RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

Desjardins
Gestion internationale d'actifs

Perspectives des marchés – approche « top-down »

Mars 2025

Sommaire

PERSPECTIVES MONDIALES	Environnement macroéconomique	Évaluation	Sentiment
30 septembre 2024	-	- - -	-
31 décembre 2024	Neutre	- - -	- -
31 mars 2025	**- -**	**- -**	**+**

PERSPECTIVES RÉGIONALES (en termes relatifs)	Environnement macroéconomique	Évaluation des marchés	Sentiment des investisseurs	Évaluation régionale
Amérique du Nord	-	- -	- -	- - - - -
Europe	+	Neutre	+	+ +
Asie-Pacifique	Neutre	++	Neutre	+ +
Marchés émergents	Neutre	Neutre	+	+

Source : DGIA, au 31 mars 2025. Le premier tableau présente un sommaire de l'appréciation subjective de DGIA à l'égard de l'environnement macroéconomique, de l'évaluation des marchés et du sentiment des investisseurs en ce qui a trait aux marchés boursiers en général aux dates indiquées (l'appréciation peut varier de triple négatif à triple positif). Le deuxième tableau présente une appréciation propre à chaque région en termes relatifs.

RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

L'isolationnisme américain et l'incertitude sabotent les perspectives

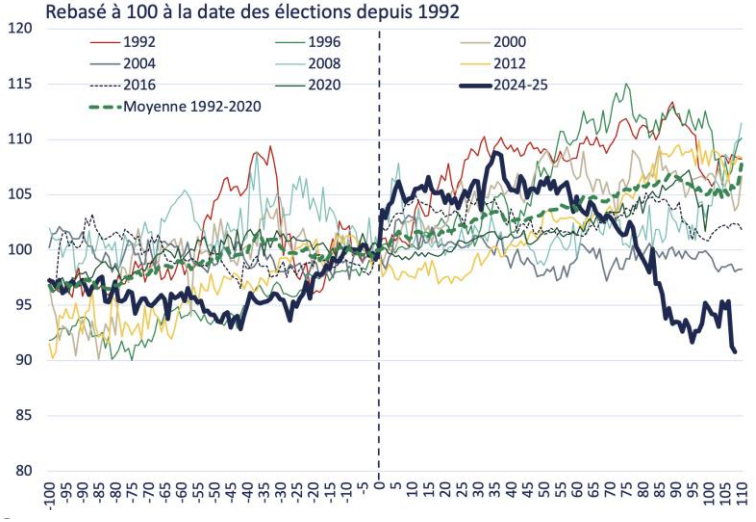
À la fin de 2024, l'appétit des investisseurs pour le risque atteignait des sommets alors que la dérèglementation, l'allégement prévu du fardeau fiscal des entreprises et le retour de l'« *animal spirit* » composaient le narratif du marché boursier. De nombreux analystes présumaient que le niveau du S&P 500 dicterait le ton de l'administration Trump et qu'une baisse du marché boursier obligerait celle-ci à rassurer les investisseurs.

Quelques mois plus tard, l'isolationnisme et l'imprévisibilité sont rapidement venus saboter ces perspectives illusoires. Non seulement les tarifs douaniers représentent une hausse de taxes pour les entreprises américaines qui importent, mais sans l'optimisation de la chaîne d'approvisionnement mondiale, leurs marges bénéficiaires ne seraient pas à leur niveau actuel, tout comme l'inflation, les taux d'intérêt et la croissance économique. Et sans visibilité, un retour de l'« *animal spirit* » et de l'investissement est peu probable, même si l'on force les entreprises à investir aux États-Unis dans des opérations peu ou non rentables… peut-être uniquement le temps d'un cycle présidentiel.

Ailleurs dans le monde, l'éveil brutal, mais nécessaire, des partenaires commerciaux européens et nord-américains pourrait bien, à terme, être une bonne nouvelle. Les partenaires commerciaux et stratégiques des États-Unis seront peut-être les gagnants, dans un contexte où ils sont tous forcés à revoir leurs alliances et leurs interdépendances, et contraints à se restructurer et à investir. C'est le message que les marchés boursiers ont envoyé au cours du premier trimestre, alors que la performance de l'Europe, de la Chine et même du Canada a surpassé celle du S&P 500.

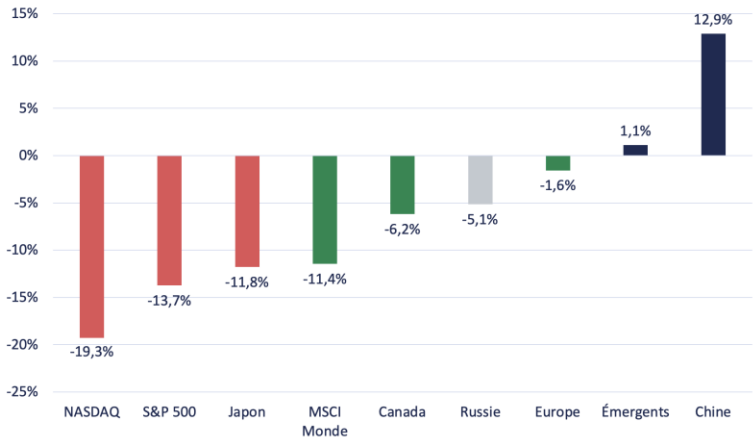
Trump martèle que les États-Unis en sortiront gagnants à long terme. Cependant, les fruits hypothétiques de ses mesures risquent de ne pas se concrétiser pendant son mandat de quatre ans, alors que les impacts négatifs à court terme seront bien réels. La stratégie « *flood the zone* », qui vise à maintenir un niveau élevé d'anxiété chez ses opposants, touche plutôt tous les agents économiques, peu importe leur allégeance.

S&P 500 vs MSCI Monde excluant les É.-U.
Rebasé à 100 à la date des élections depuis 1992



Sources : DGIA, LSEG, 4 avril 2025

Rendement des indices boursiers en 2025
31 déc. 2024 au 4 avril 2025, en devise locale



Sources : DGIA, LSEG, 4 avril 2025

RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

Plus de protectionnisme, moins de rentabilité et plus d'inflation

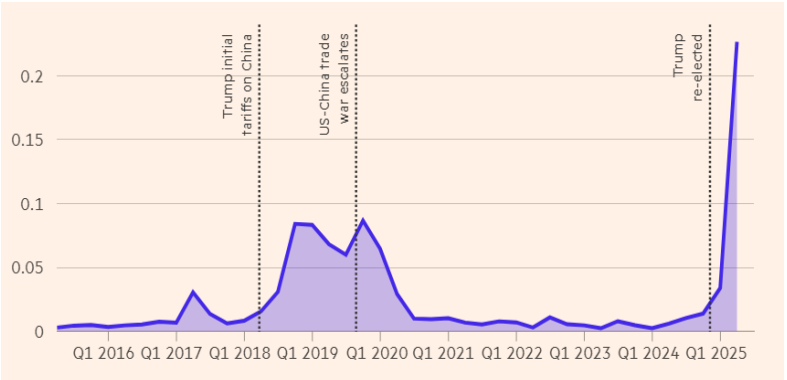
L'optimisation de la chaîne d'approvisionnement mondiale découle des avantages compétitifs des partenaires commerciaux, de la qualité de leurs infrastructures et des décisions prises par les entreprises pour en tirer profit. Les entreprises ont de meilleures marges bénéficiaires et les consommateurs paient moins cher pour leurs biens. La concurrence internationale contribue ainsi à contenir l'inflation, ce qui se traduit par des taux d'intérêt plus bas.

Mais tout n'est pas parfait. Dans certains pays, des secteurs non compétitifs sur la scène mondiale disparaissent, de même que les emplois directs et indirects qui leur sont liés, à moins qu'ils ne soient protégés par l'État. Des mesures tarifaires et de généreuses subventions peuvent en effet servir à protéger ou soutenir des industries jugées stratégiques pour les États, comme l'agriculture, l'aviation, l'automobile, la construction navale et, plus récemment, les médicaments, les semi-conducteurs et les batteries. Mais le protectionnisme isole contre la concurrence et, de cette façon, nuit à l'innovation et à la prospérité à long terme ; un concept ardemment défendu par Ronald Reagan à la fin des années 1980.

Aujourd'hui, la rareté de la main-d'œuvre, surtout dans les pays développés, est un désavantage compétitif qui constitue un obstacle majeur, voire insurmontable, au rapatriement de la production souhaité par l'administration Trump. Les États-Unis sont en situation de plein-emploi et souhaitent en plus déporter les immigrants illégaux. Une production locale implique donc des coûts salariaux plus élevés, une rentabilité à la baisse, des subventions gouvernementales financées par les contribuables, et des tarifs à l'importation refilés en partie aux consommateurs, ce qui poussera l'inflation et les taux d'intérêt à la hausse.

