



Perspectives des marchés – approche « top-down »

Juin 2025

CONTEXTE DE MARCHÉ

Sommaire

PERSPECTIVES MONDIALES	Environnement macroéconomique ↑	Évaluation →	Sentiment ↓
31 décembre 2024	Neutre	---	--
31 mars 2025	--	--	+
30 juin 2025	-	--	-

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

Source : DGIA, au 30 juin 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.

INTRODUCTION

Allocation géographique dans un monde à nouveau multipolaire

Depuis la fin de la Guerre froide, le monde a essentiellement évolué dans un système unipolaire dominé par les États-Unis sur les plans politique, militaire, économique et technologique. L'établissement de l'Union européenne dans les années 1990 et la montée en puissance de la Chine dans les années 2000 ont progressivement remodelé cet équilibre, tandis que des puissances régionales émergentes, comme l'Inde, le Brésil et l'Arabie Saoudite, ont également accru leur influence. Si la multipolarité du monde était en gestation depuis un certain temps, l'isolationnisme de l'administration Trump et sa guerre commerciale en ont accéléré l'avènement, du moins sur le plan économique.

Ce changement de régime n'est pas sans conséquence. Un monde multipolaire est plus fragmenté et moins prévisible. De nouvelles dynamiques s'établissent : alors que certaines grandes puissances rivalisent pour accroître leur influence, d'autres se rapprochent et intensifient leurs échanges commerciaux. Ce monde multipolaire peut donc se réorganiser en fonction d'intérêts politiques et économiques changeants, contrairement à ce que semblent croire les conseillers stratégiques de l'administration Trump, qui ont agi comme si l'exceptionnalisme américain était une vérité immuable.

Si la diversification géographique n'a pas été un facteur important pour les investisseurs dans un contexte unipolaire, la perspective de ce nouveau régime rend la surexposition des investisseurs aux actifs américains de plus en plus difficile à justifier.

Corrélation des marchés boursiers régionaux avec le S&P 500

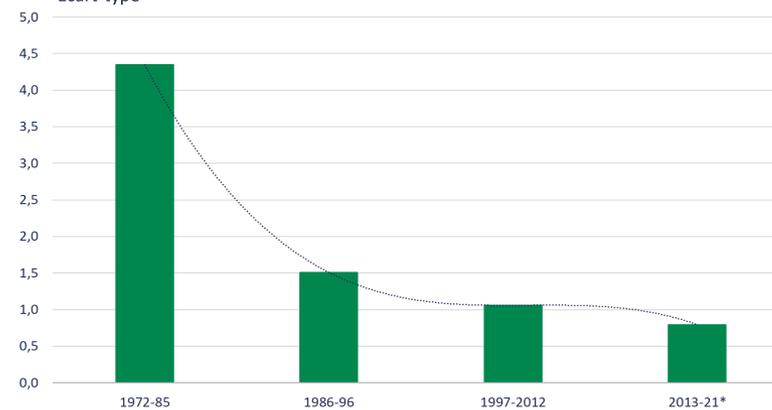
Corrélation des rendements hebdomadaires, moyennes par décennies



Sources : DGIA, LSEG, Bloomberg, mai 2025

Dispersion de l'inflation entre les pays du G7

Écart-type



Sources : DGIA, LSEG, mai 2025

*Avant les impacts de la pandémie

INTRODUCTION

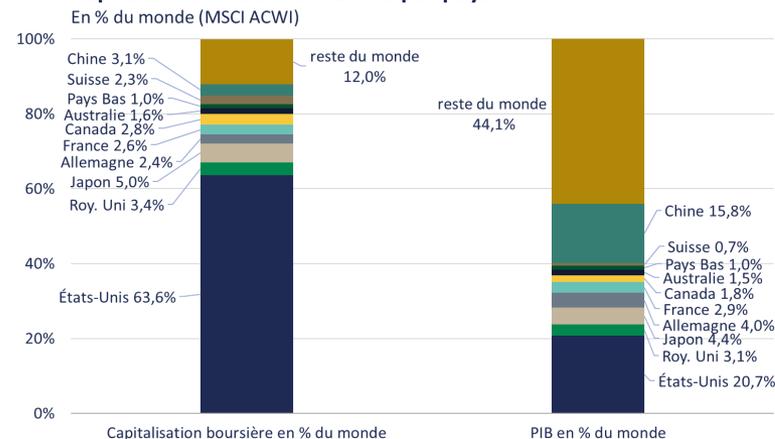
C'est le bon moment pour reconsidérer la diversification géographique

La part des États-Unis dans l'économie mondiale — autour de 20 % — demeure importante, mais elle diminue. À l'opposé, le poids des actions américaines dans la capitalisation boursière mondiale, à plus de 63 %, s'est significativement accru au fil des années, et ce, bien au-delà que ce que justifient les éléments fondamentaux et les perspectives de croissance.

Nous sommes d'avis qu'un rééquilibrage est hautement probable, notamment en raison de l'évaluation relativement attrayante des marchés boursiers à l'extérieur des États-Unis et du faible positionnement des investisseurs dans ces marchés. Rappelons que près de 80 % de l'activité économique mondiale se trouve à l'extérieur des États-Unis. C'est en Asie que se situent les marchés où la classe moyenne croît le plus rapidement, où les besoins en infrastructures sont les plus importants et où la main-d'œuvre est la plus abondante. Le fait que l'Europe, dont le poids économique est aussi important que celui des États-Unis, se retrouve les manches et s'unifie face aux nombreux défis qui l'attendent pourrait bien donner l'impulsion à un virage structurel porteur à moyen et long terme.

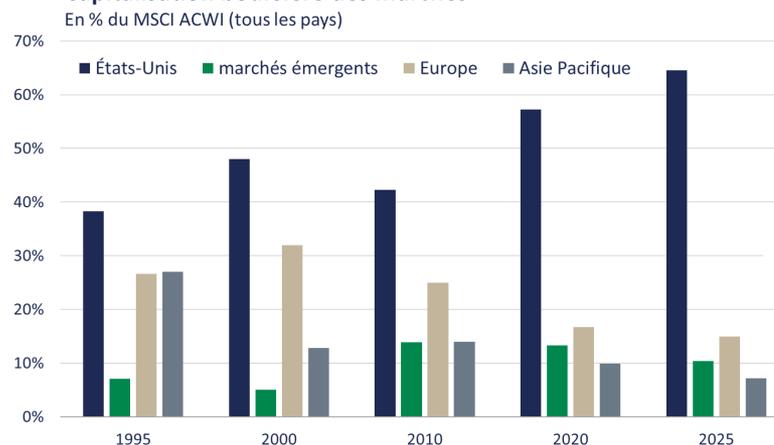
Dans ce monde à nouveau multipolaire, il convient de réviser les idées bien établies sur les sources de diversification et de revoir les politiques d'investissement en matière de positionnement géographique, dont les bornes sont très souvent dictées par les indices boursiers et obligataires de référence. Pour tirer parti de ce monde changeant, il faudra faire preuve d'audace et regarder au-delà des limites imposées par les indices de référence actuels.

Capitalisation boursière et PIB par pays



Sources : DGIA, LSEG, MSCI, Visual Capitalist, mai 2025

Capitalisation boursière des marchés



Sources : DGIA, LSEG, MSCI, mai 2025

Consensus 2025-2026 : les prévisions de croissance sont encore revues à la baisse

En 2019, juste avant la pandémie, la croissance économique mondiale était à son plus faible depuis la crise financière de 2008. Le creux de la pandémie a été suivi d'un rebond cyclique fortement dopé par des stimuli, puis par un retour graduel à la « normale ». Seuls les États-Unis ont continué de soutenir fortement l'économie en 2023 et 2024, malgré le plein-emploi, une inflation au-dessus de la cible et des déficits alarmants.

Avec les perturbations orchestrées par l'administration Trump, le retour à la normale n'aura pas duré bien longtemps. L'incertitude mène à la retenue et à la prudence, tant chez les consommateurs que dans les entreprises. Dans ce contexte, les prévisionnistes ont continué à réviser les perspectives de croissance à la baisse au cours des derniers mois, à la fois pour l'année en cours et pour 2026.

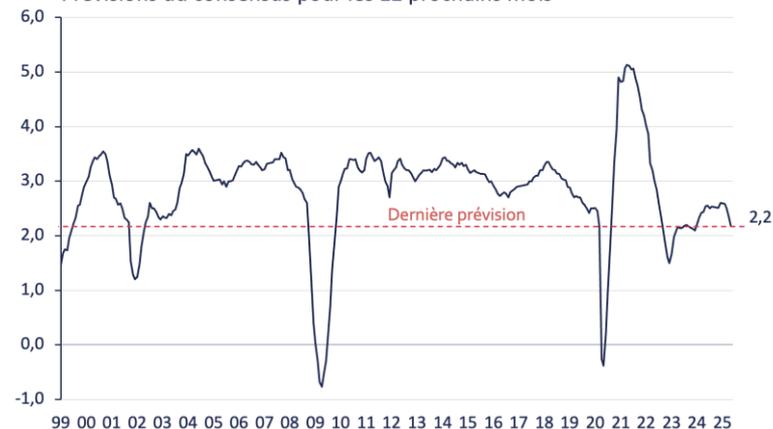
Sans surprise, les États-Unis et le Canada ont subi les plus fortes révisions à la baisse, alors que la Chine et l'Europe, toutes deux en mode stimuli budgétaire et monétaire, s'en tirent beaucoup mieux.

Sur le front de l'inflation, le consensus des prévisionnistes anticipe des prix à la consommation évoluant tout près ou en deçà de la cible des banques centrales en Europe, au Canada et au Japon. L'inflation aux États-Unis demeurera toutefois plus persistante et supérieure à la cible de la Réserve fédérale.

Le travail des prévisionnistes est particulièrement difficile cette année alors que se succèdent les « chocs exogènes » provoqués par les tergiversations et déclarations incendiaires du président des États-Unis. Ce comportement erratique, impossible à modéliser, a des impacts bien réels sur les statistiques économiques et les enquêtes sur le climat des affaires et la confiance des ménages. Cette dynamique brouille considérablement la lecture de la conjoncture économique courante.

