politique monétaire, nous demeurons d'avis que les taux directeurs se stabiliseront à des niveaux plus élevés que dans les années 2010. Ce contexte est propice à de solides rendements pour les liquidités et des titres à revenu fixe au cours de la prochaine décennie, mais les perspectives quant aux actions sont plus prudentes. Ce thème structurel reste valable même dans un scénario où les banques centrales abaissent brièvement les taux en deçà du taux neutre pour atténuer les fluctuations temporaires de la croissance. L'ère des valeurs sûres, caractérisée par des taux d'intérêt réels positifs, se poursuit.

Le défi en matière de placement est la tension croissante entre la vigueur et la surévaluation des actifs à risque. Les actifs dont les paramètres fondamentaux sont les plus solides présentent les valorisations relatives les plus élevées, et vice versa. Les risques économiques et politiques pour 2025 aideront à déterminer si le momentum ou les valorisations domineront les rendements des placements au cours de la prochaine année.

L'équilibre entre les risques favorise les obligations

La hausse des taux de départ a grandement amélioré le rapport risque-rendement des titres à revenu fixe. Les obligations sont toujours de retour. Au cours de la prochaine décennie, nous prévoyons des rendements annualisés couverts en dollars canadiens de 3,2 % à 4,2 % pour les obligations américaines et de 3,1 % à 4,1 % pour les obligations mondiales hors États-Unis. Ce point de vue reflète une normalisation graduelle des taux directeurs et des courbes de taux, même si d'importants risques subsistent à court terme.

Nous croyons que les taux sur l'ensemble de la courbe devraient rester au-dessus de 4 % aux États-Unis. Un scénario dans lequel les facteurs favorables générés par l'offre persistent soutiendra la croissance tendancielle et donc les taux réels. Par ailleurs, les risques émergents liés aux échanges mondiaux et aux politiques d'immigration maintiendraient également les taux à des niveaux élevés en raison de la hausse des attentes d'inflation. Ces risques doivent être équilibrés avec la possibilité qu'un choc de croissance, et tout assouplissement monétaire ou « ruée vers les valeurs refuges » qui en résulterait, entraîne une baisse significative des taux par rapport aux niveaux actuels.

Des taux de départ plus élevés, qui supposent un « mur de coupons », signifient que les rendements obligataires futurs sont moins exposés aux hausses modestes des taux. En fait, pour les investisseurs disposant d'un horizon de placement leur permettant de récupérer les versements de coupons, une nouvelle hausse des taux d'intérêt améliorerait leur rendement total malgré quelques difficultés à court terme. Nous continuons de croire que les titres à revenu fixe jouent un rôle important dans la stabilité des portefeuilles à long terme. Le principal risque de baisse pour les obligations concerne également les actions, à savoir une hausse des taux à long terme en raison de la poursuite des dépenses liées au déficit budgétaire ou de la disparition de l'effet positif de l'offre. Ce sont ces dynamiques que nous suivons de très près.

Exubérance rationnelle ou irrationnelle : seul le temps nous le dira

Les actions américaines ont généralement produit de solides rendements au cours des dernières années. L'année 2024 ne fait pas exception, la croissance des bénéfices et les ratios cours/bénéfice ayant dépassé les attentes. Les investisseurs doivent se poser la question suivante : « À quoi peut-on s'attendre? ».

À notre avis, les valorisations aux États-Unis sont élevées, mais pas aussi élevées que le laissent entendre les paramètres traditionnels. Malgré la hausse des taux d'intérêt, de nombreuses grandes sociétés se sont mises à l'abri du resserrement de la politique monétaire en négociant de faibles coûts de financement à l'avance. Plus important encore, le marché se concentre de plus en plus dans les secteurs axés sur la croissance, comme les technologies, qui soutiennent la hausse des valorisations.

Néanmoins, la probabilité que nous soyons au milieu d'un boom de la productivité favorable aux valorisations, comme au milieu des années 1990, doit être contrebalancée par la possibilité que le contexte actuel soit plus semblable à celui de 1999. Dans le second scénario, une évolution économique négative pourrait mettre en évidence la vulnérabilité des valorisations boursières actuelles.

Bien que la médiane de nos perspectives de rendement aux États-Unis pour la prochaine décennie semble prudente (1,6 % à 3,6 %), l'éventail des issues possibles est large et les valorisations sont rarement un bon outil d'anticipation du marché. En fin de compte, des valorisations de départ élevées feront baisser les rendements à long terme. Toutefois, l'histoire montre que, en l'absence d'un choc économique ou de la croissance des bénéfices, les rendements du marché boursier américain peuvent continuer de défier le poids des valorisations à court terme.

Les valorisations des marchés boursiers autres qu'américains sont plus intéressantes. Nous pensons que cela pourrait se poursuivre, car ces économies sont probablement les plus exposées à l'accroissement des risques économiques et politiques à l'échelle mondiale. Les différences entre les ratios cours/bénéfices à long terme sont le principal facteur de rendement relatif sur plus de cinq ans. Au cours de la prochaine décennie, nous nous attendons à ce que les actions des marchés développés hors États-Unis et des marchés émergents dégagent des rendements respectifs de 6,0 % à 8,0 % et de 4,0 % à 6,0 %. Toutefois, la croissance économique et les bénéfices sont plus importants à court terme. Au cours des dernières années, la croissance obstinément décevante des économies et des bénéfices à l'extérieur des États-Unis a fait en sorte que les rendements des actions mondiales hors États-Unis ont été modérés par rapport au rendement remarquable du marché américain. Au sein des marchés émergents, la Chine

est la seule raison pour laquelle les valorisations sont inférieures à la juste valeur, mais les risques d'une intensification des tensions commerciales et de mesures de relance budgétaire insuffisantes en Chine constituent des obstacles supplémentaires.

IMPORTANT : Les projections et les autres données générées par le VCMM en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. La distribution du rendement calculé par le VCMM est tirée de 10 000 simulations effectuées pour chaque catégorie d'actif modélisée. Les simulations sont en date du 8 novembre 2024. Les résultats tirés du modèle peuvent varier à chaque utilisation et dans le temps. Pour en savoir davantage, veuillez vous reporter à la page 24.

Allons droit au but : le cycle d'assouplissement mondial bat son plein

Après deux ans de reculs marqués de l'inflation dans les marchés développés, les banques centrales se rapprochent enfin de leurs cibles d'inflation de 2 %. Convaincus que l'inflation est maîtrisée et que les perspectives de croissance économique mondiale sont stables, les décideurs ont commencé à abaisser les taux d'intérêt. Le cycle d'assouplissement mondial battra son plein en 2025, à mesure que les banques centrales assoupliront graduellement leurs politiques monétaires restrictives.

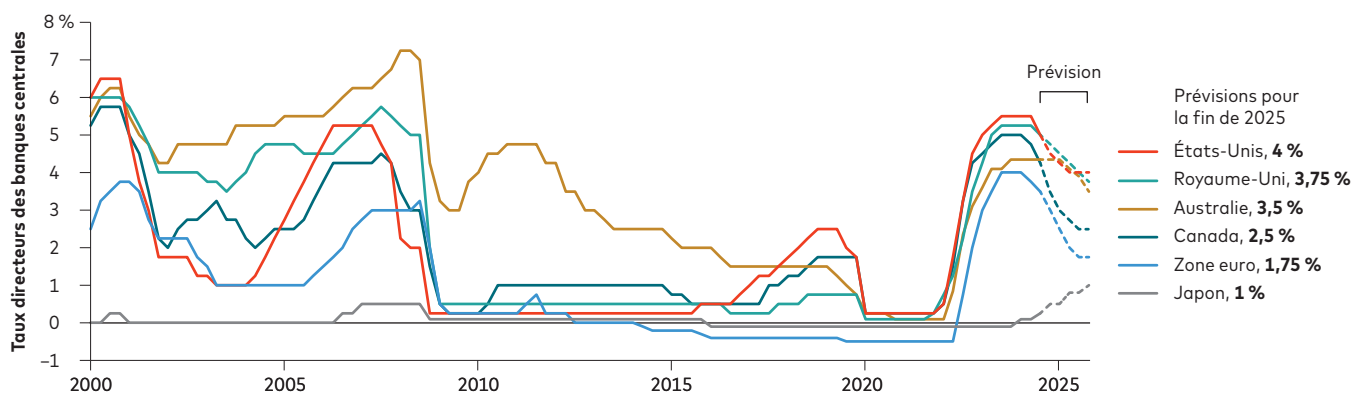
Malgré des progrès importants par rapport à l'inflation aux États-Unis, nous nous attendons à ce que l'inflation de base demeure supérieure à 2 % tout au long de 2025 en raison de l'inflation persistante des coûts du logement et des services. La Réserve fédérale américaine fera probablement preuve de prudence à l'égard de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire. Selon notre scénario de base, les taux directeurs passeront à 4 % d'ici la fin de l'année, mais les risques tendent vers un regain des pressions inflationnistes. En cas de rebond de l'inflation, la Fed devrait ralentir son rythme d'assouplissement ou potentiellement faire marche arrière.

Dans la zone euro, de solides progrès en matière d'inflation ont été réalisés en 2023 et 2024, mais au détriment de la croissance économique. Comme la

croissance devrait rester inférieure à la tendance l'an prochain, nous nous attendons à ce que la Banque centrale européenne abaisse les taux sous la barre des 2 % d'ici la fin de 2025. Les difficultés de l'Australie face à l'inflation persistante maintiendront probablement les taux à des niveaux élevés en 2025, tandis que le Canada devrait réduire rapidement les taux plus élevés pour stimuler la croissance anémique. En Chine, les mesures de relance pourraient stimuler l'économie à court terme, mais des mesures budgétaires et monétaires rigoureuses seront nécessaires pour surmonter les obstacles structurels à la croissance. Le Japon fera probablement exception; l'économie s'y est raffermie et les taux pourraient passer à 1 % d'ici la fin de l'année.

Même si les banques centrales assouplissent leurs politiques monétaires, nous croyons que les taux directeurs se stabiliseront à des niveaux plus élevés que dans les années 2010. Ce thème structurel tient même si les banques centrales abaissent les taux sous le niveau neutre à court terme afin d'atténuer les préoccupations temporaires à l'égard de la croissance. L'ère des valeurs sûres (caractérisée par des taux d'intérêt réels positifs) se poursuivra, jetant les bases pour de solides rendements des liquidités et des titres à revenu fixe au cours de la prochaine décennie.

La plupart des taux directeurs devraient baisser, mais se maintenir néanmoins au-dessus de l'inflation



Remarques : Le graphique montre les taux directeurs nominaux des banques centrales pour chaque trimestre jusqu'au 4 novembre 2024 et les prévisions subséquentes. La plupart des grandes banques centrales ont des taux d'inflation cibles d'environ 2 %.

Sources : Calculs de Vanguard, à partir de données obtenues de Macrobond, au 4 novembre 2024.

Résilience économique des États-Unis : un contexte favorable pour l'offre

La désinflation aux États-Unis a été, jusqu'à présent, relativement indolore. Au cours des deux dernières années, l'inflation annuelle est passée de 6,7 % à 2,1 %¹. Par ailleurs, l'économie a progressé d'environ 3 % en 2023, et nous nous attendons à ce qu'elle affiche un taux de croissance légèrement supérieur à 2 % en 2024 et 2025. Le marché de l'emploi n'a fléchi que légèrement.

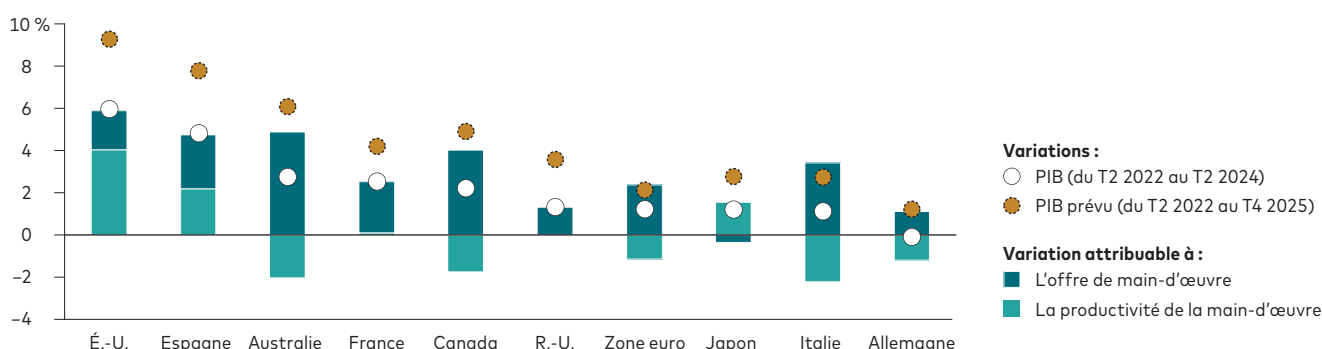
Cette résilience est principalement attribuable aux développements positifs du côté de l'offre, y compris la forte croissance de la productivité et la hausse de la main-d'œuvre disponible. Entre le deuxième trimestre de 2022 et le deuxième trimestre de 2024, la productivité a augmenté de 4 % et l'offre de main-d'œuvre, de 1,8 %². Une telle vigueur du côté de l'offre explique à la fois la forte progression de l'inflation et l'effet ténu de la politique monétaire restrictive sur la croissance.

Comme le montre le graphique, d'autres économies développées ont eu moins de chance. Bien que la plupart des pays aient connu une forte croissance de l'offre de main-d'œuvre au cours des deux dernières années, la croissance de la productivité a été très faible, notamment en Australie, au Canada, en Italie et en Allemagne. L'Espagne fait exception, car sa productivité a connu une forte croissance.

