

Gare au marché baissier – Probabilité, scepticisme et persistance du marché haussier

Du bureau de l'équipe Actions cotées

Par Damian Fernandes, CFA, directeur général et gestionnaire de portefeuille

Risque géopolitique et prix du marché : gérer l'incertitude knightienne

Les périodes de conflits géopolitiques introduisent l'incertitude knightienne dans les marchés. Dans ces contextes, les résultats sont imprévisibles, difficiles à quantifier et les distributions de probabilités sont non linéaires. Plutôt que de tenter de prévoir les échéances ou les résultats politiques, nous continuons de mettre l'accent sur la façon dont les risques sont transmis aux marchés afin d'évaluer s'ils modifient de façon significative les paramètres fondamentaux économiques, les attentes de bénéfices ou les conditions financières. D'un point de vue analytique, il est difficile d'avoir l'heure juste sur les facteurs initiaux ou sur l'état final éventuel du conflit au Moyen-Orient. Par conséquent, les projections qui reposent sur des échéances précises ou des résultats définitifs doivent être traitées avec prudence. La situation demeure très fluide, caractérisée par l'évolution de la dynamique géopolitique, les trajectoires de risque non linéaires et un large éventail de résultats potentiels.

Les principaux facteurs de risque comprennent les perturbations des infrastructures essentielles et des routes commerciales, comme le détroit d'Ormuz, qui pourraient avoir des répercussions importantes sur les marchés mondiaux de l'énergie. Les événements qui élargissent la portée du conflit, y compris la participation accrue d'acteurs étatiques externes, augmenteraient probablement la gravité et la durée des répercussions sur le marché. À l'inverse, des progrès vers un cadre politique ou de sécurité moins antagoniste pourraient réduire la prime de risque actuellement prise en compte dans les marchés des produits de base. Notre approche demeure axée sur le repérage des signaux qui indiquent si les risques sont maîtrisés ou métastasés, et positionne les portefeuilles en conséquence.

Énergie et transport

La **figure 1** illustre les tarifs d'expédition des très grands transporteurs de pétrole brut (TGTPB) du golfe Persique au Japon. Les tarifs ont grimpé en flèche, en raison des perturbations logistiques causées par la réduction du transit par le détroit d'Ormuz. Nous surveillons si les tarifs se stabiliseront ou reculeront.

Figure 1 : Tarifs d'expédition des TGTPB du golfe Persique au Japon



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 3 mars 2026.

Pour mettre les choses en contexte, le prix de référence du gaz naturel en Europe indique que, bien que les prix du gaz naturel aient augmenté, ceux-ci demeurent nettement inférieurs au niveau de stress observé pendant le conflit entre la Russie et l'Ukraine. Cette distinction est importante, car les pressions sur les prix de l'énergie semblent importantes, mais gérables.

Dans nos portefeuilles de placement, nous surveillons nos pondérations dans les pays où les conditions commerciales sont négatives en raison de la hausse des prix de l'énergie. S'ils se maintiennent, les taux de croissance économique dans ces régions devront être revus à la baisse, comme ce qui s'est produit en Europe après le conflit entre la Russie et l'Ukraine.

De nombreuses économies asiatiques et européennes sont des importateurs nets d'énergie et sont plus sensibles aux hausses de prix soutenues. À l'inverse, l'économie américaine est un exportateur net d'énergie, et les coûts de l'énergie représentent une plus petite part du panier de consommation que dans les autres économies mondiales. Si la hausse des prix persiste, l'économie américaine devrait s'en tirer beaucoup mieux sur le plan relatif. Une réaffectation des actifs aux États-Unis, en dehors de l'Europe, de l'Australie et de l'Extrême-Orient (EAEO), pourrait s'avérer prudente. Nous n'en sommes pas encore là, mais nous restons à l'affût.