Croissance mondiale prévue

Prévisions du consensus pour les 12 prochains mois



Sources : DGIA, Consensus Economics, juin 2025

Révisions de croissance du PIB pour 2025 et 2026

Changements des prévisions entre janvier et juin 2025



Sources : DGIA, Consensus Economics, juin 2025

Politiques monétaires : expansionniste en Europe, restrictive aux États-Unis

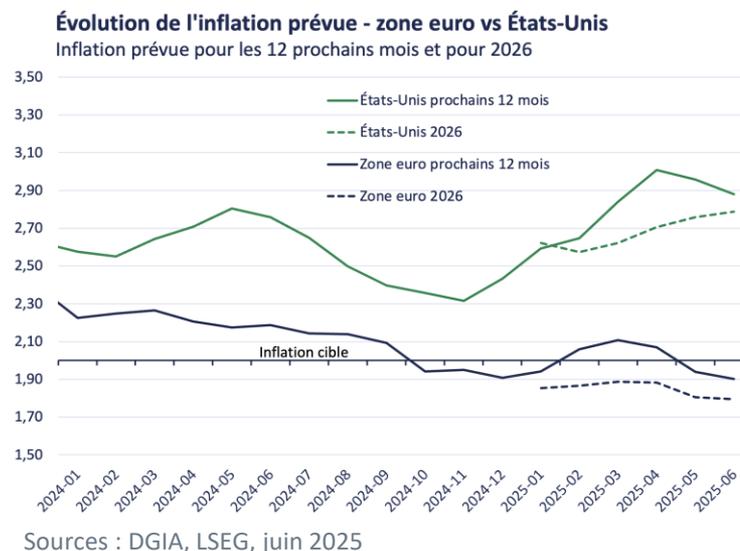
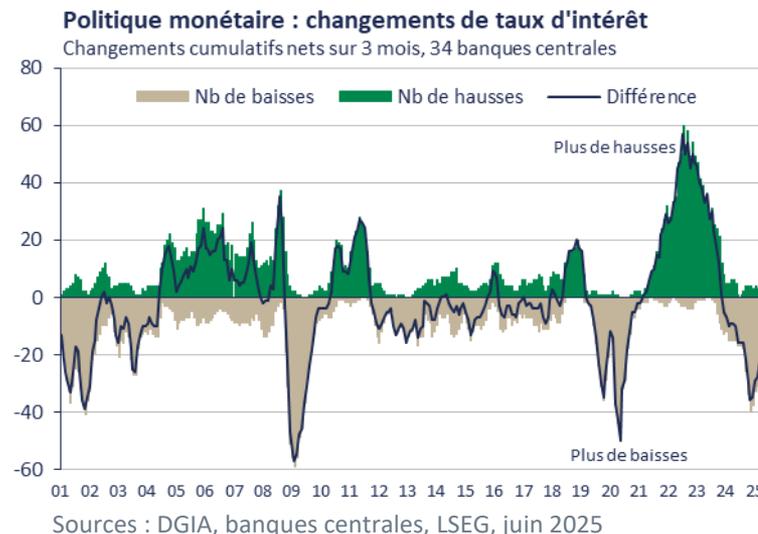
Il ne se passe pas une semaine sans que le président des États-Unis menace de limoger le président de la Réserve fédérale (Fed). Trump reproche à Powell de ne pas abaisser les taux d'intérêt, comme l'ont fait la Banque centrale européenne (BCE) et la majorité des autres banques centrales.

En 2024, le repli marqué de l'inflation a permis à la plupart des banques centrales d'assouplir les conditions de crédit. Cette année, plusieurs agissent plutôt de façon préventive afin de tempérer l'effet de la guerre commerciale de l'administration Trump.

Mais la Fed n'a pas de marge de manœuvre : l'inflation observée demeure au-dessus de la cible de 2 % et reste bien ancrée dans les anticipations des consommateurs, des entreprises et des prévisionnistes, notamment en raison des tarifs. L'inflation prévue par le consensus est de 3 % pour 2025 et de 2,8 % pour 2026. Un assouplissement significatif, dans ce contexte, soulèverait le doute sur l'indépendance et la crédibilité de la Fed. Mais la pression sera forte, car Trump voudra sans aucun doute lui faire porter le blâme d'un éventuel ralentissement ou d'une récession.

De son côté, la BCE a pu abaisser son taux directeur de 4 % à 2 % dans la dernière année, soit 250 points de base sous le taux américain. Outre l'imprévisible prix de l'énergie, plusieurs facteurs influenceront l'inflation en zone euro au cours des prochaines années. À court terme, l'inflation pourrait baisser si les tarifs américains font en sorte que l'Europe soit inondée de produits chinois. À moyen terme en revanche, les stimuli allemands pourraient éventuellement contribuer à une hausse. Mais il faudra d'abord éliminer la capacité de production excédentaire.

Nous anticipons, au cours des prochains trimestres, une politique monétaire beaucoup plus accommodante et favorable à la croissance en Europe qu'aux États-Unis. Le Royaume-Uni fait toutefois exception; l'inflation demeure un enjeu et très peu de baisses de taux sont attendues.



ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

États-Unis : chaos commercial, déficits et hausse de taux d'intérêt

Certains estiment que l'économie américaine a été plutôt résiliente cette année en dépit des tirs soutenus venant de l'intérieur. Mais l'incertitude et l'anxiété sont perceptibles dans les « *soft data* », soit les enquêtes menées auprès des consommateurs et des entreprises. En moyenne, ces enquêtes affichent des niveaux habituellement observés durant une récession. Cependant, les statistiques qui mesurent plus directement l'activité économique, soit les « *hard data* » (emploi, ventes, production, etc.), ont en moyenne mieux résisté au deuxième trimestre. En juin, le GDPNow de la Fed d'Atlanta, qui estime la croissance à partir de ces données, suggérait un rebond du PIB de 3,5 % au deuxième trimestre, après un repli de 0,5 % au premier.

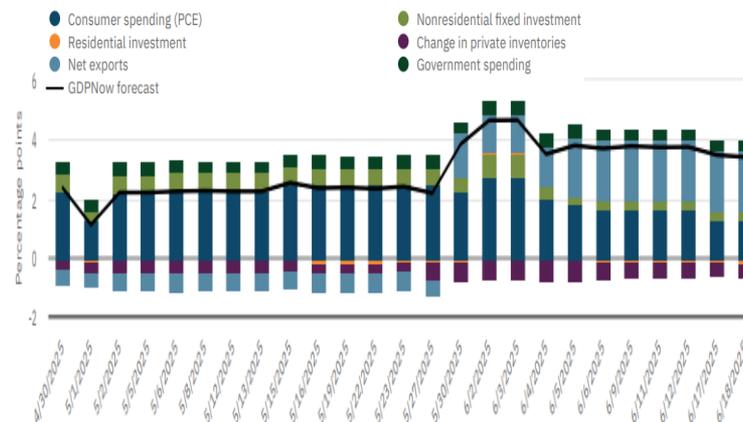
Une analyse plus fine révèle que la moitié de ce rebond provient toutefois de la chute des importations. Celle-ci survient après une forte hausse au trimestre précédent, alors que les importateurs américains accélèrent leurs commandes avant l'imposition de nouvelles taxes à l'importation. C'est précisément ce genre de perturbation qui complique la lecture de la conjoncture actuelle. Et ce n'est pas terminé. Une étude récente du Center for Economic Policy Research a révélé que l'impact économique des chocs commerciaux, incluant ceux causés par les politiques commerciales, peut prendre jusqu'à un an avant de se matérialiser.

Avant toutes ces distorsions, l'environnement économique était déjà en train de se compliquer pour les consommateurs, notamment en raison de la hausse du fardeau de la dette et de la précarité d'emploi. Le service de la dette des ménages n'atteint pas encore un niveau précurseur de récession, mais il est loin d'un niveau confortable. Et l'allègement fiscal du « *One Big Beautiful Bill* » ne changera pas la donne, puisqu'il appauvrira le tiers le plus pauvre des consommateurs, selon le Bureau du budget du Congrès américain. De plus, la hausse du déficit qu'il implique pourrait se traduire par une montée des taux d'intérêt et une hausse de l'épargne attribuable à l'amincissement du filet social.

Au cours des prochains trimestres, il sera d'ailleurs intéressant de constater qui, des investisseurs ou de l'administration Trump, aura le dernier mot sur les politiques économiques. Après l'incertitude, les fluctuations aléatoires des tarifs douaniers et les déclarations incendiaires, c'est maintenant le manque de crédibilité à propos de la gestion des finances publiques qui est sous la loupe des investisseurs. Le marché obligataire a fortement réagi au « *One Big Beautiful Bill* » en mai dernier, poussant les taux sur les obligations 30 ans au-delà de 5 %.

Contribution des composantes du GDPNow

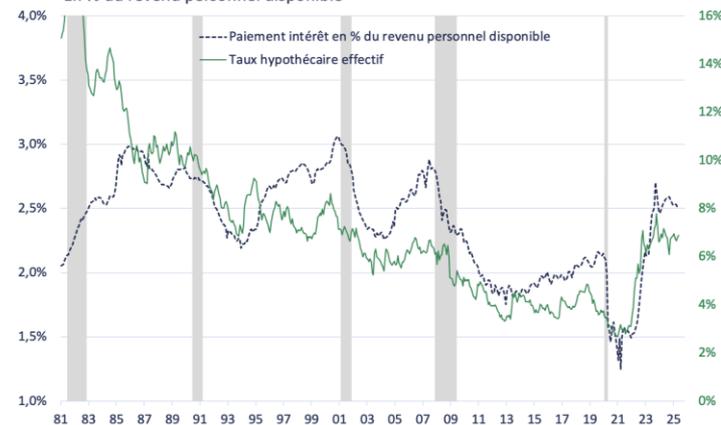
T2 2025



Source : Réserve fédérale d'Atlanta, juin 2025

Paievements d'intérêt - États-Unis

En % du revenu personnel disponible



Sources : DGIA, LSEG, juin 2025

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

Canada : une croissance incertaine, au mieux léthargique

La croissance économique devrait demeurer instable et inférieure à son potentiel au cours des prochains trimestres, notamment en raison de l'incertitude entourant les politiques tarifaires américaines, qui freinent les décisions commerciales et d'investissement des entreprises au Canada.

