À suivre de près

La saison change, la perspective aussi

Du bureau de l'équipe Actions cotées

Damian Fernandes, CFA, directeur général et gestionnaire de portefeuille

En bref :

- L'intelligence artificielle (IA) demeure transformationnelle, mais le marché évolue. La résistance politique et les réactions timides aux bénéfices solides donnent à penser que la valeur pourrait changer de camp.
- Les variables macroéconomiques sont en phase avec l'amorce de la fin de cycle. Historiquement, cela s'est traduit par des rendements boursiers positifs, mais modérés à moyen terme (sur 12 à 18 mois)[1].
- La morosité accrue empêche de devenir carrément défensif, même si le resserrement de la politique et les rendements antérieurs vigoureux favorisent une moindre concentration du risque.
- Nos portefeuilles conservent une orientation cyclique, mais se rééquilibrent. Nous avons notamment réduit la pondération de certains bénéficiaires des dépenses d'investissement en IA, recommencé à investir dans les fournisseurs de services à très grande échelle et misé sur la diversification des sociétés génératrices de flux de trésorerie de qualité, même si nous privilégions les titres cycliques.

La saison change, les signaux aussi.

À mes yeux, l'automne a toujours été la saison la plus contrastée : température fraîche, feuilles colorées et reprise des activités, tant dans la vie que sur les marchés, après la pause estivale. La nostalgie des jours plus chauds se fait sentir et annonce les rigueurs de l'hiver. L'analogie sied bien aux marchés.

Les bénéfices ont été généreux au deuxième trimestre de 2026 (croissance d'environ 30 %), pourtant, certaines des sociétés en plein essor ont essuyé une certaine indifférence, ce qui nous force à constater que, tout comme les couleurs, le leadership du marché et les perspectives boursières changent[1].

Prenons l'exemple de l'IA. L'IA demeure transformationnelle. Par exemple, Muse, l'application d'IA grand public de Meta, est rapidement devenue l'une des applications les plus téléchargées sur l'App Store[1]. Cependant, nombre d'actions de la chaîne de valeur associée à la multiplication des centres de données d'IA demeurent inférieures à leurs sommets, malgré une croissance notable des bénéfices et leurs révisions positives[1].

De même, la structure du marché change. Malgré une croissance du produit intérieur brut (PIB) supérieure à la moyenne, le modèle de prévision de la Réserve fédérale d'Atlanta tablant sur une croissance d'environ 5 % au troisième trimestre de 2026, les secteurs les plus performants depuis le début du trimestre sont l'énergie, en conséquence des tensions géopolitiques, et les soins de santé, tandis que les obligations du Trésor américain à dix ans frôlent des niveaux atteints pour la dernière fois en mai 2007[1].

L'IA demeure transformationnelle, mais le marché évolue

Selon le point de vue dominant, la chaîne de valeur de l'IA forme un bloc monolithique, une opinion qui nous paraît simpliste. Parmi les événements politiques récents, dont on ne parle pas assez, croyons-nous, il y a les décisions bipartisanes pour freiner la multiplication des centres de données. Retenez ici que des États républicains et démocrates névralgiques : Texas, Pennsylvanie, Virginie et Californie, prennent la même direction[1].

Cela donne à penser 1) que la fiabilité du réseau, les permis et la capacité locale s'ajoutent aux contraintes politiques et 2) que nous ne sommes plus limités par les contraintes de l'offre.

Les répercussions pour l'investissement tiennent uniquement à l'offre. Si les contraintes politiques et liées aux permis freinent la construction, tandis que les fournisseurs ajoutent de la capacité, le pouvoir d'établissement des prix de la mémoire, des composants optiques, du matériel électrique et des infrastructures connexes qui a entraîné ce regain d'intérêt pour les bénéficiaires de l'IA risque de s'éroder.

Bref, la multiplication des centres de données à long terme devrait se poursuivre, mais le cycle de révision des bénéfices à court terme devient moins exceptionnel. Le marché donne peut-être déjà cette impression, les fournisseurs de services à très grande échelle étant récompensés après le décrochage de juillet[1].

Poussons la logique un peu plus loin. Si les contraintes politiques freinent la construction de centres de données, les fournisseurs de services à très grande échelle pourraient en profiter exagérément, car ils ont déjà des centres de données en chantier et subiront moins de pressions à court terme sur les flux de trésorerie disponibles. Ce ralentissement signifie également qu'une fois les approbations obtenues, le coût pourrait diminuer à mesure que s'atténuent les goulots d'étranglement de l'offre.