À titre d'exemple, le Japon est le plus important importateur de gaz naturel liquéfié (GNL) au monde (de 70 à 75 tonnes de GNL), et les importations en provenance du Qatar représentent environ 15 % de ce total. À mesure que les stocks seront épuisés, le Japon sera obligé de procéder à des achats au comptant qui coûtent plus cher. Cela accroît les pressions budgétaires, réduit la consommation à mesure que les dépenses en énergie augmentent et peut aggraver l'inflation globale en raison des coûts intermédiaires ainsi que réduire la souplesse monétaire (en exigeant une hausse des taux pour contenir la hausse de l'inflation).

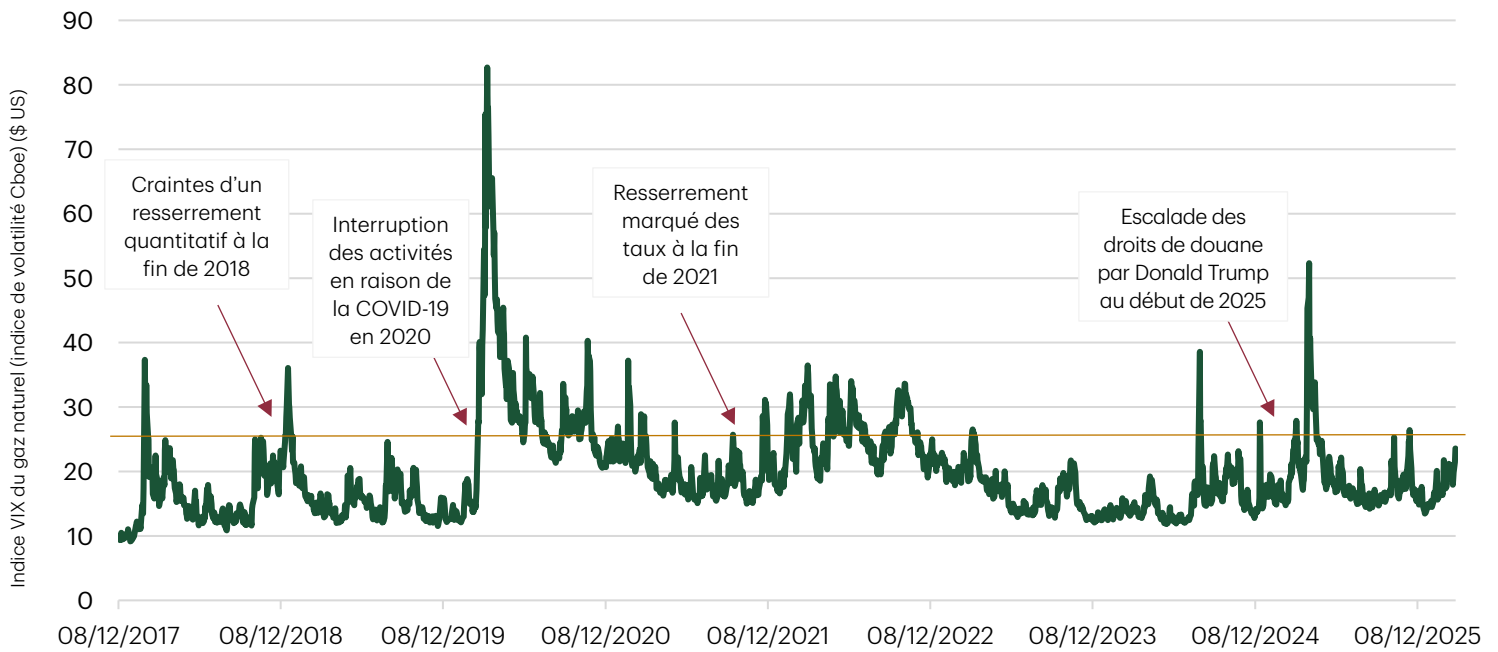
Indicateurs de stress financier : la volatilité et le dollar

Au-delà des produits de base, nous surveillons les indicateurs financiers, notamment l'indice de volatilité (VIX) et l'indice du dollar américain (DXY), par rapport aux mesures des tensions financières qui ont historiquement indiqué un resserrement des conditions. Le canal de transmission vers une croissance économique plus faible est l'effet de richesse et la prudence des chefs de la direction (c.-à-d. la réduction de la consommation des ménages et le report des investissements des sociétés en raison de l'incertitude).