Les exportateurs doivent en effet composer avec des coûts accrus et des frictions liés à la conformité à l'Accord de libre-échange Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM). Mentionnons notamment la documentation, la certification et la traçabilité, qui allongent les délais et compliquent la logistique. Plusieurs entreprises réorganisent leurs chaînes d'approvisionnement pour mitiger ces impacts, ce qui pèse sur les volumes d'exportation.

Chez les consommateurs canadiens, la confiance reste à des niveaux historiquement faibles. Ce contexte d'incertitude pèse notamment sur les ventes de propriétés existantes, malgré l'assouplissement des taux hypothécaires.

Le resserrement des seuils d'immigration constitue également un frein à l'activité économique à court terme. Même si à moyen terme cette modération du flux migratoire pourrait faciliter l'intégration des nouveaux arrivants déjà présents, en particulier sur le marché du travail, l'effet net sur l'activité économique sera vraisemblablement légèrement négatif.

L'inflation est désormais proche de la cible de 2 %, mais les risques haussiers liés aux tarifs douaniers demeurent. Ce contexte complique la tâche de la Banque du Canada, qui pourrait opter pour une approche graduelle et prudente plutôt qu'un assouplissement monétaire marqué.

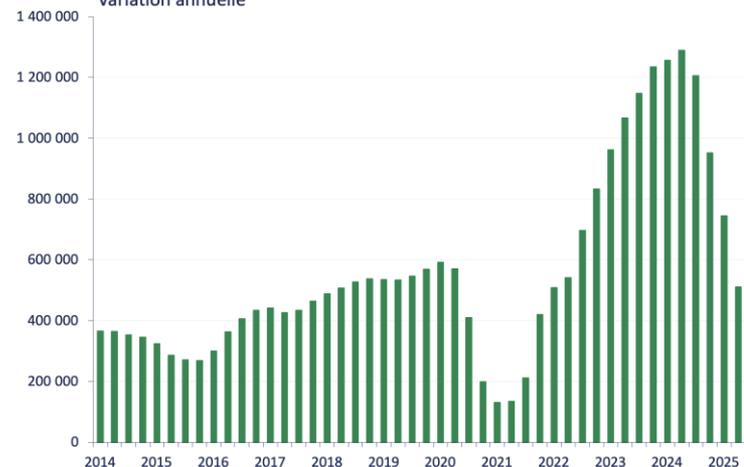
Du côté positif, la capacité budgétaire du Canada demeure solide, surtout par rapport aux autres pays du G7. Le nouveau gouvernement fédéral a d'ailleurs annoncé des mesures de relance axées sur l'investissement en infrastructures et la défense ainsi que des allègements fiscaux destinés à stimuler la demande. Ces mesures pourraient éventuellement atténuer le ralentissement économique, mais leur efficacité à court terme est extrêmement limitée.

Croissance du PIB observée et prévue - Canada
Variation trimestrielle annualisée



Sources : DGIA, Bloomberg, juin 2025

Croissance de la population - Canada
Variation annuelle



Sources : DGIA, Statistique Canada, juin 2025

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

Ne sous-estimons pas la capacité de l'Europe à s'adapter en temps de crise

L'Allemagne s'apprête à appuyer sur l'accélérateur avec un plan de relance ambitieux et un rehaussement des dépenses militaires, mais très peu de pays ont la marge de manœuvre nécessaire pour en faire autant. L'Allemagne a un ratio d'endettement juste au-dessus de 60 % (plafond de l'accord de Maastricht), alors que l'Italie, la France, la Belgique et l'Espagne dépassent les 100 %.

L'Europe est bien consciente que les États-Unis, avec un taux d'endettement au-delà de 120 %, n'ont plus les moyens d'assumer seuls près de la moitié des dépenses militaires mondiales. Pour le moment, le sentiment d'urgence et l'acceptabilité sociale sont favorables à la hausse des dépenses militaires. Mais cette conjoncture pourrait changer si les États européens devaient réduire des dépenses sociales pour augmenter le budget de la défense.

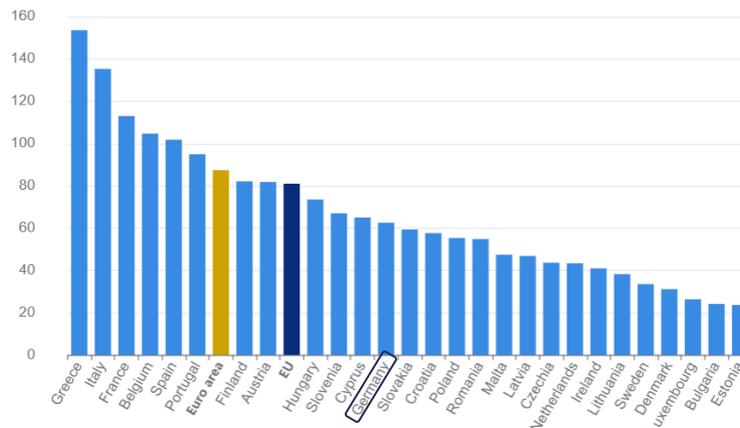
À court terme, l'Europe doit aussi agir pour tempérer les effets des tarifs américains et de l'incertitude liée aux tensions commerciales. Pour sa part, la Banque centrale européenne (BCE) a déjà beaucoup assoupli les conditions monétaires : son taux directeur, à 2 %, est très expansionniste.

Les plus sceptiques diront que l'Europe est lente à réagir, voire sclérosée. Nous ne sommes pas de cet avis. L'Europe a démontré à plusieurs reprises qu'elle peut s'unifier et s'adapter en temps de crise. À la fin de 2022, en pleine crise énergétique et alors que les prévisionnistes anticipaient une récession en Europe, les gouvernements se sont mobilisés : ils ont pris des mesures pour réduire l'impact du coût de l'énergie sur les ménages et les entreprises, pour réduire la consommation de gaz et pour diversifier l'approvisionnement. Au final, la croissance aura significativement dépassé les prévisions. Quant à la dépendance de l'Europe au gaz russe, elle est passée de 40 % en 2022 à 10 % en 2025.

Nos récentes rencontres en Europe avec la BCE, la Bundesbank, la Commission européenne, l'OTAN et des stratèges politiques influents nous ont convaincus du sentiment d'urgence et de la détermination des principaux acteurs. La capacité d'adaptation de l'Europe en temps de crise a certainement été sous-estimée par Poutine en 2022, comme elle l'est vraisemblablement aujourd'hui par l'administration Trump.

Ratios dette / PIB

T4 2024



Source : Eurostat, juin 2025

Croissance observée et prévue - Allemagne vs zone euro

Variation annuelle, %



Sources : DGIA, Consensus Economics, juin 2025

Les pays d'Asie renforcent leurs liens commerciaux en réaction aux tarifs américains

La Chine, le Japon et la Corée du Sud, trois puissances manufacturières traditionnellement rivales dont les économies combinées représentent près de 30 % du PIB mondial, se sont considérablement rapprochés depuis le début de la guerre commerciale de l'administration Trump. Ces États souhaitent créer un environnement prévisible pour les entreprises, consolider leurs chaînes d'approvisionnement et, éventuellement, conclure un accord de libre-échange.

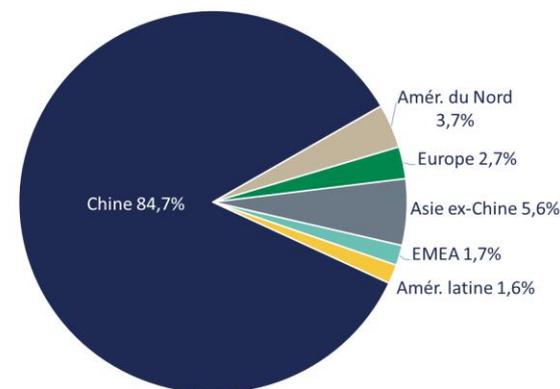
Ces avancées importantes et rapides expliquent peut-être l'attitude indépendante de la Chine face aux menaces et aux tarifs américains, une situation que les conseillers de Trump n'avaient manifestement pas prévue, et qui confirme que le monde est dorénavant multipolaire.

Pour ces trois pays, les États-Unis demeurent un marché d'exportation important : 15 % des exportations chinoises y sont destinées, une proportion qui atteint 20 % pour les exportations japonaises et coréennes. La guerre commerciale ne sera donc pas sans conséquences, mais elle ne signifie pas non plus un choc majeur pour la région. D'abord, les États-Unis ne sont pas en mesure de remplacer ces importations par de la production domestique à court ou moyen terme. Et deuxièmement, la recherche de nouveaux marchés afin de réduire la dépendance au marché américain bat son plein.

L'attitude belliqueuse et imprévisible des États-Unis va nuire aux perspectives de croissance des multinationales américaines en Asie, et les firmes asiatiques et européennes bénéficieront davantage de ce marché en ébullition. Il sera en effet plus difficile d'établir avec les firmes américaines les liens de confiance durables qui sont essentiels à leur intégration aux chaînes d'approvisionnement asiatiques. Et pour les consommateurs, l'image de marque des produits américains s'est significativement détériorée, particulièrement en Chine, un important marché d'exportation pour les États-Unis.