Trois raisons pourraient expliquer cet écart de productivité entre les États-Unis et les autres économies développées. Premièrement, l'essor de nouvelles entreprises aux États-Unis a connu une forte croissance pendant la pandémie, en particulier dans les secteurs de la haute technologie, ce qui a stimulé l'innovation. Deuxièmement, même si les États-Unis ont connu une hausse du taux de chômage en raison de la pandémie, le retour à la tendance a été rapide, car les travailleurs ont été réaffectés à des emplois plus productifs. Dans d'autres économies, les mises à pied ont empêché les réaffectations qui auraient amélioré la productivité. Enfin, la politique budgétaire expansionniste des États-Unis a contribué à stimuler la productivité dans des secteurs ciblés, comme les semi-conducteurs et les technologies de l'information, tandis que la politique budgétaire a été moins expansionniste ailleurs.

Même s'il se peut que ces facteurs positifs liés à l'offre continuent de stimuler la croissance aux États-Unis en 2025, les risques émergents liés aux politiques, comme la mise en œuvre de tarifs douaniers et le resserrement des politiques d'immigration, pourraient, en revanche, avoir un effet négatif sur l'offre et accroître les pressions inflationnistes.

Variation cumulative du PIB depuis le deuxième trimestre de 2022



Remarques : Les barres montrent la variation cumulative attribuable à l'offre de main-d'œuvre (mesurée selon le nombre d'heures travaillées) et à la productivité de la main-d'œuvre (mesurée selon la production par heure travaillée) entre le deuxième trimestre de 2022 et le deuxième trimestre de 2024. Les points blancs représentent la variation cumulative du PIB de chaque économie entre le deuxième trimestre de 2022 et le deuxième trimestre de 2024. Les points dorés représentent la variation cumulative prévue du PIB pour chaque économie entre le deuxième trimestre de 2022 et le quatrième trimestre de 2025.

Sources : Calculs de Vanguard, fondés sur des données de Bloomberg, du Bureau of Economic Analysis des États-Unis, d'Eurostat, du Bureau of Statistics d'Australie, de Statistique Canada, de l'Economic and Social Research Institute (Japon), de l'Office for National Statistics, de la Banque centrale européenne, le U.S. Bureau of Labor Statistics et de CEIC, au 30 octobre 2024.

¹ Selon l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (DPC), au 30 septembre 2024.

² Calculs fondés sur le nombre total d'heures travaillées.

Ce que l'histoire nous a appris : ne pas négliger les possibles surprises que peut nous réserver l'offre

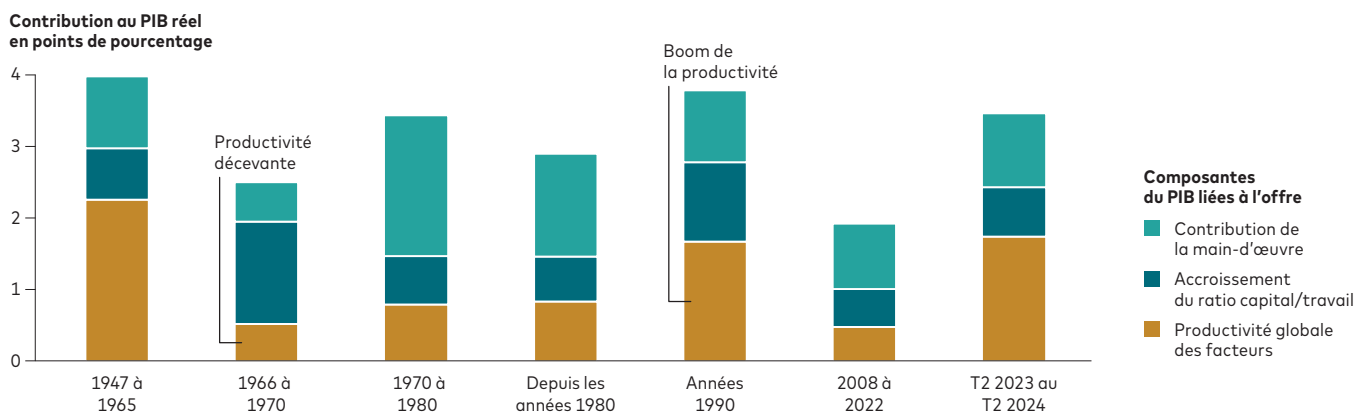
Dans le passé, à la suite des cycles de resserrement de la politique monétaire, les économies ont connu des périodes turbulentes dont bon nombre se sont terminées par des ralentissements économiques³. Même si les mesures prises relativement à la politique monétaire et les chocs externes, qu'il s'agisse d'événements géopolitiques ou de guerres, ont fortement influencé ces conditions, les changements imprévus de l'offre dans une économie ne peuvent être négligés. Les surprises du côté de l'offre ont souvent décontenancé les décideurs, car ces changements sont difficiles à mesurer en temps réel.

À la fin des années 1960, par exemple, la Réserve fédérale a connu des difficultés au début d'un cycle d'assouplissement. Lorsque les conditions de productivité favorables ont disparu, l'inflation a bondi dans un contexte de croissance économique. Cette situation a incité la Fed à relever de nouveau les taux de façon énergique, ce qui a alimenté une récession douloureuse. Un changement inattendu de l'offre a compliqué la capacité de la Fed à maintenir sa croissance sans accélérer l'inflation.

La fin des années 1990 incarne toutefois l'exemple classique d'un atterrissage en douceur réussi⁴. Malgré une certaine faiblesse initiale, lorsque la Fed a commencé à relever les taux d'intérêt à la fin de 1993, les gains de productivité (en particulier ceux attribuables aux progrès technologiques) ont gagné en vitesse, ce qui a aidé à protéger l'économie. Cette hausse de la productivité a permis à la Fed de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux plus élevés sans freiner la croissance économique ni alimenter l'inflation. En fin de compte, la Fed a reconnu des conditions favorables du côté de l'offre et a pu soutenir la croissance de l'économie dans un contexte de faible inflation.

Au cours des deux dernières années, l'économie américaine a trouvé un bon équilibre entre une forte croissance, un faible taux de chômage et un ralentissement de l'inflation. Nous attribuons ces conditions aux dynamiques récentes favorables à l'offre, y compris une hausse de la productivité et de la main-d'œuvre disponible. Comme lors des périodes précédentes, la façon dont ces conditions évolueront à partir de maintenant et la capacité des décideurs à les reconnaître joueront un rôle déterminant dans la trajectoire de l'économie en 2025.

Les forces associées à l'offre ont été favorables à la majeure partie de l'économie américaine lors de ses divers cycles



Remarques : Toutes les variables sont des variations en pourcentage à un taux annualisé. La contribution de la main-d'œuvre est le temps que les gens consacrent à la production de biens et de services. L'accroissement du ratio capital/travail est le ratio du capital par rapport à la main-d'œuvre. La productivité globale des facteurs est le ratio de la production globale par rapport aux intrants globaux.

Source : Calculs de Vanguard à partir de données de la Federal Reserve Bank of San Francisco, au 30 juin 2024.

³ Alan S. Blinder. « Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022 ». *Journal of Economic Perspectives*, hiver 2023. pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.37.1.101.

⁴ Philip N. Jefferson. « Philip N. Jefferson: Is This Time Different? Recent Monetary Policy Cycles in Retrospect ». Banque des règlements internationaux, 22 février 2023. bis.org/review/r240223a.htm.

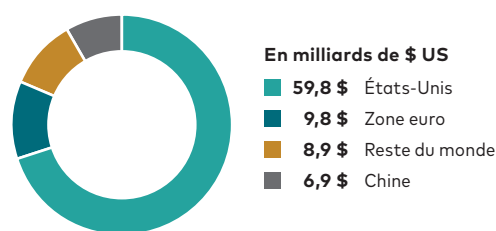
Intelligence artificielle : le potentiel de transformation est présent, mais il sera trop tôt en 2025 pour une forte croissance de la productivité

L'enthousiasme suscité par l'intelligence artificielle (IA) et son potentiel de transformation de l'économie mondiale est justifié, mais son adoption à grande échelle ne se fera pas du jour au lendemain. Lorsque de nouvelles technologies émergent, les entreprises peuvent mettre des années, parfois des décennies, à trouver des applications commerciales rentables pour elles et à constater une amélioration de leur productivité. Même si nous nous attendons à ce que l'adoption de l'IA soit relativement plus rapide que les innovations précédentes (une caractéristique courante des technologies numériques), une croissance importante de la productivité découlant de l'utilisation de l'IA ne surviendra probablement pas avant la fin des années 2020, même dans notre scénario le plus optimiste.

Bien qu'il existe une incertitude considérable quant à la façon dont les technologies et les attitudes sociales à l'égard de l'IA évolueront au cours des prochaines années, nous estimons que dans les économies développées, environ 30 % des heures de travail actuelles sont consacrées à des tâches qui seront effectuées par l'IA dans 20 ans. Contrairement aux craintes qu'inspirent les scénarios dystopiques, il n'en résultera pas un taux de chômage de 30 %, car bon nombre de ces heures de travail seront réaffectées à d'autres tâches moins sensibles à l'IA.

Les courbes d'adoption de l'IA et son importance économique varieront d'un pays à l'autre, mais les premiers indicateurs laissent entrevoir une position de chef de file avantageuse pour les États-Unis, ce que les marchés financiers ont remarqué. Selon notre estimation du déplacement des tâches liées à l'IA, nous nous attendons à ce que l'économie américaine progresse à un taux réel de 3,1 % entre 2028 et 2040, et que près de la moitié de cette croissance soit attribuable à l'IA. Dans un scénario moins optimiste où les technologies de l'IA n'offriraient qu'une amélioration minimale par rapport aux capacités actuelles, les avantages seraient insuffisants pour surmonter les déficits croissants des gouvernements et la croissance économique serait d'environ 1 % par année.

Les États-Unis mènent le bal de l'IA

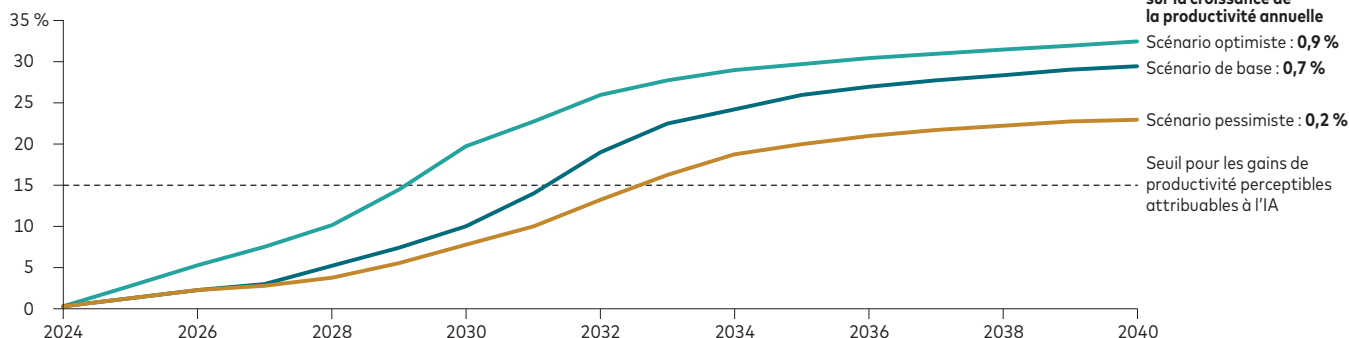


Remarques : Le graphique montre les placements privés dans l'IA en 2023 et ne comprend que les sociétés qui ont reçu des investissements de plus de 1,5 million de dollars. Les données sous-estiment probablement les placements mondiaux dans l'IA, car elles ne tiennent compte que des opérations de placements privés.

Source : Calculs de Vanguard à partir des données de Our World in Data, du rapport *AI Index Report 2024* de l'Université Stanford et du U.S. Bureau of Labor Statistics, au 31 décembre 2023.

Un boom de l'IA en 2025 nécessiterait une adoption commerciale rapide

Déplacement des tâches vers l'IA
(heures de travail brutes économisées en adoptant l'IA)



Sources : Calculs de Vanguard, selon les données d'O*NET, du U.S. Bureau of Labor Statistics et du Congressional Budget Office, au 30 juin 2024.

Canada : la baisse des taux d'intérêt devrait avantager les ménages... mais plus tard

Pour en savoir plus sur notre point de vue sur l'économie canadienne en 2025, lisez nos Perspectives 2025 pour le Canada.

Après que l'un des cycles de hausses de taux les plus énergiques de l'histoire a contribué à ramener l'inflation plus près de la cible de la Banque du Canada (BdC), cette dernière s'est recentrée sur la croissance, ce qui a conduit à un début d'assouplissement de la politique monétaire. Les ménages et les entreprises ont ressenti les effets de la hausse des taux d'intérêt, car le revenu disponible des ménages consacré aux paiements d'intérêts sur les prêts et les prêts hypothécaires a atteint son plus haut niveau depuis les années 1990.

