



## Perspectives des marchés – approche « top down »

Décembre 2024



## INTRODUCTION

# Le long cycle des révolutions technologiques sur les marchés financiers

Les révolutions technologiques ont fait l'objet de nombreuses recherches et publications en économie. Bien qu'elles causent des bouleversements importants, notamment sur le marché du travail, les innovations majeures sont bénéfiques pour la productivité et la prospérité à moyen et long terme.

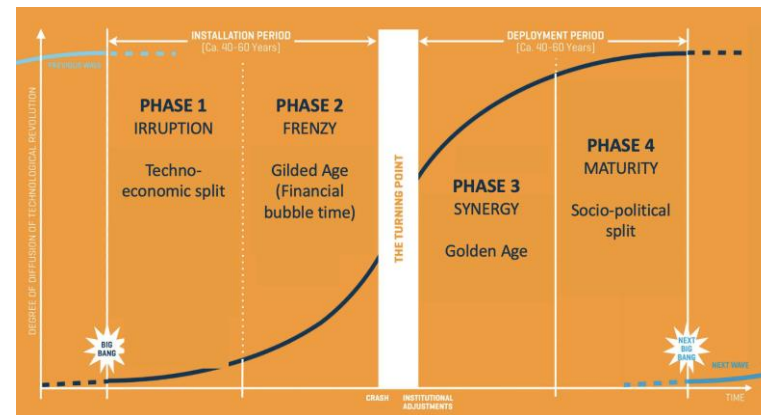
Sur les marchés financiers, le comportement des investisseurs tend à se reproduire à chacune de ces révolutions. La révolution technologique des années 1990-2000 en est l'illustration parfaite. Dans un premier temps, les innovateurs et les principaux acteurs qui ont contribué à la « numérisation » de l'économie, menés par Cisco, Dell, Intel et Microsoft (les « Quatre Cavaliers »), ont dominé les marchés boursiers. Les investisseurs ont extrapolé leur forte croissance, le marché s'est emballé et le sentiment d'invincibilité, alimenté par des rendements soutenus, s'est généralisé et a créé une bulle spéculative. Puis, éventuellement, la correction boursière est survenue.

Par la suite, la diffusion et l'adoption rapide de la technologie par « Main Street » ont complètement changé la dynamique. Après la période du « *winner takes all* » (le gagnant rafle tout), qui a pris fin abruptement, une nouvelle phase a émergé : celle où les gains de productivité issus de la nouvelle technologie ont bénéficié à un plus grand nombre d'entreprises, puis à l'économie en général. Durant cette phase, la performance des titres de moyenne et de petite capitalisation a surpassé celle des mégacapitalisations pendant une douzaine d'années. Parallèlement, le monopole des innovateurs s'est effrité avec l'arrivée d'une concurrence accrue.

Le cycle technologique actuel présente de nombreux points communs avec celui de la numérisation des années 1990-2000 et même celui du rail de la fin du 19<sup>e</sup> siècle. Il sera intéressant d'observer à quelle vitesse les technologies liées à l'intelligence artificielle se démocratiseront et le moment où elles profiteront au plus grand nombre plutôt qu'à une poignée de firmes... qui devront, tôt ou tard, faire face à une concurrence accrue.

### Les 4 phases d'une longue vague

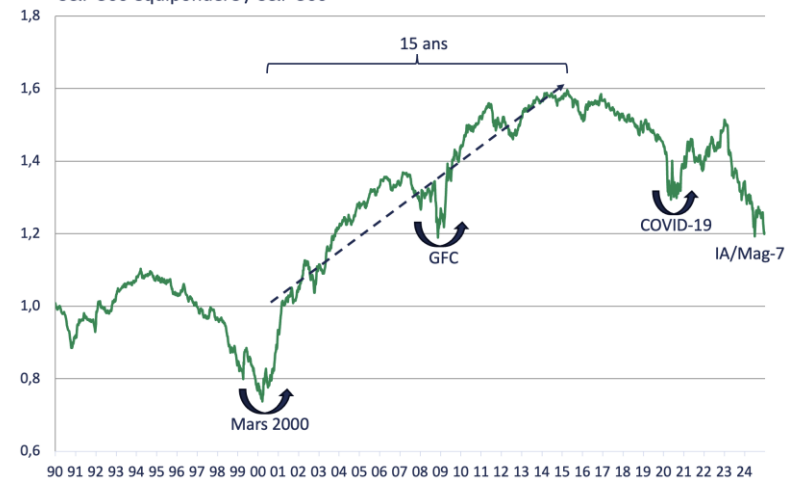
Diffusion des technologies disruptives sur un cycle long



Source : Thinkergy, 2021

### Performance relative du S&P 500 équipondéré

S&P 500 équipondéré / S&P 500



Sources : DGIA, LSEG, décembre 2024

INTRODUCTION

## Trump 2.0 : un point de départ bien différent de celui de 2017

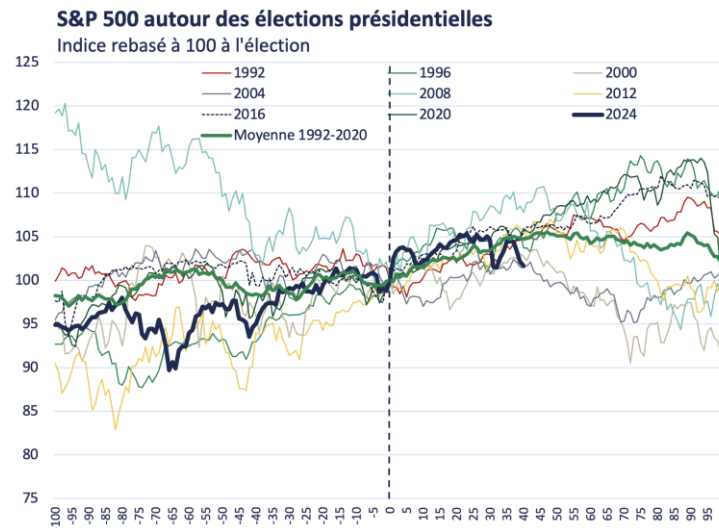
Empiriquement, aucun des deux partis politiques américains n'est associé à de meilleurs rendements des actions ou à une discipline budgétaire plus rigoureuse. D'ailleurs, jusqu'ici, la réaction du marché boursier à la suite de l'élection de novembre dernier s'inscrit dans la normale. Le comportement du S&P 500 correspond aux tendances moyennes observées historiquement après l'annonce d'un vainqueur.

Si la couleur du parti au pouvoir n'influence pas directement les rendements boursiers, il en va autrement pour l'évaluation des actions en début de mandat. Sans surprise, plus le marché est cher au début du cycle présidentiel, moins le rendement tend à être élevé au bout de quatre ans. Or, le point de départ du mandat Trump 2.0 n'a rien d'enviable. Il s'agit en fait du deuxième plus cher en plus de 100 ans pour le S&P 500, le record appartenant à celui des élections de novembre 2000.

Quant au sentiment des investisseurs, il était « neutre » au début du premier mandat de Trump selon notre indice composé, soit un niveau plus favorable aux actifs risqués que la zone d'euphorie actuelle.

Le point de départ du second mandat Trump est aussi bien différent du premier sur le front économique : les taux d'intérêt, le déficit public et le climat des affaires étaient tous plus favorables qu'aujourd'hui.

Mais les plus optimistes comptent sur les ambitions de l'administration Trump en matière de dérèglementation (énergie, environnement, marchés financiers, emploi, etc.) pour dynamiser l'économie. Si des politiques économiques basées sur l'offre (*supply side economics*) peuvent effectivement soutenir la croissance à long terme en favorisant l'investissement local, l'innovation et une inflation plus faible, son impact sur les finances publiques et les consommateurs demeure toutefois incertain. D'ailleurs, l'effet net des politiques de Reagan est encore sujet à débat aujourd'hui. De plus, la dérèglementation vise certains champs de compétence des États. Les réformes ne passeront peut-être pas comme une lettre à la poste dans tout le pays.