La **figure 2** montre l'indice de volatilité CBOE (VIX) au cours des récents cycles commençant en 2018. La limite historiquement associée aux tumultes du marché est un indice VIX supérieur à 25. À l'exception du dénouement des opérations de portage au Japon en 2024, une situation résolue en quelques semaines, tous les autres cas où l'indice VIX a dépassé 25 ont par la suite entraîné une baisse de l'appétit pour le risque et une volatilité accrue des marchés.

Nous nous attendons à ce que l'indice VIX dépasse 25 et à ce que l'indice DXY dépasse 100. Dans un cas comme dans l'autre, une approche cyclique plus prudente serait justifiée dans les portefeuilles.

Figure 2 : Indice de volatilité lors des derniers cycles, aux niveaux d'avant la COVID-19



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 3 mars 2026.

Dépenses en immobilisations liées aux centres de données : redistribution, et non destruction

Nous tentons d'éviter les exagérations dans les communications, mais comment décrire autrement les énormes dépenses consacrées à la construction de centres de données? Les résultats des fournisseurs de services à très grande échelle au quatrième trimestre de 2025 sont maintenant disponibles, et la plus grande surprise, qui a entraîné les corrections correspondantes des cours des actions, a été l'ampleur de l'augmentation des dépenses en immobilisations.

Pour revenir sur ce qui devrait être évident, plus de liquidités sont affectées à la construction de centres de données, ce qui signifie que moins de liquidités sont disponibles pour les rachats d'actions, l'augmentation des dividendes ou la réduction des dettes, tout cela dans l'espoir que ces placements finiront par générer une valeur future plus élevée que d'autres placements. Ce trimestre, de nombreux investisseurs ont claqué la porte.

Nous pourrions discuter longuement de la théorie des jeux monopolistiques lorsqu'un nouveau concurrent entre en jeu (et l'IA est un nouveau concurrent par rapport aux modèles d'affaires à très grande échelle existants) ou effectuer des analyses de scénarios pour soutenir le cycle de placement actuel (pour déterminer de combien il faut accroître le revenu, quelles marges bénéficiaires sont nécessaires et quel horizon de placement doit être envisagé). Toutefois, nous avons toujours privilégié la modération, tant en principe que dans nos actions.

L'augmentation des investissements de ces sociétés réduit nos estimations précédentes des flux de trésorerie disponibles, et les pondérations du portefeuille doivent être ajustées en conséquence. À l'inverse, ces dépenses en immobilisations représentent les revenus de quelqu'un d'autre et, compte tenu de la vitesse à laquelle elles sont déployées, les goulots d'étranglement sont inévitables. Ces goulots d'étranglement devraient se traduire par un pouvoir d'établissement des prix plus élevés pour les quelques privilégiés, ce qui signifie que les estimations des flux de trésorerie disponibles (FTD) pour ceux qui soutiennent ces dépenses sont probablement trop faibles. Ce sont ces sociétés que nous voulons cibler, à propos desquelles nous voulons faire des recherches et dans lesquelles nous voulons investir.

Pour illustrer cette dynamique, la **figure 3** ci-dessous présente l'augmentation globale des dépenses en immobilisations de six fournisseurs de services à très grande échelle. (Soulignons les fortes hausses en pourcentage sur 12 mois et les taux de FTD modestes qui en découlent pour 2026 et 2027. Dans le cas d'Amazon.com, Inc. et de Tesla, Inc., les FTD devraient être négatifs en 2026.

