



LE RAPPORT PICTON
MISE À JOUR DE MI-ANNÉE 2025

DES CONVICTIONS FRAGILES : POURQUOI L'ÉTAT D'ESPRIT DOIT L'EMPORTER SUR LES MARCHÉS

TABLE DES MATIÈRES

01

Sommaire exécutif 03

Avant-propos de David Picton 04

02

Perspectives macroéconomiques 07

Un ours dans un magasin de porcelaine : les conséquences imprévues de Trump 2.0 09

Les facteurs qui ont contribué à la bulle des actions américaines 10

Les piliers soutenant la bulle des actions américaines vacillent 11

Les chances de récession aux États-Unis ont augmenté 12

La guerre commerciale de M. Trump suscite des risques inflationnistes aux États-Unis 15

Le marché obligataire américain ne soutient pas les marchés boursiers américains 18

Implications à long terme de l'effritement de l'exceptionnalisme américain 21

Conclusion 26

03

Perspectives en matière d'actions 27

Après le choc, un nouveau peloton de tête 28

04

Perspectives en matière de titres à revenu fixe 31

Les marchés des taux font face à un nouveau risque 32

05

Perspectives en matière de répartition des actifs 34

Naviguer entre croissance, inflation et incertitude politique à travers un prisme 40/30/30 35

06

Perspectives en matière d'arbitrage 39

Des vents favorables commencent à se manifester 40

07

Tendances en matière de construction de portefeuilles 42

Un nouvel état d'esprit : utiliser un cadre de « budgétisation » pour obtenir de meilleurs résultats en matière d'investissement 43

Réattribution du risque : un cadre pour une plus grande précision 44

Améliorer la valeur : le rôle de la budgétisation des frais dans l'optimisation du portefeuille 47

01. **SOMMAIRE EXÉCUTIF**

AVANT-PROPOS DE DAVID PICTON

Alors que nous arrivons à mi-chemin de l'année 2025, la seule chose dont nous pouvons être certains, c'est que l'incertitude continue de prédominer sur les marchés actuels.

Mais bien que les gros titres changent, notre objectif reste le même : aider les conseillers et leurs clients à faire face au changement avec clarté, discipline et conviction.

Dans cette édition de mi-année du *Rapport Picton de 2025*, nous prenons du recul pour évaluer les tendances qui ont marqué le premier semestre et, surtout, pour partager notre vision sur la manière dont les conseillers peuvent se préparer à l'avenir.

Nos équipes proposent des analyses pratiques pour toutes les catégories d'actifs et toutes les stratégies afin d'aider les conseillers à renforcer leurs portefeuilles en toute confiance pour le reste de l'année.

Au sommaire :

- **Nos perspectives macroéconomiques** examinent les premières réactions des marchés aux conséquences imprévues de « Trump 2.0 » et la manière dont le regain de protectionnisme se répercute sur les marchés boursiers mondiaux. Nous examinons l'impact immédiat des tarifs douaniers et les conséquences à plus long terme, de deuxième et troisième ordre, qui pourraient façonner les portefeuilles pour les années à venir.

“

*La fragilité des marchés donne actuellement l'impression qu'il s'agit de quelque chose d'inédit. Quels que soient les risques et les nombreux résultats potentiels, **nous pensons que l'état d'esprit doit l'emporter sur les marchés.***

*Une planification minutieuse et une préparation réfléchie **peuvent créer des occasions d'obtenir de meilleurs résultats** pour les investisseurs au moment où ils en ont le plus besoin. Cela signifie qu'il faut se concentrer davantage sur la réaffectation stratégique des actifs pour **rendre les portefeuilles plus résistants** afin qu'ils puissent protéger le capital et générer des rendements, quelle que soit la suite des événements.*

”