Sources : DGIA, LSEG, 31 décembre 2024

	Fin 2016	2024
Évaluation S&P 500	87 <sup>e</sup> centile (C/B prévus = 17)	100 <sup>e</sup> centile (C/B prévus = 22)
Sentiment	Neutre	Euphorie
Taux taxation entreprises	35 %	21 %
Inflation	2,1 %	2,6 %
IPC vs min 5 ans	+6,5 %	+23 %
Fonds fédéraux	0,5 %	4,75 %
Taux 10 ans	2,4 %	4,3 %
Taux hypothécaires 10 ans	3,9 %	7 %
Chômage	4,7 %	4,1 %
ISM manufacturier	54,4	46,1
Déficit % PIB	3 %	6,5 %

Sources : DGIA, LSEG, novembre 2024

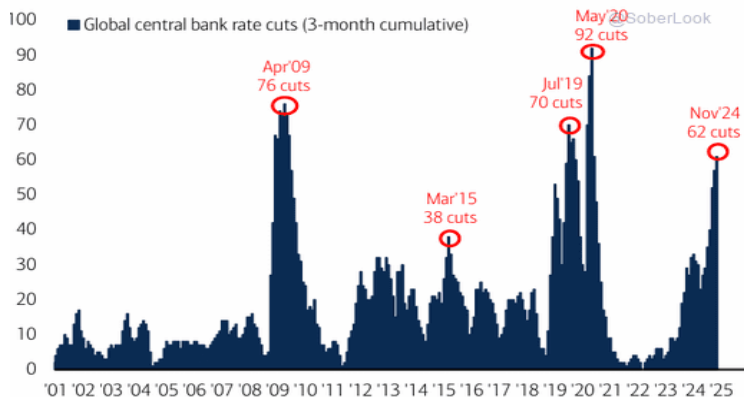
ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

## Un régime de croissance mondiale plutôt modeste prévu pour 2025

Le régime de croissance mondiale anticipé par le consensus des prévisionnistes pour 2025 demeure modeste, bien que supérieur à celui prévu à pareille date l'an dernier.

Les économistes prévoient une croissance mondiale de 2,5 %, soit un rythme comparable à celui observé en 2024. « L'exceptionnalisme américain » est extrapolé en 2025 alors que la croissance prévue demeure plus ferme aux États-Unis (2,0 %) qu'en Europe (1,0 %), au Canada (1,7 %) et au Japon (1,2 %). Dans les pays émergents, on anticipe une décélération par rapport au rythme de 2024 (de 4,4 % à 4,0 %). Soulignons que la croissance observée en 2024 a été supérieure aux attentes presque partout, sauf au Japon. Et comme les prévisions du consensus demeurent conservatrices, elles pourraient bien être déjouées en 2025 également, notamment avec le soutien des banques centrales qui abaissent leur taux directeur très rapidement... à condition que l'inflation ne soit plus un enjeu en 2025, comme les prévisionnistes l'espèrent.

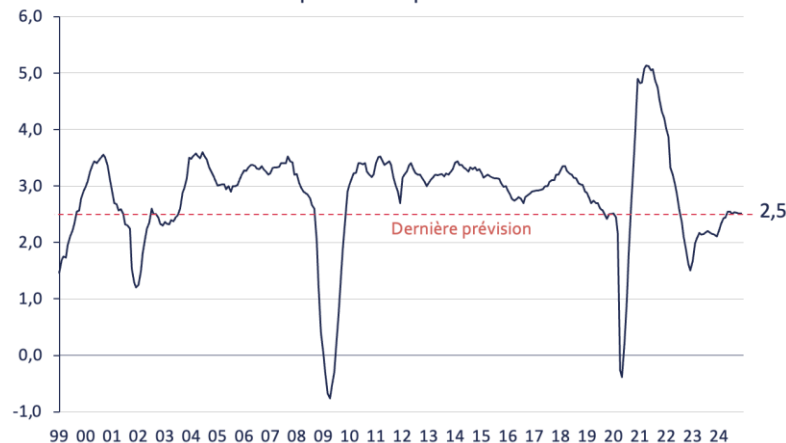
### Baisses cumulatives de taux d'intérêt sur 3 mois Taux des banques centrales, monde



Sources : BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, décembre 2024

### Croissance mondiale prévue

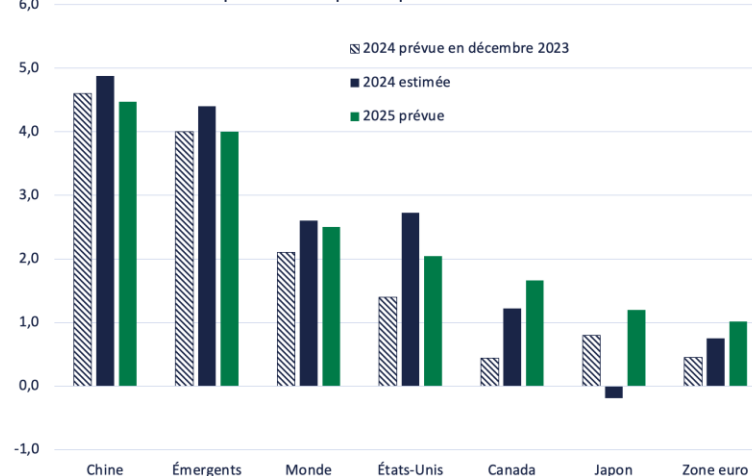
Prévisions du consensus pour les 12 prochains mois



Sources : DGIA, Consensus Economics, décembre 2024

### Croissance économique prévue par pays et région

Croissance estimée pour 2024 et prévue pour 2025



Sources : DGIA, Consensus Economics, décembre 2024

## ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

# États-Unis : « acheter » un atterrissage en douceur en empruntant trois ans de croissance future

Selon le FMI, le déficit fédéral américain atteindra 6,5 % du PIB pour 2024 et pourrait dépasser les 7 % en 2025, soit plus de trois fois la moyenne des autres pays développés. De tels déficits sont généralement atteints en période de récession, lorsque les recettes fiscales chutent et que les dépenses sociales grimpent.

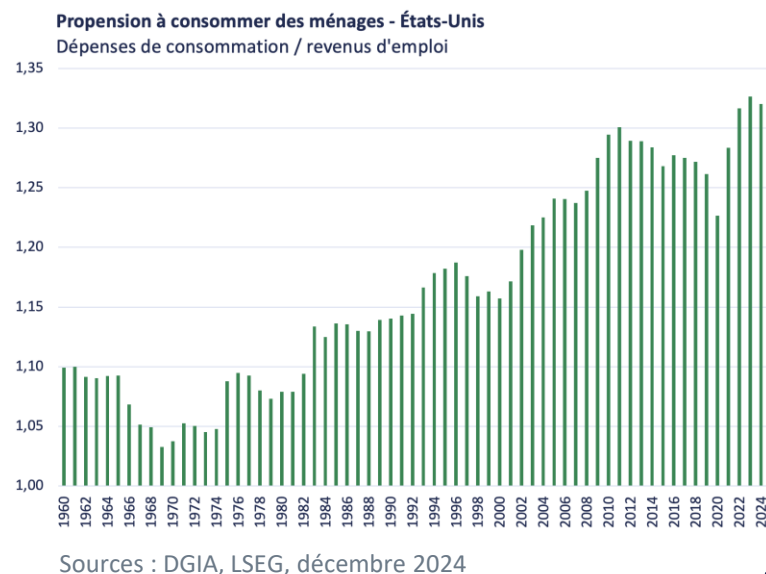
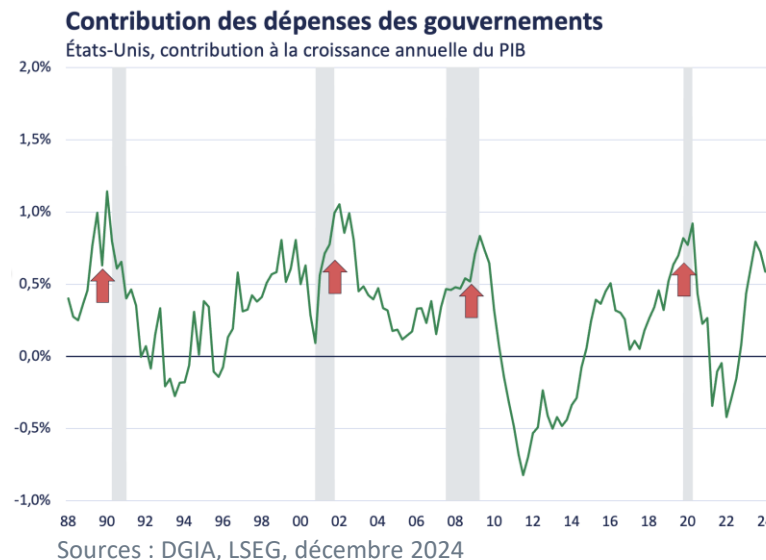
Mais cette fois, on emprunte simplement sur la croissance future pour doper l'économie à court terme. Sans compter l'effet multiplicateur, la hausse des dépenses gouvernementales explique à elle seule le quart de la croissance du PIB observée depuis deux ans. L'apport des transferts gouvernementaux au revenu des ménages est du même ordre de grandeur.