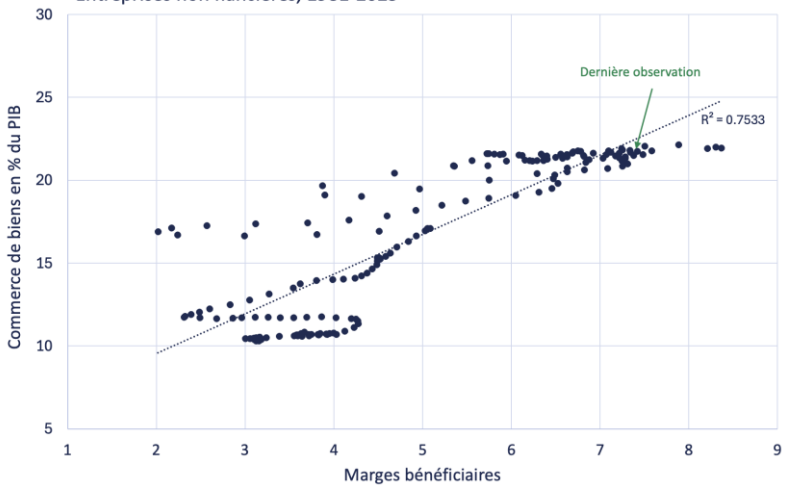
Il n'est donc pas étonnant que l'imposition de tarifs soit décriée par le consensus des économistes, plusieurs lobbys industriels et de nombreux syndicats, comme les Métallos, qui craignent qu'une guerre commerciale se traduise par des pertes d'emplois.

Références aux tensions commerciales par les entreprises
Nombre moyen par appel conférence sur les résultats trimestriels



Source : NL Analytics, Financial Times, mars 2025

Intensité du commerce mondial vs marges de profit, monde
Entreprises non financières, 1981-2025



Sources : DGIA, LSEG, mars 2025

Consensus 2025-2026 : croissance revue à la baisse, inflation revue à la hausse

Les économistes ont revu la croissance mondiale à la baisse pour 2025, essentiellement en raison de la détérioration des relations commerciales.

Le regain d'optimisme observé aux États-Unis après les élections a été de très courte durée. La croissance économique prévue est revue à la baisse et repasse sous les 2 % pour les deux prochaines années. Quant à la prévision d'inflation, elle a été significativement révisée à la hausse pour 2025 (de 2,4 % à 3,2 %), en raison des tarifs à l'importation.

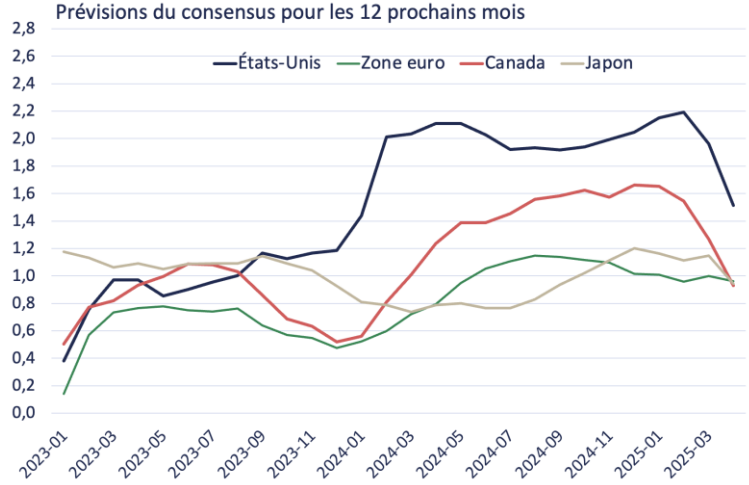
Le Canada a subi une révision plus importante alors que la croissance prévue pour 2025 et 2026 repasse sous les 1,0 %. L'inflation demeurerait toutefois très près de la cible de 2 % de la Banque du Canada.

La croissance prévue en Europe est restée stable à 1 % pour 2025, même après l'annonce du plan de relance allemand. Ce plan soutiendra la croissance à moyen terme en Europe, mais les tarifs américains mineront la croissance à court terme.

Au Japon, la surprenante montée de l'inflation devrait, selon le consensus, se tempérer en cours d'année, et ce, même si la croissance économique prévue demeure au-dessus de son potentiel. Enfin, dans les pays émergents, la croissance anticipée en Chine demeure à 4,5 % pour cette année. Cependant, depuis que le sondage a été mené, le gouvernement chinois s'est montré plus ambitieux pour stimuler la consommation. Or, les tarifs américains restent un boulet pour la croissance chinoise.

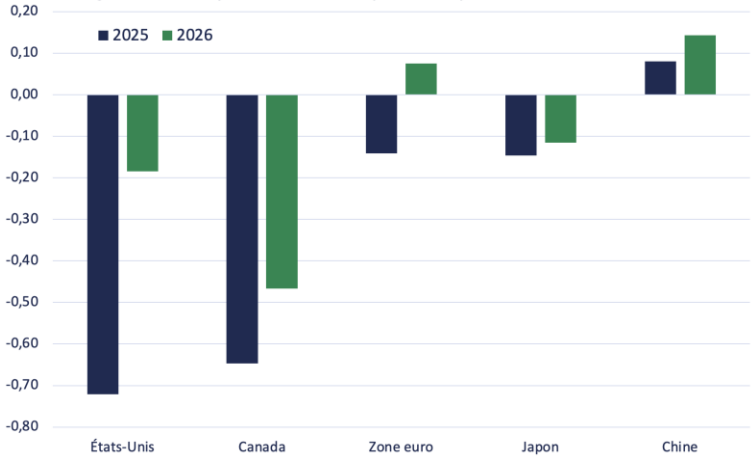
Le contexte géopolitique et les tensions commerciales compliquent grandement l'exercice de prévision des économistes cette année. Il ne s'agit pas, par exemple, de simplement simuler l'impact de variations de taux d'intérêt sur la croissance et l'inflation, mais d'anticiper le comportement imprévisible du leader de la plus grande économie mondiale. Plus il y aura de tarifs imposés, plus il y aura de révisions à la baisse et vice versa.

Évolution des prévisions de croissance du PIB
Prévisions du consensus pour les 12 prochains mois



Sources : DGIA, Consensus Economics, LSEG, avril 2025

Révisions de croissance du PIB
Changements entre janvier et avril des prévisions pour 2025 et 2026



Sources : DGIA, Consensus Economics, avril 2025

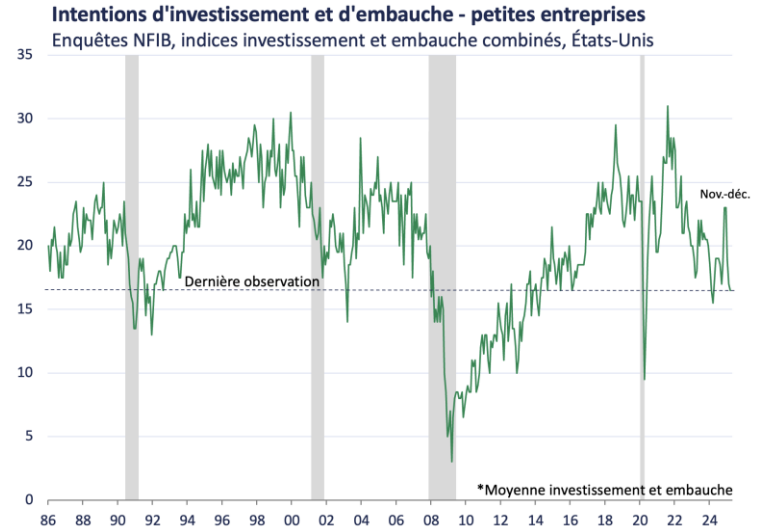
États-Unis : Trump ébranle la confiance, même chez ses partisans

Au lendemain de l'élection présidentielle de 2024, l'enquête sur le climat des affaires par la National Federation of Independant Business (NFIB), un groupe représentant les petites entreprises et d'orientation républicaine[1], a fortement bondi. Ce fut également le cas à la suite de la première élection de Trump en 2016, mais cette fois-ci, les célébrations ont été de courte durée. Selon l'enquête mensuelle, l'incertitude parmi les membres a fortement augmenté en début d'année, entraînant une baisse de leurs intentions d'investissement, de leurs intentions d'embauche et de leur propension à augmenter les salaires. L'impact de l'imprévisibilité sur le climat des affaires, l'investissement et l'emploi est déjà bien concret.