David Picton

Président et chef de la direction



- **Notre équipe des actions** observe que, même si les bénéficiaires des entreprises sont restés solides tout au long de 2025, le récent redressement des marchés ne laisse guère de place à l'erreur. Cela dit, elle souligne que la forte reprise récente a largement éliminé la marge d'erreur, laissant le marché vulnérable face à des valorisations tendues et des positions investisseurs en surchauffe, en particulier si jamais la dynamique amorcée une phase de ralentissement.
- **Notre équipe des titres à revenu fixe** constate un décalage persistant entre les taux de rendement et le risque. Alors que les obligations d'État à durée longue restent volatiles, les titres de crédit de moindre qualité commencent à montrer des signes de tension. Elle recommande une approche prudente, privilégiant la qualité et la durabilité des taux de rendement.
- **Notre équipe de l'arbitrage** voit des signes de reprise dans les stratégies induites par les événements. Grâce à un ton réglementaire plus favorable de la part des autorités américaines, les projets de fusions-acquisitions commencent à se reconstituer. Elle s'attend à une reprise de l'activité au second semestre, en particulier sur le marché des obligations convertibles, les émetteurs étant confrontés à des refinancements imminents dans le cadre du cycle de capital 2020-2021.
- **Notre équipe chargée de l'élaboration de portefeuille** souligne l'importance d'une budgétisation réfléchie des risques et des frais. Ses recherches appuient une approche délibérée combinant un bêta à faible coût et des alternatives à forte conviction afin de maximiser la valeur générée par chaque dollar investi, en particulier dans les portefeuilles soumis à la pression d'« en obtenir plus avec moins ».

Au début de l'année, nous avons fait part de notre opinion selon laquelle le marché boursier américain montrait des signes d'un comportement semblable à celui d'une bulle. Dans les semaines qui ont suivi le « Jour de la libération », les marchés ont subi une forte correction, confirmant certaines de ces préoccupations. Mais à la fin du mois d'avril, les actions ont commencé à rebondir, portées par un assouplissement de la rhétorique tarifaire de la Maison-Blanche et par une série d'arrêts du Tribunal de commerce

international des États-Unis qui ont invalidé certaines mesures.

Les stratégies systématiques ayant été contraintes de couvrir les positions courtes et de prendre à nouveau des risques, le décor était planté pour un redressement prononcé et motivé par le sentiment.

Depuis lors, nous avons assisté à un redressement important des actions par rapport à leurs plus bas niveaux d'avril. Les gros titres ont été plus réjouissants, la Maison-Blanche revenant sur de nombreux tarifs douaniers et le Tribunal de commerce international des États-Unis en invalidant d'autres. Les changements de positionnement (notamment ceux provenant des stratégies systématiques) pourraient bien alimenter une nouvelle hausse à court terme. Mais le fait que le marché rebondisse là où nous en étions il y a plusieurs mois signifie que certains risques que nous avons identifiés précédemment, comme des valorisations insoutenables, ont refait surface, parallèlement à l'émergence de nouveaux risques.

Pour les investisseurs, nous pensons que c'est un moment où il faut garder les pieds sur terre. Il faut profiter de la vigueur des marchés pour procéder à un rééquilibrage et tirer parti d'une protection peu coûteuse contre les baisses lorsque cela est possible. Toutefois, nous pensons aussi que l'occasion la plus importante réside dans une vision à plus long terme.

La probabilité d'une récession aux États-Unis a augmenté par rapport au début de l'année, en partie du fait que l'incertitude économique accrue devrait conduire à une pause dans les embauches de la part de nombreux employeurs. Les risques de stagflation sont également importants, surtout si les républicains parviennent à remettre en place certains tarifs douaniers.

Il est peu probable que le marché de la dette publique américaine vienne à la rescousse des actions grassement valorisées, compte tenu du niveau élevé des émissions obligataires et des écarts persistants entre l'offre et la demande. Si l'on ajoute à cela la possibilité que le protectionnisme naissant aux États-Unis s'apparente à un Brexit américain, nous pourrions assister à une pression continue à la hausse sur les taux, ce qui pourrait également avoir une incidence sur les actions. Nous pensons que les investisseurs devraient envisager de vendre lors des redressements et d'explorer la protection contre les baisses lorsqu'elle est bon marché.



