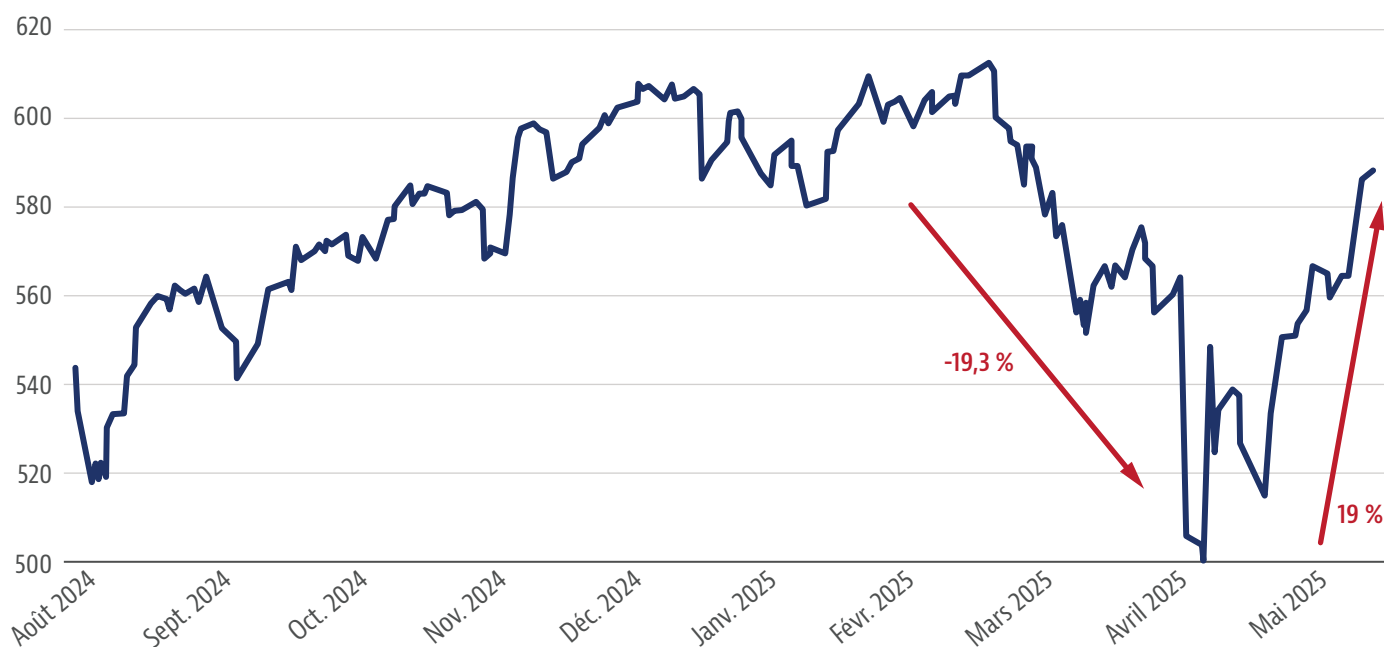


UNE FORTE REPRISE APRÈS UN MARCHÉ BAISSIER! ET MAINTENANT?

Après la chute brutale survenue à la suite du « Jour de la libération », le S&P 500 s'est redressé d'environ 20 % et se négocie désormais à un niveau supérieur à celui d'avant l'annonce, malgré le fait que les différends tarifaires soient loin d'être réglés (pause de 90 jours, tarifs de base de 10 % et plus). Les investisseurs semblent croire à une suppression complète de ces tarifs douaniers, ce qui est peu probable, puisqu'un prélèvement minimal de 10 % devrait très probablement être maintenu (p. ex., l'accord avec le Royaume-Uni prévoit un tarif de base permanent de 10 %). Par conséquent, à notre avis, le profil risque/rendement des marchés est encore moins attrayant qu'il ne l'était en début d'année.