Autrement dit, la réduction des dépenses en infrastructures n'affecte pas nécessairement la valeur de l'IA. C'est plutôt son origine qui change.

Le début de fin d'un cycle en annonce quand même la fin.

Le deuxième changement va au-delà de la technologie. Les données indiquent de plus en plus que le cycle tire à sa fin. Nous ne cherchons pas à colorer la nomenclature, mais simplement à souligner qu'en fin de cycle, même si la croissance des bénéfices demeure positive, le rythme d'évolution est plus lent.

En termes simples, le rendement attendu de la prise de risques supplémentaires est plus faible qu'au début du cycle. Concrètement, si les bénéfices du deuxième trimestre de 2026 ont augmenté de 51 % sur 12 mois sans rajustement (environ 30 % à la base), il est peu probable qu'ils dépassent ces niveaux[1].

L'indice de l'Institute of Supply Management (ISM) du secteur manufacturier aide à déterminer où nous en sommes dans cette progression et à quoi pourraient ressembler les rendements boursiers. Historiquement, les notes entre 55 et 60 ont donné des rendements entre 5 % et 9 % sur l'indice S&P 500 dans les 12 mois suivants. Au-delà de 60, les rendements subséquents ont été inférieurs à la moyenne[1].

Régime de l'indice ISM du secteur manufacturier

	55-60	Plus de 60
Rendement moyen	7,2 %	1,9 %
Rendement médian	7,8 %	2,6 %
25e centile	-1,9 %	-6,0 %
75e centile	15,2 %	10,8 %
Rendement minimal	-26,7 %	-41,4 %
Rendement maximal	40,8 %	32,5 %
Écart-type	12,9 %	13,7 %
Observations	246	129

Source : Bloomberg Finance L.P. Au 31 août 2026. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. L'indice S&P 500 est mentionné à titre informatif seulement et n'est pas nécessairement lié à une stratégie de placement.

L'indice ISM d'août s'établissait à 54,6, juste en dessous du seuil de 55, et demeure inférieur à 60, niveau associé à la fin du cycle. Pour nous, il ne s'agit pas d'une boule de cristal. Nous en concluons plutôt qu'il est raisonnable de s'attendre à des rendements boursiers positifs au cours des 12 prochains mois, mais que l'amplitude devrait être plus faible. La croissance demeure favorable, mais l'économie se rapproche d'une fourchette qui incite à plus de prudence.

L'orientation de la politique monétaire renforce également ce signal. Les taux directeurs implicites des banques centrales des marchés augmentent dans toutes les grandes économies développées pour la

première fois en quatre ans. Les points de départ diffèrent, mais l'orientation converge : un cycle mondial de hausses de taux est en marche[1].

Historiquement, le resserrement des conditions monétaires laisse présager la volatilité des marchés. Comme le veut l'axiome, « la Fed resserre sa politique jusqu'à ce que quelque chose casse ». Nous sommes au début de la hausse des taux, dans un contexte de croissance économique soutenue, de bénéfices exceptionnels et de technologie d'IA transformationnelle. Mais, globalement, on a donné un tour de vis.