“

Pour les investisseurs, nous pensons que c'est un moment où il faut garder les pieds sur terre.

Il faut profiter de la vigueur des marchés pour procéder à un rééquilibrage et tirer parti d'une protection peu coûteuse contre les baisses lorsque cela est possible.

”

À plus long terme, la fin époustouflante de l'exceptionnalisme américain nous semble être un thème clé à surveiller. Cependant, dans une perspective plus mondiale, nous voyons des occasions attrayantes dans la mesure où les pays sont contraints d'établir de nouvelles relations commerciales et de faire des choix de politiques audacieux pour soutenir leurs économies. De nombreux pays ont déjà adopté des mesures de relance budgétaire pour répondre aux tarifs douaniers, et leurs banques centrales disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour assouplir davantage leur politique monétaire.

Par conséquent, les actions internationales affichent des valorisations beaucoup plus raisonnables que le marché boursier américain. En termes relatifs, nous pensons donc que les investisseurs devraient envisager de se tourner vers l'étranger. L'idée de « vendre les États-Unis, acheter le reste du monde » a probablement beaucoup de chances d'aboutir.

L'incertitude est une caractéristique persistante et déterminante des marchés, mais l'état de fragilité des marchés paraît actuellement différent. Alors que nous assistons aux bouleversements tectoniques des marchés

mondiaux, provoqués par la fin de l'ère de l'exceptionnalisme américain et de la mondialisation, il est probable que des risques imprévisibles apparaissent, ainsi que de nouveaux gagnants et de nouveaux perdants.

Plutôt que d'essayer de prédire comment cela se passera, nous voulons souligner l'importance de l'état d'esprit par rapport aux mouvements du marché. Pour nous, cet état d'esprit est ancré dans l'élaboration de portefeuilles résilients qui s'appuient moins sur la chasse aux redressements ou la prévision des baisses, et davantage sur la création de meilleurs résultats en trouvant des occasions de générer des rendements et de protéger le capital indépendamment des mouvements du marché. Dans ce contexte fragile, nous pensons qu'une allocation aux stratégies alternatives peut jouer un rôle essentiel dans le renforcement de la résilience des portefeuilles.

Le chemin à parcourir n'est peut-être pas tout tracé, mais, avec de la préparation, de la perspective et une main ferme, il y a toutes les raisons d'être optimiste quant à la suite des événements.

“ *Plutôt que d'essayer de prédire comment cela se passera, nous voulons souligner l'importance de l'état d'esprit par rapport aux mouvements du marché.* ”

”

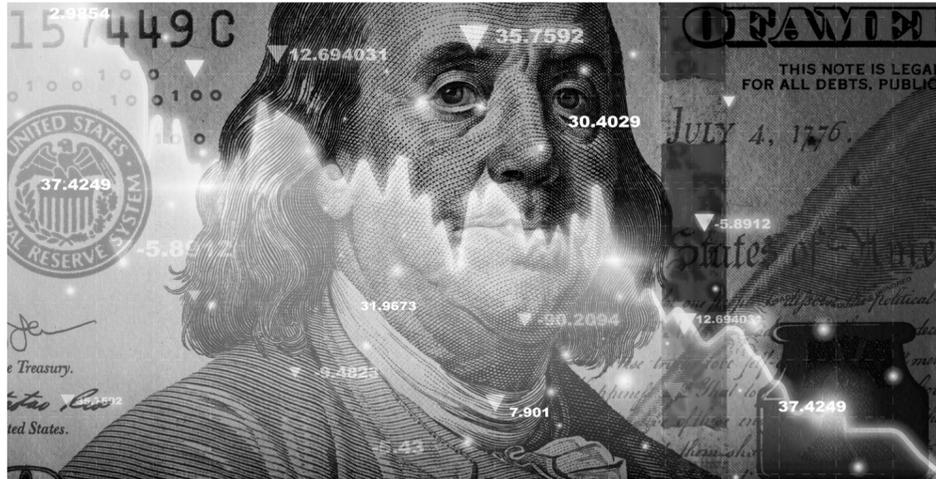


RÉINVENTEZ L'OURS DANS LA BOURSE^{MC}

02.