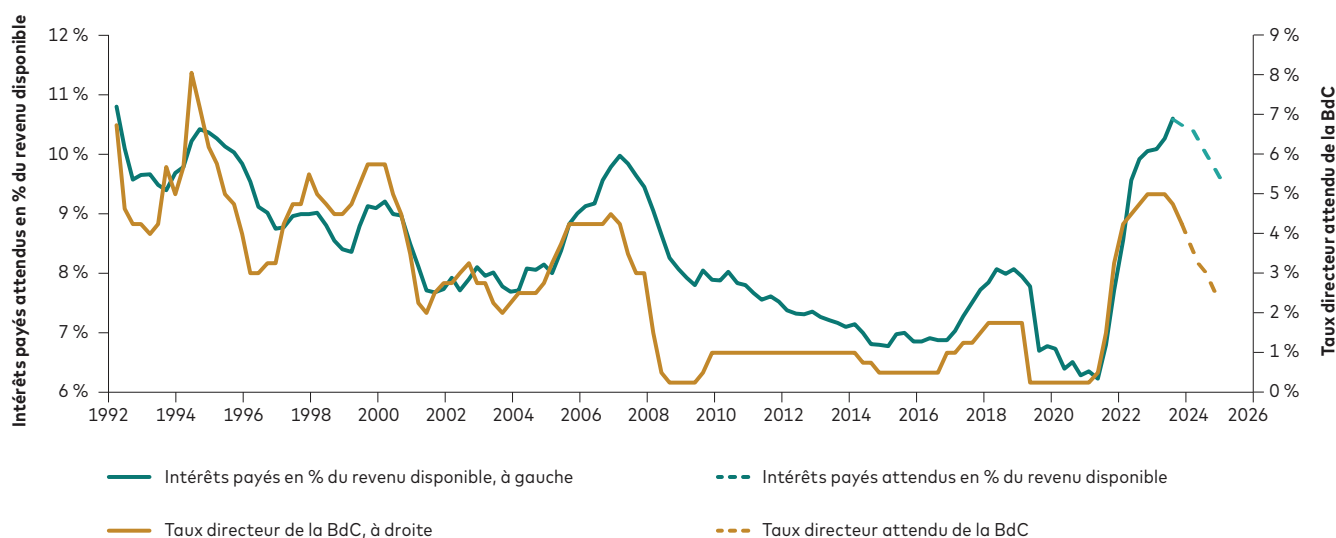
L'assouplissement de la politique monétaire est un signe bienvenu pour les consommateurs et les ménages. Plus de quatre millions de prêts hypothécaires devraient être renouvelés au cours des deux prochaines années, et la plupart de ces propriétaires sont immobilisés à de faibles taux depuis 2021 et 2022. Étant donné que les Canadiens contractent habituellement des prêts hypothécaires de 5 ans ou moins, les ménages sont plus sensibles aux changements de taux d'intérêt. Dans le passé, il y a eu une forte relation entre les taux directeurs et les paiements d'intérêts sur les prêts en pourcentage

du revenu disponible. Toutefois, il y a un décalage avant que les variations des taux d'intérêt se répercutent sur l'économie réelle. Nous nous attendons à ce que les ménages commencent à ressentir les effets de la baisse des taux d'intérêt au deuxième semestre de 2025.

Nous continuons de penser que la BdC poursuivra l'assouplissement de sa politique monétaire jusqu'en 2025, mais les taux devraient se stabiliser à un niveau plus élevé qu'après la crise financière mondiale. Nous prévoyons que le taux final s'établira entre 2,25 % et 2,5 %, soit près de la limite inférieure de la fourchette neutre estimative.

Comme les paiements d'intérêts seront moins élevés, la part consacrée aux frais de financement devrait diminuer, ce qui en laissera plus pour l'épargne et les dépenses des ménages. L'augmentation des dépenses devrait stimuler la croissance au Canada. Toutefois, le ralentissement de la croissance de la population attribuable à la récente réduction des cibles d'immigration pourrait neutraliser ce gain. Par conséquent, malgré une politique monétaire favorable, nous nous attendons à ce que la croissance du Canada demeure inférieure à la tendance l'an prochain.

Intérêts versés en pourcentage du revenu disponible par rapport au taux directeur de la BdC



Sources : Refinitiv et calculs de Vanguard.

États-Unis : résilience et rééquilibrage

À sa réunion de septembre 2024, la Réserve fédérale américaine a procédé à une première baisse des taux d'intérêt au cours du présent cycle, reconnaissant les progrès vers le rétablissement de la stabilité des prix. En effet, l'économie américaine a trouvé un bon équilibre entre une forte croissance du PIB, un faible taux de chômage et un ralentissement de l'inflation. Nous attribuons cette conjoncture à la récente dynamique de l'offre (main-d'œuvre et productivité) qui a façonné le paysage économique au cours des deux dernières années. Compte tenu de ces conditions et de l'évolution de la politique monétaire, la Fed devra rajuster ses prévisions actuelles quant à la mesure dans laquelle elle doit ou peut abaisser les taux directeurs.

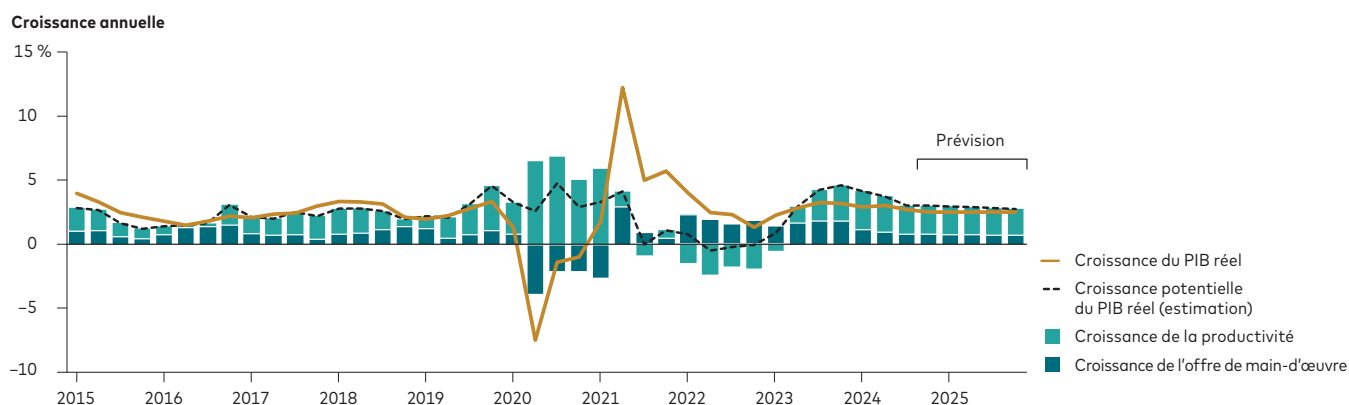
Nous prévoyons que la croissance restera solide en 2025, soutenue par une politique monétaire moins restrictive ainsi que par des facteurs favorables à la productivité, de sorte que nous avons revu à la hausse notre estimation de la croissance potentielle. Nous prévoyons une croissance du PIB de 2,1 %, ce qui témoigne d'un léger ralentissement découlant des changements potentiels apportés aux politiques en matière de commerce et d'immigration.

La dynamique de l'offre de main-d'œuvre, en particulier la politique d'immigration, sera un facteur clé qui influera sur la trajectoire du marché américain de l'emploi en 2025. La solidité des données fondamentales macroéconomiques, le vieillissement de la main-d'œuvre du pays et le resserrement des politiques d'immigration pourraient tous contribuer à un resserrement potentiel du marché de l'emploi. Même si les embauches ont ralenti au cours des derniers mois, nous nous attendons à ce que le taux de chômage demeure dans une fourchette légèrement supérieure à 4 %. Une contraction pure et simple de la main-d'œuvre disponible est un risque qui pourrait raviver l'inflation des salaires dans les secteurs des services et de la construction.

Nous nous attendons à ce que l'inflation de base demeure près de 2,5 % en 2025, ce qui est supérieur à la cible de 2 % de la Fed, en raison de la vigueur de l'économie et des effets inflationnistes potentiels des nouvelles politiques en matière d'immigration et de commerce.

En réaction, la Fed devra s'ajuster à ces politiques et reconsidérer la probabilité qu'un taux directeur neutre s'établisse à un taux supérieur à sa prévision actuelle de 2,9 %. Nous nous attendons à une réponse plus prudente en 2025 et, par conséquent, à ce que le taux demeure à 4 % ou dépasse ce seuil avant la fin de l'année.

La croissance de la productivité devrait soutenir la vigueur des États-Unis



Sources : Calculs de Vanguard à partir des données de la Federal Reserve Bank of St. Louis, au 30 septembre 2024.

Zone euro : le taux directeur passera sous le niveau neutre pour soutenir l'économie

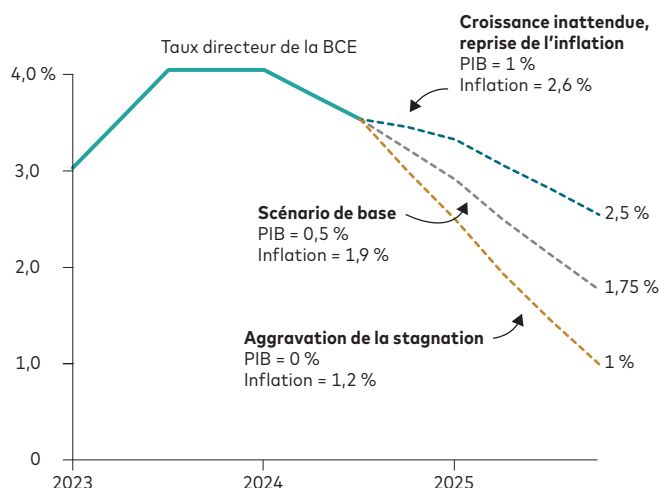
La zone euro s'est légèrement redressée en 2024, après une année de stagnation en 2023. Toutefois, les préoccupations à l'égard de la croissance demeurent importantes. Le secteur manufacturier fait toujours face à des difficultés en raison des effets persistants de la crise énergétique et de l'affaiblissement de la demande extérieure. Le secteur des services ralentit aussi en raison des politiques budgétaires et monétaires restrictives. Nous nous attendons à ce que la zone euro continue de connaître une croissance inférieure à la tendance, le ralentissement des échanges mondiaux représentant un risque clé.

La désinflation a été marquée et rapide. Depuis l'atteinte d'un sommet de 10,6 % en octobre 2022, l'inflation annuelle a chuté de plus de 8 points de pourcentage, s'établissant à 2,0 % en octobre 2024. L'inflation de base demeure légèrement élevée en raison du ralentissement de la composante des services. Toutefois, comme la croissance anémique devrait se poursuivre l'an prochain, nous nous attendons à ce que l'inflation globale et l'inflation de base terminent 2025 sous la barre des 2 %.

La Banque centrale européenne (BCE) poursuivra l'assouplissement de sa politique. Nous nous attendons à ce que le taux directeur tombe sous le niveau neutre en 2025 et qu'il termine l'année à 1,75 %. Les risques qui pèsent sur ces perspectives sont orientés à la baisse. Une intensification marquée des tensions commerciales et un ralentissement important de la croissance mondiale entraîneraient probablement un assouplissement de la politique monétaire.

En rétrospective, la croissance de la zone euro en 2023 et 2024 a été difficile, principalement en raison de la très faible croissance de la productivité. Il est essentiel pour les perspectives à long terme de trouver comment redonner de l'élan à la productivité. Les avancées de l'intelligence artificielle et le désir exprimé par les gouvernements de réduire les formalités administratives sont encourageants. En 2025 et 2026, nous prévoyons une modeste reprise de la croissance de la productivité et un ralentissement de la croissance des heures travaillées.

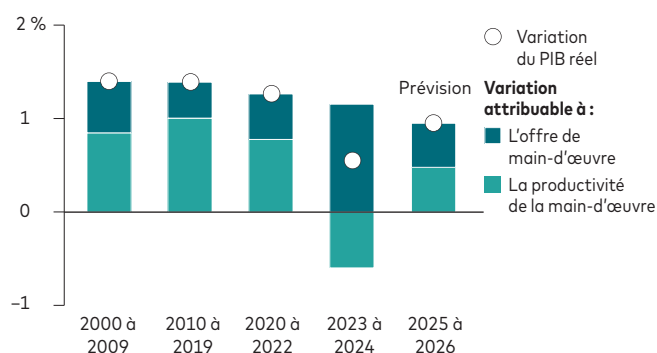
Le taux directeur de la BCE diminuera, mais de combien?



Remarques : Le graphique montre le taux directeur de la BCE à la fin de chaque trimestre jusqu'en septembre 2024, puis sa trajectoire prévue jusqu'à la fin de 2025 selon trois scénarios : notre scénario de base, une baisse inattendue et une hausse inattendue. « PIB » fait référence à la croissance annuelle du PIB pour 2025, et « Inflation » fait référence à l'inflation de base à la fin de 2025.

Sources : Calculs de Vanguard à partir de données obtenues de la BCE, au 30 septembre 2024.

La baisse de la productivité de la main-d'œuvre a freiné la croissance au cours des dernières années



Remarques : Le graphique montre la croissance annualisée moyenne du PIB réel, la productivité de la main-d'œuvre (mesurée en fonction de la production par heure travaillée) et l'offre de main-d'œuvre (mesurée en fonction des heures travaillées) pour différentes périodes. Des prévisions ont été utilisées pour les périodes après le troisième trimestre de 2024.

Sources : Calculs de Vanguard, à partir de données obtenues de la BCE, au 30 septembre 2024.

Royaume-Uni : l'assouplissement budgétaire ravivera la croissance en 2025

Après une fin d'année 2023 terne, l'économie du Royaume-Uni s'est redressée en 2024. Toutefois, la croissance a été décevante. Contrairement aux États-Unis, les éléments favorables à l'offre au Royaume-Uni, en particulier la productivité, ont été faibles.

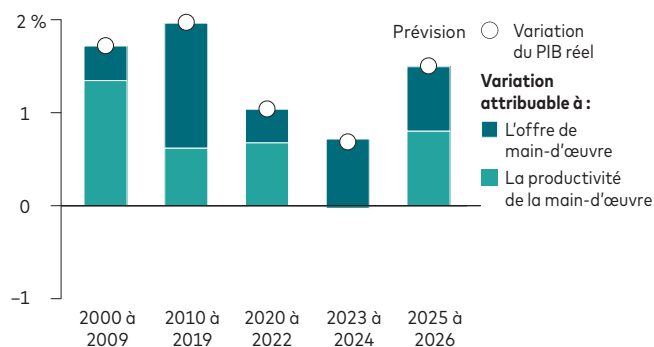
En 2025, la croissance au Royaume-Uni devrait s'accélérer et surpasser son potentiel grâce aux mesures de relance budgétaire. Le budget d'automne annoncé en octobre 2024 représente le plus important effort d'assouplissement budgétaire depuis des décennies, en excluant la pandémie de COVID-19, et une grande partie des dépenses devraient être réalisées en 2025 et 2026. Cet assouplissement survient malgré une hausse importante des impôts. Le rôle du gouvernement dans l'économie prend de l'ampleur.