Les chèques envoyés par l'État, en période de plein emploi, et l'effet de richesse venant des marchés boursier et immobilier ont probablement contribué à la forte propension des ménages à consommer. Pour chaque dollar supplémentaire de revenu d'emploi, ils ont consommé 1,32 \$. Du jamais vu.

Dans ce contexte, les indices précurseurs et les indicateurs de probabilités de récession, calibrés avec les cycles économiques passés, ont été confondus. Dopée par les largesses de l'État, l'économie a tenu le coup malgré les signaux qui annonçaient la fin du cycle.

Mais combien de temps pourra-t-on emprunter ainsi sur la croissance future ? Pour le moment, la rigueur budgétaire n'est pas au programme de l'administration Trump. Au contraire, celle-ci prévoit des allègements fiscaux.

Le FMI estime que le déficit a ajouté 0,5 % à l'inflation aux États-Unis, contribuant ainsi au maintien de taux d'intérêt élevés. Il mentionne aussi qu'une hausse de 1 % des taux d'intérêt américains se traduit par une hausse de 0,9 % dans les autres pays développés et de 1 % dans les pays émergents. Le laxisme budgétaire américain a donc des implications mondiales.



## ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

## Canada : hausse de l'incertitude face aux perspectives

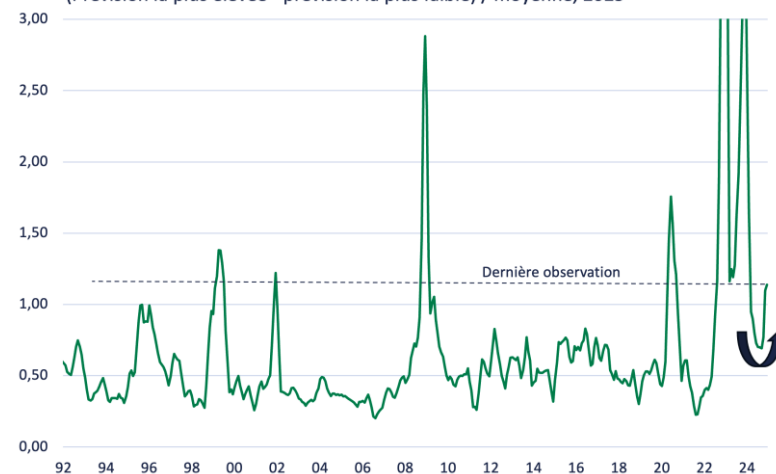
Des vents opposés souffleront sur l'économie canadienne en 2025, comme en témoigne la divergence d'opinions entre les prévisionnistes. La croissance prévue est de 2,2 % chez les optimistes et de seulement 0,4 % chez les plus pessimistes. Il s'agit d'une large dispersion (1,8 %) autour d'une moyenne prévue de 1,6 %. La menace de Donald Trump d'imposer un droit de douane de 25 % sur les importations canadiennes contribue certainement à cette incertitude.

En ce qui concerne la demande intérieure, l'investissement résidentiel retransche à la croissance économique depuis maintenant trois ans et demi au Canada; cette saignée semble cependant tirer à sa fin. Ce malaise justifiait en partie le scénario de récession que plusieurs anticipaient pour 2024. Or, le reste de l'économie a tenu le coup mieux que prévu, notamment la consommation.

Maintenant, la réaction des consommateurs face à la vague de refinancements hypothécaires qui s'accroîtra en 2025 jouera un rôle déterminant. Le fardeau de la dette des ménages était déjà très élevé en 2024. Heureusement, la baisse de l'inflation offre à la Banque du Canada une marge de manœuvre pour atténuer un peu cet effet restrictif. Sa décision d'abaisser son taux directeur de 50 points de base en décembre sera certainement bien accueillie par les consommateurs.

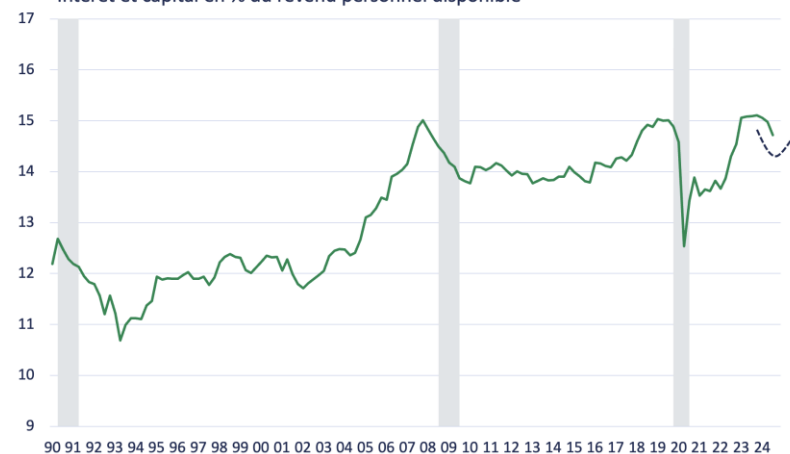
Quant à la demande extérieure, l'imposition de droits de douane de 25 % par les États-Unis pourrait faire mal à la croissance canadienne, non seulement en freinant les exportations, mais en minant aussi les intentions d'investissement des entreprises au pays. Si le Canada a bénéficié du laxisme budgétaire américain via ses exportations depuis deux ans, la situation pourrait bien s'inverser. Espérons que cette menace n'était qu'un levier de négociation et qu'elle ne soit pas pleinement mise en œuvre.

**Dispersion autour des prévisions de croissance du PIB - Canada**  
(Prévision la plus élevée - prévision la plus faible) / moyenne, 2025



Sources : DGIA, Consensus Economics, décembre 2024

**Service de la dette des ménages - Canada**  
Intérêt et capital en % du revenu personnel disponible



Sources : DGIA, Statistique Canada, décembre 2024

## Zone euro : léthargie économique, tarifs et tempêtes politiques

L'Allemagne, troisième économie mondiale et deuxième exportatrice de produits manufacturés, souffre d'un profond malaise. La hausse marquée du prix de l'énergie depuis le début de la guerre en Ukraine a plombé la compétitivité. À cela s'est ajoutée la concurrence de la Chine, mais également la faiblesse de l'économie chinoise et de la demande pour les produits allemands.

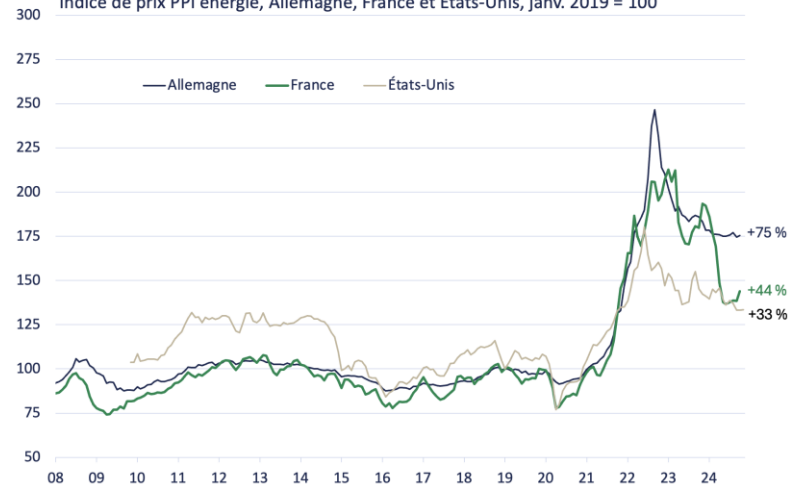
En 2025, des tarifs américains pourraient bien venir envenimer la situation. La banque centrale allemande a d'ailleurs révisé sa prévision de croissance à la baisse et averti qu'une guerre commerciale pourrait pousser le pays en récession. Les défis sont nombreux et une profonde restructuration est nécessaire. Cela se reflètera sur le résultat des élections anticipées en février dans un contexte où les Allemands sont de plus en plus insatisfaits et polarisés.

La France n'est pas en reste en matière de division politique avec le passage de quatre premiers ministres en 2024 seulement, et ce, même si l'économie se porte mieux qu'en Allemagne.