PERSPECTIVES MACROÉCONOMIQUES

NAVIGUER DANS LE NOUVEAU RÉGIME : LES ÉTATS-UNIS CONTRE LE MONDE



01.

La menace d'une récession aux États-Unis plane toujours

La guerre commerciale en cours et l'incertitude politique continuent de peser sur les marchés et l'activité économique, tandis que la Fed attend de nouvelles données sur les répercussions économiques avant de prendre des décisions en matière de politique monétaire. Dans le même temps, la hausse des anticipations inflationnistes, la faiblesse du marché immobilier et l'épuisement croissant du pouvoir d'achat des consommateurs américains signalent un plus grand risque de récession.



02.

Les actions restent à des niveaux de valorisation élevés

Le rebond des marchés boursiers américains après les creux enregistrés en avril pourrait signifier une poursuite de la vigueur à court terme, mais les valorisations généreuses et les ratios cours/bénéfices élevés incitent toujours à la prudence. L'impact potentiel du protectionnisme croissant aux États-Unis pourrait avoir une incidence sur les bénéfices et les marges bénéficiaires des entreprises au second semestre.



03.

La fin de l'exceptionnalisme américain

La politique américaine de désengagement vis-à-vis du reste du monde a des répercussions sur le commerce mondial, la vigueur du dollar américain et l'appétit pour les bons du Trésor américain. Les effets secondaires et tertiaires, tels que la baisse du tourisme et le détournement des flux commerciaux, auront probablement aussi des répercussions économiques. Il en résulte des occasions de plus en plus intéressantes pour les investisseurs sur les marchés internationaux.

UN OURS DANS UN MAGASIN DE PORCELAINES : LES CONSÉQUENCES IMPRÉVUES DE TRUMP 2.0

Les annonces politiques désordonnées de l'administration Trump ont modifié la toile de fond des marchés d'actions, entraînant un net repli en avril. Qu'il s'agisse des intentions du président Trump, qui joue une partie d'échecs en quatre dimensions avec le monde, ou d'erreurs imprévues commises par un régime malavisé, nous nous attendons à ce que le chaos ainsi déclenché entraîne plusieurs conséquences involontaires, tant à court terme qu'à plus long terme. Il est possible que cette nouvelle politique commerciale agressive des États-Unis, combinée à une déréglementation généralisée et à des réductions d'impôts accrues, conduise à des temps économiques meilleurs, en particulier pour les millions d'ouvriers d'usine déplacés que le régime de M. Trump affirme vouloir aider.

Cependant, les risques d'une récession américaine, voire d'une stagflation, ont augmenté à court terme et il est possible que l'isolationnisme économique, l'explosion des déficits budgétaires et la remise en cause de l'État de droit ternissent gravement l'aura de l'exceptionnalisme américain à plus long terme. Nous pensons que les bons du Trésor américain ressentiront probablement l'impact des récents événements, nécessitant des taux de rendement élevés pour attirer les flux de capitaux afin de continuer à financer les déficits budgétaires élevés aujourd'hui et à l'avenir.

Dans l'intervalle, le reste du monde (RDM) se rend compte que les États-Unis ne sont peut-être pas un partenaire fiable sur le plan commercial ou géopolitique. Cela conduit de nombreux pays à desserrer les cordons de la bourse pour soutenir leurs économies locales. Nombre de ces pays ont également réduit leurs taux d'intérêt, ce qui devrait également les aider.

Enfin, nous avons l'impression que de nombreux pays (y compris le Canada) sont en train de faire leur propre introspection et de se lancer dans de nouvelles stratégies qui pourraient les rendre plus productifs à long terme. D'ores et déjà, de nouvelles relations commerciales se renforcent entre les pays du RDM, la Chine essayant même de se positionner comme un partenaire stable et fiable à long terme par rapport aux États-Unis.