Figure 3 : Incidence des dépenses en immobilisations sur les taux de FTD dans les principaux fournisseurs de services à très grande échelle

| Meneurs dans le secteur de la technologie | Dépenses en immobilisations | | | Capitalisation boursière | Flux de trésorerie disponibles | | | |
|-------------------------------------------|-----------------------------|---------|------------------|--------------------------|--------------------------------|---------|--------------|--------------|
| | 2025 | 2026 | Augmentation (%) | | 2026 | 2027 | Taux en 2026 | Taux en 2027 |
| Meta Platforms, Inc. | 69 691 | 123 211 | 77 % | 1 631 726 | 7 635 | 19 020 | 0,5 % | 1,2 % |
| Microsoft Corporation | 64 551 | 107 442 | 66 % | 3 036 785 | 70 323 | 80 890 | 2,3 % | 2,7 % |
| Google LLC | 91 447 | 180 606 | 97 % | 3 609 908 | 23 400 | 37 987 | 0,6 % | 1,1 % |
| Amazon.com, Inc. | 131 819 | 197 272 | 50 % | 2 288 792 | -6 250 | 26 122 | -0,3 % | 1,1 % |
| Tesla, Inc. | 8 527 | 19 688 | 131 % | 1 488 702 | -4 834 | 1 071 | -0,3 % | 0,1 % |
| Nvidia Corporation ¹ | 6 042 | 7 165 | 19 % | 4 321 026 | 182 449 | 241 298 | 4,2 % | 5,6 % |
| Apple Inc. | 12 715 | 13 310 | 5 % | 3 779 806 | 134 707 | 143 781 | 3,6 % | 3,8 % |
| Broadcom Inc. | 623 | 978 | 57 % | 1 565 022 | 49 291 | 79 369 | 3,1 % | 5,1 % |

¹NVDA publie ses résultats à la fin de l'année en janvier, de sorte que les estimations pour l'exercice 2026 et l'exercice 2027 sont utilisées.
Source : Bloomberg Finance L.P. Au 3 mars 2026.

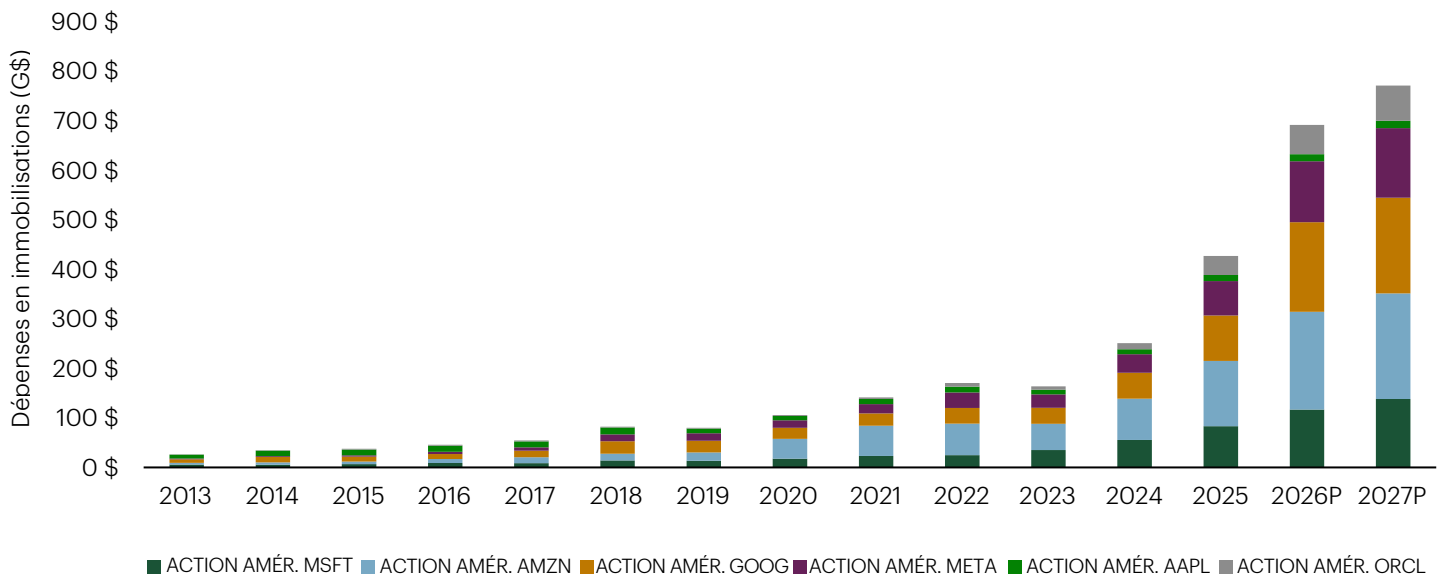
Les goulots d'étranglement créent des occasions