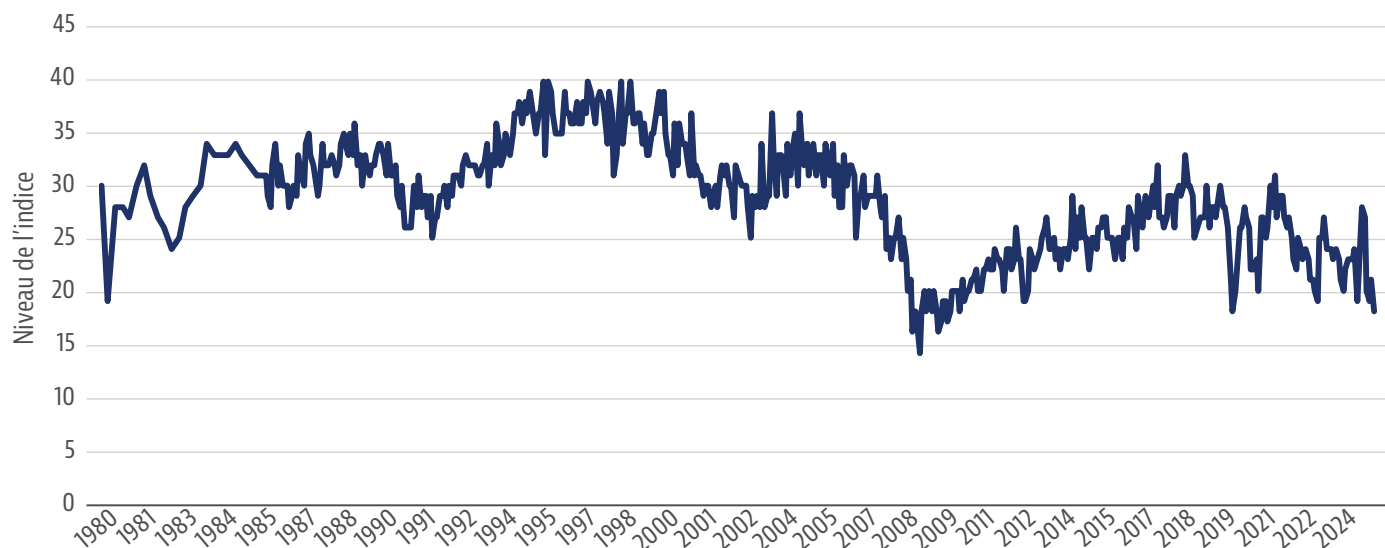
SPY (FNB S&P 500)



Source : Bloomberg Finance L.P.

Au cours des dernières semaines, de nombreuses équipes de direction nous ont fait part du gel actuel des prises de décision. Comme nous l'avons écrit dans notre dernier commentaire (en février), les entreprises suspendent leurs décisions d'investissement, d'expansion et d'embauche en cette période d'incertitude. On peut le constater dans les plans de dépenses en capital des petites entreprises (voir le graphique à la page suivante) : après un pic en novembre et décembre, ils sont retombés à leurs récents creux. C'est pourquoi cela aura un effet direct sur la croissance du PIB aux deuxième et troisième trimestres, même si ces annonces tarifaires venaient à être complètement annulées.

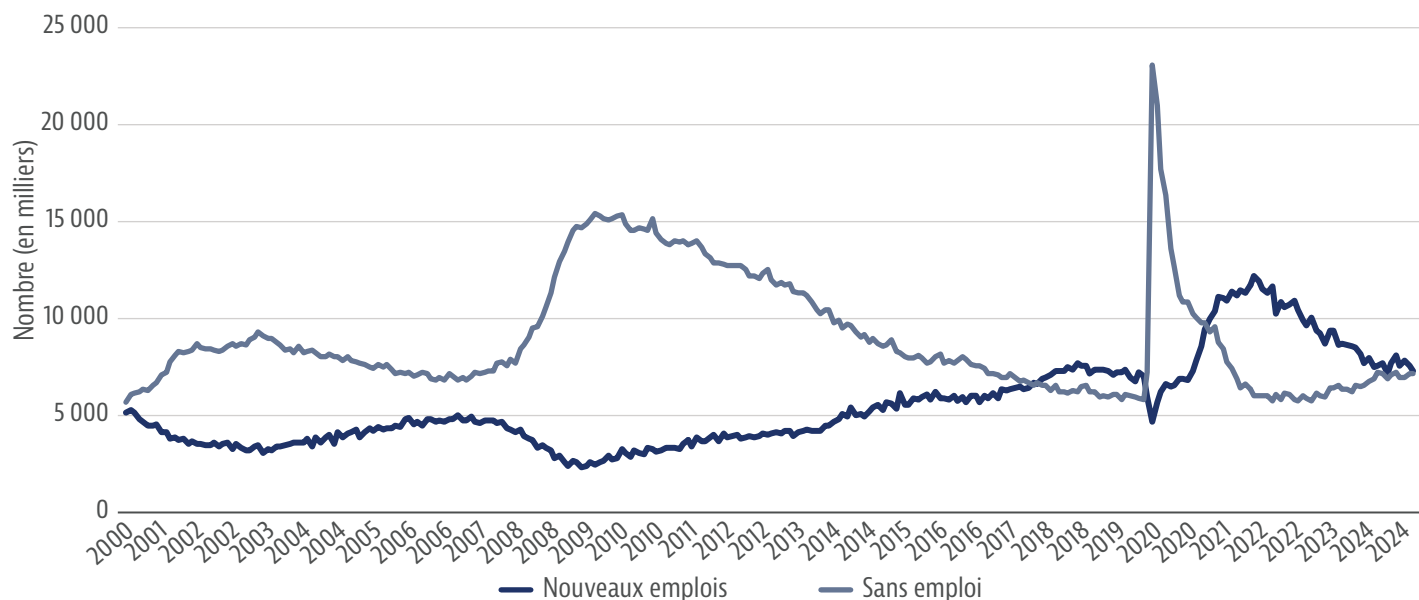
PLANS DE DÉPENSES EN CAPITAL DES PETITES ENTREPRISES DE LA NFIB



Source : Bloomberg Finance L.P.