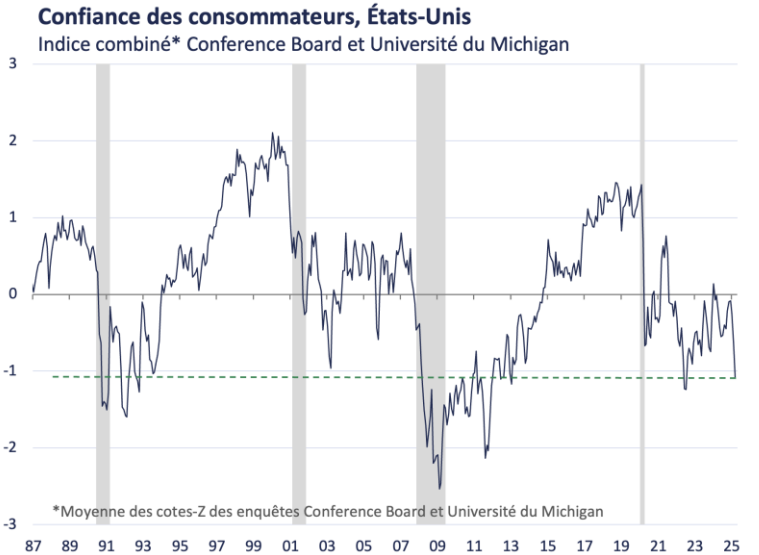
Du côté des consommateurs, les indices de confiance se sont, là aussi, fortement détériorés (quoique beaucoup moins chez les républicains). La perception des ménages quant à leur sécurité d'emploi a chuté à un niveau généralement observé en période de récession. Cette incertitude viendra freiner les achats de biens coûteux et la demande de propriétés.

La politique de Trump visant à forcer l'investissement local devra être extrêmement efficace pour combler le vide laissé par des consommateurs inquiets, la réduction des dépenses gouvernementales (DOGE), le refroidissement de la demande extérieure et la chute du tourisme. C'est un pari très risqué. Comme nous l'avons mentionné plus haut, les multinationales américaines et étrangères n'investiront pas dans des activités non rentables pour une période aussi courte qu'un mandat présidentiel. Elles pourraient toutefois devancer des investissements déjà prévus ou simplement annoncer leur intention d'en faire davantage, éventuellement.

[1] La NFIB se dit non-partisane, mais elle se range systématiquement derrière les candidats républicains et soutient ouvertement Donald Trump.



Sources : DGIA, NFIB, NBER, LSEG, mars 2025



Sources : DGIA, Conference Board, Université du Michigan, mars 2025

Canada : au cœur de la tempête commerciale

L'économie canadienne s'est montrée plus résiliente que prévu à la fin de 2024, notamment en raison de la bonne tenue de la consommation. Mais contrairement à la Réserve fédérale, **la Banque du Canada dispose de la marge de manœuvre nécessaire pour assouplir de façon préventive** les conditions de crédit au pays et tenter de tempérer l'impact économique de la détérioration du climat des affaires et de la confiance des ménages observée cette année. La banque centrale a donc accéléré son assouplissement monétaire avec une baisse supplémentaire de taux d'intérêt de 0,50 % au cours du premier trimestre de 2025. Au 31 mars, les baisses de taux d'intérêt accordées depuis un an totalisaient 2,25 %.

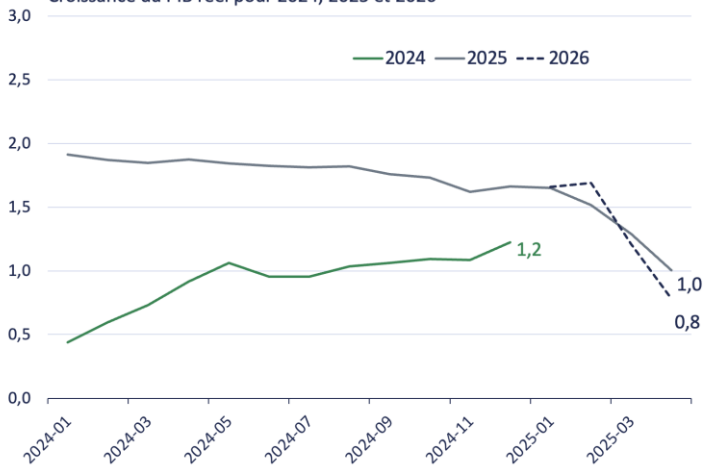
Toutefois, à moins d'un changement de ton majeur dans les relations commerciales avec les États-Unis, une récession sera difficilement évitable. En effet, la stratégie bien orchestrée de l'administration Trump de semer l'incertitude en inondant les médias (« *flood the zone* ») de déclarations chocs et de menaces (annexion du Canada, tarifs, etc.) semble très efficace. Les enquêtes sur le climat des affaires et la confiance des ménages au pays sont au plus bas.

Nul doute que les décisions d'investissement des entreprises locales et étrangères au Canada subiront les effets des tarifs et de l'incertitude. La seule menace d'imposer de nouveaux tarifs pèsera dans les décisions d'expansion des entreprises établies au Canada qui desservent le marché américain. Quant aux consommateurs, ils pourraient, devant tant d'incertitude et la menace d'une récession, reporter leurs achats et accroître leur épargne

Du côté positif, **la situation budgétaire du gouvernement canadien, la meilleure parmi ses pairs, lui permettra de soutenir l'économie et d'accélérer des programmes d'infrastructure au pays.**

Évolution de la croissance prévue - Canada

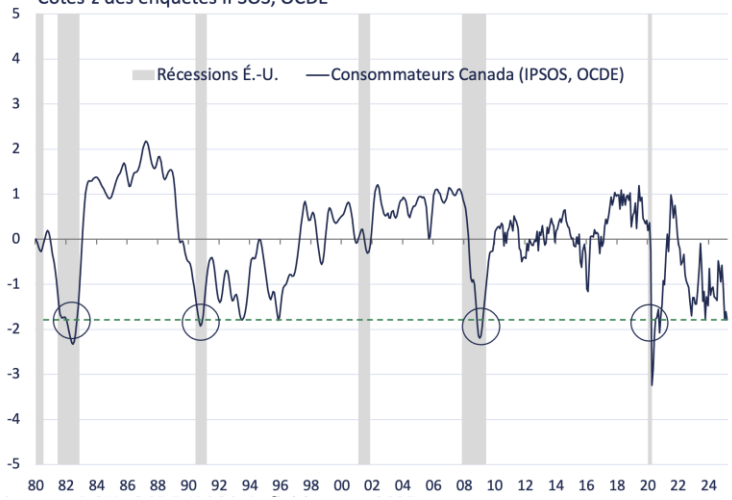
Croissance du PIB réel pour 2024, 2025 et 2026



Sources : DGIA, Consensus Economics, avril 2025

Indices de confiance des consommateurs, Canada

Cotes-z des enquêtes IPSOS, OCDE



Sources : DGIA, OCDE, IPSOS, LSEG, mars 2025

RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

L'Europe se retrousse les manches

Au début des années 2000, l'économie allemande stagne. Pour sortir du marasme, l'État entreprend alors une profonde réforme du marché du travail qui permet au pays d'améliorer sa compétitivité. Par la suite, l'appétit de la Chine pour les automobiles et les produits industriels allemands a propulsé la croissance pendant une quinzaine d'années. Aujourd'hui, la Chine est plutôt un féroce compétiteur que l'Allemagne peut difficilement concurrencer. L'économie stagne de nouveau et le secteur manufacturier bat de l'aile. Les nouveaux tarifs américains ne feront qu'empirer une situation précaire.

L'Allemagne doit encore une fois se réinventer. La guerre en Ukraine et le désengagement des États-Unis en Europe auront été le déclencheur. Le plan de relance proposé, qui cible le réarmement et les infrastructures, sera, à 500 milliards d'euros (20 % du PIB), le plus important depuis la réunification de l'Allemagne. Pour le déployer, le pays devra mettre de côté sa rigueur budgétaire. En mars, l'amendement constitutionnel nécessaire à son financement a été approuvé par la chambre haute. Le marché obligataire a bien réagi; les taux d'intérêt ont peu monté.

Plusieurs pays de la région n'ont pas les moyens d'emboîter le pas, mais pourraient bénéficier des retombées économiques du plan allemand. Le président Macron fait la promotion d'un plan de réarmement commun aux 27 pays de l'Union européenne. La partie n'est pas gagnée, mais il y a plus d'ouverture aujourd'hui que jamais de la part des pays membres. La Suède, reconnue pour sa rigueur budgétaire et nouvellement membre de l'OTAN, a aussi annoncé une hausse de ses dépenses militaires de 2,4 % à 3,5 % du PIB.

L'Europe fait face à des obstacles politiques et budgétaires, ainsi qu'à des goulots d'étranglement. Mais ce ne sera pas la première fois qu'elle modernise sa défense. **Et devant le risque extraordinaire que posent les tarifs américains, si l'Europe n'arrive pas à s'unir, elle ne le fera probablement jamais.**

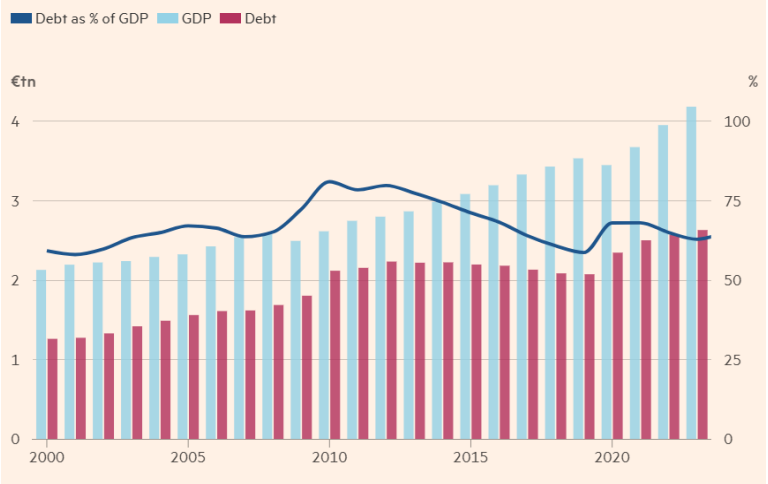
À court terme, les tarifs américains mineront la croissance. Mais à moyen terme, ils auront peut-être contribué à réveiller les ambitions de croissance de l'Europe.