Provenance des revenus des entreprises - Chine

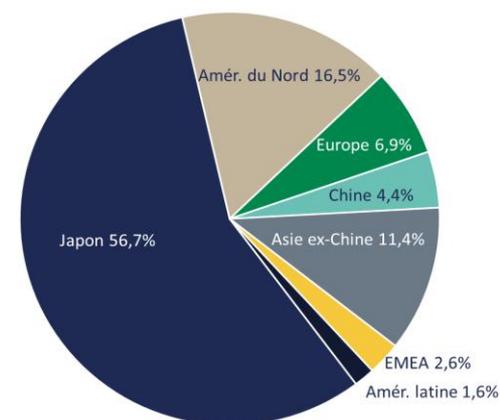
Entreprises cotées en bourse



Source : Morgan Stanley Research, 2024

Provenance des revenus des entreprises - Japon

Entreprises cotées en bourse



Source : Morgan Stanley Research, 2024

ÉVALUATION

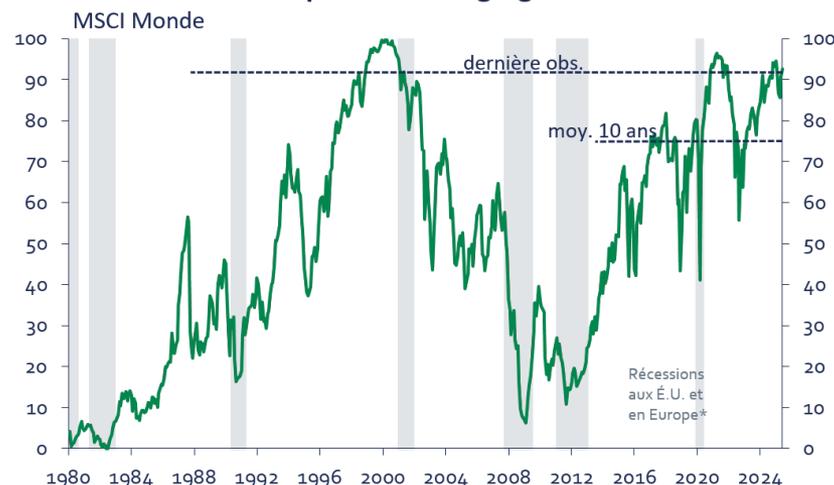
Retour à des évaluations extrêmes malgré l'incertitude

L'évaluation nous permet d'établir si le prix d'un actif bénéficie ou non d'une marge de sécurité pour absorber, par exemple, des perturbations économiques ou des chocs imprévus. En d'autres mots, on évalue si le prix d'un actif escompte un certain niveau de risque. Au 30 juin 2025, l'évaluation agrégée de l'indice MSCI Monde se trouvait au 93^e centile de sa distribution historique, en hausse de cinq centiles par rapport à mars. Une telle évaluation ne laisse évidemment pas de place à la déception. Bien au contraire, les perspectives doivent être parfaites, un constat étonnant dans le contexte actuel.

Les États-Unis ont continué d'être le marché boursier le plus cher : l'évaluation du S&P 500 touchait le 99^e centile en juin. Le reste du marché boursier mondial, au 74^e centile de sa distribution historique, était nettement moins dispendieux.

Le Canada demeurait cher alors que l'Europe et l'Asie, sans être des aubaines, étaient des marchés moins dispendieux. Sur une base relative, tous les marchés boursiers étaient très attrayants par rapport aux États-Unis.

Évaluation historique - centile agrégé



Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, NBER, *ECRI, Bloomberg, 30 juin 2025

Évaluation - MSCI Monde excl. É.-U.

Mesure	juin 2025	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	14,9	47	←————— —————→		
Cours / bénéfices réalisés	16,6	50	←————— —————→		
Cours / valeur au livre	2,0	67	←————— —————→		
Cours / flux de trésorerie	10,4	90	←————— —————→		
VE / BAIIDA (Excl. financières)	9,8	70	←————— —————→		
Cours / ventes réalisées	1,6	100	←————— —————→		
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	16,0	47	←————— —————→		
Centile agrégé		74	←————— —————→		

Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 30 juin 2025

†Moyenne des centiles pour les sept indicateurs d'évaluation

Évaluation - MSCI Monde

Mesure	juin 2025	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	19,3	83	←————— —————→		
Cours / bénéfices réalisés	23,2	84	←————— —————→		
Cours / valeur au livre	3,6	97	←————— —————→		
Cours / flux de trésorerie	16,1	98	←————— —————→		
VE / BAIIDA (Excl. financières)	13,8	92	←————— —————→		
Cours / ventes réalisées	2,5	100	←————— —————→		
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	25,5	84	←————— —————→		
Centile agrégé		93	←————— —————→		

Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 30 juin 2025

ÉVALUATION

Tous les marchés sont attrayants relativement au S&P 500

Évaluation - S&P 500

Mesure	juin 2025	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	21,5	90			
Cours / bénéfices réalisés	27,9	94			
Cours / valeur au livre	5,0	99			
Cours / flux de trésorerie	19,7	99			
VE / BAIIDA (Excl. financières)	15,8	94			
Cours / ventes réalisées	3,3	100			
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	35,7	95			
Centile agrégé		99			

Évaluation - MSCI Asie-Pacifique

Mesure	juin 2025	Centile	1	Centile historique*	100
Cours / bénéfices prévus	15,3	67			
Cours / bénéfices réalisés	17,0	56			
Cours / valeur au livre	1,7	79			
Cours / flux de trésorerie	10,3	86			
VE / BAIIDA (Excl. financières)	7,8	46			
Cours / ventes réalisées	1,5	100			
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	20,2	48			
Centile agrégé		79			

* Depuis 2004

Évaluation - MSCI Canada

Mesure	juin 2025	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	16,1	79			
Cours / bénéfices réalisés	20,2	71			
Cours / valeur au livre	2,3	88			
Cours / flux de trésorerie	12,1	95			
VE / BAIIDA (Excl. financières)	10,2	84			
Cours / ventes réalisées	2,4	100			
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	23,4	72			
Centile agrégé		97			

Évaluation - MSCI Europe

Mesure	juin 2025	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	14,5	62			
Cours / bénéfices réalisés	15,9	61			
Cours / valeur au livre	2,1	78			
Cours / flux de trésorerie	10,2	88			
VE / BAIIDA (Excl. financières)	10,5	74			
Cours / ventes réalisées	1,6	97			
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	18,6	67			
Centile agrégé		83			

Évaluation - MSCI Marchés émergents

Mesure	juin 2025	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	12,5	59			
Cours / bénéfices réalisés	15,1	60			
Cours / valeur au livre	1,9	73			
Cours / flux de trésorerie	10,4	88			
VE / BAIIDA (Excl. financières)	10,4	90			
Cours / ventes réalisées	1,2	84			
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	15,1	58			
Centile agrégé		83			

Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 30 juin 2025
†Moyenne des centiles pour les sept indicateurs d'évaluation

ÉVALUATION

Rarement le marché boursier américain a-t-il été aussi déconnecté des fondamentaux

Sur la base du ratio cours-bénéfices prévus, le S&P 500 a été plus cher qu'au 30 juin dernier seulement 4,7 % du temps depuis 1985. Il est donc très rare que le marché boursier américain se déconnecte à ce point de ses fondamentaux, c'est-à-dire des bénéfices des entreprises dans ce cas-ci. Le dernier épisode remonte à la bulle spéculative de 2000. Cet écart extrême est d'autant plus surprenant qu'il survient dans un contexte d'incertitude macroéconomique et de tensions géopolitiques tout aussi rare.

Autre fait étonnant : on observe une très faible dispersion autour des prévisions de bénéfices des analystes, soit le dénominateur du ratio cours-bénéfices. Il s'agit généralement d'un signe de convictions élevées. Mais cette année, il pourrait plutôt traduire un état de stupeur devant tant d'événements aux conséquences imprévisibles.

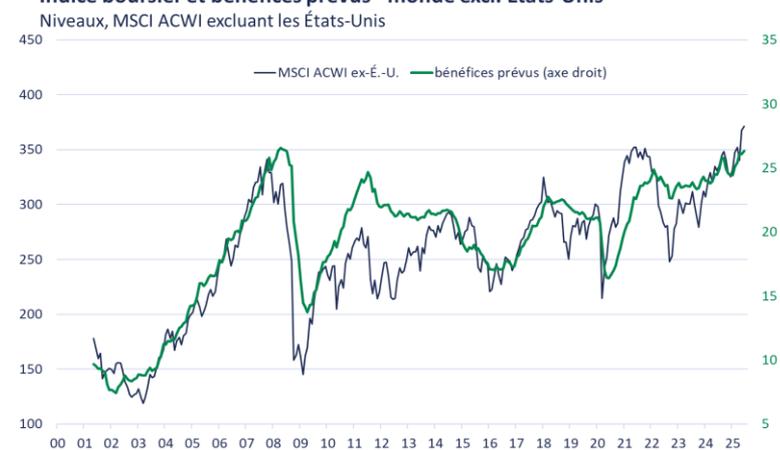
À l'extérieur des États-Unis, la situation est fort différente : en moyenne, les marchés se situent légèrement au-dessus de la norme historique sur la base du ratio cours-bénéfices prévus.

Indice boursier et bénéfices prévus - S&P 500



Sources : DGIA, LSEG, juin 2025

Indice boursier et bénéfices prévus - monde excl. États-Unis



Sources : DGIA, LSEG, juin 2025

Ratio cours-bénéfices - S&P 500



Sources : DGIA, LSEG, juin 2025

ÉVALUATION

La prime d'évaluation actuelle des actions américaines n'est plus justifiée

L'évaluation plus riche du marché américain relativement aux marchés internationaux est généralement légitime et justifiée par une meilleure rentabilité, une plus forte croissance des bénéfices et une plus grande représentation des secteurs à saveur technologique. Mais depuis environ deux ans, la prime d'évaluation des actions américaines par rapport au reste du monde s'est détachée des fondamentaux relatifs. Bien que les entreprises publiques américaines génèrent 45 % des bénéfices des marchés développés, leur capitalisation compte pour 63 %.

Cela dit, l'évaluation est rarement responsable d'un changement de leadership dans les marchés. Il faut un élément déclencheur en mesure d'ébranler la confiance ou d'affecter la rentabilité des entreprises. L'évaluation donne plutôt une idée du point de départ.

L'impact des tarifs sur la rentabilité des firmes américaines et le sentiment d'urgence qu'il a engendré en Europe et en Asie pourraient bien être ce déclencheur.

Dans le régime tarifaire de l'administration Trump, si la chaîne d'approvisionnement américaine n'est plus optimisée en fonction des coûts de production mais selon l'origine des composantes, la rentabilité sera affectée. Sur les marchés internationaux, les multinationales américaines font également face à des tarifs de représailles en riposte aux mesures de leur gouvernement.