Mais nous verrons plus loin que les cours des actions européennes intègrent déjà bon nombre de mauvaises nouvelles. Et il y a tout de même du positif. Les pays de la périphérie connaissent une croissance plus dynamique et les stimuli chinois, qui ciblent cette fois les consommateurs, sont encourageants pour les exportateurs européens, notamment les fabricants de produits de luxe. Enfin, signe d'un regain de confiance et de l'effet des baisses de taux d'intérêt, la croissance du crédit s'est redressée au cours des derniers mois.

### Prix de l'énergie

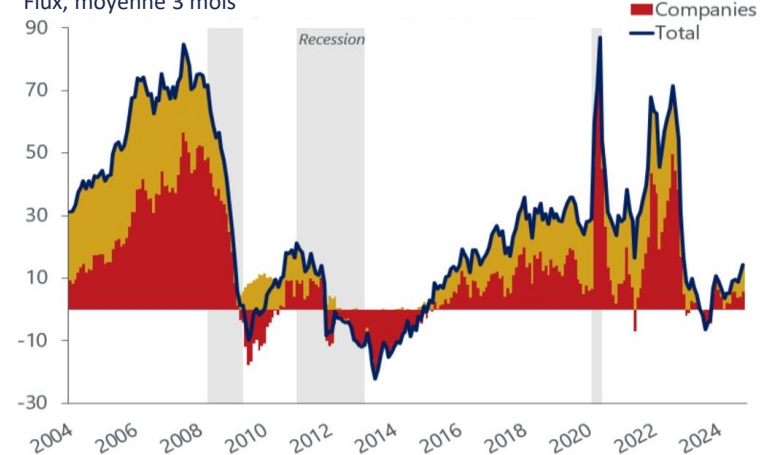
Indice de prix PPI énergie, Allemagne, France et États-Unis, janv. 2019 = 100



Sources : DGIA, LSEG, décembre 2024

### Évolution du crédit : zone euro

Flux, moyenne 3 mois



Sources : Oxford Economics/Haver Analytics, décembre 2024

## ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE

### Asie : plus rien n'est acquis pour les alliés des États-Unis

Dans une économie mondiale plus intégrée que jamais, les tarifs douaniers et les restrictions à l'exportation ne seront ni à sens unique ni sans conséquences sur la chaîne d'approvisionnement mondiale. Les comparaisons avec des situations passées ou des tarifs visant à protéger des industries en particulier (acier, automobile, agriculture, etc.) s'avèrent peu pertinentes pour mesurer les impacts potentiels d'une guerre commerciale aujourd'hui.

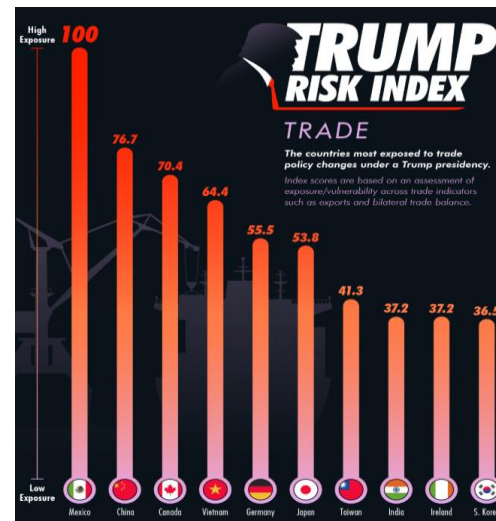
À en juger par la réponse immédiate de la Chine à la dernière salve de restrictions américaines contre l'exportation de semi-conducteurs, une escalade des tensions est un scénario qu'on ne peut exclure.

Est-ce que les alliés asiatiques des États-Unis, notamment la Corée du Sud et le Japon, pourront toujours bénéficier de la réorganisation de la chaîne d'approvisionnement hors de la Chine ? Rien n'est moins certain. À la fin de 2024, Trump n'avait toujours pas rencontré les élus coréens et japonais, leur faisant craindre des tarifs importants.

En janvier 2017, Trump accusait le Japon de manipuler sa devise. Or, le yen s'est depuis déprécié de 25 % face au dollar, une situation susceptible d'irriter la nouvelle administration américaine.

Même pour les alliés traditionnels des États-Unis, la « visibilité » est faible. Mais si, comme nous l'espérons, les menaces de tarifs douaniers servaient surtout de levier de négociation, le pragmatisme des belligérants pourrait, à terme, prévaloir.

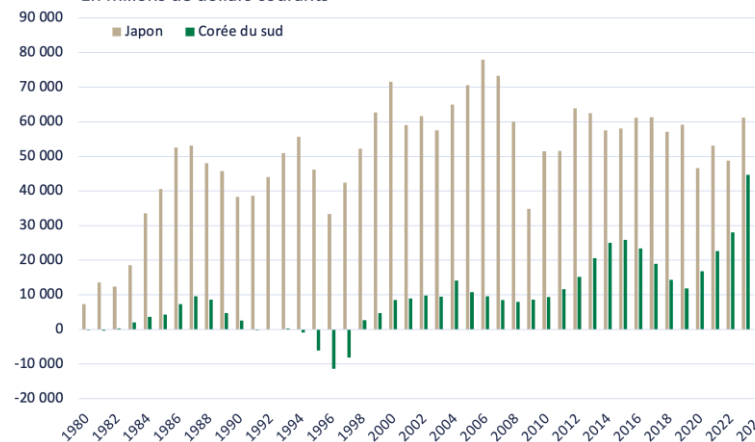
Enfin, nous verrons si les multinationales asiatiques, déjà très présentes en sol américain en matière de capacités de production, prendront des décisions stratégiques pour la durée d'un cycle présidentiel américain de quatre ans.



Source : The Economist, août 2024

### Soldes commerciaux avec les États-Unis

En millions de dollars courants



Sources : DGIA, LSEG, décembre 2024



## ÉVALUATION

# L'évaluation du S&P 500 atteint à nouveau le 100<sup>e</sup> centile de sa distribution historique

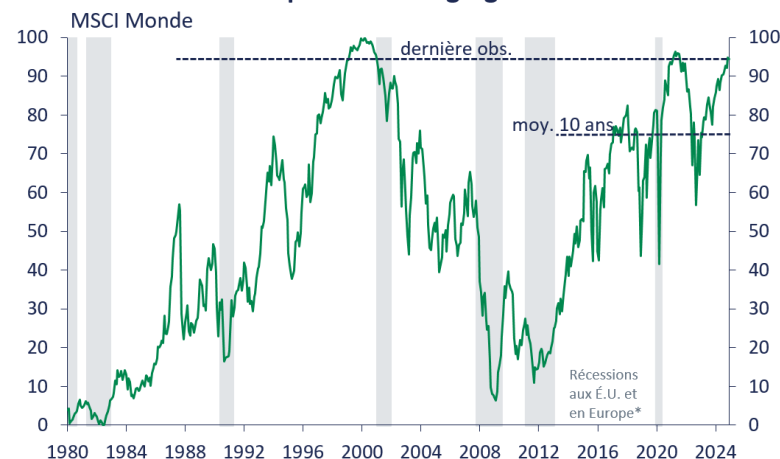
L'évaluation agrégée de l'indice MSCI Monde se trouvait au 94<sup>e</sup> centile de sa distribution historique au 31 décembre, soit au plus haut niveau depuis 2001 si l'on exclut les distorsions causées par la pandémie en 2021.

Les États-Unis étaient encore, et de loin, le marché boursier le plus cher alors que l'évaluation du S&P 500 atteignait le 100<sup>e</sup> centile pour la première fois depuis la bulle spéculative de 2000. Le reste du marché boursier mondial se situait légèrement au-dessus de la médiane historique, au 61<sup>e</sup> centile.

Le Canada, qui représentait une aubaine au début de 2024, affiche maintenant une évaluation riche, soit au 94<sup>e</sup> centile de sa distribution historique. L'évaluation de l'Europe s'est améliorée au cours du trimestre, au 72<sup>e</sup> centile, alors que celle de l'Asie-Pacifique est demeurée stable au 70<sup>e</sup>.

Enfin, l'évaluation des marchés émergents est passée du 81<sup>e</sup> au 74<sup>e</sup> centile au quatrième trimestre. L'évaluation de la Chine se situe pratiquement sur sa médiane historique, au 53<sup>e</sup> centile.