Par ailleurs, d'importants progrès ont été réalisés en matière d'inflation. L'inflation de base, qui exclut les prix des aliments et de l'énergie, est passée d'un taux annuel de 7,1 % en mai 2023 à 3,3 % en octobre 2024. Nous nous attendons à ce que les progrès soient plus lents en 2025. L'inflation dans le secteur des services demeure élevée et plus persistante, et les mesures d'assouplissement budgétaire soutiendront la demande. L'intensification des tensions liées aux échanges mondiaux pose également un risque d'inflation. L'inflation de base devrait avoisiner 2,4 % d'ici la fin de l'année.

La Banque d'Angleterre continuera de réduire progressivement les taux d'intérêt en 2025. Nous nous attendons à ce que le taux directeur termine l'année 2025 à 3,75 %, ce qui demeure supérieur à notre taux neutre estimatif.

Au cours des deux prochaines années, nous nous attendons à ce que la croissance de la productivité revienne à un taux plus près de la moyenne depuis 2010, grâce aux investissements publics supplémentaires annoncés dans le budget de l'automne. Le cas échéant, un tel taux serait tout de même inférieur à la croissance de la productivité observée dans les années 2000. Les données sur la croissance de l'offre de main-d'œuvre en 2025 et 2026 devraient demeurer largement semblables à celles de 2023 et 2024.

La stagnation de la productivité de la main-d'œuvre a freiné la croissance au cours des dernières années



Remarques : Le graphique montre la croissance annualisée moyenne du PIB réel, la productivité de la main-d'œuvre (mesurée en fonction de la production par heure travaillée) et l'offre de main-d'œuvre (mesurée en fonction des heures travaillées) pour différentes périodes. Des prévisions ont été utilisées pour les périodes après le troisième trimestre de 2024.

Sources : Calculs de Vanguard à partir des données de Bloomberg et de l'Office for National Statistics, au 30 septembre 2024.

Chine : encore du travail à faire au lendemain d'un changement de politique

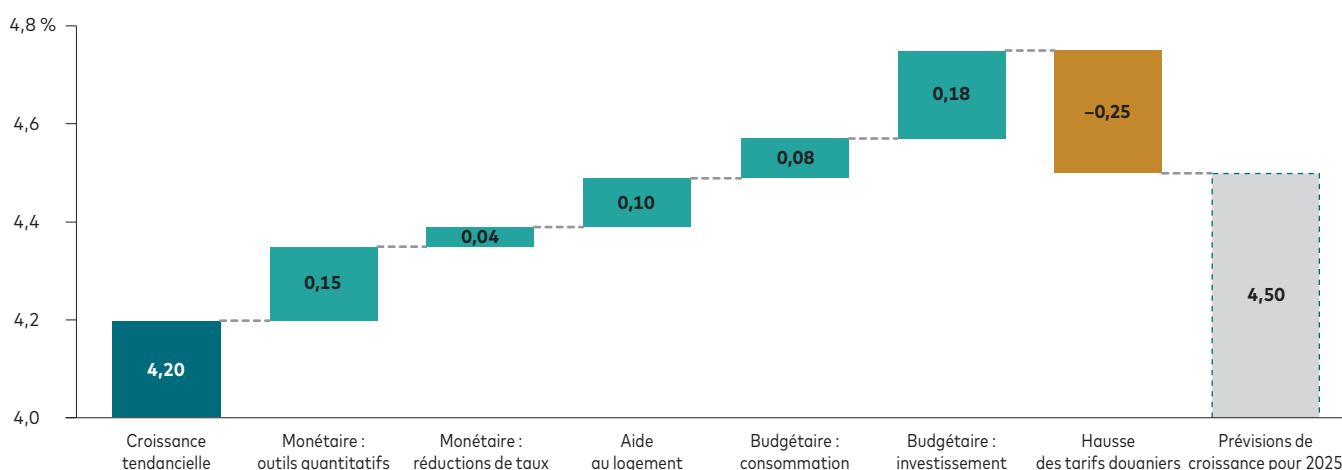
Malgré la résilience des activités manufacturières et d'exportation de la Chine, la faiblesse de la demande intérieure a entraîné un changement de politique monétaire coordonné à la fin de 2024, qui comprend des mesures d'assouplissement monétaire et un programme énergique de restructuration de la dette des gouvernements locaux. Bien que ces interventions ravivent la confiance et atténuent les risques pour la croissance et la stabilité financière, une initiative budgétaire plus décisive sera nécessaire pour amorcer une reprise d'envergure et pour raviver la confiance ainsi que les dépenses du secteur privé.

Même si la croissance à court terme pourrait s'améliorer, nous nous attendons à ce que la croissance du PIB pour l'ensemble de l'année ralentisse à 4,5 % en 2025 en raison de difficultés structurelles et externes persistantes, notamment le repli prolongé du marché de l'habitation, l'accentuation des déséquilibres entre l'offre et la demande et l'évolution des échanges mondiaux. Nous nous attendons à ce que les hausses graduelles des tarifs douaniers aux États-Unis aient une incidence légèrement négative sur la croissance comparativement à l'incidence des tarifs douaniers en 2018 et 2019. De plus, nous prévoyons que les décideurs y réagiront en adoptant des mesures de relance plus étoffées pour atténuer le risque de baisse.

D'autres mesures d'assouplissement monétaire, y compris des réductions des taux d'intérêt et du ratio des réserves obligatoires, devraient contrebalancer les pressions déflationnistes persistantes. Même si nous prévoyons une légère poussée inflationniste causée par la dépréciation de la monnaie en réaction à la hausse des tarifs douaniers, son ampleur reste limitée. Par ailleurs, le soutien des politiques axées sur l'offre jusqu'à présent a renforcé la boucle de rétroaction négative entre la faiblesse de la demande et les bas prix, ce qui a élargi l'écart entre la croissance réelle et la croissance nominale. Par conséquent, l'ampleur et la nature des mesures de relance (soit celles qui offrent un soutien accru aux consommateurs) sont essentielles pour briser ce cycle.

Néanmoins, les mesures de relance cycliques ne sont pas suffisantes sans réformes structurelles, compte tenu du ralentissement de la croissance tendancielle. Contrairement aux banques centrales de la plupart des marchés développés qui maintiennent les taux d'intérêt à des niveaux élevés pendant plus longtemps, la Chine préférera probablement les maintenir bas pendant plus longtemps au cours des prochaines années.

Les mesures de relance de la Chine seront partiellement contrebalancées par des hausses des tarifs douaniers



Remarques : Le graphique montre l'incidence prévue de chaque mesure de relance sur la croissance du PIB en 2025. Les outils quantitatifs monétaires comprennent le ratio des réserves obligatoires et d'autres véhicules d'octroi de liquidité ciblés. Les mesures de relance budgétaire visant la consommation et les investissements comprennent des outils budgétaires comme l'émission ciblée d'obligations gouvernementales locales.

Sources : Calculs de Vanguard à partir des données du ministère des Finances, de la Banque populaire de Chine et de CEIC, au 12 novembre 2024.

Japon : la Banque du Japon poursuivra son cycle d'augmentation progressive des taux

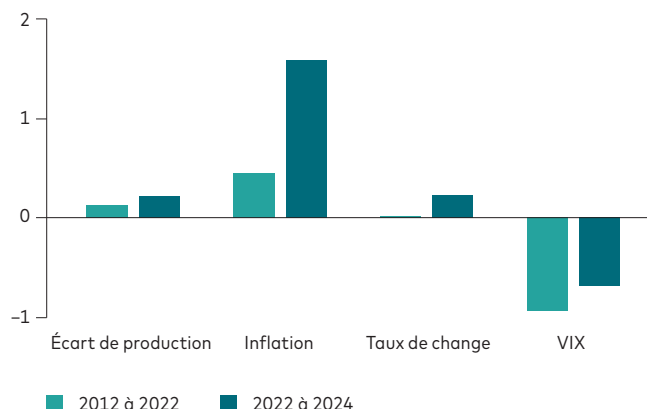
En 2024, en raison des pressions inflationnistes persistantes, la Banque du Japon (la « BdJ ») a relevé les taux d'intérêt pour la première fois en 18 ans. En 2025, nous nous attendons à ce que la BdJ continue de normaliser progressivement sa politique monétaire, à mesure que l'activité économique se redressera et que l'inflation se maintiendra.

Nous nous attendons également à ce que l'économie japonaise revienne à un taux de croissance supérieur à 1 % en 2025, son principal moteur étant passé des exportations à la reprise de la demande intérieure. Les risques liés à l'économie mondiale pourraient accroître l'incertitude, comme les tarifs douaniers américains qui risquent de compenser les mesures de relance de la Chine, mais leur incidence globale sur le Japon sera probablement limitée.

En ce qui a trait à l'inflation, la croissance soutenue des salaires attribuable à la vigueur des bénéfices des sociétés et aux pénuries structurelles de main-d'œuvre devrait soutenir une reprise de la consommation intérieure et maintenir l'inflation de base à environ 2 % en 2025. Plus important encore, un cercle vertueux des salaires et de l'inflation continuera de se raffermir (une évolution positive après des décennies de stagnation de l'économie et des marchés), ce qui pourrait justifier de nouvelles hausses de taux de la BdJ.

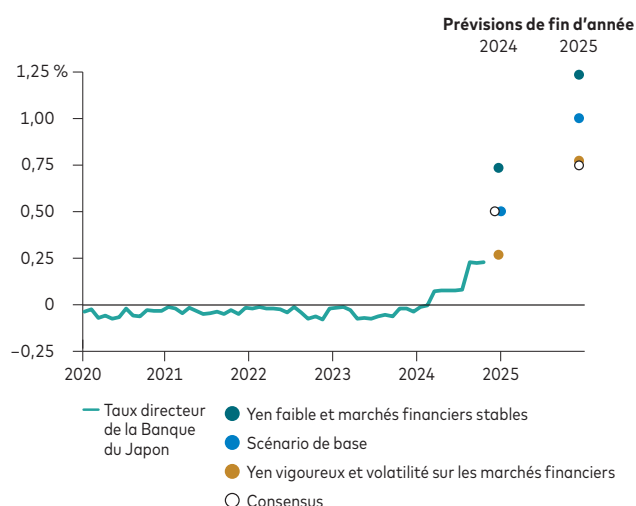
Par conséquent, nous nous attendons à ce que la BdJ entame un cycle de hausses de taux et que le taux directeur augmente à 1 % d'ici la fin de 2025. Toutefois, nous nous attendons à ce que le rythme des hausses de taux soit graduel en raison des préoccupations à l'égard du yen et de la stabilité des marchés financiers. L'évolution des échanges mondiaux pourrait également inciter la BdJ à faire preuve de prudence. En revanche, un rythme d'assouplissement de la Réserve fédérale qui ne serait que modéré affaiblirait le yen, ce qui inciterait la BdJ à relever davantage son taux directeur. Dans l'ensemble, le risque est orienté à la baisse, et la BdJ adoptera probablement une politique prudente et des conditions financières expansionnistes sur une période prolongée.

La BdJ est devenue plus sensible à l'inflation depuis l'ère « abénomique »



Remarques : Le graphique montre l'estimation de Vanguard selon la règle de Taylor augmentée, qui tient compte des taux de change et de la volatilité des marchés financiers, ainsi que des mesures traditionnelles de la règle de Taylor en matière de croissance économique et d'inflation. L'axe des Y représente la mesure dans laquelle nous estimons que des variables précises, représentées sur l'axe des X, ont été importantes pour la BdJ dans l'établissement des taux, tel que mesuré par la règle de Taylor, une formule introduite par l'économiste John Taylor en 1993. Les valeurs de l'axe des Y sont les coefficients de la règle de Taylor. L'indice de volatilité du Chicago Board Options Exchange (VIX) est utilisé comme indicateur de la volatilité des marchés financiers. L'écart de production est la différence entre la croissance réelle et la croissance potentielle. L'ère « abénomique » (lorsque les politiques de Shinzo Abe, dont le deuxième mandat à titre de premier ministre a duré de 2012 à 2020, étaient en vigueur) s'étend du premier trimestre de 2012 au premier trimestre de 2022; l'ère « post-abénomique » est comprise entre le deuxième trimestre de 2022 au deuxième trimestre de 2024. Les sources se trouvent sous le graphique ci-dessous.

Le yen et les marchés financiers détermineront aussi le taux directeur



Remarques : Le graphique montre les taux directeurs de la BdJ jusqu'en octobre 2024, puis nos prévisions pour la fin de l'année 2024 et la fin de l'année 2025 selon trois scénarios : notre scénario de base, un scénario où le yen est faible et les marchés financiers stables, et un scénario caractérisé par la vigueur du yen et la volatilité des marchés. Les prévisions consensuelles des marchés financiers sont également présentées.

Sources : Calculs de Vanguard à partir des données du Statistics Bureau du Japon, de la Banque du Japon et de CEIC, au 31 octobre 2024. Les perspectives consensuelles proviennent de Bloomberg, au 11 novembre 2024.

Marchés émergents : les taux réels élevés continueront de restreindre la croissance

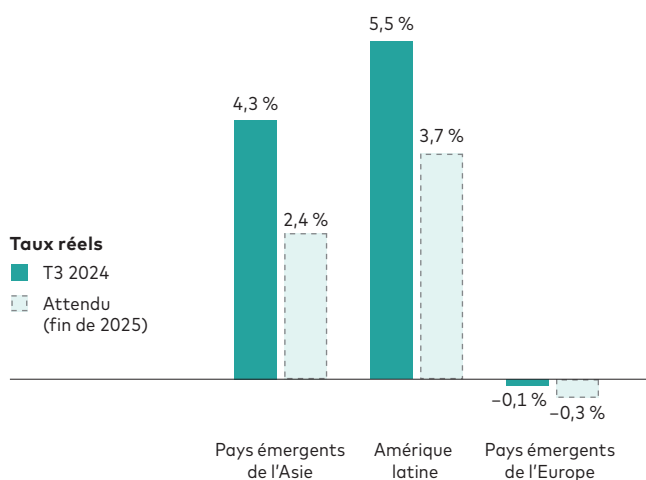
Dans de nombreux marchés émergents, l'élaboration de politiques de façon proactive a permis de réduire considérablement l'inflation. En effet, la plupart des banques centrales de ces marchés se sont senties suffisamment à l'aise pour entamer l'assouplissement de leur politique et s'éloigner des niveaux restrictifs avant leurs homologues des marchés développés. Cette situation est en partie attribuable aux taux réels élevés qui ont freiné l'activité économique en 2024.