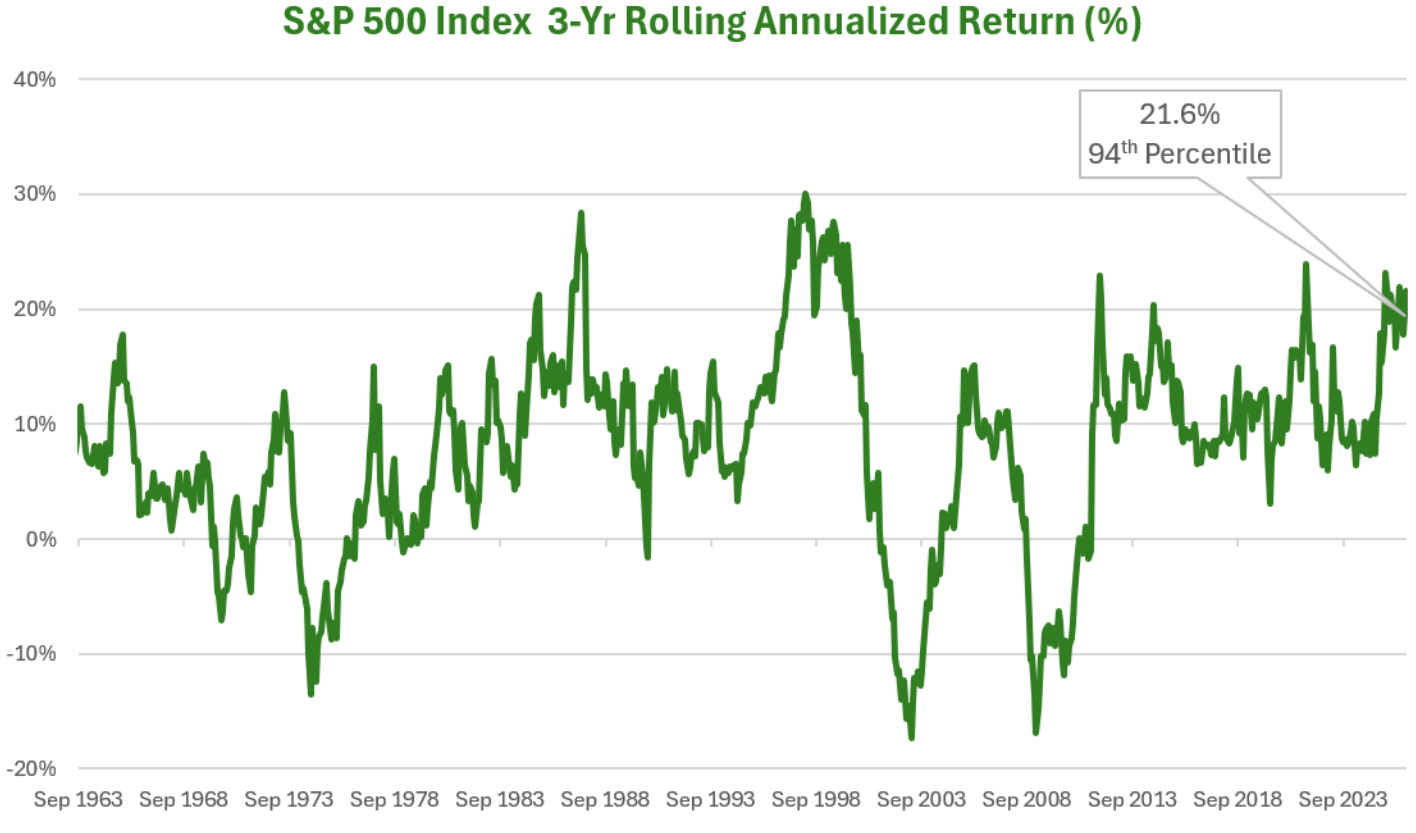
Les leaders du marché partagent également certains comportements de fin de cycle. La hausse des taux, l'inflation persistante et l'intérêt pour les produits de base corroborent les signaux multiactifs. Sur les marchés boursiers, les chefs de file sont l'énergie et les matériaux, les secteurs fortement cycliques et les secteurs défensifs, comme les soins de santé, tandis que le secteur des logiciels trouve aussi preneur.

Aucune rotation sectorielle ne prouve un changement de régime, mais la tendance est tout de même compatible avec un marché qui sait mieux rentabiliser le risque. Les rendements historiques élargissent le contexte : le rendement annualisé sur trois ans de l'indice S&P 500 est maintenant de 21,6 %, au 94e centile de cet ensemble de données, qui remonte aux années 1960[1].

Oui, les rendements peuvent encore augmenter, mais il faudrait combiner croissance soutenue des bénéfices, baisse de l'inflation et recul des risques géopolitiques avec un retour à la neutralité de la banque centrale. Cette heureuse constellation peut se produire, mais repose sur l'optimisme des marchés.

Encore une fois, nous ne défendons pas un marché baissier. Nous tâchons simplement d'adopter des attentes plus réalistes pour la suite des choses.

Les rendements historiques sur trois ans sont élevés



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 26 septembre 2026. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. L'indice S&P 500 est mentionné à titre informatif seulement et n'est pas nécessairement lié à une stratégie de placement.