### Évaluation historique - centile agrégé



Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, NBER, \*ECRI, Bloomberg, 31 décembre 2024

### Évaluation - MSCI Monde excl. É.-U.

Mesure	déc. 2024	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	13,9	31	←————— —————→		
Cours / bénéfices réalisés	15,5	36	←————— —————→		
Cours / valeur au livre	1,9	61	←————— —————→		
Cours / flux de trésorerie	9,9	81	←————— —————→		
VE / BAIIDA (Excl. financières)	9,5	82	←————— —————→		
Cours / ventes réalisées	1,5	90	←————— —————→		
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	14,3	42	←————— —————→		
<b>Centile agrégé†</b>		<b>61</b>	←————— —————→		

Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 31 décembre 2024

### Évaluation - MSCI Monde

Mesure	déc. 2024	Centile	1	Centile historique	100
Cours / bénéfices prévus	19,5	85	←————— —————→		
Cours / bénéfices réalisés	23,0	83	←————— —————→		
Cours / valeur au livre	3,6	96	←————— —————→		
Cours / flux de trésorerie	15,9	98	←————— —————→		
VE / BAIIDA (Excl. financières)	14,1	99	←————— —————→		
Cours / ventes réalisées	2,4	100	←————— —————→		
Cours / bén. aj. cycles (CAPE)	26,5	89	←————— —————→		
<b>Centile agrégé</b>		<b>94</b>	←————— —————→		

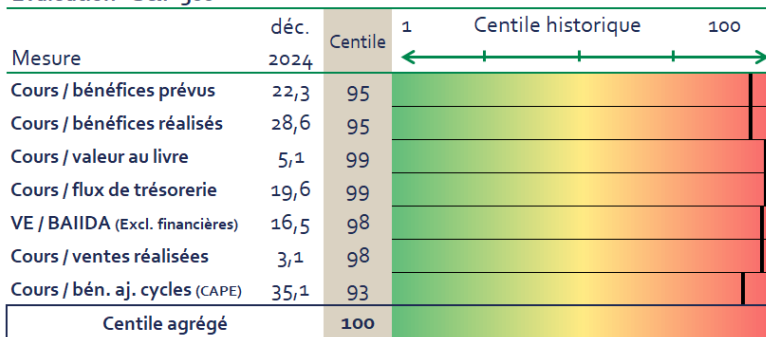
Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 31 décembre 2024

†Moyenne des centiles pour les sept indicateurs d'évaluation

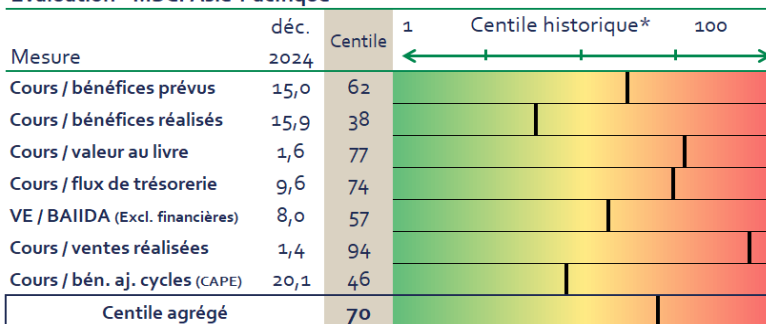
## ÉVALUATION

# En termes absolus, les aubaines sont rares sur une base régionale

### Évaluation - S&P 500

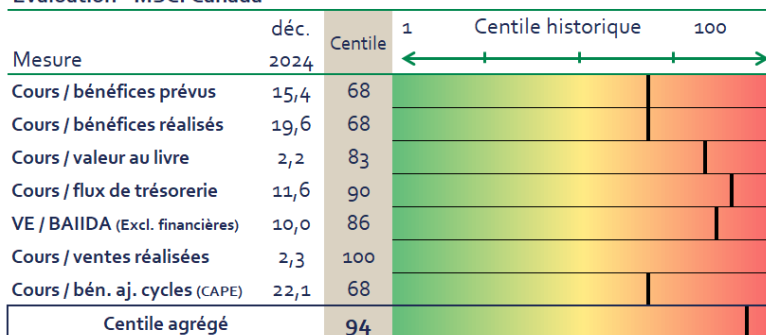


### Évaluation - MSCI Asie-Pacifique

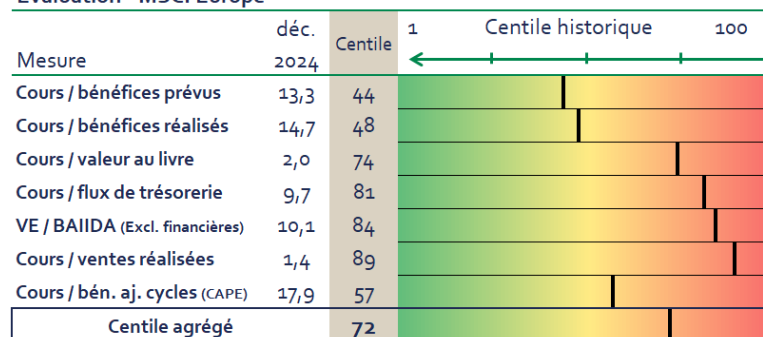


\* Depuis 2004

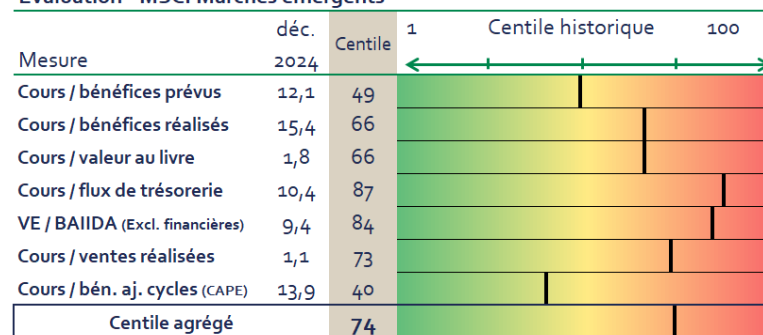
### Évaluation - MSCI Canada



### Évaluation - MSCI Europe



### Évaluation - MSCI Marchés émergents



Sources : DGIA, LSEG, MSCI, IBES, Bloomberg, 31 décembre 2024

†Moyenne des centiles pour les sept indicateurs d'évaluation

## ÉVALUATION

## Mesures d'évaluation désuètes : le narratif de 2000 refait surface

Que fait-on lorsque les mesures d'évaluation atteignent des sommets, mais que les cours boursiers continuent néanmoins de monter ?

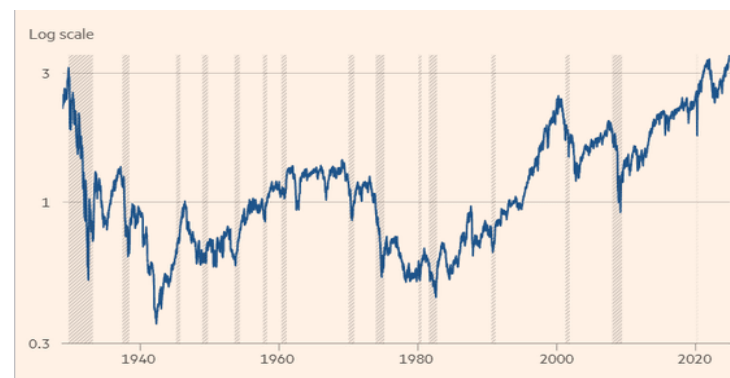
Ceux d'entre nous qui œuvraient déjà dans l'industrie financière en 2000 se souviennent certainement des nombreux analystes qui remettaient en question les mesures d'évaluation classiques. Pour eux, ces mesures n'étaient plus adaptées au « nouveau modèle » de croissance. Dans son livre *Irrational Exuberance*, publié en mars 2000, Robert J. Shiller a déboullonné ces arguments. Vingt-cinq ans plus tard, on entend et lit de nouveau que les ratios d'évaluation utilisés depuis des décennies sont (re)devenus désuets.

Un argument souvent avancé affirme qu'on ne peut pas comparer les évaluations de 2000 avec celles de 2025, car contrairement à aujourd'hui, les entreprises ne généraient pas, ou très peu, de bénéfices. En d'autres mots, « cette fois, c'est différent ». Vraiment ?

Prenons le cas de Cisco. Un titre à mégacapitalisation très rentable en 2000, mais qui se négociait à 135 fois des bénéfices que les analystes espéraient voir croître de 30 %. Selon la « règle » qui prévalait autrefois, le ratio cours-bénéfice ne devait pas excéder la croissance prévue des bénéfices, soit un ratio PEG (*price-earnings to growth*) de 1. Or, celui de Cisco était de 4,5 en mars 2000 (135/30). Comment justifier un tel ratio pour une entreprise mature ? Les analystes sont alors passés au ratio cours-ventes, plus adapté, selon eux, au « nouveau modèle » de croissance. Et on connaît la suite.