Des contraintes en matière de mémoire à large bande passante, de production d'électricité, de construction et d'infrastructures physiques émergent déjà. Les prix de la mémoire à large bande passante ont déjà considérablement augmenté (de 80 % à 90 %), car la demande liée aux charges de travail d'inférence de l'IA nécessite une bande passante et une capacité de mémoire beaucoup plus importantes que celles des serveurs classiques. Ces contraintes représentent un placement en infrastructures en début de cycle et représentent des occasions de placement à long terme viables offrant un potentiel de croissance plus rapide des flux de trésorerie disponibles.

Si une image vaut 1 000 mots, c'est le cas de celle ci-dessous. Les dépenses en immobilisations des centres de données en 2026 devraient dépasser 700 milliards de dollars, comme le montre la **figure 4** ci-dessous. En supposant que 70 % des dépenses sont effectuées aux États-Unis, cela équivaut à environ 500 milliards de dollars. Si les estimations du produit intérieur brut (PIB) des États-Unis s'élèvent à 32 000 milliards de dollars en 2026 (en supposant une croissance nominale de 5 % par rapport à 2025), les dépenses des centres de données représenteraient à elles seules près de 1,5 % du PIB, avant de tenir compte des externalités positives, comme les retombées de la productivité et les effets multiplicateurs.

Les dépenses en immobilisations des centres de données demeurent un thème de croissance à long terme et nous continuons de mettre l'accent sur les principaux investisseurs et les bénéficiaires secondaires.

Figure 4 : Dépenses en immobilisations des centres de données



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 3 mars 2026

Autres aspects à prendre en considération : le crédit et l'ampleur

Le risque géopolitique a évidemment attiré l'attention des investisseurs sur la gestion des risques, et les dépenses liées aux centres de données demeurent une source d'alpha à moyen terme. Il y a deux événements qui risquent d'être négligés, mais qui demeurent fermement sur notre radar : le dénouement des titres de créance privés et l'élargissement des gains en actions.