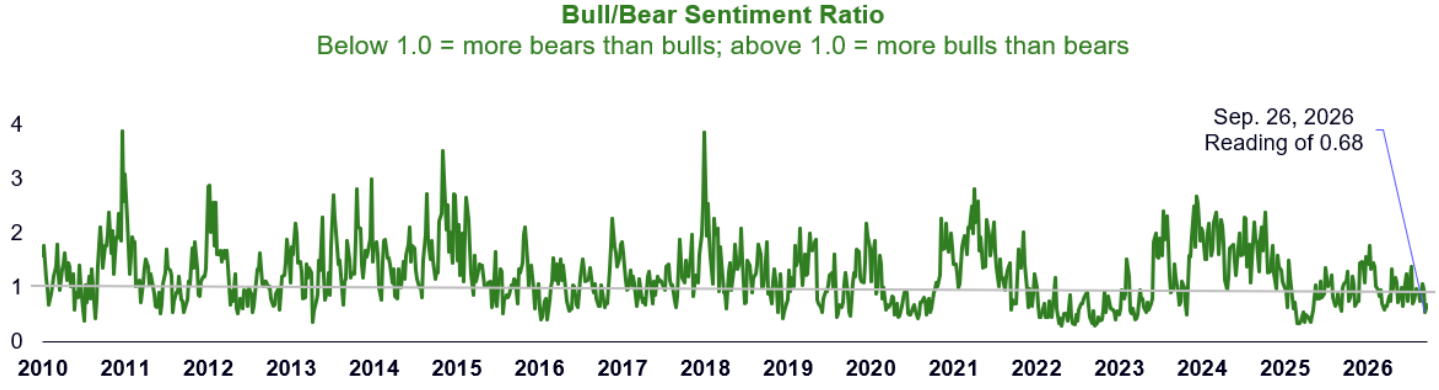
Les investisseurs prudents peuvent apporter un soutien

La fin du cycle n'annonce pas une dernière chance. Le graphique ci-dessous montre que le pessimisme, à 0,68, l'emporte maintenant sur l'optimisme. Qu'est-ce que cela signifie en réalité? On peut en conclure qu'il y a 1,5 pessimiste pour chaque optimiste sur le marché et qu'une grande prudence est déjà intégrée[1].

Par le passé, de tels extrêmes ont souvent créé des rendements prévisionnels favorables à court terme, raison pour laquelle nous évitons de courir aux abris[1].

Nos fonds équilibrés continuent de surpondérer les actions. Nos fonds d'actions demeurent modérément surpondérés dans les secteurs cycliques et pratiquent une exposition défensive équilibrée. Il faut miser plus sur l'énergie, reculer sur l'IA, modérer les services financiers et accroître les soins de santé.

Le pessimisme l'emporte sur l'optimiste



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 26 septembre 2026.

Notre position

Notre prêchons la discipline et la patience, pas un retrait complet. Nous rappelons toujours notre processus de placement dans des sociétés de grande qualité qui affichent une croissance exploitable de leurs flux de trésorerie disponibles.

Nous continuons de penser que l'IA va transformer les modèles d'affaires et d'investir dans certains bénéficiaires des dépenses en immobilisations liées à l'IA en raison de la forte croissance de leurs flux de trésorerie disponibles. Toutefois, il ne s'agit plus d'un marché à sens unique qui avantage exclusivement ces bénéficiaires.

La différenciation axée sur la recherche demeure essentielle en ce qui concerne la durabilité du pouvoir d'établissement des prix, les menaces concurrentielles et la croissance du marché potentiel total. Nous avons réduit légèrement nos pondérations dans certains de ces titres ou redéployé nos placements dans l'IA à faible bêta.

Compte tenu de la dynamique de fin de cycle, nous avons l'impression de ne pas être rémunérés pour la prise de risques importants. Aussi, nous nous en tenons à la prudence pour les portefeuilles. Nous nous sommes donc tournés vers des sociétés qui ont prospéré au cours de ces périodes, tout particulièrement les fournisseurs de services à très grande échelle[1].

En fin de compte, il s'agit pour nous de diversifier les sources de croissance des flux de trésorerie des portefeuilles en comptant moins sur un seul thème. Aujourd'hui, nos portefeuilles misent sur des services financiers sensibles aux taux d'intérêt, des modèles d'affaires de grande qualité dans les logiciels, une exposition saine, mais moindre à l'IA, une préférence croissante pour les fournisseurs de services à très grande échelle et une exposition mesurée au secteur de l'énergie, qui offre des options en période d'incertitude. Nous continuons de sous-pondérer les secteurs défensifs, comme les biens de consommation de base, la croissance économique ne s'étant pas assez détériorée pour justifier une stratégie plus défensive.

Mais surtout, nous demeurons à l'affût des signes de ralentissement de la croissance. Dans cette éventualité, nous serions plus convaincus que la fin de cycle approche et justifie une approche plus défensive. Mais nous n'en sommes pas encore là.