Même avant ce « Jour de la libération », on constatait déjà en mars une poursuite du recul des offres d'emploi aux États-Unis (voir le graphique ci-dessous), ce que nous considérons comme un indicateur avancé d'une hausse prochaine du chômage.

NOUVEAUX EMPLOIS AUX ÉTATS-UNIS VS CHÔMAGE



Source : FRED

À notre avis, nos propos dans notre lettre de février (voir la citation ci-dessous) restent valables aujourd'hui, et nous pensons que cela s'est reflété dans la faiblesse du PIB du premier trimestre, en baisse de 0,3 % aux États-Unis.

« En effet, il est clair que, dans un contexte d'incertitude, certaines entreprises reporteront leur prochain investissement, leur prochaine expansion, leur prochaine embauche, etc. Il est également clair que les consommateurs, craignant de perdre leur emploi (à cause du D.O.G.E. ou des tarifs douaniers), réduiront leurs dépenses discrétionnaires par mesure de précaution. Tout cela réduit la taille de l'économie (PIB). »

DES JUSTICIERS OBLIGATAIRES PARMI NOUS?

Nous avons observé un autre phénomène durant les récentes turbulences sur les marchés des actions. La partie longue de la courbe des taux d'intérêt, qui avait initialement chuté, a commencé à remonter rapidement avant que les marchés n'atteignent leur niveau plancher. Certains médias ont pointé du doigt le désendettement observé dans l'univers des stratégies de « base obligataire » (qui consistent à acheter des obligations du Trésor au comptant et à vendre à découvert des contrats à terme), lesquelles sont parfois assorties d'un effet de levier pouvant atteindre 50 pour 1.

Mais le vrai problème reste le déficit budgétaire des États-Unis, un sujet dont nous traitons depuis longtemps. Au cours des sept premiers mois du nouvel exercice financier (qui débute le 1^{er} octobre aux États-Unis), le déficit a augmenté de 194 milliards \$, passant de 855 milliards \$ en avril 2024 à 1 049 milliards \$ en avril 2025, soit une hausse de 22,7 % en glissement annuel¹. Ce n'est clairement pas la trajectoire souhaitable, surtout en période de conjoncture économique favorable. Les dépenses ont de nouveau augmenté; une hausse spectaculaire de 9 % par rapport à l'an dernier. Les revenus n'ont augmenté que de 3 %. Nous sommes à un niveau non viable, et la plupart des experts s'accordent à le dire.

Si le déficit budgétaire se maintient à un tel niveau, il est peu probable que les taux d'intérêt à long terme baissent de manière significative, les besoins de financement excédant largement la masse d'épargne disponible (Ray Dalio en a récemment parlé : [lien*](#)). La situation est aggravée par le fait que de nombreux investisseurs étrangers se montrent réticents face à la manière dont l'administration actuelle gère les choses. Si les acheteurs étrangers deviennent vendeurs ou décident simplement de boycotter l'achat de nouveaux titres, les taux à long terme pourraient facilement continuer à augmenter, compte tenu des déficits budgétaires élevés.

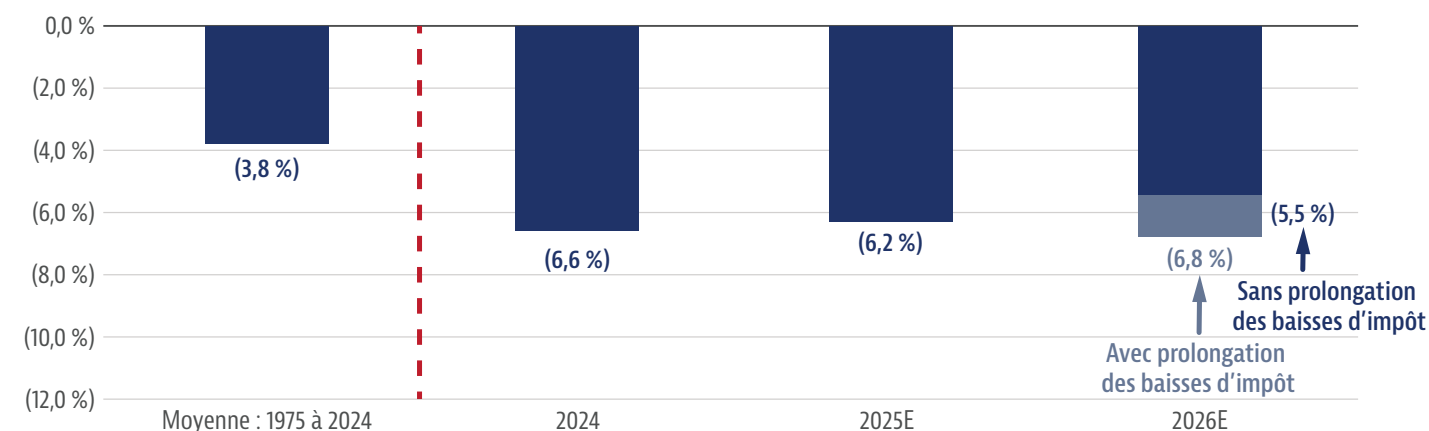
La tendance est clairement à la hausse :