Au 31 décembre dernier, de nombreuses entreprises rentables du S&P 500 (dont Cisco !) avaient des ratios PEG extrêmement élevés, dont plusieurs supérieurs à 5. Est-ce la nouvelle norme ?

L'histoire nous dira si c'est le cas, mais une chose est claire : nous n'en sommes pas à la première révolution technologique qui surexcite les investisseurs et pousse les mesures d'évaluation à des sommets rarement observés.

Capitalisation des sociétés non financières / valeur ajoutée  
brute des sociétés non financières

Sources : Financial Times, US Federal Reserve, Hussman Strategic Advisors, Standard & Poors, 12 décembre 2024

## Ratio cours-bénéfices prévus 12 mois - S&amp;P 500



Sources : DGIA, IBES, décembre 2024

## ÉVALUATION

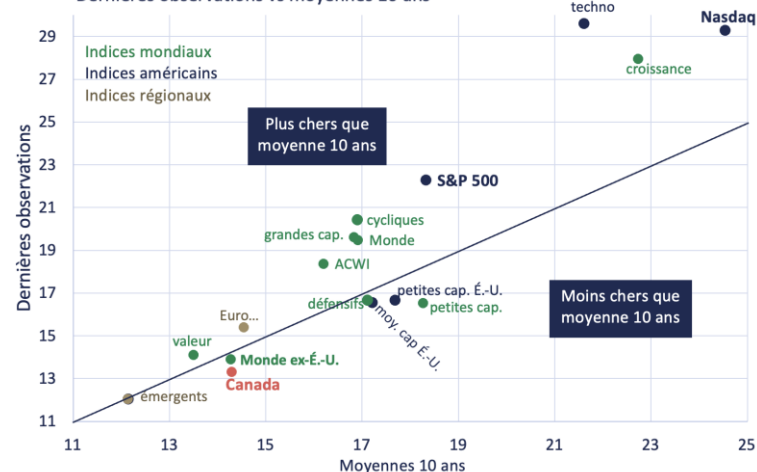
# Plusieurs segments de marché intéressants : le cas des moyennes capitalisations

L'évaluation n'a jamais été un outil utile pour prévoir les rendements à court terme. Le rendement récent des Sept Magnifiques, en dépit de leur cherté extrême, est un bon exemple. Mais l'investisseur en quête de rendement absolu à long terme, et non relatif à un indice extrêmement cher et concentré comme l'est aujourd'hui le S&P 500, est toujours en mesure de trouver des occasions d'investissement dont l'évaluation est raisonnable, même dans le marché actuel.

Les titres de moyenne capitalisation font partie de cette catégorie. Comme en 2000, ils bénéficient d'une évaluation raisonnable en termes absolus, et très attrayante relativement aux grandes capitalisations (S&P 500). Lors de l'éclatement de la bulle spéculative de 2000, elles sont demeurées très résilientes et ont surperformé pendant une douzaine d'années. Sur la base de l'évaluation, le point d'entrée nous apparaît intéressant aujourd'hui, d'autant plus qu'il s'agit d'un segment de marché qui surperforme également à long terme.

### Ratios cours-bénéfices prévus

Dernières observations vs moyennes 10 ans



Sources : DGIA, IBES, MSCI, décembre 2024

### Évolution du S&P 400 et du S&P 500 entre 2000 et 2015

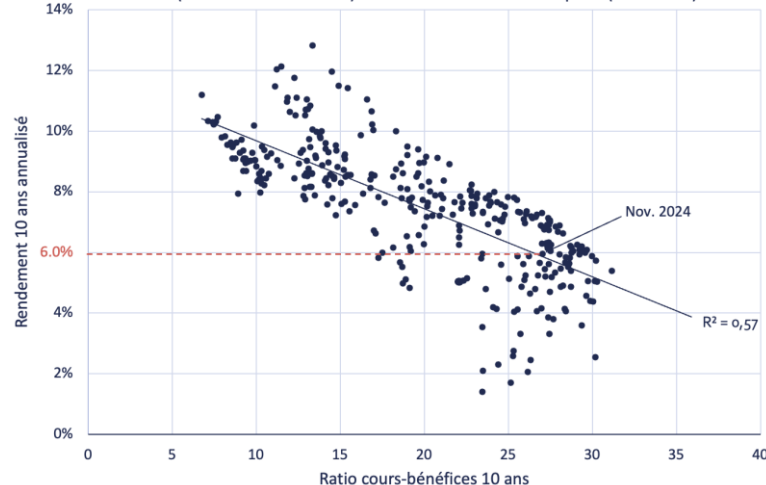
Mars 2000 = 100



Sources : DGIA, LSEG, décembre 2024

### Évaluation des actions et rendement subséquent - S&P 400

Ratio CAPE (cours-bénéfices 10 ans) et rendement 10 ans subséquent (1973-2024)



Sources : DGIA, LSEG, décembre 2024

## ÉVALUATION

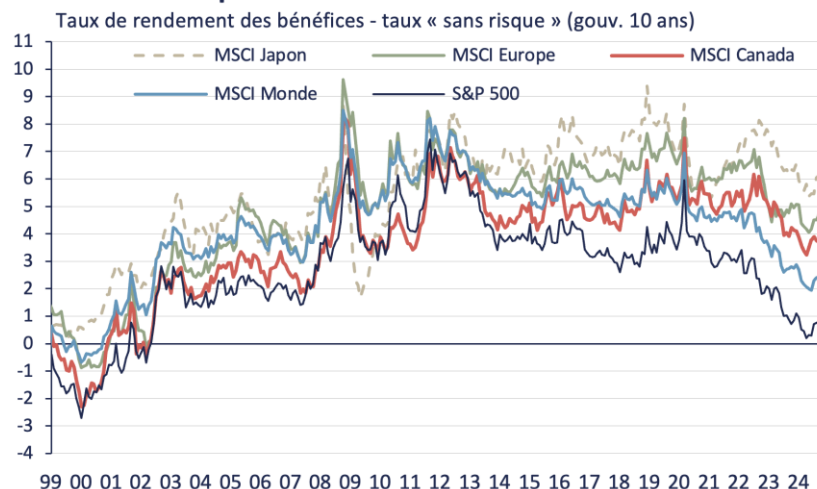
# Une prime de risque négative pour les actions américaines

Le rebond des taux sans risque au quatrième trimestre et la poussée des marchés boursiers ont fait fondre la prime de risque des actions en Amérique du Nord. La prime de risque des actions américaines est même passée en territoire négatif pour la première fois en 23 ans. Il va sans dire que les investisseurs sont très peu rémunérés pour le risque encouru dans le S&P 500.

À l'opposé, la prime de risque des actions européennes a remonté au cours du trimestre alors que celle du Japon, la plus élevée du groupe, est demeurée à peu près stable.

L'amorce d'une baisse de taux généralisée, qui selon certains investisseurs et analystes « justifiait » l'évaluation élevée des titres de croissance, a pris fin abruptement à la fin de l'année. Les tarifs douaniers du président élu Donald Trump, l'évolution récente de l'inflation et la résilience de l'économie ont plutôt fait remonter les taux d'intérêt.