Évolution de la croissance prévue - Allemagne

Croissance du PIB réel pour 2024, 2025 et 2026

Sources : DGIA, Consensus Economics, avril 2025

PIB et endettement - Allemagne



Sources : IMF, Deutsche Bundesbank Financial Times, mars 2025

Les marchés boursiers étaient chers avant la correction d'avril

Avant la correction boursière survenue au début du mois d'avril, l'évaluation agrégée de l'indice MSCI Monde se trouvait au 88e centile de sa distribution historique, en baisse de six centiles par rapport à décembre. Les États-Unis restaient le marché boursier le plus cher alors que l'évaluation du S&P 500 demeurait dans le décile le plus élevé, au 92e centile. Le reste du marché boursier mondial, au 62e centile, était légèrement au-dessus de la médiane historique.

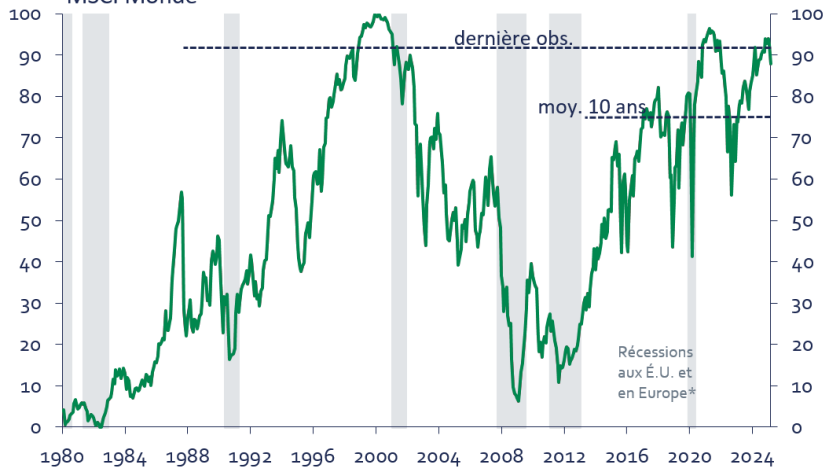
Le Canada, qui constituait une aubaine au début de 2024, affichait une évaluation dans le décile le plus élevé, au 92e centile de sa distribution. L'évaluation de l'Europe était passée du 72e au 82e centile au cours du trimestre, alors que celle de l'Asie-Pacifique passait du 70e au 53e centile.

L'évaluation des marchés émergents, au 77e centile, avait peu varié, mais celle de la Chine avait beaucoup augmenté depuis trois mois, passant du 53e au 74e centile.

Sur une base relative, tous les marchés étaient très attrayants comparativement aux États-Unis.

Évaluation historique - centile agrégé

MSCI Monde



Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, NBER, *ECRI, Bloomberg, 31 mars 2025

Évaluation - MSCI Monde excl. É.-U.

Mesure	mars 2025	Centile	1 Centile historique 100
Cours / bénéfices prévus	14,6	43	
Cours / bénéfices réalisés	15,6	38	
Cours / valeur au livre	1,9	60	
Cours / flux de trésorerie	9,9	81	
VE / BAIIDA (Excl. financières)	9,4	69	
Cours / ventes réalisées	1,5	95	
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	15,5	42	
Centile agrégé†		62	

Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 31 mars 2025

†Moyenne des centiles pour les sept indicateurs d'évaluation

Évaluation - MSCI Monde

Mesure	mars 2025	Centile	1 Centile historique 100
Cours / bénéfices prévus	18,6	79	
Cours / bénéfices réalisés	21,5	72	
Cours / valeur au livre	3,4	93	
Cours / flux de trésorerie	14,9	93	
VE / BAIIDA (Excl. financières)	12,4	96	
Cours / ventes réalisées	2,4	96	
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	23,8	76	
Centile agrégé		88	

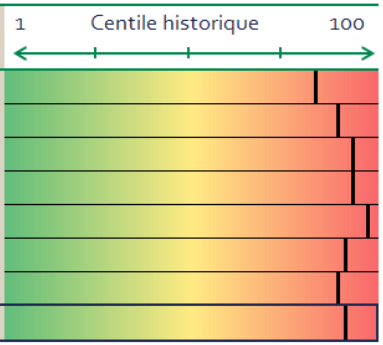
Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 31 mars 2025

RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

En termes absolus, les aubaines étaient rares sur une base régionale au 31 mars

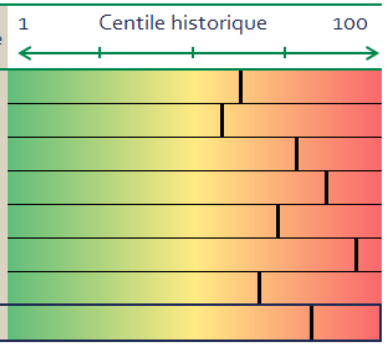
Évaluation - S&P 500

Mesure	mars 2025	Centile
Cours / bénéfices prévus	20,5	84
Cours / bénéfices réalisés	25,9	90
Cours / valeur au livre	4,5	94
Cours / flux de trésorerie	17,9	94
VE / BAIIDA (Excl. financières)	13,8	98
Cours / ventes réalisées	2,9	92
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	32,8	90
Centile agrégé		**92**



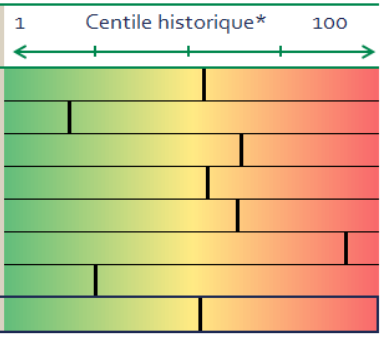
Évaluation - MSCI Europe

Mesure	mars 2025	Centile
Cours / bénéfices prévus	14,5	63
Cours / bénéfices réalisés	15,5	58
Cours / valeur au livre	2,1	78
Cours / flux de trésorerie	10,0	86
VE / BAIIDA (Excl. financières)	9,8	73
Cours / ventes réalisées	1,5	94
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	18,6	68
Centile agrégé		**82**



Évaluation - MSCI Asie-Pacifique

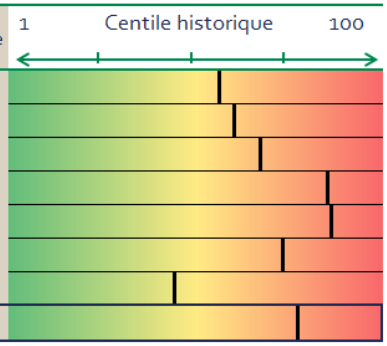
Mesure	mars 2025	Centile
Cours / bénéfices prévus	14,6	54
Cours / bénéfices réalisés	14,7	18
Cours / valeur au livre	1,5	64
Cours / flux de trésorerie	9,0	55
VE / BAIIDA (Excl. financières)	8,0	63
Cours / ventes réalisées	1,4	92
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	18,9	25
Centile agrégé		**53**



* Depuis 2004

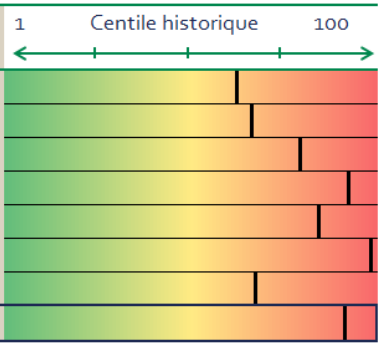
Évaluation - MSCI Marchés émergents

Mesure	mars 2025	Centile
Cours / bénéfices prévus	12,4	57
Cours / bénéfices réalisés	15,1	61
Cours / valeur au livre	1,8	68
Cours / flux de trésorerie	10,3	86
VE / BAIIDA (Excl. financières)	9,7	87
Cours / ventes réalisées	1,1	74
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	14,2	45
Centile agrégé		**78**



Évaluation - MSCI Canada

Mesure	mars 2025	Centile
Cours / bénéfices prévus	15,2	63
Cours / bénéfices réalisés	19,6	67
Cours / valeur au livre	2,1	80
Cours / flux de trésorerie	11,9	93
VE / BAIIDA (Excl. financières)	9,6	85
Cours / ventes réalisées	2,2	99
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	22,0	68
Centile agrégé		**92**



Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 31 mars 2025
†Moyenne des centiles pour les sept indicateurs d'évaluation

RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

Si le monde a véritablement changé, l'évaluation ne le reflète pas encore

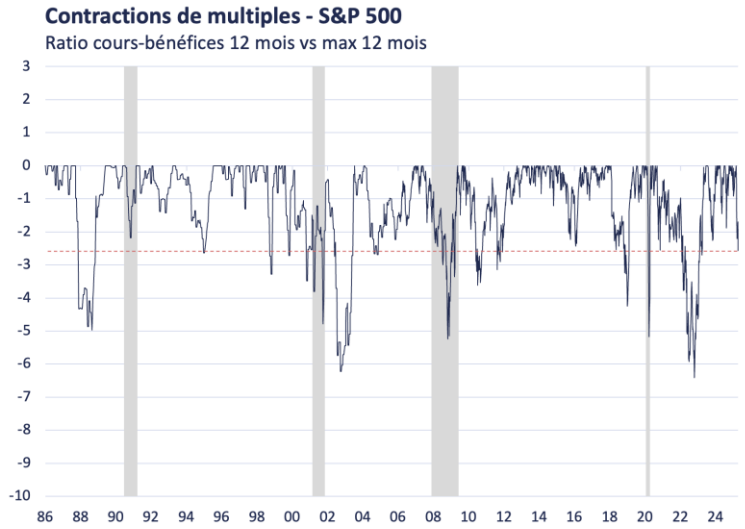
En 2022, l'important resserrement monétaire opéré par la Réserve fédérale et les principales banques centrales a représenté un changement significatif pour l'environnement économique et financier mondial, entraînant une réévaluation des actifs risqués. Le S&P 500 s'est replié de plus de 25 % en cours d'année et son multiple d'évaluation (cours-bénéfices prévus) est passé de 21,7 à 15,3, soit une baisse de 6,4 points.

Un monde dans lequel la chaîne d'approvisionnement n'est plus optimisée en fonction des coûts de production et où le plus grand marché de consommation impose des tarifs — soit des taxes à l'importation perçues par l'État, donc une hausse importante du fardeau fiscal — constitue également un changement fondamental de l'environnement. En fait, c'est un changement plus profond aux effets beaucoup plus durables qu'un simple cycle de resserrement monétaire.

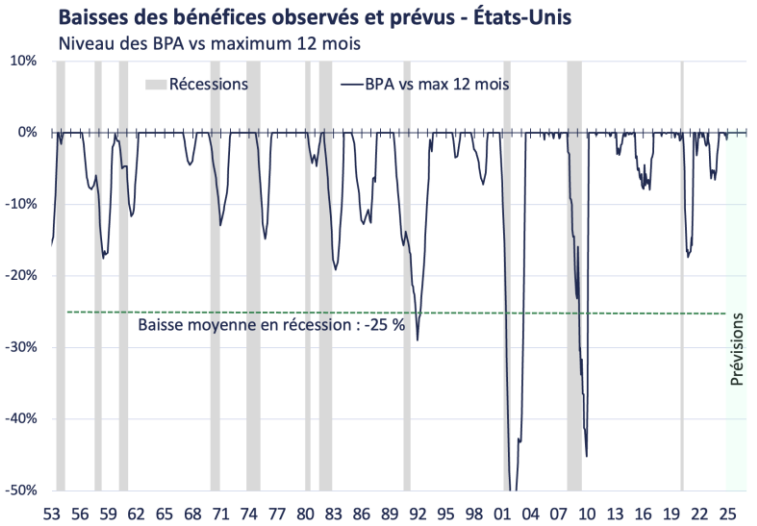
Or, **ce nouveau régime, qui entraînera nécessairement une rentabilité à la baisse, n'était pas reflété dans l'évaluation des actions à la fin du trimestre**. Les contractions de multiples observées depuis leurs sommets récents n'étaient que de 2,5 points pour le MSCI Monde et le S&P 500. Et, en termes absolus, les multiples demeuraient au-dessus de leur moyenne historique.

Ce changement structurel, s'il se matérialise, n'a pas non plus ébranlé la confiance des analystes financiers envers la capacité des entreprises à générer des bénéfices croissants. À la fin du premier trimestre, ces derniers prévoyaient toujours des bénéfices par action records pour 2025 et 2026.

Après les annonces tarifaires du 2 avril dernier, cette confiance risque toutefois d'être secouée.



Sources : DGIA, IBES, avril 2025



Sources : DGIA, IBES, LSEG, Robert J. Shiller, NBER, avril 2025

RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

La fin de l'exceptionnalisme américain n'est pas un scénario escompté

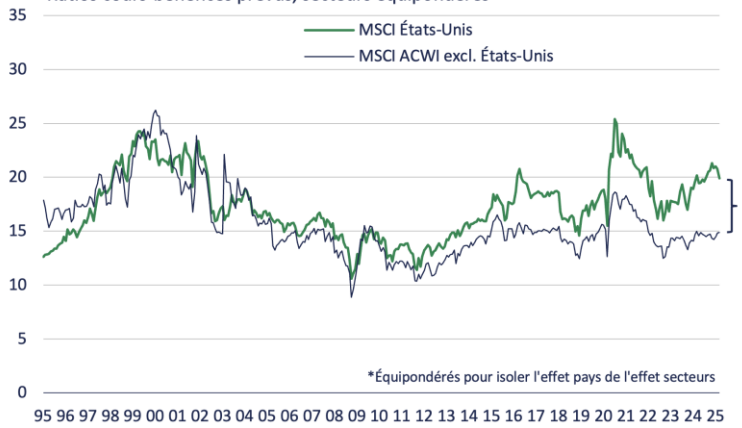
Avec l'arrivée des mesures protectionnistes aux États-Unis, le bris de confiance qu'elles impliquent, les avancées technologiques de la Chine dans l'industrie automobile et en matière d'intelligence artificielle, et les annonces européennes de relance et de modernisation, la fin de l'exceptionnalisme américain devient un scénario possible. L'entente conclue en mars visant à resserrer les liens commerciaux entre la Chine, le Japon et la Corée du Sud, rivaux traditionnels et grandes puissances manufacturières, est un autre pas dans cette direction.

Rappelons que l'exceptionnalisme américain, en matière de surperformance économique, était en partie attribuable à l'explosion du déficit public en pleine période d'expansion et de plein-emploi. La promesse d'une réduction des dépenses de l'État entraînera la disparition de ce moteur de croissance. À l'opposé, l'assouplissement de la rigueur budgétaire en Europe et en Chine contribuera positivement à la croissance européenne et asiatique.

La fin de l'exceptionnalisme américain n'est toutefois pas une éventualité qui est reflétée dans l'évaluation relative des actions par rapport au reste du monde. La prime d'évaluation américaine a diminué au premier trimestre, notamment en raison de la dévaluation des Sept magnifiques, mais elle demeure bien au-dessus de la norme des 10 ou 20 dernières années.

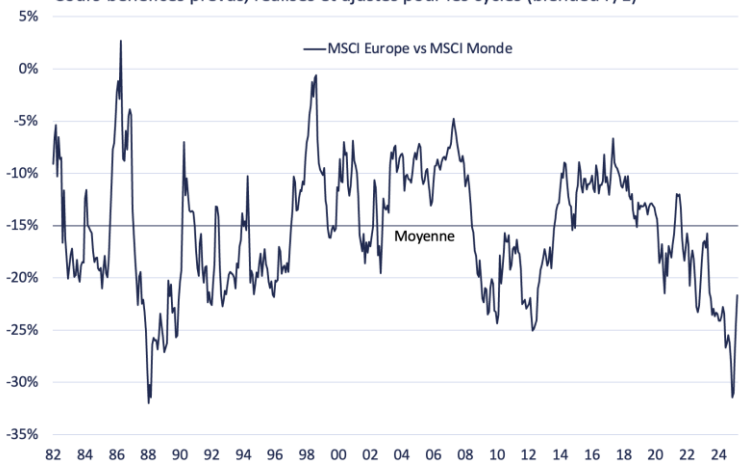
Le marché boursier n'escompte pas non plus, sur une base relative, un nouveau régime de croissance en Europe. L'évaluation relative de la région s'est redressée à la suite de l'annonce du plan de relance allemand et des déboires du marché américain, mais les actions européennes se négocient toujours avec un escompte important par rapport à la norme historique. Les entreprises européennes sont toutefois très exposées au marché américain et souffriront des tarifs et du protectionnisme. Cela pourrait limiter l'amplitude d'une éventuelle réévaluation.