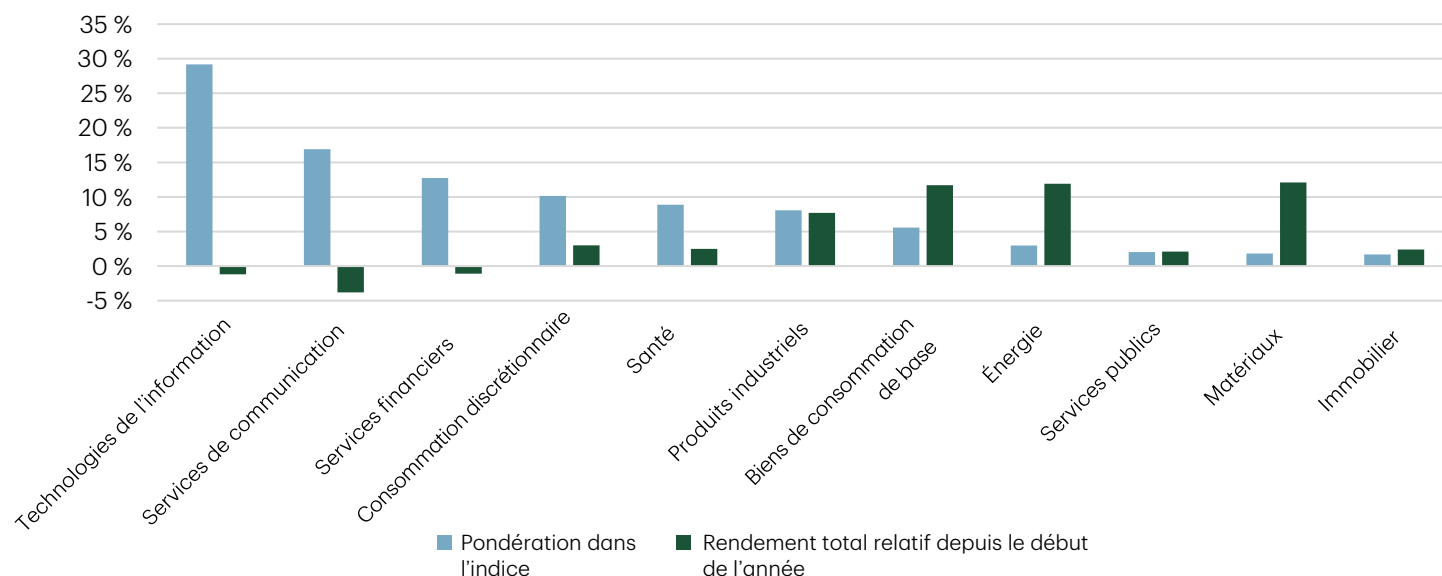
En ce qui concerne le crédit privé, la nouvelle que Blackstone Inc. a été forcée de déployer son propre capital et d'y ajouter des cotisations de ses employés pour traiter les rachats records de son fonds de crédit phare (3,8 milliards de dollars en demandes de rachat, soit environ 8 % des actifs gérés) illustre bien ce qui se passe lorsque des actifs non liquides se heurtent à des investisseurs agités et nerveux. Nos mandats n'offrent aucune exposition aux gestionnaires alternatifs, mais l'expérience nous a appris à respecter les effets de contagion virulents de la vente forcée : réduction des opérations en raison de l'effet de levier, baisse des notes entraînant des appels de capitaux, réduction de la disponibilité du crédit, ce qui peut se solder par des défauts de paiement.

En ce qui concerne l'ampleur, les rendements depuis le début de l'année sur le marché américain ont été contrastés. Voir la **figure 5** ci-dessous.

Les plus grands secteurs du marché, soit les technologies de l'information (Microsoft Corporation., Nvidia Corporation., Apple Inc.), dont la pondération est de 29 %; les services de communication (Google LLC., Meta Platforms, Inc., Netflix Inc.), dont la pondération est de 17 %; et les services financiers, dont la pondération est de 13 % (JPMorgan Chase & Co. et Goldman Sachs Group, Inc.) sont tous négatifs pour l'année, mais le marché est stable ou légèrement positif. Comme 60 % de la capitalisation boursière est en territoire négatif, les huit autres secteurs ont grandement contribué à soutenir le marché. Les actions à petite capitalisation et les indices équipondérés ont inscrit des rendements supérieurs, ce qui laisse entrevoir une meilleure occasion d'effectuer une sélection active des titres.

L'élargissement des rendements tient également compte de l'indice des titres à petite capitalisation, qui a progressé de 6,4 % depuis le début de l'année, ou de l'indice équipondéré S&P (chaque titre étant pondéré à 0,2 %), qui a progressé de 6,0 %, comparativement à l'indice S&P 500, qui est stable, ou au Nasdaq, qui a reculé de 2 %. Un plus grand nombre d'actions surpassent les attentes, ce qui favorise la sélection des titres, et nous restons optimistes quant aux occasions d'accroître l'alpha. Fini l'ampleur médiocre!

Figure 5 : Pondérations sectorielles de l'indice S&P 500 et rendements relatifs depuis le début de l'année



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 5 février 2026.

**Pour en savoir plus,
veuillez communiquer avec votre représentant de GPTD.**



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Les stratégies de placement et les titres en portefeuille peuvent varier.

Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et qui peuvent comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives.

Les rendements des indices ne sont fournis qu'à des fins de comparaison. Les indices ne sont pas gérés et leurs rendements tiennent compte du réinvestissement des dividendes, le cas échéant, mais non de la déduction des frais de vente ou d'acquisition, qui aurait pour effet de diminuer les rendements. On ne peut investir directement dans un indice.

Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion.

^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales. (0326)