En revanche, les multinationales européennes et asiatiques bénéficient non seulement d'une chaîne d'approvisionnement moins perturbée, mais également de la perte de compétitivité de leurs concurrentes américaines sur les marchés internationaux, parfois même de leur boycottage (p. ex. : Boeing et Tesla). Elles doivent toutefois compenser la perte de parts de marché ou de rentabilité aux États-Unis en développant de nouveaux marchés. De nouvelles ententes commerciales entre pays jugés « partenaires fiables » seront nécessaires, et ce, aux dépens des firmes américaines.

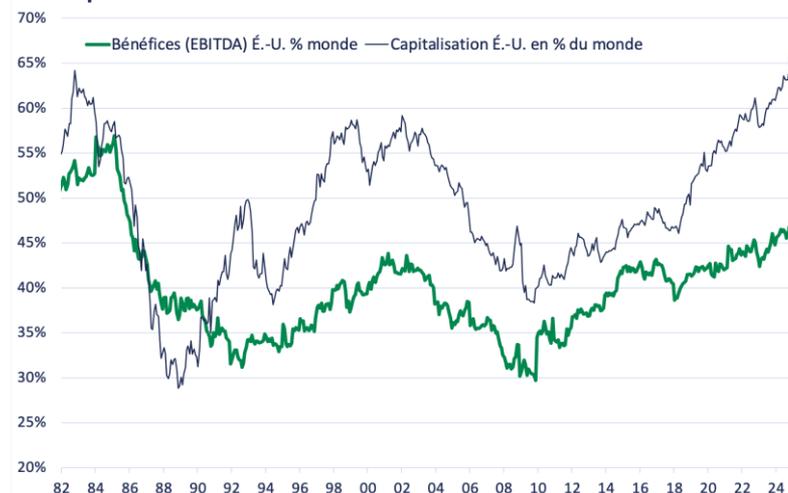
Ratios cours-bénéfices combinés, États-Unis vs Monde excl. É.-U.

Moyennes des ratios C/B réalisés, C/B prévus et C/B ajustés pour les cycles (CAPE)



Sources : DGIA, LSEG, IBES, juin 2025

Capitalisation et bénéfices des États-Unis en % du monde



Sources : DGIA, LSEG, juin 2025

ÉVALUATION

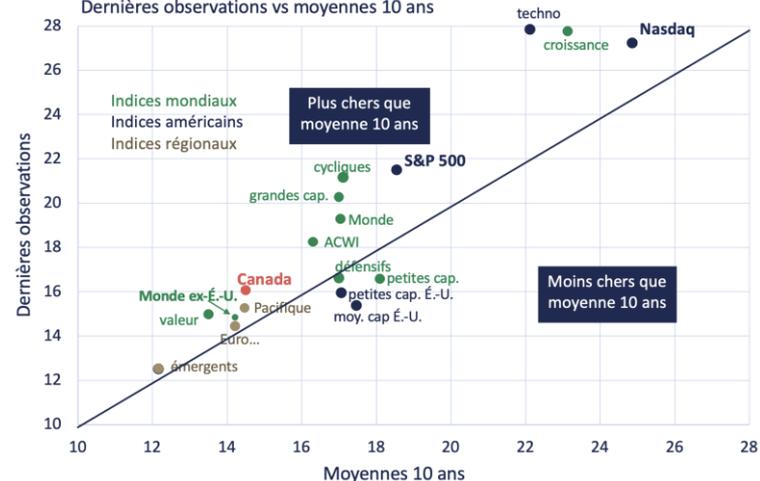
Des occasions même dans un marché en surchauffe

Les titres de moyenne capitalisation ressortent clairement du lot en ce qui a trait à l'évaluation. Selon le narratif du marché, les investisseurs auraient négligé cette catégorie d'actions au cours des dernières années en raison de leur « faible rentabilité ». Or, la proportion d'entreprises non rentables dans l'indice S&P 400 se trouve à un creux historique, à environ 7 %. Les petites capitalisations sont aussi abordables, mais, contrairement aux titres de moyenne capitalisation, elles ont d'importants enjeux de rentabilité et de bilan.

En termes relatifs, l'attrait est encore plus grand. Nous avons construit un indice d'évaluation relative agrégée comparant le S&P 500 et le S&P 400 avec plusieurs mesures, et la conclusion est frappante : l'évaluation relative des moyennes capitalisations (S&P 400) se situait au premier centile de la distribution historique en juin. La dernière fois qu'un tel écart a été observé, le S&P 400 a surperformé le S&P 500 pendant les 12 années suivantes, soit de 1999 à 2011.

Ratios cours-bénéfices prévus

Dernières observations vs moyennes 10 ans



Sources : DGIA, IBES, MSCI, juin 2025

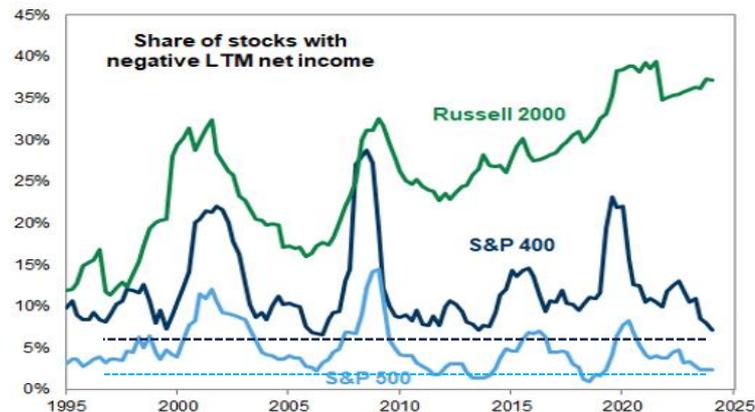
Écart d'évaluation entre moyennes et grandes capitalisations

MSCI États-Unis, en centiles



Sources : DGIA, MSCI, Refinitiv, juin 2025

Proportion des titres déficitaires dans les indices S&P 500, S&P 400 et Russell 2000 - T4 2024



Sources : FactSet, Goldman Sachs Investment Research, mai 2025

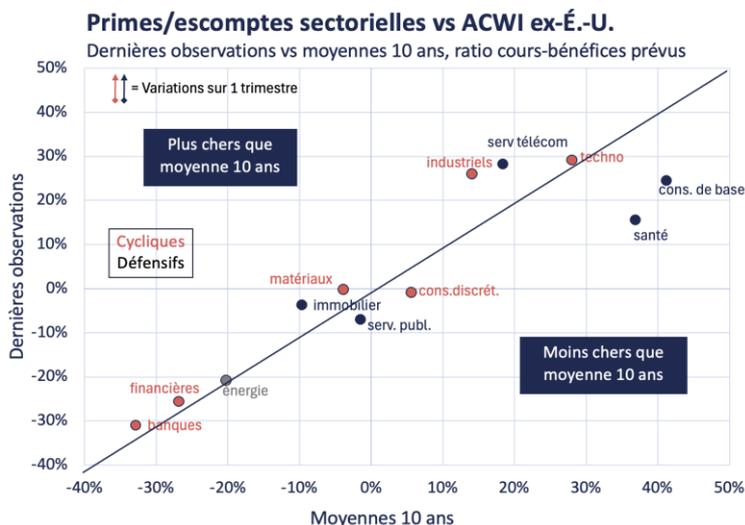
ÉVALUATION

Plusieurs occasions parmi les secteurs et industries

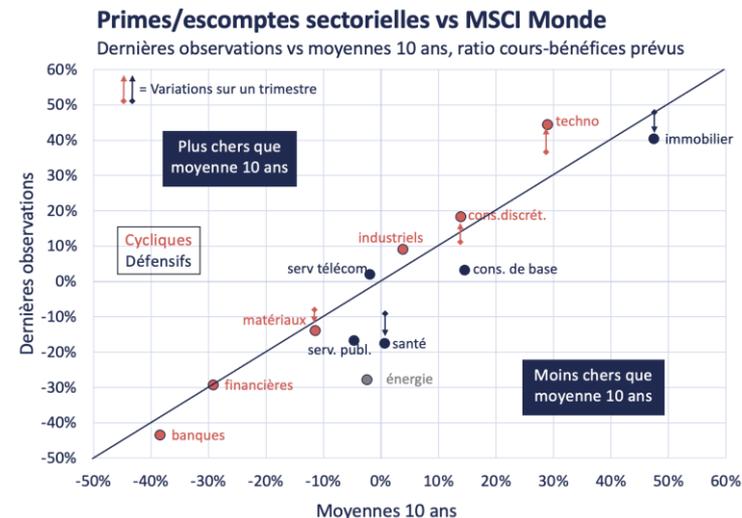
Au 30 juin dernier, une exposition aux secteurs cycliques, comme la technologie ou la consommation discrétionnaire, était meilleur marché en dehors des États-Unis et de l'Europe. Le secteur des produits industriels était toutefois cher en général dans le monde, alors que l'évaluation de l'industrie bancaire était plutôt attrayante sur une base relative en Europe et aux États-Unis.

L'escompte des secteurs défensifs était en moyenne très attrayant, notamment ceux des soins de santé et de la consommation de base en Europe. Enfin, le secteur de l'énergie était bon marché, particulièrement aux États-Unis.

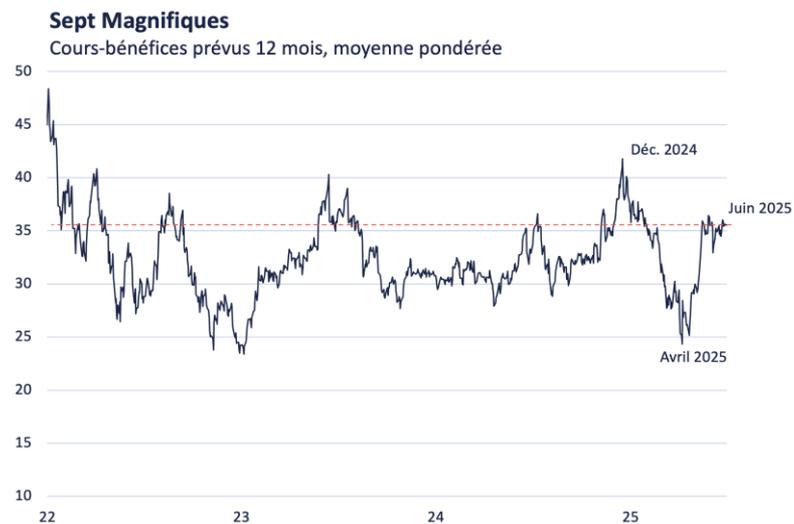
L'agrégat des Sept Magnifiques, qui bénéficiait d'une évaluation très attrayante à la fin du premier trimestre, a bondi de 38 % depuis son creux d'avril. Il était donc redevenu cher à la fin du deuxième trimestre. Il y avait cependant de très larges écarts d'évaluation entre les titres de ce groupe. Le moins cher était Alphabet, à 18 fois les bénéfices prévus, et le plus cher était Tesla, à 136 fois les bénéfices.