En 2025, nous nous attendons à ce que le cycle d'assouplissement se poursuive et s'élargisse dans l'ensemble des marchés émergents. Toutefois, les taux resteront en territoire restrictif et continueront donc de freiner la croissance. Nous nous attendons à ce que la croissance globale des marchés émergents soit d'environ 4 % en 2025, ce qui est conforme à la croissance observée en 2024, mais une éventuelle escalade des tensions dans les échanges mondiaux présente un risque de baisse. Comme la Réserve fédérale américaine et d'autres banques centrales des marchés développés assouplissent maintenant leur politique monétaire, l'écart de taux par rapport aux marchés développés devrait se rétrécir. Le cas échéant, de nombreuses banques centrales des marchés émergents seraient moins préoccupées par la dépréciation des devises et des flux de capitaux.

En Asie, l'inflation est généralement demeurée près ou en deçà de la cible. Les risques déflationnistes augmentent en Chine. La plupart des banques centrales des pays émergents d'Asie assouplissent leur politique monétaire, et nous prévoyons une légère hausse de l'inflation dans cette région. Par ailleurs, nous sommes très optimistes à l'égard de l'Inde, des Philippines et de l'Indonésie, où nous prévoyons une croissance moyenne d'environ 5 % en 2025.

En Amérique latine, les pressions inflationnistes persistent, et l'inflation des services devrait rester supérieure aux cibles des banques centrales en 2025. Cette situation est principalement attribuable à la croissance des salaires qui demeure élevée. L'assouplissement de la politique monétaire devrait maintenir la croissance entre 2 % et 2,5 % en 2025. La politique budgétaire de nature cyclique au Brésil devrait continuer de stimuler l'économie, tandis que les taux d'intérêt restrictifs et l'incertitude entourant la politique monétaire aux États-Unis nous rendent plus pessimistes à l'égard du Mexique. Enfin, dans les pays émergents de l'Europe, la baisse des prix des produits de base devrait contribuer à l'atteinte de la cible d'inflation en 2025. La croissance devrait être inférieure à la tendance d'environ 2,5 %.

Les taux d'intérêt réels devraient baisser dans les marchés émergents



Remarque : Le taux réel correspond au taux directeur pondéré en fonction du PIB moins le taux de l'IPC pondéré en fonction du PIB sur 12 mois.

Sources : Calculs effectués par Vanguard à partir des données fournies par Refinitiv, au 30 septembre 2024.

NOS PERSPECTIVES DES MARCHÉS

La surperformance des États-Unis est attribuable à la croissance des bénéfices

Au cours de la dernière décennie, les actions américaines ont inscrit un rendement annualisé impressionnant de 15,5 %, surpassant de loin les actions mondiales hors États-Unis (7,7 %) et les actions canadiennes (8,2 %)⁵. Bien que l'expansion des valorisations et le secteur des technologies de l'information aient attiré l'attention aux États-Unis, la croissance généralisée des bénéfices (principalement attribuable aux revenus) a été en grande partie responsable du rendement supérieur des États-Unis. En revanche, la croissance des bénéfices des marchés développés hors États-Unis stagne, en partie en raison des écarts de production négatifs depuis 2010. Les sociétés technologiques autres qu'américaines ont fait bonne figure, mais leur pondération indicielle plus faible (13 % dans l'indice MSCI Monde tous pays hors É.-U. contre 32 % dans l'indice S&P 500) a freiné les rendements.

Par le passé, les rendements supérieurs découlant d'un recul des actions américaines au profit des actions mondiales hors États-Unis ont coïncidé avec la contraction des bénéfices aux États-Unis. Depuis 1980, les actions mondiales hors États-Unis ont inscrit des rendements supérieurs lors des six périodes sur huit au cours desquelles les bénéfices sur 12 mois des sociétés américaines ont considérablement diminué.

Valorisations excessives : un obstacle à long terme

Le problème est le suivant : il n'est pas facile de reproduire les excellents rendements de la dernière décennie; cela nécessiterait une croissance sans

précédent des bénéfices ou des valorisations historiquement élevées. Mais l'horizon de placement compte. À court terme, notre analyse donne à penser que si la croissance économique et les bénéfices se maintiennent, les actions américaines pourraient soutenir des valorisations élevées. Toutefois, à mesure que l'horizon s'allonge, les répercussions sur la croissance et les bénéfices diminuent, les valorisations finissant par dominer les rendements comme une force fondamentale.

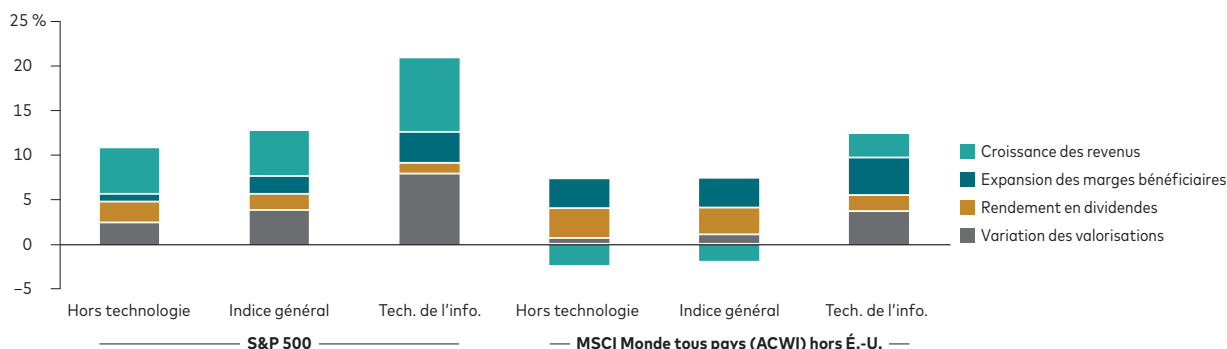
Pour ces raisons, nos perspectives sur 10 ans tendent vers un rendement inférieur des États-Unis par rapport à celui des marchés internationaux. Cela dit, la probabilité que les États-Unis enregistrent un rendement supérieur à long terme demeure de 30 %, mais avec une marge, le cas échéant, plus serrée qu'au cours des dernières années.

L'effet des changements de politique

Le problème est que les régions présentant les valorisations les plus intéressantes sont aussi les plus exposées aux risques liés à la politique économique. Les marchés émergents et l'Europe ont de faibles valorisations, mais sont particulièrement vulnérables à la politique commerciale des États-Unis. Un bras de fer entre les baisses d'impôt et les tarifs douaniers sera essentiel dans la conciliation des bénéfices à court terme des actions américaines. Cette tension politique soulève la perspective d'un changement économique défavorable qui pourrait exposer la surévaluation actuelle des actions américaines.

Les valorisations, les revenus et le secteur des technologies ont alimenté le rendement supérieur des États-Unis

Rendement total annualisé sur 10 ans



Remarques : Le graphique montre les éléments qui ont contribué aux rendements annualisés sur 10 ans des titres technologiques par rapport à l'ensemble du marché et par rapport à l'ensemble du marché moins les titres technologiques; d'abord pour le marché américain, puis pour les marchés mondiaux hors États-Unis. Les facteurs ont été les ratios cours/bénéfice (variation de la valeur), le rendement en dividendes et le bénéfice par action, ventilés selon l'expansion des marges bénéficiaires et la croissance des revenus. Les indices utilisés sont les suivants : Indice Standard & Poor's 500, indice S&P 500 Information Technology Sector, indice MSCI ACWI ex USA Total Return USD et indice MSCI ACWI ex USA Information Technology Total Return USD. **Les rendements antérieurs ne sont pas garants des résultats futurs. Le rendement d'un indice ne correspond pas exactement à celui d'un placement précis dans la mesure où il est impossible d'investir directement dans un indice.**

Sources : Calculs de Vanguard en dollars US, selon des données de Bloomberg, au 30 septembre 2024.

5 Selon les mesures de l'indice S&P 500, l'indice MSCI Monde tous pays hors États-Unis et de l'indice MSCI Canada, du 30 septembre 2014 au 30 septembre 2024. Calculs de Vanguard en dollars canadiens, selon les données de Refinitiv, au 8 novembre 2024.

Analyse approfondie de la surévaluation des actions américaines

Les valorisations ont été un thème central des rendements boursiers au cours des dernières années. Le ratio cours/bénéfice corrigé en fonction du cycle (ratio CAPE) du marché des actions américain a été supérieur à notre estimation de la juste valeur depuis la fin de 2020, sauf lors du bref délestage en 2022. La concentration du marché et l'immobilisation des taux d'intérêt des sociétés soutiennent cette tendance. Ces deux éléments pourraient soutenir les valorisations boursières à court terme. Mais il existe une tension croissante entre le momentum et la surévaluation.

Analyse des valorisations aux États-Unis

La forte concentration du marché signifie que plusieurs grandes sociétés de croissance dominent l'indice Standard & Poor's 500 (en fait, les six plus grandes sociétés de l'indice comptent actuellement pour environ 30 % de sa capitalisation boursière globale). Ces sociétés profitent d'avantages concurrentiels et de modèles d'affaires où le gagnant rafle tout, qui ont soutenu la résilience des bénéfices malgré la hausse des taux d'intérêt.

Ces grandes sociétés ont également profité des faibles coûts d'emprunt qui prévalaient avant 2022 pour protéger leur bilan contre la hausse des taux d'intérêt, un luxe auquel les sociétés non américaines et les petites sociétés américaines n'avaient pas aussi facilement accès.

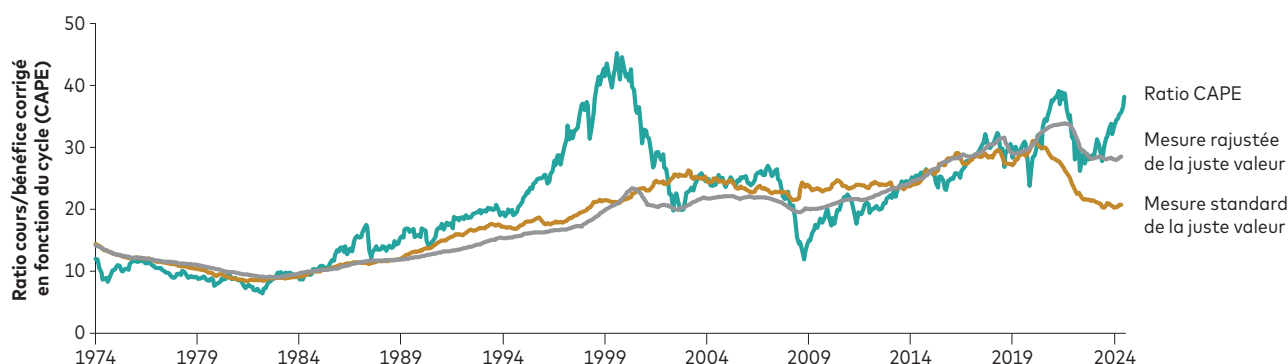
En tenant compte de ces facteurs, la surévaluation aux États-Unis est moins grave qu'il n'y paraît. Le graphique montre notre estimation standard

de la juste valeur du ratio CAPE par rapport à une estimation qui tient compte de la concentration du marché et d'un coût d'endettement plus faible pour les grandes sociétés technologiques. Cette analyse donne à penser que les valorisations pourraient être d'environ 25 % supérieures à la juste valeur plutôt que 72 %, et que le retour à la nouvelle juste valeur ne nécessiterait pas une correction si importante du marché.

Trois trajectoires pour les rendements aux États-Unis

Nous entrevoyons trois scénarios possibles pour les actions américaines. Premièrement, un boom de la productivité semblable à celui du milieu des années 1990 pourrait continuer de soutenir les valorisations des actions de croissance et à grande capitalisation et faire grimper le marché. Deuxièmement, une baisse des taux d'intérêt et un élargissement de la croissance pourraient catalyser une rotation vers des facteurs sous-évalués, comme la valeur et les petites capitalisations. Enfin, le contexte actuel ressemble peut-être davantage à celui de 1999. Une évolution économique défavorable pourrait révéler la vulnérabilité des valorisations boursières actuelles et accroître la probabilité d'un repli du marché. Même si ces risques seront importants à court terme, nous nous attendons à ce que les valorisations élevées et les marges excessives nuisent considérablement aux rendements des actions américaines à long terme.

La juste valeur est peut-être plus près qu'on ne le pense



Remarques : Le graphique montre le ratio CAPE des actions américaines mesuré par l'indice MSCI É.-U. jusqu'au 30 avril 2003, et par l'indice MSCI US Broad Market par la suite. Il illustre également notre estimation de la juste valeur standard fondée sur un modèle statistique tenant compte des taux d'intérêt et de l'inflation, une estimation de la juste valeur corrigée en fonction de la récente divergence entre le coût après impôt de l'endettement des sociétés et les taux de rendement du marché, et la part croissante du secteur des technologies dans l'indice boursier global.

Sources : Calculs de Vanguard fondés sur les données de Refinitiv, Bloomberg et Global Financial Data. Estimations de la juste valeur au 30 septembre 2024 et données réelles au 8 novembre 2024.

Le « mur de coupons » confirme les avantages des obligations

La hausse des taux de départ protège les rendements obligataires, tout en permettant aux investisseurs de profiter de la baisse des taux. Cette situation, que nous appelons le « mur des coupons », crée un contexte asymétrique et favorable au rapport risque-rendement. Le potentiel à long terme des obligations demeure solide.

Aux États-Unis, la courbe des taux des obligations du Trésor est près de notre estimation de la juste valeur, qui tient compte de notre scénario de base pour l'économie américaine prévoyant une forte croissance de la productivité et une Réserve fédérale prudente. On s'attend à ce que la majeure partie de la courbe des taux demeure près des niveaux actuels, au-dessus de 4 %, et que les coupons relativement élevés stimulent les rendements.