RENDEMENT DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN À 30 ANS



Source : Bloomberg Finance L.P.

SOLDE BUDGÉTAIRE FÉDÉRAL AMÉRICAIN (% DU PIB)



Source : CBO, Timelo. Au 16 mai 2025.

* Lien en anglais seulement

¹ <https://www.fiscal.treasury.gov/files/reports-statements/mts/mts0425.pdf>

RISQUES LIÉS AU LOGEMENT DANS UN CONTEXTE DE HAUSSE DES TAUX

La question de la hausse des taux est particulièrement pertinente pour le secteur du logement. Les ventes de maisons existantes demeurent dans le bas de leur fourchette historique. L'accessibilité au logement est elle aussi proche de ses plus bas niveaux historiques (nouvelles hypothèques à des taux beaucoup plus élevés et prix des maisons beaucoup plus élevés). Comme la plupart des gens ont un taux fixe à des niveaux bien inférieurs à ceux du marché actuel, ils n'ont d'autre choix que de conserver leur maison actuelle. Pour les acheteurs d'une première habitation, il est aujourd'hui plus difficile que jamais d'accéder à la propriété.

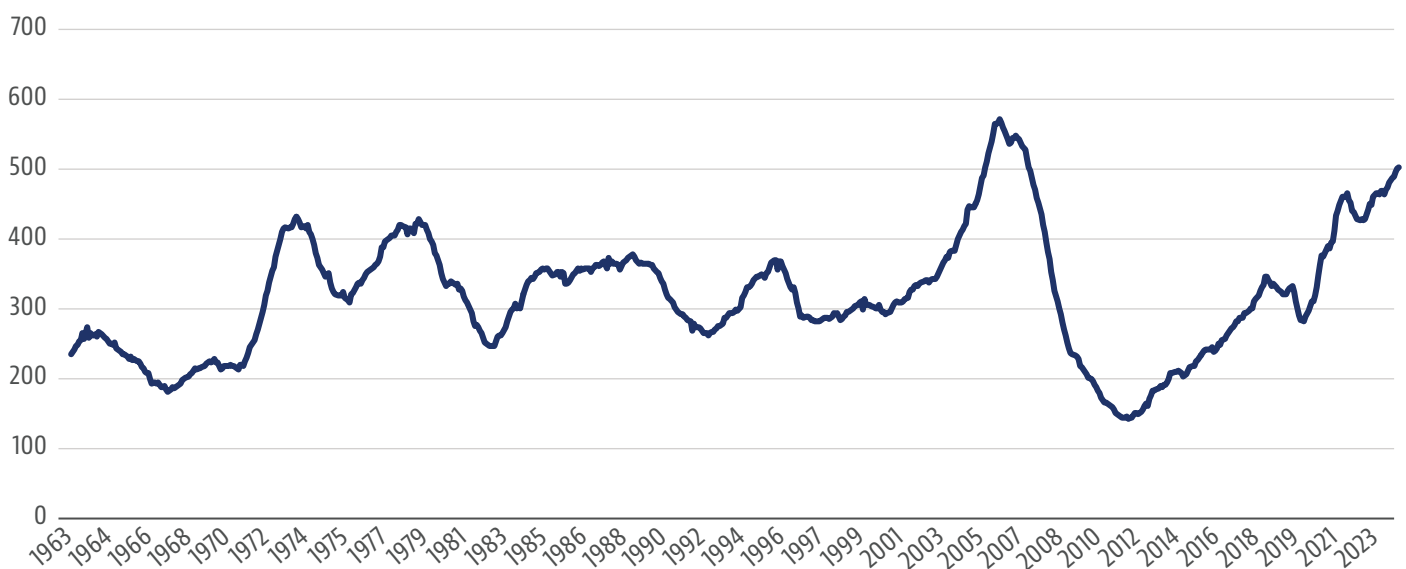
VENTES DE MAISONS EXISTANTES (EN MILLIONS, SUR UNE BASE ANNUELLE)



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 mars 2025.

Par conséquent, le nombre de maisons unifamiliales neuves à vendre atteint des niveaux inégalés depuis le boom immobilier qui a précédé la grande crise financière (voir le graphique ci-dessous).