Sources : DGIA, IBES, MSCI, juin 2025



Sources : DGIA, IBES, MSCI, juin 2025



Sources : DGIA, LSEG, 30 juin 2025

ÉVALUATION

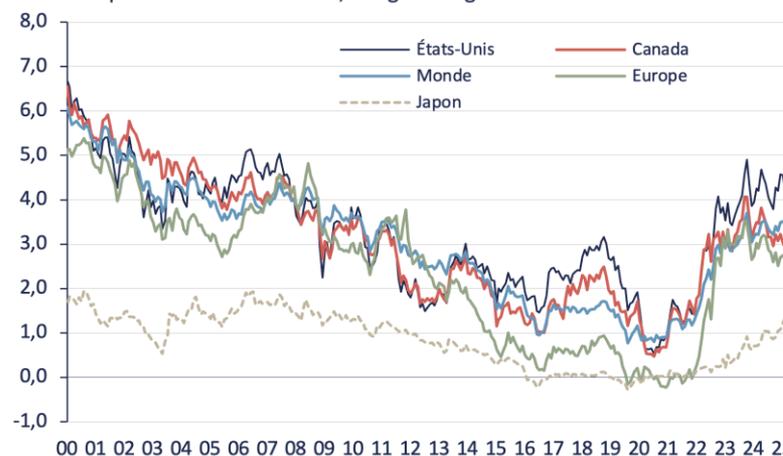
Une bien meilleure rémunération pour le risque au Japon, en Europe et au Canada

Les investisseurs ne sont plus rémunérés pour le risque encouru sur le S&P 500. En effet, le taux d'intérêt « sans risque », soit le taux des obligations du Trésor américain, est élevé et l'évaluation du marché boursier est très riche, ce qui fait en sorte que la prime de risque des actions est presque nulle aux États-Unis. Elle est même négative dans le cas du NASDAQ.

Les primes de risque des actions japonaises, européennes et canadiennes sont non seulement plus intéressantes en termes relatifs par rapport aux actions américaines, mais elles le sont également sur une base absolue. En effet, les primes de risque de ces marchés boursiers se situent toutes au-dessus de leurs moyennes historiques.

Taux « sans risque »

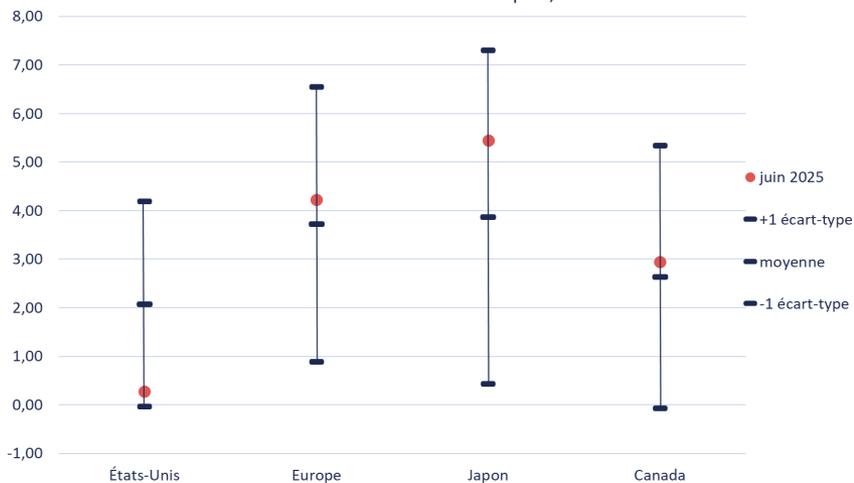
Comparaison internationale, obligations gov. 10 ans



Sources : DGIA, LSEG, 30 juin 2025

Prime de risque des actions

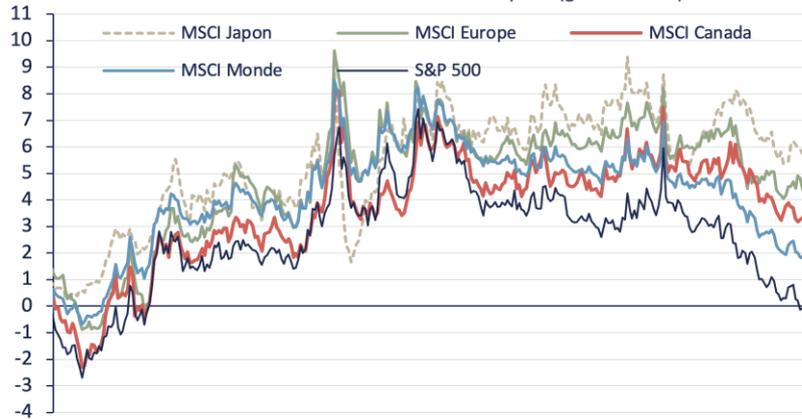
Taux de rendement des bénéfices - taux "sans risque", 1991-2025



Sources : DGIA, IBES, LSEG, juin 2025

Prime de risque des actions

Taux de rendement des bénéfices - taux « sans risque » (gov. 10 ans)



99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22 23 24 25

Sources : DGIA, MSCI, LSEG, 30 juin 2025

SENTIMENT

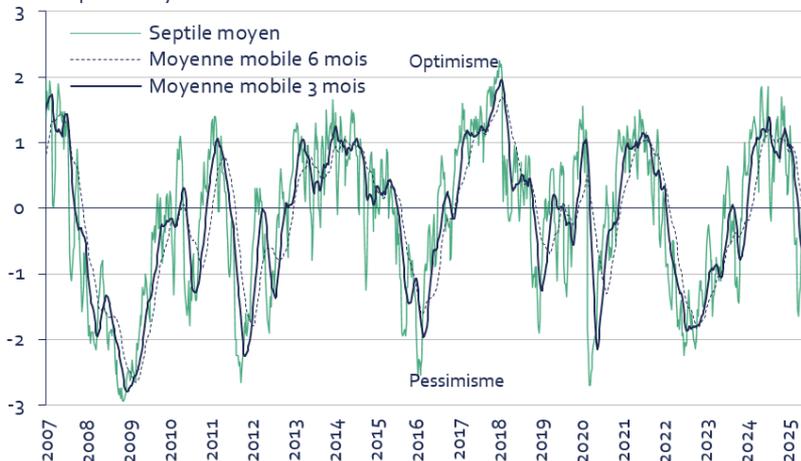
Rebond marqué de notre indice du sentiment des investisseurs

Après un très court séjour en zone de pessimisme au printemps, notre indice de sentiment des investisseurs a fortement rebondi à la fin du deuxième trimestre. À la fin du mois de juin, dix des vingt indicateurs qui composent l'indice étaient en zone d'optimisme, contre six en zone pessimiste et quatre en zone neutre. En avril, seuls deux indicateurs étaient positifs.

Historiquement, le meilleur signal d'achat à contre-courant que génère notre indice survient lorsqu'il est profondément en zone de pessimisme. Or, la période de pessimisme observée en mars et avril n'a été que de très courte durée par rapport à la norme historique. Un tel rebond, sur une si courte période, est assez rare.

Indice de sentiment des investisseurs

Septile moyen - 20 indicateurs



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

Carte thermique de sentiment

		Septile depuis 1995*									
		25 juin 2025				Pessimisme			Optimisme		
		-3	-2	-1	N	+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 N +1 +2 +3			Pessimisme Optimisme		

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

SENTIMENT

Qui sont les acheteurs derrière ce rebond boursier ?

Manifestement, la stratégie « *buy the dip* » demeure bien en vie en dépit de l'imprévisibilité de l'administration Trump. L'indice NASDAQ a bondi de 33 % depuis son creux d'avril pour atteindre un sommet à la fin du mois de juin, tout comme le S&P 500 qui a récupéré sa perte dans un temps record.

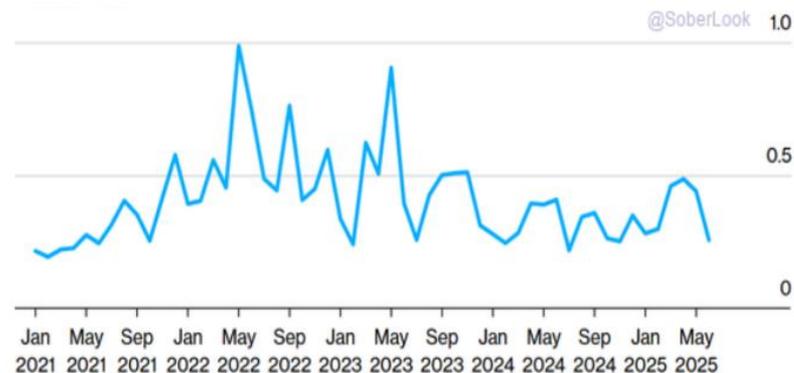
Les investisseurs espèrent-ils une accalmie après la tempête des tarifs ? S'attendent-ils à ce que Trump s'assagisse après un début de mandat chaotique ? Certes, la majorité des entreprises seront toujours là dans quatre ans, mais il nous apparaît risqué de compter sur une accalmie des attaques de l'administration Trump, notamment contre le président de la Fed et les institutions américaines et internationales. Après tout, sa stratégie est de déstabiliser pour faire avancer son programme.

D'ailleurs, les investisseurs institutionnels sont restés relativement prudents cette année. La cherté et l'incertitude ont refroidi leur appétit, sauf à la toute fin du trimestre, lorsqu'ils ont été « forcés » d'acheter pour limiter leur retard par rapport au marché ou pour couvrir leurs ventes à découvert.