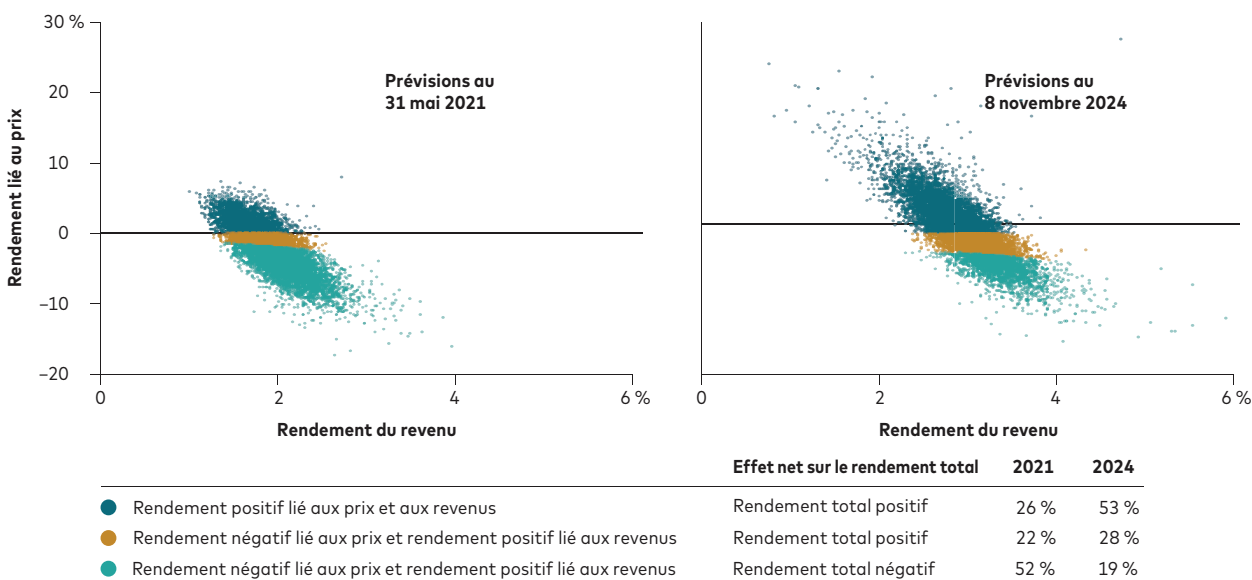
De même, nous nous attendons à ce que les taux de rendement à long terme demeurent élevés dans d'autres marchés développés au cours de la prochaine décennie, car nous sommes toujours dans une ère favorable aux valeurs sûres qui se caractérise par des taux d'intérêt réels positifs et un taux neutre plus élevé qu'au cours des années 2010. Même si nous ne prévoyons pas une appréciation importante des cours

attribuable à la baisse des taux obligataires, nous nous attendons toujours à ce que les solides rendements de revenu soutiennent les obligations mondiales.

Les risques à court terme liés à cette hypothèse dépendent de l'équilibre entre la croissance mondiale et la dynamique de l'inflation. Si l'inflation devait réapparaître, nous croyons que les taux sur l'ensemble de la courbe des taux augmenteraient probablement et que la corrélation entre les actions et les obligations deviendrait positive, car les investisseurs exigent une meilleure rémunération pour compenser l'incertitude. À l'inverse, si un choc important ébranle la demande et entraîne un retour à l'assouplissement monétaire ou une ruée vers la sécurité, les obligations devraient offrir une couverture dans les portefeuilles multiactifs.

Nous estimons à 81 % la probabilité que l'indice Bloomberg Global Aggregate (couvert en \$ CA) produise un rendement total positif au cours de la prochaine année. Les rendements négatifs seraient au rendez-vous seulement si les taux obligataires augmentaient suffisamment pour franchir le mur des coupons, ce qui entraînerait une perte en capital plus importante que le revenu généré par les coupons.

Les taux de départ sont beaucoup plus élevés qu'il y a trois ans



Remarques : Les deux graphiques montrent les prévisions prix (axe des Y) et du revenu (axe des X) sur un an tirées du Vanguard Capital Markets Model (VCMM) pour l'indice Bloomberg Global Aggregate couvert en \$ CA, au 31 mai 2021 et au 8 novembre 2024. Les prévisions sont classées en rendements positifs liés aux prix (baisse des taux d'intérêt) et selon deux scénarios en cas de rendements négatifs liés aux prix (hausse des taux d'intérêt) : les rendements des coupons compensent les pertes de prix, et les rendements des revenus ne compensent pas les pertes de prix, ce qui entraîne des rendements totaux négatifs.

Sources : Calculs de Vanguard en dollars CA, selon des données de Bloomberg, au 31 mai 2021 et au 8 novembre 2024.

IMPORTANT : Les projections et les autres données générées par le VCMM en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. La distribution des rendements calculés par le VCMM provient de 10 000 simulations effectuées pour chaque catégorie d'actif modélisée. Les simulations sont en date du 31 mai 2021 et du 8 novembre 2024. Les résultats tirés du modèle peuvent varier à chaque utilisation et dans le temps. Pour en savoir davantage, veuillez vous reporter à la page 24.

Actions des marchés émergents : la faible croissance des bénéfices pèse sur les perspectives

Les investisseurs qui s'attendent à ce que les actions des marchés émergents stimulent les rendements seront probablement déçus à court terme. La faiblesse des bénéfices, attribuable à nos perspectives de croissance décevantes pour la Chine et à nos attentes limitées à l'égard d'une potentielle hausse des valorisations, laisse présager des perspectives de rendement modestes.

Nous nous attendons à ce que la croissance des bénéfices des sociétés des marchés émergents ne soit que de 2,2 % par année au cours de la prochaine décennie. Ce pourcentage correspond à moins du tiers de leur moyenne historique sur 20 ans (7,2 %), et environ la moitié de la croissance des bénéfices est attendue sur le marché boursier américain. Nos perspectives décevantes sont attribuables au fait que nous sommes moins optimistes que le consensus à l'égard de la croissance économique en Chine, qui représente 27 % de l'indice MSCI Marchés émergents.

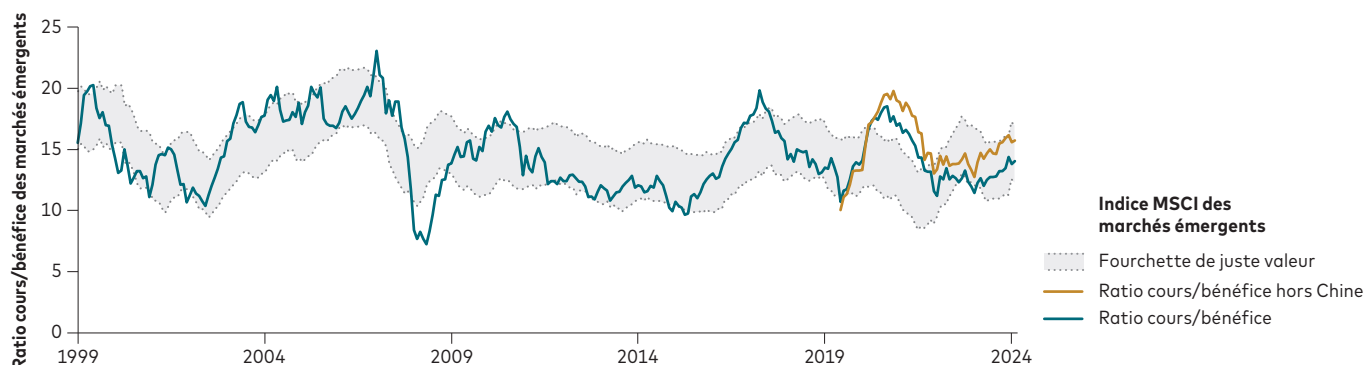
Par ailleurs, les valorisations des actions des marchés émergents ont augmenté au cours de la dernière année, en grande partie en raison des attentes à l'égard des mesures de relance en Chine au deuxième semestre de 2024. Selon notre évaluation, les valorisations des actions des marchés émergents sont maintenant justes plutôt que sous-évaluées et s'approchent même de la surévaluation lorsque

la Chine est exclue. La vigueur soutenue du dollar américain et l'incertitude accrue entourant la politique commerciale pourraient limiter davantage le potentiel de hausse de rendement des marchés émergents à court terme.

Qu'est-ce qui pourrait nous amener à changer d'avis? L'adoption d'une politique d'envergure de la Chine qui augmenterait considérablement et durablement les perspectives de croissance des bénéfices pour le marché local et pour l'ensemble des marchés émergents. Un autre facteur qui pourrait avantager les marchés émergents à plus long terme est la restructuration en cours des chaînes d'approvisionnement du secteur manufacturier. Certains marchés émergents pourraient être plus avantagés que nous le prévoyons s'ils sont en mesure de se positionner comme faisant partie intégrante d'un réseau d'échanges mondiaux en évolution.

Malgré les risques à court terme, les perspectives à long terme des marchés émergents sont raisonnables par rapport aux marchés développés où les valorisations sont plus élevées. De plus, les marchés émergents continuent d'offrir des avantages sur le plan de la diversification dans un portefeuille mondial, en raison de leur faible corrélation avec le reste du monde.

Les valorisations boursières des marchés émergents se situent dans notre fourchette de juste valeur

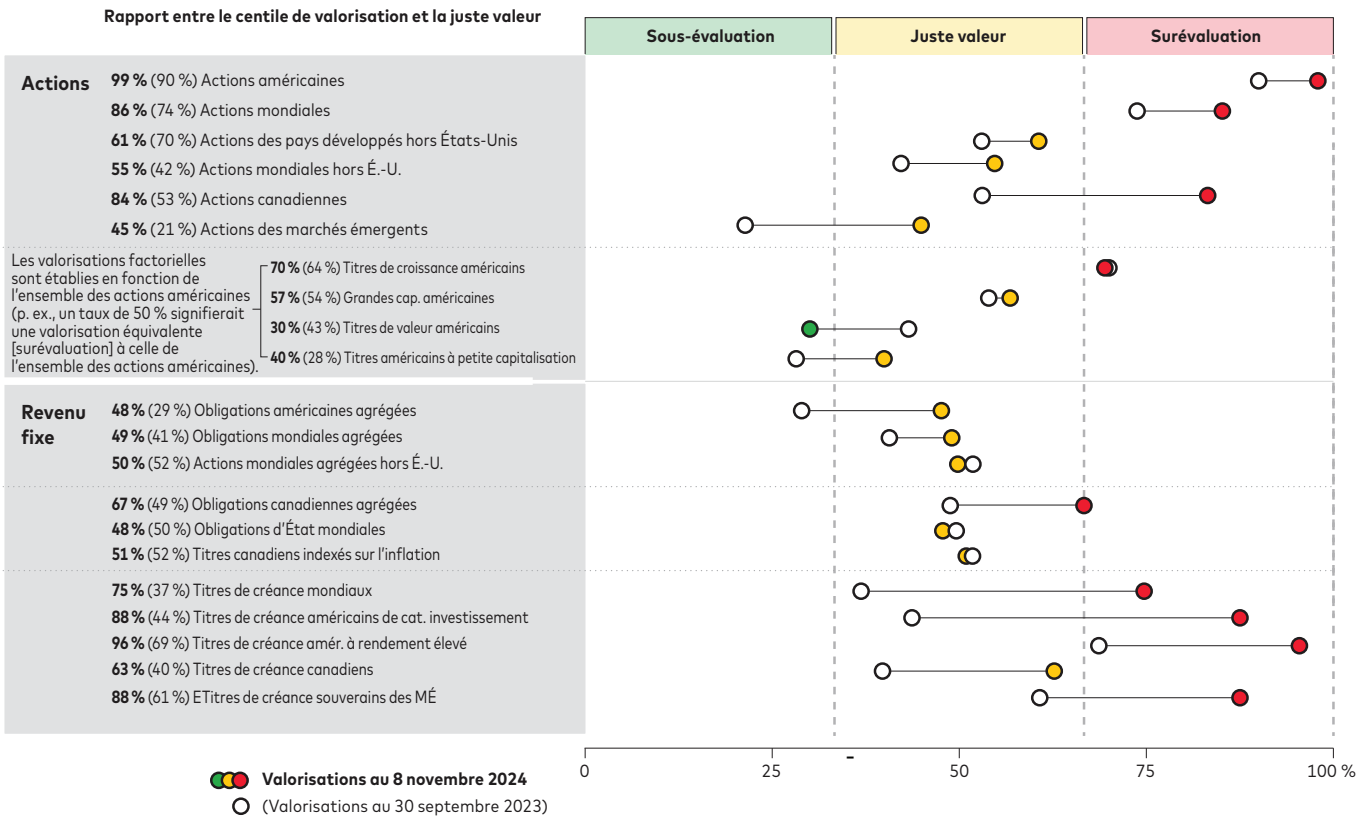


Remarques : Le ratio cours-bénéfice reflète le cours divisé par le bénéfice moyen des trois dernières années de l'indice MSCI Marchés émergents. Notre estimation de la juste valeur (la valeur prévue à mi-chemin entre le plafond et le plancher de notre fourchette de la juste valeur) est fondée sur un modèle statistique où les données comprennent l'inflation sur les marchés émergents, les taux directeurs des marchés émergents moins le taux des fonds fédéraux, les indicateurs économiques avancés de Vanguard pour les marchés émergents et le taux des obligations du Trésor américain à 2 ans corrigé de l'inflation.

Sources : Calculs de Vanguard, d'après des données de la Federal Reserve Bank of St. Louis FRED et Bloomberg, au 8 novembre 2024.