NOUVELLES MAISONS FAMILIALES À VENDRE (EN MILLIERS)



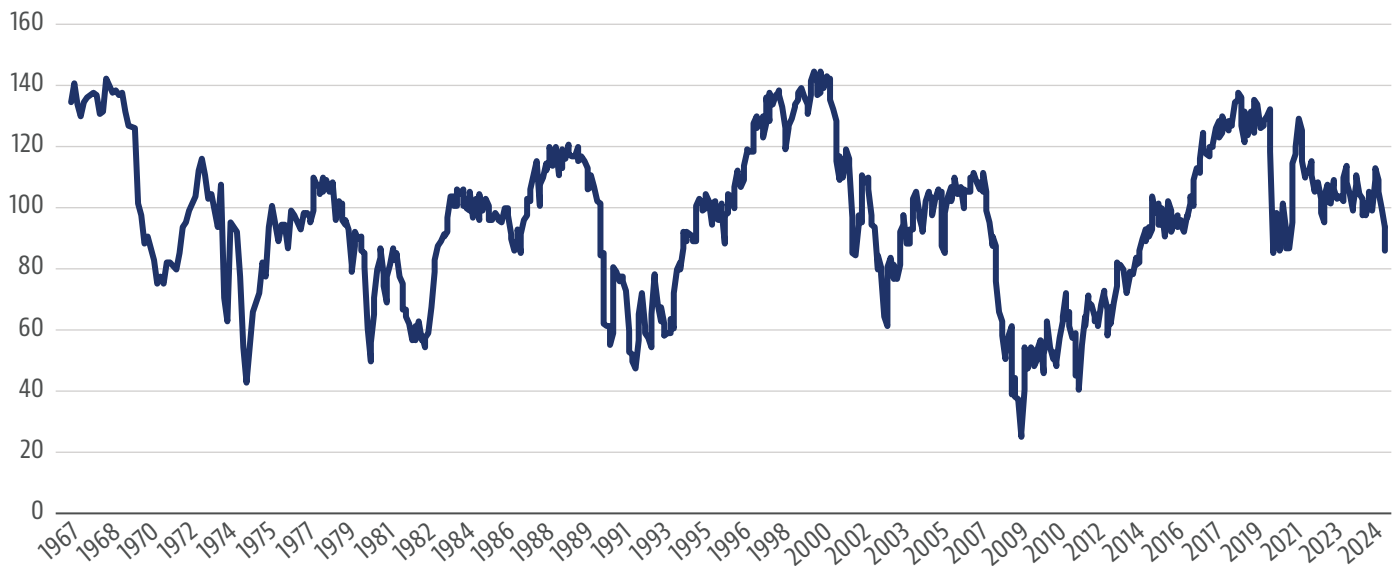
Source : FRED. Au 31 mars 2025.

Nous croyons que les prix des maisons vont probablement baisser tant aux États-Unis qu'au Canada. Le seul facteur susceptible d'enrayer cette tendance serait une baisse marquée des taux d'intérêt, ce qui nous semble peu probable compte tenu du déficit budgétaire actuel, comme nous l'avons évoqué précédemment. Pour la majorité des familles, leur maison représente leur actif le plus important. Par conséquent, si les prix des maisons commencent à baisser, cela amplifierait l'effet néfaste sur le patrimoine et aurait une incidence sur la consommation et le PIB (voir ci-dessous).

LE CONSOMMATEUR N'EST PAS SORTI D'AFFAIRE

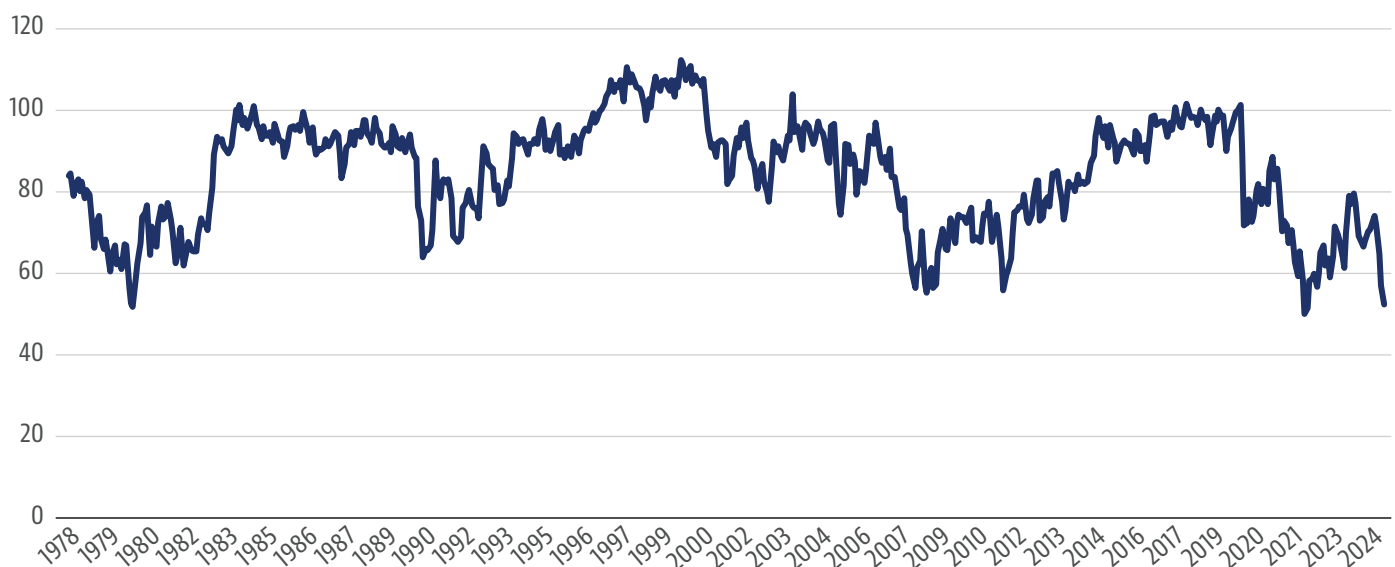
Au vu de tout ce qui précède, nous n'avons pas été surpris par les derniers chiffres sur la confiance des consommateurs publiés par le Conference Board et l'Université du Michigan.