Évaluation MSCI É.-U. vs MSCI ACWI excl. É.-U.
Ratios cours-bénéfices prévus, secteurs équipondérés*



Sources : DGIA, LSEG, 31 mars 2025

Escompte des actions européennes vs actions mondiales
Cours-bénéfices prévus, réalisés et ajustés pour les cycles (blended P/E)



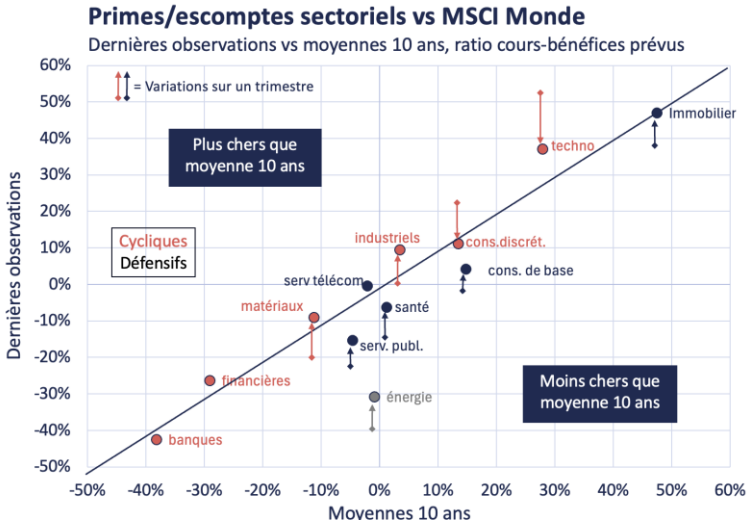
Sources : DGIA, LSEG, mars 2025

Décote des Sept magnifiques et chute des écarts d'évaluation sectorielle

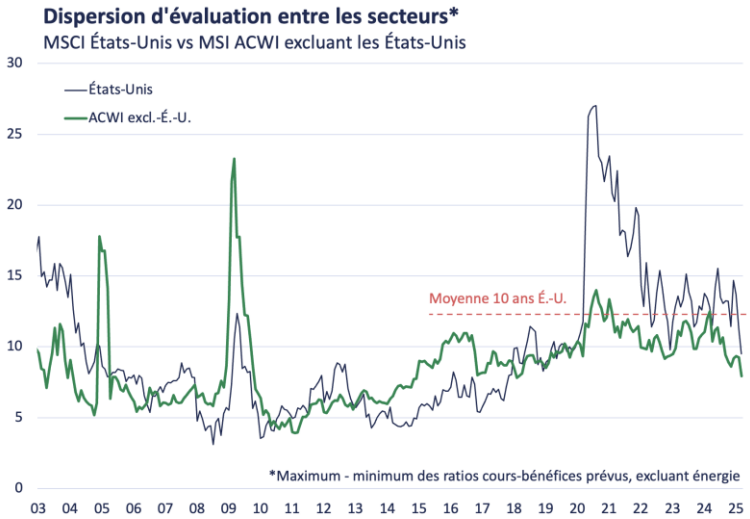
La correction des Sept magnifiques a fait chuter l'évaluation agrégée du groupe au bas de la fourchette observée au cours des trois dernières années (même en excluant Tesla). Le ratio cours-bénéfices prévus est passé de plus de 40 à moins de 30 en quelques mois. Ce n'est ni la plus importante décote de ces titres ni leur plus grande correction de prix. Néanmoins, si l'on se fie aux prévisions de croissance continue des bénéfices par les analystes, ces titres sont redevenus plutôt attrayants, en moyenne.

La combinaison de cette dévaluation et de la réévaluation à la hausse des secteurs défensifs s'est traduite par une forte réduction des écarts d'évaluation sectoriels. Le phénomène a aussi été observé dans les actions internationales, essentiellement en raison de la baisse du secteur des technologies, d'un essoufflement de la thématique IA et des anticipations de croissance euphorique déjà reflétées dans les prix. **En mars, on observait moins d'excès dans les évaluations relatives sectorielles qu'en décembre.**

Sources : DGIA, LSEG, avril 2025



Sources : DGIA, IBES, MSCI, mars 2025

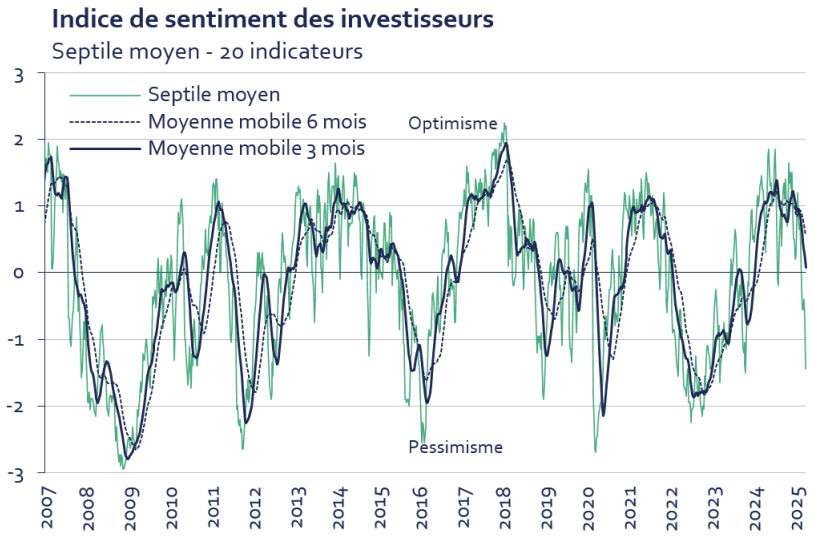


Sources : DGIA, LSEG, 31 mars 2025

Chute marquée de l'indice de sentiment des investisseurs

À la fin de 2024, nous mentionnions que le sentiment d'invincibilité observé chez les investisseurs était un point de départ très périlleux pour débuter la nouvelle année. Une série d'événements survenus au cours du trimestre — entre la mi-février et la mi-mars — sont d'abord venus ébranler leur confiance, notamment dans la thématique IA. La dernière salve de tarifs américains au début du mois d'avril a ensuite refroidi sévèrement leur appétit pour le risque.

Notre indice de sentiment hebdomadaire a chuté en zone de pessimisme au début du mois, mais sa moyenne sur trois mois était au point neutre, ce qui signifie qu'il était encore loin de refléter un état de panique. Toutes les familles d'indicateurs que nous analysons reflétaient l'inconfort des investisseurs face à l'environnement d'incertitude.



Sources : DGIA, LSEG, Bloomberg, State Street Global Markets, mars 2025

Carte thermique de sentiment

	9 avril 2025	Septile depuis 1995* Pessimisme -3	-2	-1	N	Optimisme +1	+2	+3
Sondages & Positionnement	1- Confiance consommateurs : prix de la bourse		■					
	2- Sentiment des bulletins des conseillers financiers	■						
	3- Sentiment des investisseurs individuels (AAII)	■						
	4- Exposition des investisseurs individuels (AAII)				■			
	5- Exposition des gestionnaires actifs (NAAIM)			■				
	6- Positions en contrats à terme (CFTC)				■			
	7- Ratio options d'achat / options de vente (CBOE)	■						
	8- Allocation nette en actions (State Street)				■			
	9- Flux & position en actifs risqués (State Street)	■						
Volatilité	10- Volatilité de la bourse (VIX) (I)	■						
	11- Volatilité des obligations (MOVE) (I,N)		■					
	12- Volatilité des devises de pays émergents (I)			■				
Données financières	13- Écart de taux des obligations de qualité É.-U. (I,N)					■		
	14- Perform. relative petites capitalisations 3M	■						
	15- Indice de surprise économique du G10				■			
	16- Dispersion des bénéfices anticipés (I,N)							■
	17- Ratio de révision des bénéfices				■			
Données techniques	18- Indice de force relative 14J (MSCI Monde)	■						
	19- Nb titres > moy. mob. 200J (MSCI Monde)	■						
	20- % nouv. haut 1 an vs bas (MSCI Monde)		■					
	* Lorsque disponible. Sinon, depuis le début de la disponibilité I: ↑ de l'indicateur = ↓du sentiment N: Indicateur normalisé	-3 -2 -1 Pessimisme			N	+1 +2 +3 Optimisme		

Sources : DGIA, LSEG, Bloomberg, State Street Global Markets, mars 2025

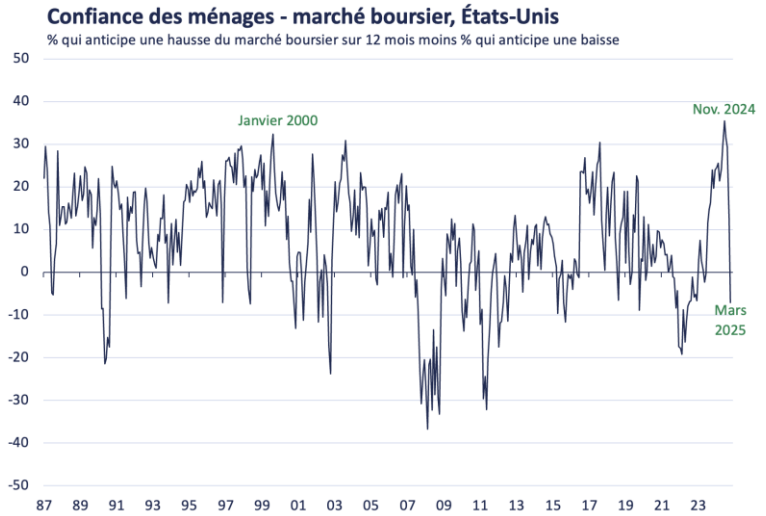
Les ménages n'ont jamais été aussi exposés aux actions

Nous l'avons souligné à plusieurs reprises au cours des derniers trimestres : « Jamais les ménages américains n'ont été aussi exposés aux actions. Même au sommet de la bulle spéculative de 2000, leur appétit pour le marché boursier était moins élevé qu'à la fin de 2024 ». Cela les a bien servis l'an dernier, l'effet de richesse étant mentionné parmi les éléments qui ont soutenu leur consommation.