Quant aux initiés, ils ont profité du rebond pour vendre les actions de leur propre entreprise au rythme le plus élevé des sept derniers mois.

Du côté des acheteurs, les petits investisseurs sont demeurés très actifs. Leur sentiment d'invincibilité est intact et ils profitent de chaque recul des marchés pour miser sur un rebond. De plus, les entreprises ont procédé à des rachats d'actions records jusqu'ici en 2025. C'est vraisemblablement cette combinaison d'acheteurs qui a alimenté le rallye du deuxième trimestre pendant que les gestionnaires de portefeuille professionnels faisaient preuve de retenue.

Ratio de vente d'actions des initiés



Sources : Washington Service, 11 juin 2025

Rachats d'actions - États-Unis et Japon

Buybacks autorisés années à date



Sources : Nomura, JP Morgan, juin 2025

SENTIMENT

Mauvaises nouvelles; bonnes nouvelles pour les marchés ?

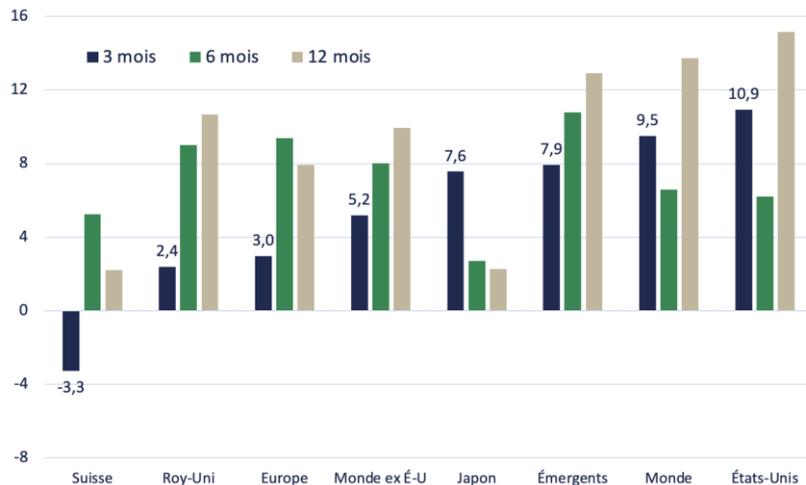
Aux États-Unis, comme l'inflation demeure bien au-dessus de la cible de la banque centrale, les investisseurs ont généralement bien accueilli le fait que les statistiques sur l'activité économique publiées au cours du deuxième trimestre aient déçu les attentes. Des indicateurs économiques plus faibles inciteront éventuellement la Fed à assouplir les conditions de crédit, pourvu que l'inflation décélère.

Ailleurs dans le monde, l'inflation n'étant pas un enjeu, les marchés boursiers ont bien réagi à des statistiques économiques supérieures aux faibles attentes des prévisionnistes.

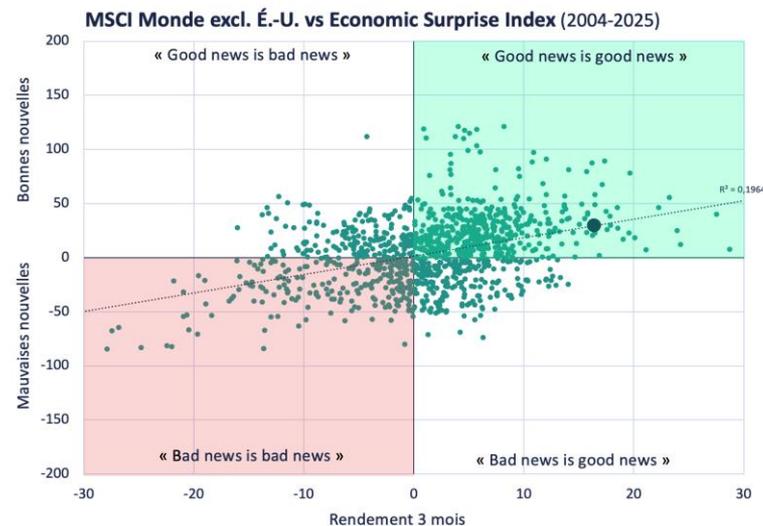
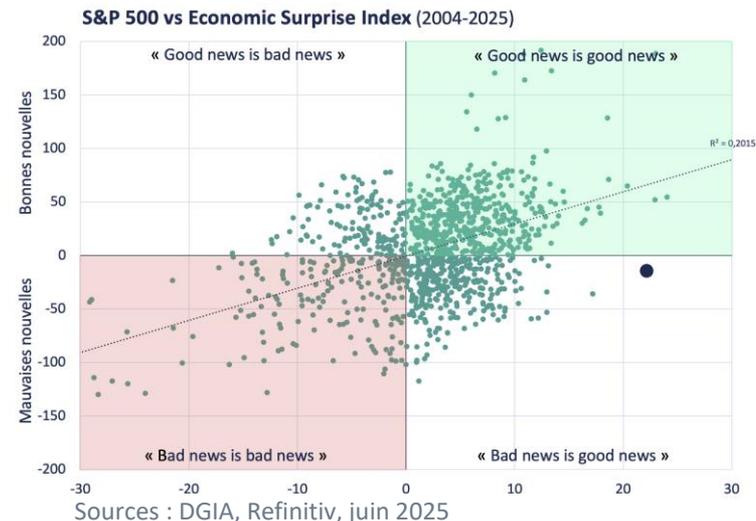
Le marché américain remporte la palme du meilleur marché au deuxième trimestre, même si les nouvelles étaient meilleures ailleurs. Cependant, les pays émergents et l'Europe ont surperformé sur l'ensemble du premier semestre.

Performance des marchés boursiers

Rendements totaux en %



Sources : DGIA, MSCI, Refinitiv, juin 2025



SENTIMENT

Plus de retenue chez les gestionnaires professionnels

Selon State Street, les investisseurs institutionnels demeuraient fortement exposés aux actions au 30 juin. C'est toutefois à la toute fin du trimestre qu'ils ont rehaussé leur exposition, non pas en raison d'une meilleure visibilité sur les fondamentaux, mais probablement pour limiter leurs pertes par rapport à un marché en forte hausse. L'accalmie des tensions commerciales, notamment avec la Chine, a possiblement contribué au sentiment d'avoir évité le pire. Mais « le pire » n'était pas reflété dans le positionnement au début du trimestre. On peut donc difficilement prétendre qu'un seul soulagement explique l'appétit soudain de la fin du trimestre.

Par ailleurs, le sondage mené par Bank of America auprès des gestionnaires a révélé une certaine prudence. Il a montré un niveau d'encaisse à la hausse, une majorité de répondants disant sous-pondérer les actions. Les gestionnaires ont également affirmé qu'ils prenaient moins de risque qu'en temps normal.

L'environnement se complique toujours pour les gestionnaires actifs lorsque les marchés s'emballent et qu'ils font fi des fondamentaux et des risques. Maintenir de fortes convictions est plus difficile, ce qui se reflète dans les conclusions divergentes des mesures mentionnées ici.

Gestionnaires qui affirment prendre des risques plus élevés



Source : BofA Global Fund Manager Survey, juin 2025

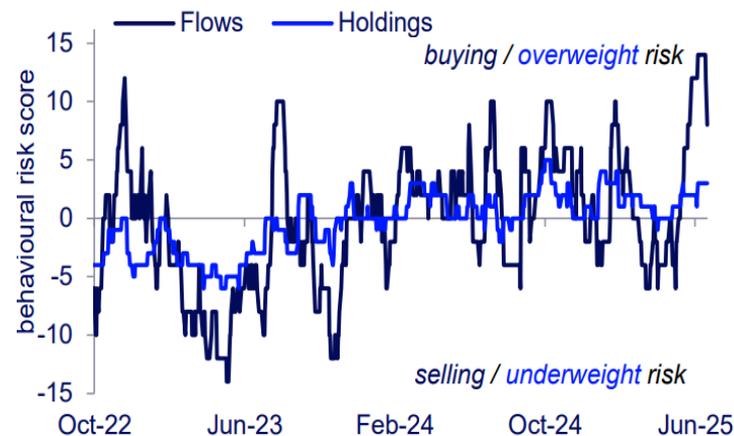
Allocation entre les catégories d'actifs

Investisseurs institutionnels, mesures normalisées



Source : State Street Global Markets, juin 2025

Détention et flux



Source : State Street Global Markets, juin 2025

SENTIMENT

Repositionnement régional : amorce d'une tendance longue

Les investisseurs ont-ils amorcé un rééquilibrage de leur allocation régionale avec le retour d'un monde multipolaire ? Certaines mesures de flux de capitaux montrent que c'est effectivement le cas. Mais avec une allocation record aux États-Unis, le point de départ est très élevé.

Les données de EPFR montrent que la surpondération en actions américaines est à la baisse depuis un an et que les marchés européens et chinois ont récemment gagné en popularité chez les allocateurs d'actifs.

Les données de State Street, le plus grand échantillon de fonds institutionnels, montrent aussi une allocation en actions américaines en déclin au premier semestre, mais à partir d'un niveau très élevé en janvier (au 99^e centile historique). L'intérêt demeure toutefois modeste pour les marchés émergents, où l'on constate quand même des entrées de fonds depuis quelques mois.

Les données compilées par Bloomberg et LSEG sur les flux de capitaux vers les FNB américains et européens montrent aussi des sorties de fonds des États-Unis au profit de l'Europe.

Enfin, selon Bank of America, qui mène un sondage auprès de gestionnaires de portefeuille, l'intérêt pour la zone euro et les marchés émergents serait en forte hausse et les gestionnaires seraient maintenant sous-pondérés en actifs américains. Leur sous-pondération dans le dollar américain serait la plus importante en vingt ans.

Notre vaste expérience auprès des fonds institutionnels et des consultants qui les accompagnent nous porte à croire que le processus sera long. Généralement, les comités d'investissement ne se rencontrent que quelques fois par année. Une fois les changements apportés à la politique de placement, la recherche de gestionnaires régionaux peut commencer, ce qui peut prendre plusieurs mois. À court terme, les gestionnaires de portefeuille peuvent dévier de leurs indices de référence à l'intérieur des balises des politiques de placement. C'est cette première étape que nous avons observée jusqu'ici cette année.