Évolution des valorisations boursières et obligataires au cours de la dernière année

Les valorisations des actifs à risque sont plus élevées, mais des occasions sont à saisir



Remarques : Les mesures de valorisation des actions américaines et canadiennes correspondent au centile actuel du ratio cours/bénéfice corrigé en fonction du cycle (le « ratio CAPE ») par rapport à notre estimation de la juste valeur du ratio CAPE pour l'indice MSCI US Broad Market et l'indice MSCI Royaume-Uni. Les mesures de valorisation des pays développés hors É.-U. et des actions mondiales hors É.-U. correspondent aux centiles du ratio CAPE pondérés en fonction de la capitalisation boursière par rapport à notre estimation de la juste valeur du ratio CAPE pour l'indice MSCI US Broad Market, l'indice MSCI EMU, l'indice MSCI Royaume-Uni, l'indice MSCI Japon, l'indice MSCI Canada, l'indice MSCI Australie et la mesure de valorisation utilisée pour les marchés émergents (actions mondiales et mondiales hors É.-U. seulement). La mesure de l'évaluation utilisée pour les marchés émergents est le bénéfice moyen sur trois ans par rapport à notre estimation de la juste valeur de l'indice MSCI Marchés émergents. Les valorisations factorielles sont établies en fonction des actions américaines au 50^e centile. Les mesures de valorisation pour les titres de croissance, de valeur et de sociétés à petite capitalisation sont toutes fondées sur le rang centile selon notre modèle de la juste valeur par rapport au marché. La mesure de valorisation des titres de sociétés à grande capitalisation est une mesure de valorisation composée du rapport entre le facteur de style et les valorisations relatives des États-Unis et du rapport entre le centile du ratio CAPE actuel des États-Unis et la juste valeur du ratio CAPE du pays.

Les mesures de la valorisation globale des obligations sont des moyennes pondérées en fonction de la capitalisation boursière des centiles de valorisation des titres de créance et des obligations d'État. Les centiles de valorisation des obligations d'État sont fondés sur les taux actuels par rapport à la simulation des taux d'équilibre de VCMM. Les mesures de valorisation des écarts de taux se fondent sur les écarts de taux actuels par rapport à la simulation des taux d'équilibre du VCMM. Les mesures de valorisation des obligations indexées sur l'inflation sont fondées sur les prévisions d'inflation annualisée sur 10 ans par rapport à la simulation de l'inflation d'équilibre du VCMM. Les mesures de valorisation des obligations mondiales hors États-Unis correspondent à la moyenne pondérée en fonction de la capitalisation boursière des mesures de valorisation des obligations de la zone euro, du Royaume-Uni, du Japon, du Canada et de l'Australie, tandis que les mesures de valorisation des obligations mondiales comprennent également les obligations américaines.

Les centiles de valorisation sont en date du 30 septembre 2024 et du 8 novembre 2023.

Sources : Calculs de Vanguard fondés sur des données du site Web de Robert Shiller, shillerdata.com, le Bureau of Labor Statistics des États-Unis, la Réserve fédérale américaine et Refinitiv, au 8 novembre 2024.

IMPORTANT : Les projections et les autres données générées par le VCMM en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. La distribution des rendements calculés par le VCMM provient de 10 000 simulations effectuées pour chaque catégorie d'actif modélisée. Les simulations sont en date du 8 novembre 2024 et du 30 septembre 2023. Les résultats tirés du modèle peuvent varier à chaque utilisation et dans le temps.

Une préférence soutenue pour les titres à revenu fixe

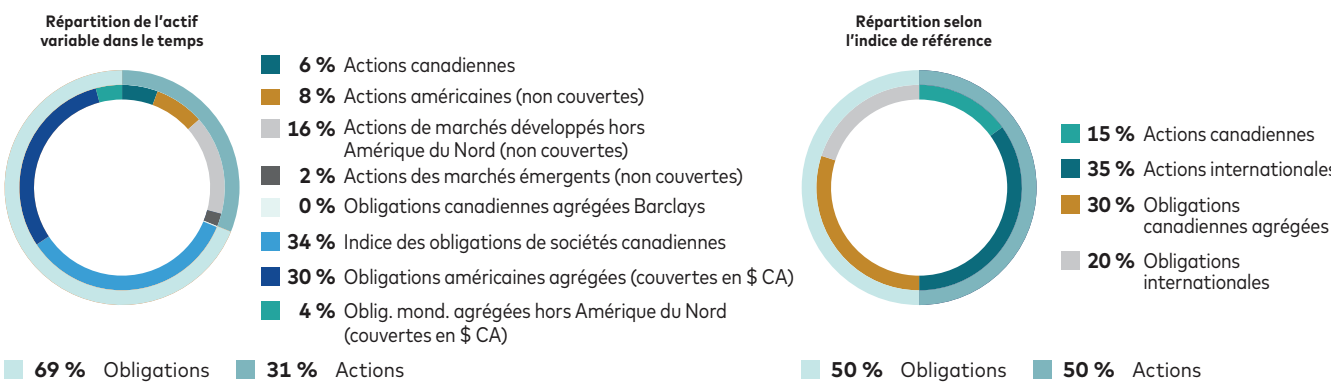
Les taux d'intérêt élevés et les valorisations boursières de départ élevées continuent de laisser entrevoir une faible prime de risque des actions. Par conséquent, notre répartition de l'actif variable dans le temps qui tient compte de la valorisation sous-pondère les actions et surpondère les titres à revenu fixe par rapport à un indice de référence composé à 50 % d'actions et à 50 % d'obligations. Notre stratégie de répartition de l'actif variable dans le temps est conçue pour les investisseurs qui sont à l'aise avec le risque prévisionnel du modèle, un type de risque actif.

Au sein des sous-catégories d'actif, le portefeuille privilégie les marchés développés hors Amérique du Nord, en raison de leurs rendements prévus

relativement élevés, tout en sous-pondérant les actions des marchés émergents, car la croissance des bénéfices plus faible et la confiance des investisseurs ont pesé sur les perspectives. En ce qui concerne les titres à revenu fixe canadiens, le portefeuille conserve une forte orientation pour profiter de la prime de crédit.

La répartition de l'actif variable dans le temps donne lieu à un rendement attendu plus élevé et à une volatilité moindre par rapport à l'indice de référence 50/50. Cela se fait au détriment du risque actif (erreur de réplication par rapport à l'indice de référence) de 3,20 %.

Pour les investisseurs conscients des valorisations, notre modèle privilégie toujours les titres à revenu fixe



Remarques : La répartition de l'actif du portefeuille en fonction temps a été déterminée par le modèle de répartition d'actifs de Vanguard (VAAM). Les actifs examinés sont les actions et les titres à revenu fixe canadiens et internationaux, les obligations de sociétés et les actions des marchés émergents, qui ont été utilisés pour illustrer la répartition variable dans le temps non seulement entre les actions et les titres à revenu fixe, mais aussi entre les sous-catégories d'actif. Une limite maximale de préférence nationale a été appliquée, soit 30 % pour les actions canadiennes et 60 % pour les obligations canadiennes agrégées. Les projections sur 10 ans du VCMM en date du 8 novembre 2024 ont été utilisées. Pour obtenir de plus amples renseignements sur les indices des catégories d'actif, se reporter à la section « Indices pour les simulations du VCMM » à la page 22. Les chiffres étant arrondis, le total des pondérations des sous-catégories d'actif individuelles pourrait ne pas atteindre 100 %.

Source : Calculs effectués par Vanguard, à partir des données du 8 novembre 2024.

Caractéristiques du portefeuille

	Pondération des actions	Rendement annualisé prévu sur 10 ans	Volatilité annualisée prévue sur 10 ans	Ratio de Sharpe prévu	Baisse maximale prévue	Erreur de réplication par rapport à l'indice de référence	Probabilité de sous-performance par rapport à l'indice
Répartition de l'actif variable dans le temps	31 %	5,0 %	6,5 %	0,28	-4,7 %	3,20 %	42,9 %
Indice de référence	50 %	4,5 %	8,3 %	0,15	-8,7 %	–	–

Remarques : Les calculs de Vanguard sont fondés sur des portefeuilles optimisés par le VAAM, selon les projections de rendement issues du VCMM. Le ratio de Sharpe est une mesure du rendement excédant le taux sans risque qui s'ajuste en fonction de la volatilité. Un ratio de Sharpe plus élevé indique un rendement corrigé du risque plus élevé. La baisse maximale prévue est la baisse médiane du sommet au creux de la valeur du portefeuille dans 10 000 simulations du VCMM. La probabilité de sous-performance par rapport à l'indice de référence est pour toute année donnée.

Source : Calculs effectués par Vanguard, à partir des données du 8 novembre 2024.

IMPORTANT : Les projections et les autres données générées par le VCMM en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. La distribution des rendements calculés par le VCMM provient de 10 000 simulations effectuées pour chaque catégorie d'actif modélisée. Les simulations sont en date du 8 novembre 2024. Les résultats tirés du modèle peuvent varier à chaque utilisation et dans le temps.

Références

- Aliaga-Díaz, Roger. « Fed Cuts: How Far Matters More Than How Fast ». The Vanguard Group, 4 novembre 2024. corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/vemo/fed-cuts-how-far-matters-more-than-how-fast.html.
- Aliaga-Díaz, Roger, Andrew Patterson et Shaan Raithatha. « Assessing U.S. Fiscal Space ». The Vanguard Group, décembre 2023. corporate.vanguard.com/content/dam/corp/public-policy/policy-research/assessing_us_fiscal_space_122023.pdf.
- Blinder, Alan S. « Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022 ». *Journal of Economic Perspectives*, hiver 2023. pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.37.1.101.
- Clark, Jack et Ray Perrault. « The AI Index Report: Measuring Trends in AI ». Stanford University, 2024. aiindex.stanford.edu/report/.
- Davis, Joe. « Savers Will Benefit From a Return to Sound Money ». *The Wall Street Journal*, 30 janvier 2023. [wsj.com/articles/a-return-to-sound-money-will-be-a-boon-for-savers-bond-savings-interest-yield-stability-vanguard-inflation-fed-11675107380?msocid=24937982b07360e22ce96cbab1c3617a](https://www.wsj.com/articles/a-return-to-sound-money-will-be-a-boon-for-savers-bond-savings-interest-yield-stability-vanguard-inflation-fed-11675107380?msocid=24937982b07360e22ce96cbab1c3617a).
- Davis, Joe. « Technology and Demographics: The Economic Tug-of-War ». The Vanguard Group, 25 avril 2024. corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/technology-and-demographic-economics-tug-of-war.html.
- Davis, Joe. « Joe Davis: AI as a General-Purpose Technology ». The Vanguard Group, 25 juin 2024. corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/vemo/joe-davis-ai-as-general-purpose-technology.html.
- Davis, Joseph, Roger A. Aliaga-Díaz, Jumana Saleheen, Qian Wang, Andrew J. Patterson, Kevin DiCiurcio, Alexis Gray et Joshua M. Hirt. « Vanguard Economic and Market Outlook for 2024: A Return to Sound Money ». The Vanguard Group, décembre 2023. corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/isg_vemo_2024.pdf.
- Davis, Joseph H., Lukas Brandl-Cheng et Kevin Khang. « Megatrends and the U.S. economy, 1890-2040 ». *Social Science Research Network*, 10 juin 2024. papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4702028.
- Davis, Joseph H., Ryan Zalla, Joana Rocha et Josh Hirt. « R-Star Is Higher. Here's Why ». *Social Science Research Network*, 14 juin 2023. ssrn.com/abstract=4478413.
- Hirt, Josh et Ian Kresnak. « For Bond Investors, Near-Term Pain but Long-Term Gain ». The Vanguard Group, 28 juillet 2023. <https://corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/near-term-pain-but-long-term-gain.html?sf268121686=1>.
- Jefferson, Philip N. « Philip N. Jefferson: Is This Time Different? Recent Monetary Policy Cycles in Retrospect ». Banque des règlements internationaux, 22 février 2023. bis.org/review/r240223a.htm.
- Khang, Kevin. « Less Globalization May Not Mean Higher Inflation ». The Vanguard Group, 18 juin 2024. corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/less-globalization-may-not-mean-higher-inflation.html.
- Sathe, Asawari et Daniel Wu. « Why the Fed Will Not Cut Rates This Year ». The Vanguard Group, 7 juin 2023. corporate.vanguard.com/content/corporatesite/us/en/corp/articles/why-fed-wont-cut-rates-this-year.html.
- Todd Schlanger, Roger A. Aliaga-Díaz, Cheng Li et Harshdeep Ahluwalia. « Time-Varying Asset Allocation: Vanguard's Approach to Dynamic Portfolios ». The Vanguard Group, octobre 2024. corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/time_varying_asset_allocation_vanguards_approach_to_dynamic_portfolios.pdf.

À propos du Vanguard Capital Markets Model

IMPORTANT : Les projections et les autres données générées par le Vanguard Capital Markets Model (VCMM) en ce qui concerne la vraisemblance des résultats de placements divers sont de nature purement hypothétique; de plus, elles ne reflètent aucunement des résultats de placement réels et ne sauraient garantir les résultats futurs. Les résultats du VCMM varieront à chaque utilisation et dans le temps.

Les projections du VCMM sont basées sur une analyse statistique de données chronologiques. Les rendements futurs pourraient différer des tendances historiques saisies dans le VCMM. Qui plus est, le VCMM est susceptible de sous-estimer des scénarios défavorables extrêmes qui ne sont pas survenus dans le passé et sur lesquels le modèle est basé.

Le VCMM est un outil de simulation financière exclusif qui a été conçu et est mis à jour par les équipes Primary Investment Research and Advice de Vanguard. Le modèle effectue des prévisions de distributions des rendements futurs d'une vaste gamme de catégories d'actif. Ces catégories comprennent les marchés boursiers américains et internationaux, des obligations du Trésor américain à diverses échéances et les marchés des titres à revenu fixe de sociétés, les marchés des titres à revenu fixe internationaux, les marchés monétaires américains, les produits de base et certaines stratégies de placement non traditionnelles. Le VCMM est fondé sur l'opinion théorique et empirique voulant que le rendement de diverses catégories d'actif reflète le revenu que les investisseurs exigent pour courir divers types de risque systématique (bêta). À la base, le VCMM repose sur des estimations du lien statistique dynamique entre les facteurs de risque et le rendement des actifs, estimations qui sont calculées en fonction d'analyses statistiques basées sur des données financières et économiques mensuelles remontant à 1960. En ayant recours à un système d'équations estimatives, le modèle applique une

technique de simulation de Monte-Carlo pour projeter des relations estimatives entre les facteurs de risque et les catégories d'actif ainsi que le caractère incertain et aléatoire dans le temps. Le modèle produit un grand nombre de résultats simulés pour chaque catégorie d'actif, et ce, sur plusieurs périodes. On obtient les projections en calculant les mesures de tendance centrale issues de ces simulations. Les résultats produits par le modèle varieront à chaque utilisation et dans le temps.