La facilité avec laquelle les petits investisseurs peuvent transiger sur des plateformes conviviales et gratuites depuis la pandémie a changé la donne. **Comment vont-ils réagir dans un contexte de volatilité élevée et devant la détérioration des perspectives d'emploi ?** Cette fois, ils ne recevront pas de chèque de l'État, comme lors de la pandémie. La stratégie « *buy the dip* » pourrait donc avoir moins d'impact sur le marché boursier s'ils sont moins nombreux à l'appliquer.

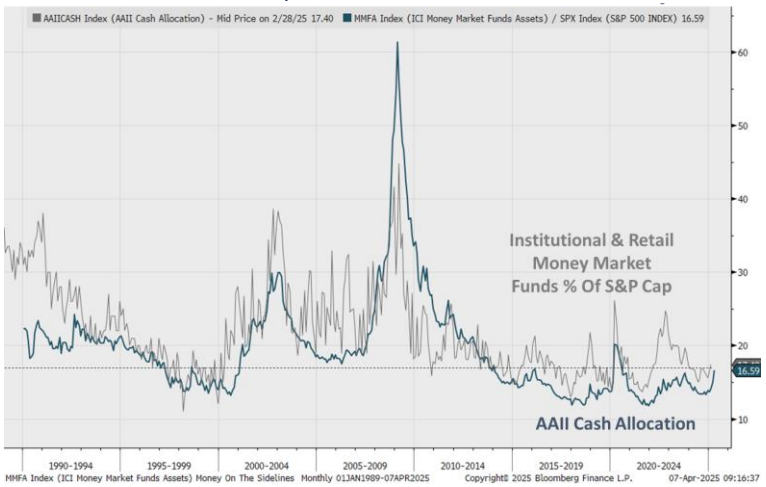
Nous faisions le même constat à propos des investisseurs professionnels : leur exposition aux actifs risqués, y compris les actions, était très élevée comparativement à la norme historique. Or, c'était toujours le cas à la fin du premier trimestre. Conséquemment, ils avaient peu de liquidités à déployer pour bénéficier d'éventuelles aubaines après une correction de marché.

De toute façon, le manque de visibilité pourrait bien refroidir l'appétit pour le risque pour un certain temps. **Face à un choc exogène provoqué délibérément par un seul individu, dont la stratégie consiste justement à être imprévisible, toute tentative de prévoir l'évolution des marchés à court terme (*market timing*) devient extrêmement risquée.**



Sources : DGIA, Conference Board, LSEG, mars 2025

Allocation en encaisse
En % des actifs et de la capitalisation du S&P 500



Sources : AAII, ICI, Bloomberg, avril 2025

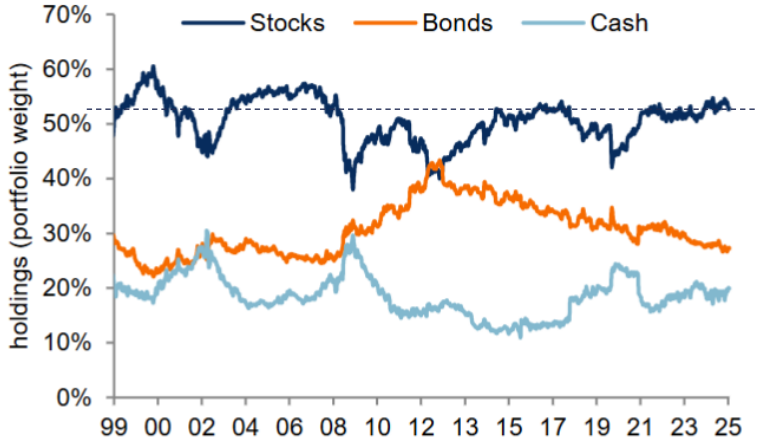
Les professionnels n'étaient pas préparés pour une correction boursière

Selon les données de State Street, les investisseurs institutionnels n'étaient pas positionnés pour une correction boursière à la fin du trimestre, au contraire. **L'allocation en actions était aussi élevée qu'en moyenne ces quatre dernières années, et ce, malgré la cherté du marché et un contexte géopolitique de plus en plus hostile aux marchés financiers.** Les bons rendements des dernières années sont peut-être à l'origine de cette complaisance.

Le sondage mené par Bank of America auprès des gestionnaires de portefeuille montrait un niveau d'encaisse faible, mais une allocation en actions à la baisse. Le sondage révélait aussi une remontée de leur niveau d'inquiétude devant la détérioration du contexte macroéconomique mondial, même avant la dernière vague de tarifs.

Allocation entre les catégories d'actifs

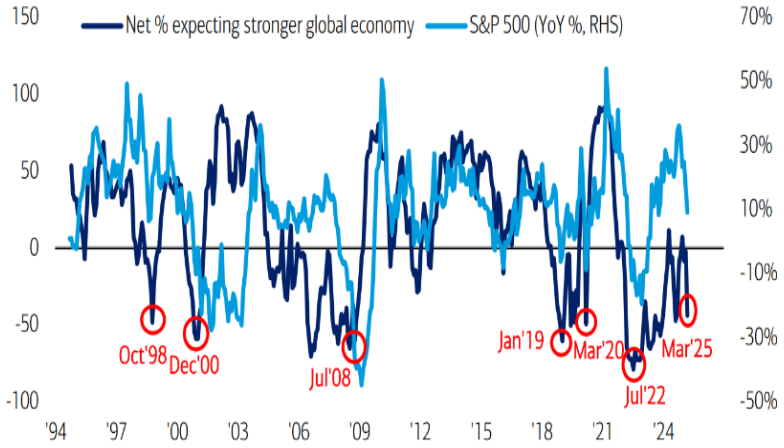
Investisseurs institutionnels, mesures normalisées



Source : State Street Global Markets, 2 avril 2025

Perspectives économiques mondiales

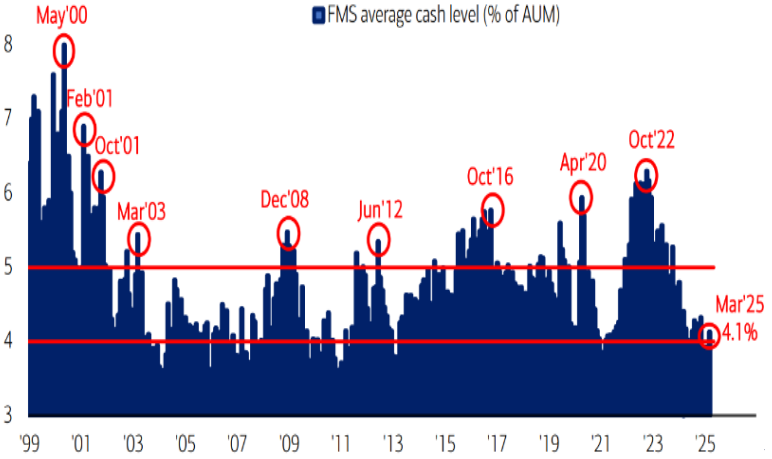
% de gestionnaires qui anticipent une accélération économique



Source : BofA Global Fund Manager Survey, 18 mars 2025

Allocation en encaisse

En % des actifs



Source : BofA Global Fund Manager Survey, 18 mars 2025

RÉSERVÉ À L'USAGE
DES CONSEILLERS

Diversification régionale : retour d'un concept négligé

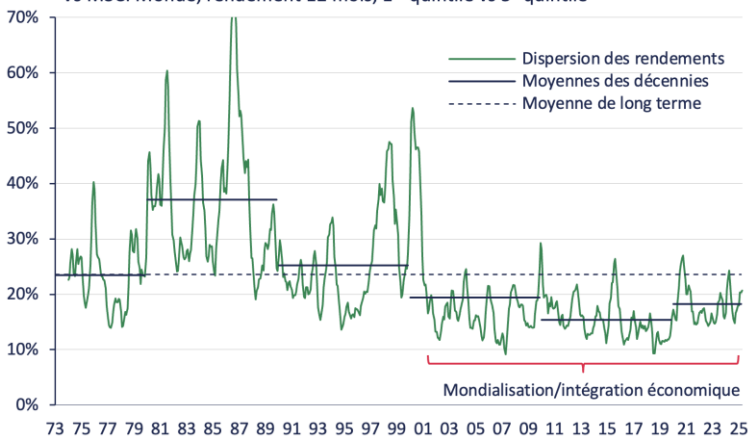
Depuis l'intégration de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce en 2001 et l'essor de la mondialisation, la dispersion des rendements boursiers entre les pays de l'indice MSCI Monde a été plutôt faible. Dans ce contexte, la diversification géographique a été moins utile. La longue période de surperformance du marché américain observée depuis 2010 a aussi grandement contribué au désintérêt des investisseurs pour les actions internationales. Le changement de régime engendré par l'isolationnisme américain pourrait inciter les investisseurs à regarder ailleurs.