CONFIANCE DES CONSOMMATEURS DU CONFERENCE BOARD



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 30 avril 2025.

INDICE DE CONFIANCE DES CONSOMMATEURS DE L'UNIVERSITÉ DU MICHIGAN



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 30 avril 2025.

Ces résultats font écho à ce que nous observons chez certaines entreprises. McDonald's, une enseigne phare suivie de près par les investisseurs pour évaluer la santé des dépenses de consommation, a annoncé une baisse trimestrielle de 3,6 % de ses ventes dans les magasins comparables aux États-Unis, son pire résultat en plus de six ans, à l'exception du deuxième trimestre 2020, en plein pic de confinement lié à la Covid (-8,7 %). De même, Chipotle a fait état d'un recul trimestriel de 0,4 % de ses ventes dans les magasins comparables.

Les deux entreprises ont évoqué une dégradation du sentiment des consommateurs, comme en témoignent des résultats encore plus faibles en matière de fréquentation dans leurs restaurants. McDonald's souligne notamment une baisse de fréquentation de 10 % chez les consommateurs à faibles revenus, ainsi que des signes manifestes de resserrement budgétaire et de diminution de la fréquence des visites dans ses restaurants.

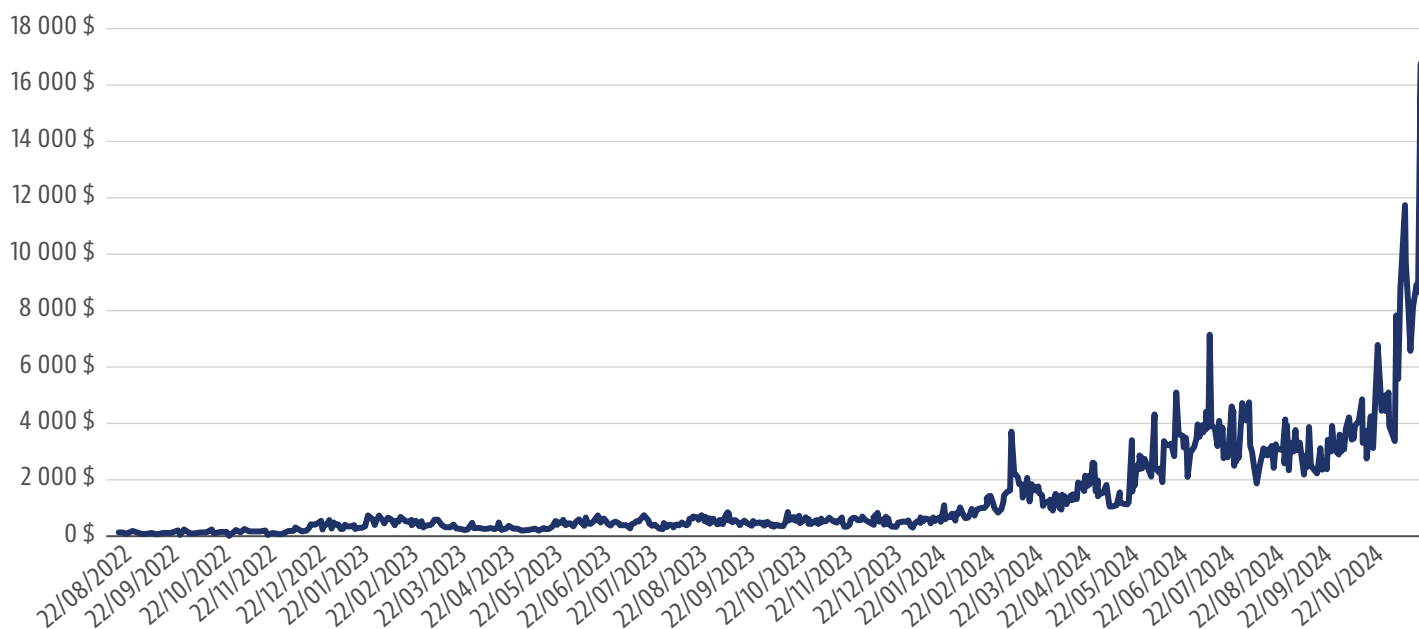
L'EFFET DE PATRIMOINE IMPACTE LA CONSOMMATION : LES CONSOMMATEURS À REVENUS ÉLEVÉS VONT-ILS CRAQUER À LEUR TOUR?