Le VCMM sert surtout à analyser des portefeuilles de clients éventuels. Les prévisions du VCMM pour les catégories d'actif – qui comprennent les distributions des rendements, des volatilités et des corrélations attendus – jouent un rôle central dans l'évaluation des risques de baisse, des diverses relations d'arbitrage risque-rendement, et des avantages sur le plan de la diversification des différentes catégories d'actif. Bien que toute distribution de rendement présente des tendances centrales, Vanguard estime que le moyen le plus efficace d'utiliser les résultats du VCMM est de tenir compte de toute la fourchette des résultats possibles pour les actifs examinés, notamment dans le cas des données présentées dans le présent document.

Le VCMM vise à représenter l'incertitude des prévisions en générant une large fourchette de résultats possibles. Il est important de reconnaître que le VCMM n'impose pas une « normalité » des distributions de rendement; il est plutôt influencé par ce qu'on appelle les larges queues et l'asymétrie de la distribution empirique des rendements modélisés des catégories d'actif. Les expériences individuelles à l'intérieur de la fourchette des résultats peuvent être passablement différentes, ce qui fait ressortir la diversité des trajectoires futures possibles. C'est en effet la raison principale pour laquelle nous utilisons une approche de cadre de distribution pour les rendements des actifs.

Indices pour les simulations du VCMM

Les rendements à long terme de nos portefeuilles hypothétiques sont établis à partir de données sur des indices de marché appropriés allant jusqu'au 8 novembre 2024. Nous avons choisi ces indices de référence afin de disposer des données historiques les plus complètes possible et avons choisi des répartitions globales qui correspondent aux directives de Vanguard concernant la construction de portefeuilles diversifiés. Les catégories d'actif et leurs indices représentatifs aux fins des prévisions sont les suivants :

- **Actions américaines** : indice MSCI US Broad Market.
- **Actions canadiennes** : indice MSCI Canada.
- **Actions mondiales hors Canada (actions internationales)** : indice MSCI Monde tous pays hors Canada.
- **Actions des marchés développés hors Canada** : indice MSCI Monde hors Canada.
- **Actions des marchés développés hors É.-U.** : indice MSCI Monde hors É.-U.
- **Actions des marchés développés hors Amérique du Nord** : indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière composé de l'indice MSCI Union économique et monétaire européenne (UEM), de l'indice MSCI Royaume-Uni, de l'indice MSCI Japon et de l'indice MSCI Australie.
- **Actions des marchés émergents** : indice MSCI des marchés émergents.
- **Obligations canadiennes agrégées** : indice Bloomberg Canada Aggregate Bond.
- **Obligations américaines agrégées** : indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond (couvert en \$ CA).
- **Obligations mondiales agrégées hors Canada (obligations internationales)** : indice Bloomberg Global Aggregate ex-CAD Bond (couvert en \$ CA).
- **Obligations mondiales agrégées hors Amérique du Nord** : indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière composé de l'indice Bloomberg Euro-Aggregate Bond (couvert en \$ CA), de l'indice Bloomberg Sterling Aggregate Bond (couvert en \$ CA), de l'indice Bloomberg Japanese Aggregate Bond (couvert en \$ CA) et de l'indice Bloomberg Australian Aggregate Bond (couvert en \$ CA).
- **Titres de créance américains** : indice Bloomberg U.S. Credit Bond (couvert en \$ CA).
- **Titres de créance américains à rendement élevé** : indice Bloomberg U.S. High Yield Corporate Bond (couvert en \$ CA).
- **Titres de créance canadiens** : indice Bloomberg Canada Aggregate – Credit Bond.
- **Obligations souveraines des marchés émergents** : indice Bloomberg Emerging Markets USD Sovereign Bond – 10% Country Capped (couvert en \$ CA).

Tous les indices boursiers ci-dessous sont pondérés en fonction de la capitalisation boursière :

- **Actions américaines à petite capitalisation** : actions dont la capitalisation boursière se situe dans les deux tiers inférieurs de l'indice Russell 3000.
- **Actions américaines à grande capitalisation** : actions dont la capitalisation boursière se situe dans le tiers supérieur de l'indice Russell 1000.
- **Actions de croissance américaines** : actions dont le ratio cours/valeur comptable se situe dans le tiers supérieur de l'indice Russell 1000.
- **Actions de valeur américaines** : actions dont le ratio cours/valeur comptable se situe dans le tiers inférieur de l'indice Russell 1000.

Indices utilisés dans nos calculs historiques

Les rendements à long terme de nos portefeuilles hypothétiques sont établis à partir de données sur des indices de marché appropriés allant jusqu'au 8 novembre 2024. Nous avons choisi ces indices de référence afin de disposer des meilleures données historiques possible et avons choisi des répartitions globales qui correspondent aux directives de Vanguard concernant la construction de portefeuilles diversifiés.

Obligations américaines : Indice Standard & Poor's High Grade Corporate, de 1926 à 1968; indice Citigroup High Grade, de 1969 à 1972; indice Lehman Brothers U.S. Long Credit AA, de 1973 à 1975; et indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond, par la suite.

Obligations non américaines : Indice Citigroup World Government Bond Ex-U.S., de 1985 à janvier 1989; et indice Bloomberg Global Aggregate ex-USD, par la suite.

Obligations mondiales : Avant janvier 1990, 100 % obligations américaines, tel que défini ci-dessus. À partir de janvier 1990, 70 % obligations américaines et 30 % obligations non américaines, avec rééquilibrages mensuels.

Actions américaines : Indice S&P 90, de janvier 1926 à mars 1957; indice S&P 500, de mars 1957 à 1974; indice Dow Jones Wilshire 5000, du début de 1975 à avril 2005; indice MSCI US Broad Market par la suite.

Actions non américaines : Indice MSCI Monde hors É.-U., de janvier 1970 à 1987; et indice MSCI Monde tous pays hors É.-U., par la suite.

Actions mondiales : Avant janvier 1970, 100 % actions américaines, tel que défini ci-dessus. À partir de janvier 1970, 60 % actions américaines et 40 % actions non américaines, avec rééquilibrages mensuels.

Remarques concernant le risque

Tout placement est assujéti à des risques, notamment à celui de ne pas récupérer les fonds que vous avez investis. Le rendement passé n'est pas garant des résultats futurs. La diversification n'est pas une garantie de profit et ne protège pas contre les pertes. Nous souhaitons rappeler que les fluctuations des marchés des capitaux ainsi que d'autres facteurs peuvent entraîner une baisse de la valeur de votre compte. Rien ne garantit qu'une répartition de l'actif ou une composition de fonds en particulier vous permettra d'atteindre vos objectifs de placement ou d'obtenir un niveau de revenu donné. Le rendement d'un indice ne correspond pas exactement à celui d'un placement précis dans la mesure où il est impossible d'investir directement dans un indice.

La garantie, par le gouvernement américain, des titres du Trésor et des titres émis par des organismes d'État s'applique seulement aux titres sous-jacents et n'empêche pas les cours de fluctuer. Contrairement aux actions et aux obligations, le remboursement de capital et d'intérêts des titres du Trésor est garanti. Les fonds concentrés dans un secteur du marché qui est relativement restreint risquent de faire l'objet d'une volatilité plus élevée. Les placements dans des actions et des obligations émises par des sociétés autres qu'américaines sont sujets à des risques, y compris le risque géographique et le risque de change. Ces risques sont particulièrement élevés dans les marchés émergents.

Les fonds obligataires sont assujétis au risque qu'un émetteur manque à son obligation de faire les paiements à temps et que le cours d'une obligation chute en raison d'une hausse des taux d'intérêt ou des perceptions défavorables à l'égard de la capacité de la société émettrice d'effectuer ses paiements. Les obligations à rendement élevé sont généralement assorties de cotes de crédit moyennes ou inférieures et comportent donc un risque de crédit supérieur à celui des obligations ayant une cote de crédit supérieure. Bien que le revenu provenant des obligations du Trésor américain détenues dans le fonds soit assujéti à l'impôt sur le revenu fédéral, ce revenu peut être exonéré en tout ou en partie de l'impôt de l'État et des impôts locaux.

Nos équipes derrière le présent rapport



Joseph Davis, Ph. D.
Économiste en chef mondial



Roger A. Aliaga-Díaz, Ph. D.
Économiste en chef pour les
Amériques et directeur mondial
de la construction de portefeuille



Jumana Saleheen, Ph. D.
Économiste en chef pour l'Europe



Qian Wang, Ph. D.
Économiste en chef pour
l'Asie-Pacifique et responsable
mondiale du Vanguard Capital
Markets Model (VCMM)

Équipes de Vanguard centrées sur l'économie mondiale, les marchés et la construction de portefeuille

Joseph Davis, Ph. D., économiste en chef mondial

Amériques

Roger A. Aliaga-Díaz, Ph. D., économiste en chef, Amériques
Kevin Khang, Ph. D., économiste international principal
Joshua Hirt, CFA
Adam Schickling, CFA
Vytautas Maciulis, CFA
Rhea Thomas
Ryan Zalla, Ph. D.

Asie-Pacifique

Qian Wang, Ph. D., économiste en chef, Asie-Pacifique
Grant Feng, Ph. D.
Victoria Zhang, M.Sc.

Europe

Jumana Saleheen, Ph. D., économiste en chef, Europe
Shaan Raithatha, CFA
Josefina Rodriguez, M. Sc.
Aly Maghraby, M.Sc.

Équipe de recherche de Capital Markets Model

Qian Wang, Ph. D., chef mondial du VCMM
Kevin DiCiurcio, CFA et responsable du développement
du VCMM
Daniel Wu, Ph. D.
Olga Lepigina, MBA
Ian Kresnak, CFA
Lukas Brandl-Cheng, M.Sc.
Junhao Liu, Ph. D.
Alex Qu
Ben Vavreck, CFA
Sarina Fard
Ziqi Tan, CFA

Équipe de recherche sur la répartition d'actifs

Roger Aliaga-Díaz, Ph. D., responsable mondial de la construction
de portefeuille
Harshdeep Singh Ahluwalia, M.Sc.,
responsable de la répartition d'actifs, Amériques
Giulio Renzi-Ricci, M.Sc., chef de la répartition d'actifs, Europe
Victor Zhu, CFA, CAIA
Asawari Sathe, M.Sc.
Todd Schlanger, CFA
Yu Zhang, Ph. D.
Cheng Li, CFA, MBA
Yiran Zi, M.Sc.
Yan Zilbering
Hirumi Samarakoon
Lucas Baynes
Ollie Harvey, M.Sc.
Joana Rocha, M.Sc.
Maziar Nikpour, Ph. D.
Dimitris Korovilas, Ph. D.

Connectez-vous à Vanguard^{MC}
vanguard.ca

Date de publication : Décembre 2024

Les renseignements aux présentes peuvent être modifiés sans préavis, et pourraient ne pas nécessairement représenter l'avis de Placements Vanguard Canada Inc.

Certains énoncés inclus dans ce document peuvent être considérés comme étant des « informations prospectives », qui peuvent être importantes et comporter des risques, des incertitudes ou d'autres hypothèses. Rien ne garantit que les résultats réels ne seront pas considérablement différents de ceux présentés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ils reposent sur des facteurs qui comprennent, entre autres, les conditions des marchés des capitaux du monde entier en général, les taux d'intérêt et de change, les facteurs politiques et économiques, la concurrence, les changements d'ordre juridique ou réglementaire et les catastrophes. Toute prévision, projection ou estimation contenue dans ce document devrait être interprétée comme étant de l'information d'ordre général concernant le marché ou les placements, et nous ne déclarons aucunement qu'un investisseur pourrait dégager des rendements similaires à ceux indiqués aux présentes.

Bien que les renseignements aux présentes aient été tirés de sources exclusives et non exclusives considérées comme fiables, The Vanguard Group, Inc., ses filiales ou sociétés affiliées ou toute autre personne (collectivement appelées « The Vanguard Group ») ne font aucune déclaration ni ne fournissent aucune garantie, explicite ou implicite, quant à leur exactitude, à leur intégralité, à leur fiabilité ou à leur caractère opportun. The Vanguard Group n'assume aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions contenues dans le présent document ni à l'égard de toute perte découlant de l'utilisation des renseignements contenus dans ce document ou du fait de s'y être fié.

Le présent document ne constitue pas une recommandation, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de titres, notamment de titres d'un fonds de placement ou de tout autre instrument financier. Les renseignements aux présentes ne se veulent pas des conseils de placement et ne sont pas personnalisés en fonction des besoins ou de la situation d'un investisseur; ils ne constituent pas non plus des conseils d'affaires ou de nature financière, fiscale, juridique, réglementaire, comptable ou autre.

Les renseignements aux présentes pourraient ne pas s'appliquer au contexte particulier des marchés des capitaux canadiens et pourraient inclure des données et des analyses propres à des marchés et à des produits non canadiens.

Les renseignements contenus dans le présent document sont fournis à titre informatif seulement et ne doivent pas être à l'origine d'une recommandation de placement. Il est fortement recommandé aux investisseurs de consulter un conseiller financier ou fiscal ou un autre conseiller professionnel pour obtenir de l'information qui s'applique à leur situation particulière.

Dans ce document, toutes les références à « Vanguard » sont utilisées à des fins de commodité seulement et pourraient faire référence, le cas échéant, à The Vanguard Group, Inc. et pourraient inclure ses filiales et ses sociétés affiliées, y compris Placements Vanguard Canada Inc.

Vanguard[®]

© Placements Vanguard Canada Inc., 2024.
Tous droits réservés.