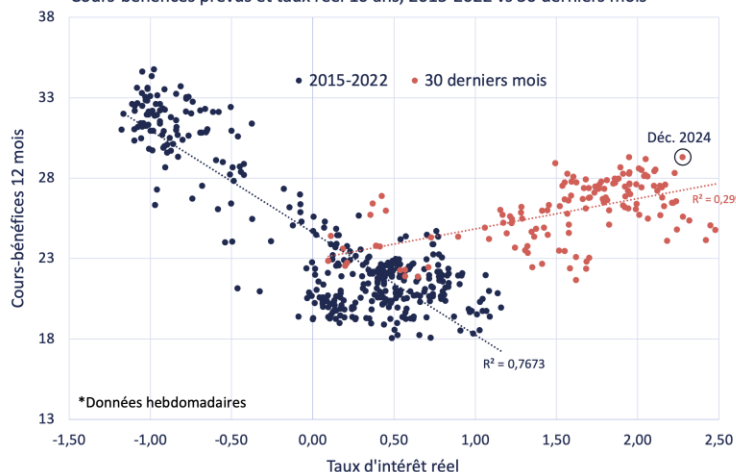
### Prime de risque des actions



Sources : DGIA, MSCI, LSEG, 31 décembre 2024

### Évaluation du NASDAQ et taux d'intérêt réel

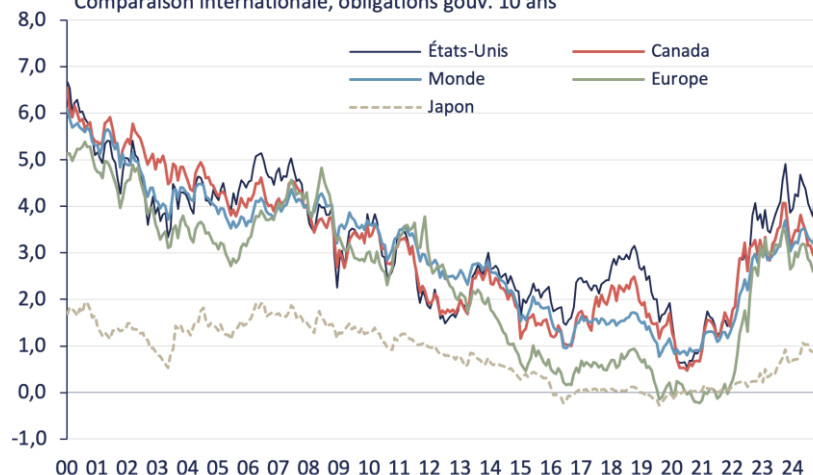
Cours-bénéfices prévus et taux réel 10 ans, 2015-2022 vs 30 derniers mois\*



Sources : DGIA, IBES, LSEG, 31 décembre 2024

### Taux « sans risque »

Comparaison internationale, obligations gov. 10 ans



Sources : DGIA, LSEG, 31 décembre 2024

## SENTIMENT

### Notre indice de sentiment remonte en fin d'année

Le ton un peu plus prudent que nous percevions au troisième trimestre dans notre indice de sentiment agrégé s'est complètement évaporé. La grande majorité des indicateurs qui composent l'indice se trouvait en zone d'euphorie à la fin de l'année 2024. Les sondages menés auprès des particuliers et des conseillers financiers américains montraient des niveaux de conviction rarement observés, se traduisant par une exposition extrêmement élevée aux actifs risqués. Seuls les investisseurs institutionnels semblaient un peu moins téméraires.

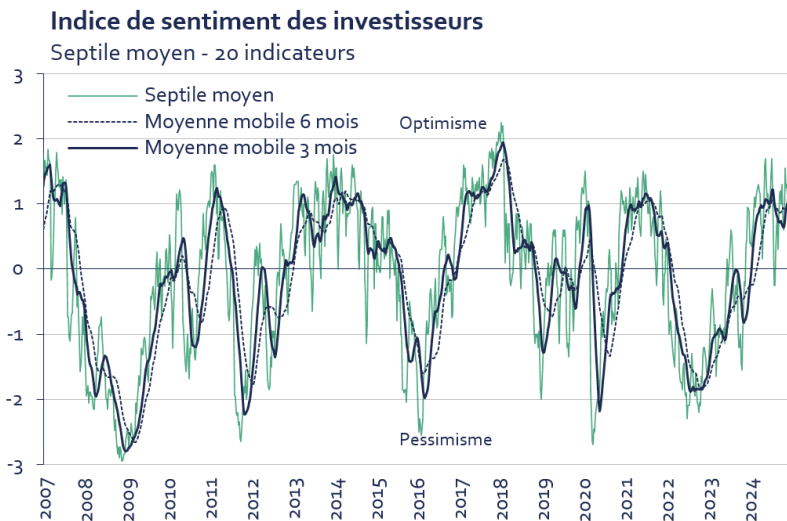
Or, rappelons-le, la direction de notre indice de sentiment des investisseurs a autant d'importance que son niveau dans notre analyse. Un niveau élevé, mais en hausse, reste généralement favorable aux actifs risqués. Cela dit, notre indice demeure un outil quantitatif d'aide à la décision et non un signal systématique qui détermine le bêta des portefeuilles. Plusieurs indicateurs nous incitent à la prudence.

**Carte thermique de sentiment**

Septile depuis 1995\*

		15 janvier 2025						
		Pessimisme			N	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- Performance 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		-3	-2	-1	N	+1	+2	+3
I: ↑ de l'indicateur = ↓ du sentiment N: Indicateur normalisé		Pessimisme				Optimisme		

Sources : DGIA, LSEG, Bloomberg, State Street Global Markets, déc. 2024



Sources : DGIA, LSEG, Bloomberg, State Street Global Markets, décembre 2024

## SENTIMENT

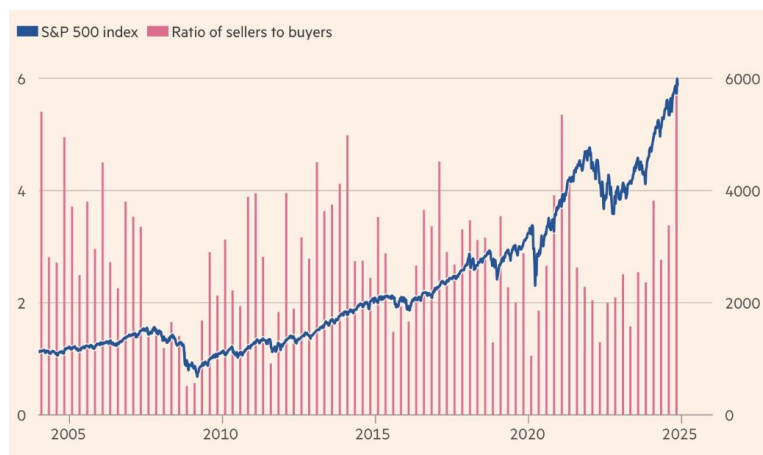
### Un sentiment d'invincibilité rarement observé chez les investisseurs particuliers (et leurs conseillers)

Jamais les ménages américains n'ont été aussi exposés aux actions. Même au sommet de la bulle spéculative qui avait envoûté le grand public en 1999-2000, leur appétit pour le marché boursier était moins élevé qu'à la fin de 2024. Malgré des évaluations en zone extrême aux États-Unis, les conseillers financiers ont continué d'encourager leurs clients au quatrième trimestre, si bien que le volume de transactions était en forte hausse.

Pendant ce temps, chez les initiés, le ratio vendeurs-acheteurs atteignait un niveau dangereusement élevé de six pour un. Quant aux gestionnaires professionnels, ils demeuraient toujours fortement investis en actions, même après une année de rendements exceptionnels.

Ce portrait soulève des questions pour la suite. Reste-t-il encore des acheteurs marginaux d'actions ? Et comment réagiraient les investisseurs particuliers (les consommateurs) dans l'éventualité d'une correction persistante, sachant que certains d'entre eux sont aussi exposés aux cryptomonnaies ? Une exposition record aux actions et à des actifs hautement spéculatifs constitue, à nos yeux, un mélange potentiellement explosif.

#### Ventes d'actions par les dirigeants d'entreprises à un sommet



Sources : VerifyData, LSEG par markets.ft.com, Financial Times, novembre 2024

#### Actifs des ménages en actions, États-Unis

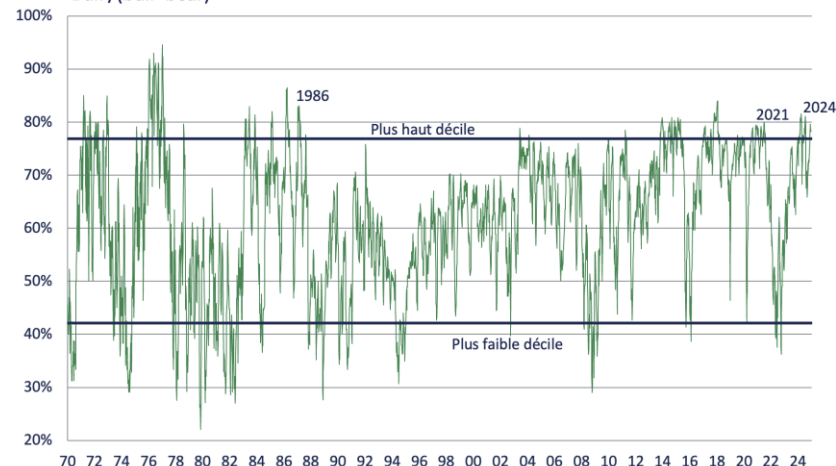
En % des actifs financiers



Sources : DGIA, Réserve fédérale américaine, décembre 2024

#### Enquête auprès des conseillers financiers

Bull / (bull+bear)



Sources : DGIA, Investors Intelligence, décembre 2024

SENTIMENT

## Les gestionnaires de portefeuille cèdent aussi au chant des sirènes

Comme il y a 25 ans, les investisseurs particuliers ont cédé au chant des sirènes et à l'appât du gain rapide. Mais l'appétit pour les actifs risqués et extrêmement chers est aussi très présent chez les professionnels. Ceux-ci sont pourtant beaucoup mieux outillés que les individus pour évaluer les perspectives de rendement et identifier les excès.