Si le dernier groupe de consommateurs qui n'a pas encore ralenti ses dépenses est celui des revenus élevés, les dernières turbulences du marché pourraient être la goutte d'eau qui fait déborder le vase. Il est important de rappeler que ce groupe est le plus exposé aux marchés des actions et qu'il est donc le plus sensible aux turbulences du marché. Ainsi, avec la combinaison de déficits budgétaires trop élevés qui devront être réduits, de la probable baisse des prix de l'immobilier et de la faiblesse des dépenses de consommation, le marché baissier à venir pourrait bien être le coup de grâce pour ce groupe.

LES EXCÈS PERSISTENT, MAIS ILS NE SONT PAS LE SIGNE D'UN CREUX

On observe de nombreux exemples d'excès. Par exemple, les investisseurs au détail qui cherchent à tirer parti de l'effet de levier sur des actions individuelles par le biais des FNB constituent une tendance en pleine explosion.

VOLUME DES FNB À EFFET DE LEVIER SUR DES ACTIONS INDIVIDUELLES (EN MILLIONS DE DOLLARS), DONNÉES PROVENANT DE STRATEGAS, AU 21 NOVEMBRE 2024



Source : <https://simplevisor.substack.com/p/leverage-and-speculation-signs-of>* Au 21 novembre 2024.

En conclusion, nous pensons que nous venons d'entrer dans un marché baissier indispensable pour corriger les nombreux excès des dernières décennies. Cela pourrait potentiellement entraîner l'une des récessions les plus longues et les plus profondes de notre carrière. Nous pensons également que la volatilité sera beaucoup plus élevée (à la hausse comme à la baisse), en raison des montants records d'argent investis dans des stratégies passives. À notre avis, la stratégie consistant à « acheter et conserver » les titres les plus importants et les plus chers ne fonctionnera plus pendant de nombreuses années. En fait, si l'on regarde l'histoire, les actions qui ont le plus profité des reprises sont celles qui sont le plus touchées (lorsque la bulle éclate). À titre d'exemple, le Nasdaq a chuté de 78 % entre son sommet de 2000 et son creux en 2002; le FNB U.S. Bank Index a chuté de 80 % entre son sommet précédant la grande crise financière de 2008 et son point le plus bas.

Aujourd'hui, les secteurs les plus à risque (actions spéculatives) sont les suivants :

1. la plupart des entreprises du secteur des logiciels, dont les actions se négocient à des multiples très élevés par rapport à leurs ventes, en excluant une part importante de leurs coûts les plus importants, à savoir leurs équipes de développement et de vente, grâce à des ajustements liés à la rémunération en actions;
2. une bonne partie des dépenses d'infrastructure dans le domaine de l'IA, qui, selon nous, finiront par devenir très cycliques;
3. les très grandes entreprises qui composent les principaux indices boursiers;
4. les valeurs mêmes;
5. la majorité de l'univers des cryptomonnaies.

Nous estimons que chacun de ces thèmes présente un potentiel de baisse, selon l'évolution de l'économie et des marchés. Ce à quoi les gens ne sont pas préparés, selon nous, c'est à une baisse prolongée. La plupart des acteurs du secteur financier n'ont pas connu aujourd'hui de baisse durable des marchés, comme ce fut le cas à plusieurs reprises au cours des cent dernières années. La mentalité « acheter au plus bas » est bien ancrée. Le concept selon lequel les investisseurs au détail vendent au plus bas lorsqu'ils ne peuvent plus supporter la douleur est loin de se concrétiser. Préparez-vous.

Jean-François Tardif

Président et gestionnaire de portefeuille
Timelo Investment Management Inc.

Pour plus d'information, veuillez visiter ci.com.



AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ IMPORTANTS

Le prospectus simplifié préalable de base et le supplément de prospectus contenant des renseignements détaillés importants sur les titres offerts ont été déposés auprès des commissions des valeurs mobilières ou d'autorités similaires dans chacune des provinces et chacun des territoires du Canada. Des copies de la convention de distribution d'actions, du prospectus simplifié préalable de base et du supplément du prospectus peuvent être obtenues auprès de l'Agent. Les investisseurs doivent lire le prospectus simplifié préalable de base et le supplément du prospectus avant de prendre une décision d'investissement.