En termes simples, les rendements positifs sont le scénario de base, mais les attentes devraient être modérées par rapport aux deux chiffres élevés des dernières années. Dans ce contexte, la diversification des thèmes, la taille appropriée des positions et l'accent sur les sociétés génératrices de flux de trésorerie de qualité sont plus importants que de forcer le capital à saisir une occasion revenue à une évaluation plus juste.

Ce que nous surveillons

Restrictions pour les centres de données : Les décisions politiques pourraient s'étendre et modifier les ordres, les prix et les révisions de bénéfices dans toute la chaîne d'approvisionnement.

Réaction du marché : De solides résultats pourraient encore produire des réactions positives à l'égard des cours chez les anciens groupes de leaders

Conditions monétaires : Les hausses de taux prévues pourraient mener à un resserrement soutenu.

Dynamique économique : La croissance pourrait demeurer assez solide pour soutenir les titres cycliques ou ralentir assez pour justifier une position plus défensive.

Les marchés sonnent rarement l'alarme lorsqu'une occasion cesse d'être sous-évaluée. Les investisseurs ne sont simplement plus aussi bien rémunérés pour le même risque. Nous voyons toujours des raisons de conserver nos placements, mais il y en a moins de rester concentrés. La saison a changé, et nos portefeuilles devraient en tenir compte.

Continuez de faire preuve de souplesse pour saisir les occasions. Détenez un portefeuille de placements équilibré. Restez calme et laissez vos placements fructifier.

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

---

[1] Bloomberg Finance L.P. Au 26 septembre 2026.

Réservé aux professionnels des placements institutionnels au Canada. Ne pas distribuer.

Les renseignements aux présentes sont fournis 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, comptables 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.

Le présent document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci.

Toute discussion ou opinion générale contenue dans ce document concernant les titres, les actifs réels ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer.

Les placements, les produits de base, les produits dérivés et les autres instruments financiers indiqués aux présentes peuvent ou non être des placements ou des positions actuels dans une stratégie. Toute référence à un produit de base, à un produit dérivé sur produit de base, à une société, à un émetteur, à un marché, à un contrat ou à un instrument financier en particulier est fournie à titre indicatif seulement et ne constitue pas une recommandation d'achat, de vente, de détention ou d'autre opération relative à un tel placement.

Aucune stratégie de placement ni aucune technique de gestion des risques ne peut garantir les rendements ni éliminer le risque dans quelque contexte de marché que ce soit. Toutes les caractéristiques, lignes directrices, contraintes ou autres informations fournies dans le présent document sont représentatives de la stratégie de placement et sont fournies à titre informatif seulement. Toute information sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification sectorielle est historique et n'est pas garante des rendements futurs ou de la composition future du portefeuille, lesquels sont susceptibles de varier. Les placements du portefeuille sont représentatifs de la stratégie, peuvent changer en tout temps et ne constituent pas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre en particulier. Les titres mentionnés et décrits dans le présent document ne sont pas représentatifs de l'ensemble des titres achetés, vendus ou recommandés pour le portefeuille. Par conséquent, on ne peut présumer qu'un placement dans les titres ou les secteurs concernés a été ou sera avantageux.

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. Il faut éviter de s'y fier.

Tous les indices mentionnés sont des indices de référence largement acceptés pour les placements et représentent des portefeuilles de placements non gérés. On ne peut investir directement dans un indice. Les renseignements sur les indices permettent de comparer les résultats d'une stratégie de placement à ceux d'un indice boursier largement reconnu. Les résultats d'un indice ne reflètent pas les commissions et les coûts associés à la négociation. La volatilité d'un indice peut être très différente de celle d'une stratégie, et les placements du portefeuille peuvent différer grandement des titres composant l'indice.

L'indice S&P 500 est mentionné à titre informatif seulement et n'est pas nécessairement lié à une stratégie de placement.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Toutes les données sur le rendement mentionnées se rapportent à des rendements passés et ne sont pas garantes du rendement futur. Rien ne garantit que les objectifs de placement seront atteints.

Gestion de Placements TD désigne Gestion de Placements TD Inc., qui exerce ses activités au Canada, et TD Asset Management (US), Inc., qui exerce ses activités aux États-Unis. Ces deux entités sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Les produits de Gestion de Placements TD sont également offerts par l'intermédiaire d'un réseau de distributeurs affiliés et non affiliés. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec nos partenaires de distribution.

MD Le logo TD et les autres marques de commerce TD sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.