Le point de départ est très élevé, tant en matière d'allocation d'actifs que d'évaluation relative. Le positionnement en actions américaines est extrêmement élevé par rapport à la norme historique et leur évaluation relative a atteint des sommets. La surperformance des actions internationales observée depuis le début de l'année pourrait bien marquer le début d'un long rééquilibrage. À titre d'exemple, les investisseurs européens détiennent presque autant d'actions américaines que d'actions européennes.

L'exceptionnalisme américain sur les marchés boursiers se justifiait en bonne partie par une rentabilité supérieure. Or, les nouvelles taxes à l'importation vont significativement éroder cet avantage compétitif. L'avance technologique des États-Unis est aussi un avantage qui diminue face aux avancées de la Chine. L'imprévisibilité de l'administration Trump, ou simplement ses propos choquants, vont aussi faire fuir les capitaux. La dévaluation du dollar américain illustre bien la perte d'attrait des actifs financiers américains cette année.

Dispersion des rendements entre pays

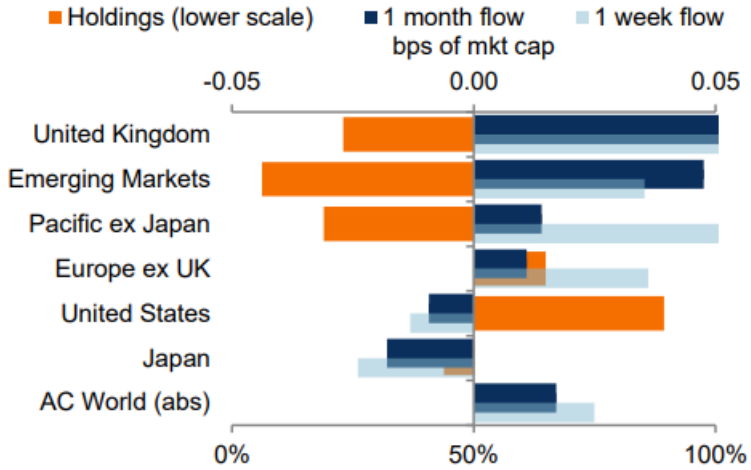
Vs MSCI Monde, rendement 12 mois, 1er quintile vs 5e quintile



Sources : DGIA, LSEG, mars 2025

Allocation régionale des investisseurs institutionnels

Détention et flux, normalisés sur 5 ans



Source : State Street Global Markets, 2 avril 2025

CONCLUSION

PERSPECTIVES MONDIALES	Environnement macroéconomique ⬇	Évaluation ⬆	Sentiment ⬆
30 septembre 2024	-	- - -	-
31 décembre 2024	Neutre	- - -	- -
31 mars 2025	**- -**	**- -**	**+**

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE : LA GUERRE COMMERCIALE EST UN CHOC EXOGÈNE DÉLIBÉRÉ

Lors des cycles économiques traditionnels, les autorités monétaires ajustent les conditions de crédit de façon à freiner ou relancer la demande en fonction de l'évolution de l'inflation et, dans le cas des États-Unis, du chômage. Les gouvernements et les banques centrales peuvent aussi réagir à des chocs exogènes, comme la pandémie. Mais lorsque le choc exogène est délibéré, inflationniste et que son dénouement est imprévisible, les autorités sont dans le brouillard. Est-ce, encore une fois, une stratégie de Trump pour déstabiliser ses « adversaires » afin de mieux négocier ? Ou campera-t-il sur ses positions contre vents et marées ? Dans les deux cas, des dommages durables sont à prévoir et une décote de l'environnement macroéconomique des États-Unis s'impose. Sur une base relative, les accords commerciaux, la réorganisation de la chaîne d'approvisionnement et les plans de relance et de modernisation adoptés en Europe et en Asie justifient que la cote de ces régions soit rehaussée. Pour les douze prochains mois, l'incertitude pèsera toutefois sur la croissance mondiale, et pour cette raison, nous révisons l'environnement macroéconomique de neutre à double négatif.

ÉVALUATION DES MARCHÉS : LE MARCHÉ AMÉRICAIN ESCOMPTE TOUJOURS UN SCÉNARIO DE CROISSANCE FERME… ET UN EXCEPTIONNALISME DURABLE

L'exceptionnalisme américain est toujours bien reflété dans l'évaluation absolue du S&P 500 et dans l'évaluation relative des régions. Au 31 mars, l'évaluation agrégée du marché boursier américain se situait toujours dans le décile le plus élevé de son historique et toutes les autres régions constituaient une aubaine sur une base relative. Et il est peu probable que la correction des marchés boursiers survenue en avril et que les inévitables révisions de bénéfices viennent changer significativement ce constat. En termes absolus, l'évaluation agrégée de l'indice MSCI Monde excluant les États-Unis se situait près de sa médiane historique. Cette évaluation, sans être confortable, est un niveau de départ moins complaisant que celui du S&P 500 étant donné les tumultes macroéconomiques qui s'en viennent. L'évaluation des actions mondiales, au 88^{e} centile au 31 mars, justifierait toujours un « triple négatif » sur le vecteur évaluation. Mais le repli des marchés survenu depuis et les données partielles dont nous disposons nous incitent à réviser le vecteur de triple négatif à double négatif.

SENTIMENT DES INVESTISSEURS : « *MARKET TIMING* » IMPOSSIBLE ET RISQUÉ

Le « sommet d'anxiété » a été le narratif des plus optimistes récemment. L'incertitude aurait atteint son paroxysme. Mais face à un choc exogène provoqué délibérément par un seul individu, dont la stratégie consiste justement à être imprévisible, toute tentative de prévoir l'évolution des marchés à court terme (*market timing*) devient extrêmement risquée. Il est en effet probable que ce genre de stratégie (imposition de tarifs, reports, pauses, exemptions, menaces, déclarations choquantes, etc.) ait éventuellement un rendement décroissant sur le comportement des investisseurs et les marchés financiers, mais force est de constater que ce n'est pas encore le cas. Le niveau d'anxiété est effectivement élevé, mais le positionnement des investisseurs ne le reflète pas encore, bien qu'il soit en transition vers la prudence. Leur sentiment d'invincibilité est ébranlé. Pour cette raison, nous rehaussons notre vecteur sentiment de double négatif à simple positif.

Notre analyse des trois vecteurs nous incite à maintenir un biais défensif. Le sentiment euphorique de 2024 s'est refroidi, mais l'environnement économique s'est détérioré et l'évaluation des actions mondiales demeure trop élevée, surtout dans un tel contexte d'incertitude.

Notes légales

Le présent document a été préparé par Desjardins Gestion internationale d'actifs inc. (DGIA) à titre informatif seulement.

Les informations incluses dans ce document sont présentées à des fins d'illustrations et de discussions seulement. Les renseignements ont été obtenus de sources que DGIA croit fiables, mais ils ne sont pas garantis et peuvent être incomplets. Les informations sont à jour à la date indiquée dans le présent document. DGIA n'assume aucune obligation de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets, les titres ou stratégies évoqués. Les informations présentées ne devraient pas être considérées comme des conseils d'investissement ou des recommandations d'achats ou de ventes de titres, ou des recommandations de stratégies de placement particulières. Ce document ne doit en aucun cas être considéré ou utilisé aux fins d'offre d'achat de parts dans un fonds ou de toute autre offre de titres, quelle que soit la juridiction. Rien dans le présent document ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation d'un investisseur. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres, stratégies ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul document, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

L'information se veut générale et destinée à illustrer et à présenter des exemples relatifs aux capacités de gestion de DGIA. Toutes les perspectives, observations et opinions sont sujettes à des changements sans préavis.

Les informations présentées sur le contexte de marché et la stratégie représentent un sommaire des observations de DGIA à l'égard des marchés dans leur ensemble et sa stratégie à la date indiquée. Différentes perspectives peuvent être exprimées basées sur des styles de gestion, des objectifs, des opinions ou des philosophies différentes.

Les informations sont présentées de manières confidentielles et ne s'adressent qu'aux conseillers uniquement. En aucun cas, ce document ne peut être reproduit, en tout ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient, sans avoir obtenu le consentement préalable écrit de DGIA.

La marque Desjardins est une marque de commerce de la Fédération des caisses Desjardins du Québec utilisée sous licence.

Desjardins
Gestion internationale d'actifs