Ce communiqué est fourni à titre d'information seulement. Habituellement, vous payez des frais de courtage à votre courtier si vous achetez ou vendez des parts du Fonds à la Bourse de Toronto. Si les parts sont achetées ou vendues à la Bourse de Toronto, les investisseurs pourraient payer plus que la valeur liquidative courante lorsqu'ils achètent les parts du Fonds et recevoir moins que la valeur liquidative courante lorsqu'ils les vendent. Il y a des frais et des dépenses récurrents associés à la détention de parts du Fonds. Un fonds d'investissement exige la préparation de documents d'information contenant des renseignements clés sur le Fonds. Vous pouvez trouver des renseignements plus détaillés sur le Fonds dans ces documents. Les fonds d'investissement ne sont pas garantis, leur valeur fluctue fréquemment, et les rendements passés pourraient ne pas se répéter. Le Fonds est géré par Gestion mondiale d'actifs CI.

Ce document est fourni à titre de source générale d'information et ne doit pas être considéré comme un conseil personnel, juridique, comptable, fiscal ou d'investissement, ni être interprété comme une approbation ou recommandation d'une entité ou d'un titre discuté. Tous les efforts ont été déployés pour s'assurer que l'information contenue dans ce document était exacte au moment de sa publication. Les conditions du marché pourraient varier et donc influencer sur les renseignements contenus dans le présent document. Tous les graphiques et illustrations figurant dans le présent document sont fournis à titre indicatif seulement. Ils ne visent en aucun cas à prévoir ou extrapoler des résultats de placement. Nous recommandons aux particuliers de demander l'avis de professionnels, le cas échéant, au sujet d'un investissement précis. Les investisseurs devraient consulter leurs conseillers professionnels avant d'apporter tout changement à leurs stratégies d'investissement.

L'auteur et/ou un membre de sa famille proche peuvent détenir des titres spécifiques dont il est question dans ce document. Toute opinion ou information fournie n'engage que l'auteur et ne doit pas être interprétée comme des conseils d'investissement ou comme une approbation ou une recommandation à l'égard d'entités ou de titres commentés ou fournis par Gestion mondiale d'actifs CI.

Certains énoncés contenus dans le présent document sont fondés entièrement ou en partie sur de l'information fournie par des tiers; Gestion mondiale d'actifs CI a pris des mesures raisonnables afin de s'assurer qu'ils sont exacts. Les conditions du marché pourraient varier et donc influencer sur les renseignements contenus dans le présent document.

Certains énoncés contenus dans le présent document sont de nature prospective. Les énoncés prospectifs sont des déclarations de nature prévisionnelle dépendant de conditions ou d'événements futurs ou s'y rapportant, ainsi que tout énoncé incluant des verbes comme « s'attendre », « prévoir », « anticiper », « viser », « entendre », « croire », « estimer », « évaluer », « être possible », « être d'avis » ou tout autre mot ou expression similaire. Les énoncés prospectifs qui ne constituent pas des faits historiques sont assujettis à un certain nombre de risques et d'incertitudes. Les résultats ou événements qui surviendront pourraient donc être substantiellement différents des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne comportent aucune garantie de rendement futur. Ils sont, par définition, fondés sur de nombreuses hypothèses. Bien que les énoncés prospectifs contenus dans les présentes soient fondés sur des hypothèses que Gestion mondiale d'actifs CI et le gestionnaire de portefeuille considèrent comme raisonnables, ni Gestion mondiale d'actifs CI ni le gestionnaire de portefeuille ne peuvent garantir que les résultats obtenus seront conformes à ces énoncés prospectifs. Le lecteur est invité à examiner attentivement les énoncés prospectifs et à ne pas leur accorder une confiance excessive. La société ne s'engage aucunement à mettre à jour ou à réviser lesdits énoncés prospectifs à la lumière de nouvelles données, d'événements futurs ou de tout autre facteur qui pourrait influencer sur ces renseignements et décline toute responsabilité à cet égard, sauf si la loi l'exige.

Certains noms, mots, titres, phrases, logos, icônes, graphiques ou dessins dans ce document peuvent constituer des noms commerciaux, des marques déposées ou non déposées ou des marques de service de CI Investments Inc., de ses filiales ou de ses sociétés affiliées, utilisés avec autorisation. Toutes les autres marques et tous les autres logos appartiennent à leurs propriétaires respectifs.

Le Fonds est conseillé par Timelo Investment Management Inc. Gestion mondiale d'actifs CI est un nom commercial enregistré de CI Investments Inc. © CI Investments Inc. 2025. Tous droits réservés.

Publié le 26 mai 2025.

25-05-1357500_F (05/25)