La hausse des taux d'intérêt sans risque n'a pas été suffisante pour convaincre les professionnels d'augmenter leur encaisse. Au contraire, selon l'enquête de Bank of America menée auprès de gestionnaires de fonds, l'encaisse se situait à un creux historique en décembre 2024.

Il y a cependant des exceptions. Warren Buffett a profité de l'euphorie sur les marchés pour encaisser des gains et augmenter ses liquidités à un niveau record à l'automne 2024. L'avenir nous dira qui aura eu raison : l'oracle d'Omaha ou les gestionnaires qui s'exposent, en toute connaissance de cause, à des actifs risqués dont les prix escomptent déjà des scénarios de croissance exceptionnels.

### Allocation entre les catégories d'actifs

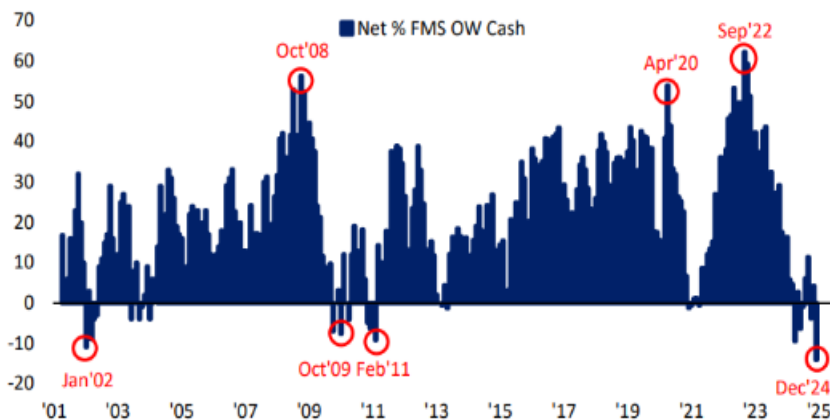
Investisseurs institutionnels, mesures normalisées



Source : State Street Global Markets, décembre 2024

### Allocation en encaisse

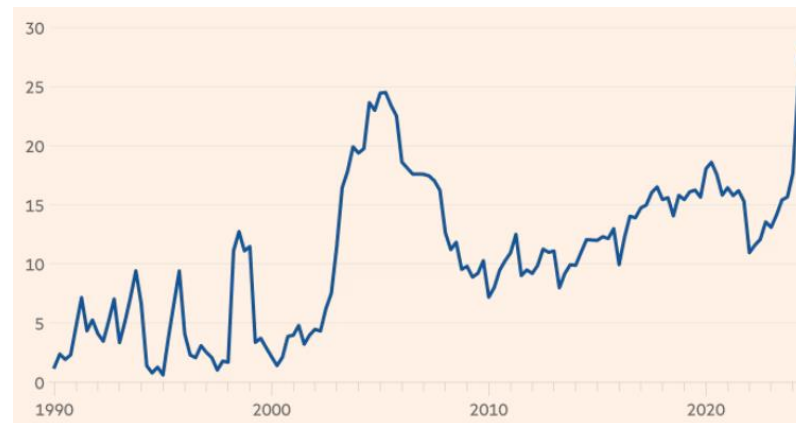
% de gestionnaires surpondérés – % sous-pondérés



Source : BofA Global Fund Manager Survey, décembre 2024

### Allocation en encaisse de Berkshire Hathaway

Encaisse et équivalents en % des actifs



Sources : Glenview Trust, Bloomberg, novembre 2024



## CONCLUSION

PERSPECTIVES MONDIALES	Environnement macroéconomique ↑	Évaluation →	Sentiment →
30 juin 2024	--	---	-
30 septembre 2024	-	---	--
<b>31 décembre 2024</b>	<b>Neutre</b>	---	--

**ENVIRONNEMENT MACROÉCONOMIQUE : LA CROISSANCE N'EST PLUS UNE PRÉOCCUPATION MAJEURE, MAIS À COURT TERME SEULEMENT**

Les États-Unis continueront d'emprunter sur la croissance future pour soutenir l'économie en 2025, avec un déficit prévu à 7 % du PIB, malgré le plein-emploi. L'administration Trump ne voudra certainement pas porter le blâme d'un ralentissement. Cette croissance « résiliente » implique une inflation plus persistante et des taux d'intérêt qui baissent beaucoup moins que prévu. À moyen terme, la dérèglementation promise par Trump pourrait soutenir l'investissement, mais le manque de visibilité sur les politiques économiques sera un vent contraire. L'imprévisibilité n'est pas favorable à l'investissement. Ailleurs dans le monde, les attentes sont faibles et les menaces américaines d'imposer des tarifs douaniers élevés, même aux alliés traditionnels, contribuent à miner les perspectives. Le climat politique tendu ou polarisé dans plusieurs pays, un phénomène souvent observé après des épisodes d'inflation élevée, n'aide en rien. En Europe, certains signes encourageants émergent : le crédit se redresse et les stimuli chinois aideront les exportateurs. Nous rehaussons notre vecteur macroéconomique à « neutre », mais pour la première moitié de 2025 uniquement. La visibilité sur la suite est beaucoup trop faible aujourd'hui.

**ÉVALUATION DES MARCHÉS : LE S&P 500 À SON PLUS CHER DEPUIS LA BULLE TECHNOLOGIQUE**

Les actions mondiales étaient très chères à la fin du quatrième trimestre, alors que l'évaluation du MSCI Monde atteignait le 94e centile de sa distribution historique, soit le niveau le plus cher depuis 2001, si on exclut les distorsions causées par la pandémie en 2021. L'évaluation du S&P 500, quant à elle, touchait le 100e centile. En dépit de ces conditions extrêmes et spéculatives, il persistait toujours quelques segments de marché dont l'évaluation était attrayante ou cohérente avec la conjoncture ou la norme historique. C'est notamment le cas des titres de moyenne capitalisation, de certains secteurs cycliques de « l'économie traditionnelle » et de certains secteurs défensifs. À l'opposé, le secteur des technologies, de même que les industries, qui surfent sur la thématique de l'intelligence artificielle, étaient extrêmement chers. Enfin, il y avait peu d'aubaines à travers les régions, mais elles étaient toutes bon marché par rapport aux États-Unis. Dans ce contexte, nous maintenons un « triple négatif » sur l'évaluation.

**SENTIMENT DES INVESTISSEURS : EXPOSITION RECORD AUX ACTIONS**

Le ton un peu plus prudent que nous percevons au troisième trimestre dans notre indice de sentiment agrégé s'est complètement évaporé en fin d'année. Le sentiment d'invincibilité des investisseurs est perceptible dans toutes nos mesures. Puisque les investisseurs particuliers, les conseillers financiers et les gestionnaires professionnels et institutionnels ont tous une exposition extrêmement élevée aux actions, il reste très peu d'acheteurs marginaux. L'euphorie entourant l'intelligence artificielle se traduit par une concentration de marché sans précédent qui expose les investisseurs, même passifs, à des risques spécifiques liés à une poignée de titres surévalués et « surachetés ». En fin d'année, notre indice agrégé se situait en territoire de surchauffe, mais toujours en hausse, et donc favorable aux actifs risqués. Il s'agit de l'unique raison pour laquelle nous n'abaïssons pas la cote de notre vecteur sentiment et conservons un « double négatif ».

**Notre analyse des trois vecteurs nous incite à maintenir un biais défensif. Nos vecteurs évaluation et sentiment témoignent d'un niveau d'euphorie rarement observé sur les marchés boursiers. Leurs niveaux rappellent notamment ceux observés tout juste avant la correction boursière de 2022. Nous sommes également préoccupés par le manque de visibilité macroéconomique à la suite de la réélection de Donald Trump.**

## 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.