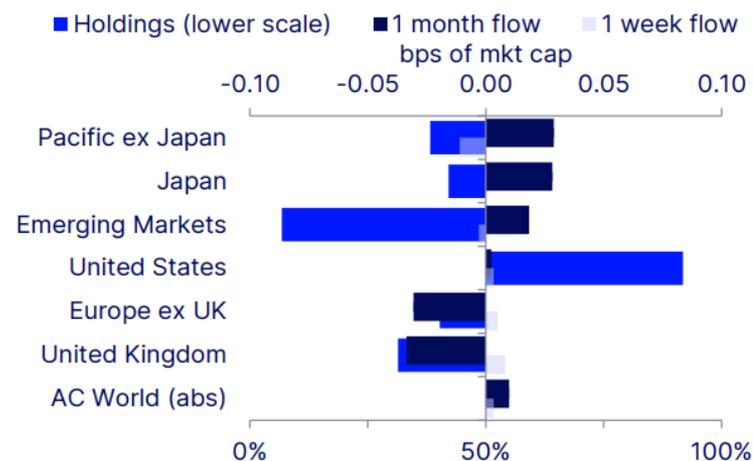
Détention et flux : fonds d'actions mondiales



Sources : EPFR, Nomura, juin 2025

Allocation régionale des investisseurs institutionnels

Détention et flux, normalisés sur 5 ans



Source : State Street Global Markets, juin 2025

SENTIMENT

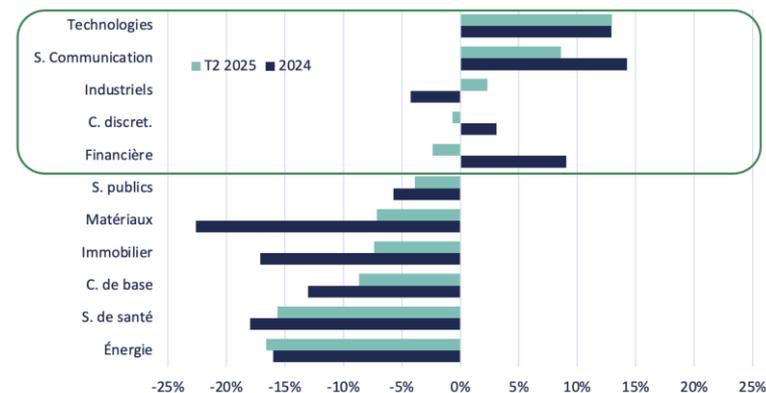
La performance sectorielle confirme le rebond d'optimisme

Au cours du premier trimestre de l'année, au moment où l'incertitude ébranlait les convictions des plus optimistes, les investisseurs amorçaient clairement une rotation sectorielle au profit des secteurs défensifs. La contre-performance des secteurs cycliques a été considérable.

Trois mois plus tard, la situation s'est complètement renversée : la surperformance des secteurs cycliques relativement aux défensifs avoisine trois écarts-types. Des mouvements d'une telle ampleur n'ont été observés qu'à cinq reprises au cours des 25 dernières années.

Les mouvements sectoriels d'une telle rapidité et d'une telle amplitude confirment le retour de l'optimisme des investisseurs après une très brève période d'anxiété.

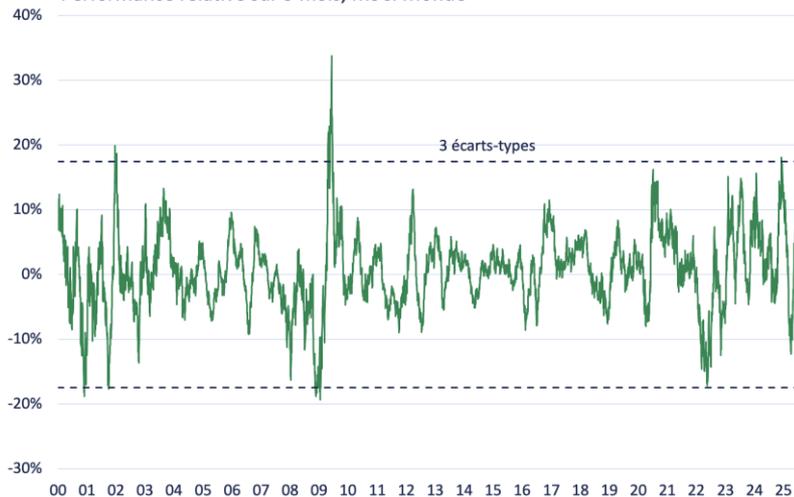
Performance relative des secteurs
MSCI Monde, rendement total



Sources : DGIA, MSCI, 30 juin 2025

Performance relative secteurs cycliques/défensifs

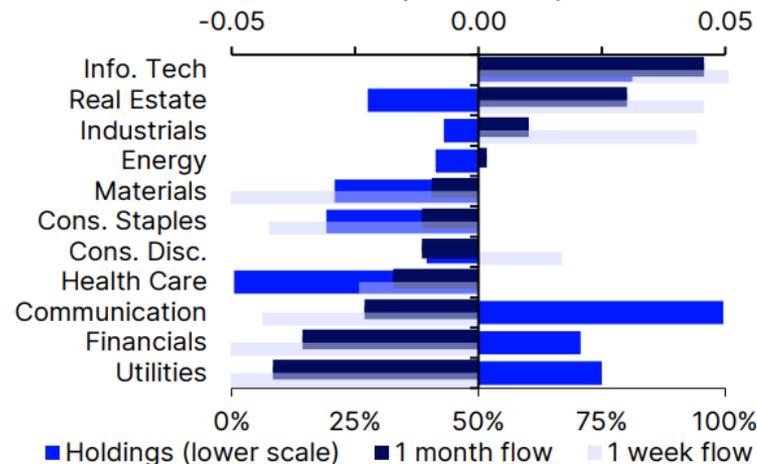
Performance relative sur 3 mois, MSCI Monde



Sources : DGIA, LSEG, juin 2025

Allocation sectorielle des investisseurs institutionnels

Détention et flux, normalisés sur 5 ans



Source : State Street Global Markets, juin 2025

CONCLUSION

PERSPECTIVES MONDIALES	Environnement macroéconomique ↑	Évaluation →	Sentiment ↓
31 décembre 2024	Neutre	---	--
31 mars 2025	--	--	+
30 juin 2025	-	--	-

ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE : LES ÉTATS-UNIS SONT IMPRÉVISIBLES, MAIS LE RESTE DU MONDE SE MOBILISE

La décélération de la croissance mondiale se poursuivra au cours des prochains trimestres, mais de façon très inégale à travers les régions. Alors que les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes adoptées en Europe et en Asie seront favorables à la croissance, l'incertitude causée par l'administration Trump minera l'activité économique en Amérique du Nord. Et comme l'inflation reste un enjeu aux États-Unis, la politique monétaire américaine y demeurera restrictive encore plusieurs mois. Les tensions commerciales qui ont atteint un sommet en avril se sont un peu tempérées en mai et juin, si bien que l'opinion consensuelle était que « le pire a été évité ». Mais comme la stratégie de Trump est de déstabiliser, l'accalmie pourrait bien être de courte durée. D'autres attaques contre des institutions, dont la Réserve fédérale, sont à prévoir, ainsi que de nouvelles frictions commerciales. Nous avons néanmoins révisé notre évaluation de l'environnement macroéconomique à la hausse, de double négatif à simple négatif, en raison de cette accalmie et des politiques adoptées en Europe et en Asie.

ÉVALUATION DES MARCHÉS : AUCUNE MARGE D'ERREUR MALGRÉ LE CONTEXTE D'INCERTITUDE

L'évaluation des marchés boursiers est rapidement revenue aux niveaux extrêmes observés en début d'année. Pour le MSCI monde, notre mesure agrégée des ratios d'évaluation les plus couramment utilisés se situait au 93^e centile de sa distribution historique au 30 juin. Le S&P 500 se situait au 99^e centile, soit très loin au-dessus de ce que peuvent justifier ses déterminants fondamentaux. D'ailleurs, tous les épisodes passés où l'on a observé un tel détachement entre les cours boursiers et les bénéfices des entreprises se sont terminés de la même façon : les prix se sont ajustés, à la hausse ou à la baisse, à la réalité des entreprises. Cela dit, même dans un marché aussi cher, on peut encore trouver des occasions. Les primes de risque des marchés européens et japonais sont attrayantes, tout comme l'évaluation des titres de moyenne capitalisation, même aux États-Unis. Ainsi, même si la mesure d'évaluation agrégée du marché mondial justifie un triple négatif, nous maintenons notre vecteur évaluation à double négatif en raison des occasions toujours présentes dans certains segments de marché.

SENTIMENT DES INVESTISSEURS : LE « BUY THE DIP » TOUJOURS EN VIE

Le S&P 500 a effacé sa baisse de mars et d'avril à une vitesse record, pour ensuite atteindre de nouveaux sommets au mois de juin. La hausse de 33 % du NASDAQ observée entre avril et juin témoigne aussi de l'important regain d'appétit pour le risque, de même que la surperformance extrême des secteurs cycliques par rapport aux défensifs. Mais à la lumière de l'ensemble de nos indicateurs de sentiment, on ne pouvait pas conclure que toutes les catégories d'investisseurs que nous surveillons étaient euphoriques. Le rebond très rapide du marché boursier a surtout été alimenté par le sentiment d'invincibilité des petits investisseurs et les rachats d'actions des entreprises. Les initiés, les gestionnaires professionnels et les investisseurs institutionnels ont fait preuve de plus de retenue. Mais comme pour l'évaluation, le plus étonnant est le contexte hostile et imprévisible dans lequel s'est manifesté cet optimisme, particulièrement sur le marché américain. Ainsi, nous abaissons notre vecteur à contre-courant du sentiment des investisseurs de simple positif à simple négatif.

Notre analyse des trois vecteurs nous mène à maintenir un biais défensif. Le contraste élevé entre les risques macroéconomiques et les vecteurs évaluation et sentiment incite en effet à la prudence. Nous sommes convaincus que la volatilité reviendra et qu'elle engendrera des occasions intéressantes.

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.