Les actions ont connu un redressement considérable depuis les creux du début du deuxième trimestre, sous l'effet de la réduction des tarifs douaniers américains et des vents favorables au repositionnement. De nombreux marchés boursiers du RDM ont atteint de nouveaux sommets et affichent un rendement supérieur à celui des États-Unis, les flux de capitaux se rééquilibrant au détriment des États-Unis et au profit de marchés affichant des valorisations inférieures. À court terme, cette dynamique haussière pourrait se poursuivre, car les investisseurs redéployent leurs réserves de liquidités et les stratégies systématiques sont contraintes de se lancer à la poursuite du redressement. Nous mettons toutefois en garde contre toute exubérance. Les actions américaines sont pratiquement revenues à leurs sommets et les valorisations sont à nouveau très élevées. Dans ce contexte, il subsiste plusieurs risques qui pourraient se concrétiser plus tard dans l'année et inciter à nouveau les investisseurs à se tourner vers la sortie.

Si les marchés ont forcé M. Trump à faire marche arrière sur les pires de ses menaces tarifaires initiales, il ne les a pas pour autant abandonnées, même avec l'invalidation d'importants tarifs douaniers par le Tribunal du commerce international des États-Unis. D'importantes échéances pour répondre à ses demandes se profilent à l'horizon au cours des mois d'été, tandis que des négociations difficiles s'annoncent, notamment avec la Chine.

La guerre commerciale pourrait facilement se raviver au moment même où le chaos récent commence à contribuer au ralentissement des données économiques. L'intensification des pressions sur les prix aux États-Unis en raison des nouveaux tarifs douaniers et de l'affaiblissement surprenant du dollar américain pourrait exacerber ces facteurs négatifs. Le rapport risque/rendement des actions, en particulier aux États-Unis, n'est pas attrayant à nos yeux et il nous semble judicieux de nous préparer à de nouveaux accès de faiblesse.

“

Les risques d'une récession américaine, voire d'une stagflation, ont augmenté à court terme et il est possible que l'isolationnisme économique, l'explosion des déficits budgétaires et la remise en cause de l'État de droit ternissent gravement l'aura de l'exceptionnalisme américain à plus long terme.

”

LES FACTEURS QUI ONT CONTRIBUÉ À LA BULLE DES ACTIONS AMÉRICAINES

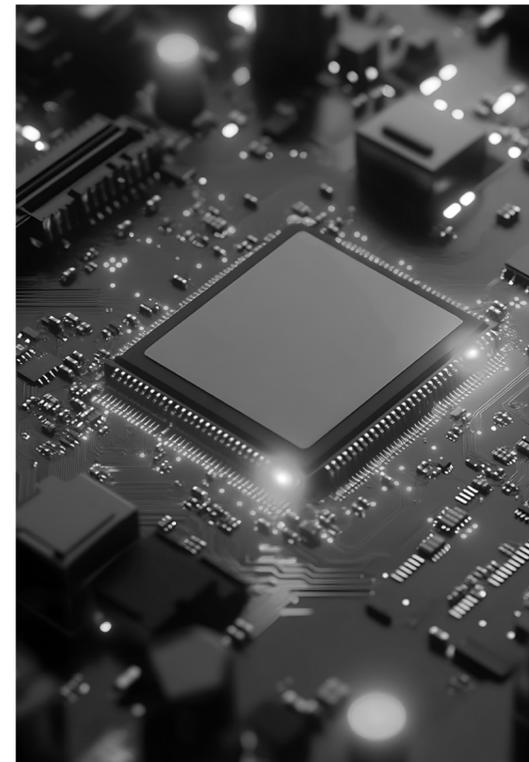
Au début de l'année, nous avons affirmé dans [le rapport Picton 2025](#) que le marché boursier américain se trouvait dans une bulle alimentée par cinq facteurs clés :



Une forte croissance économique, avec la politique budgétaire comme vent favorable



La Réserve fédérale américaine (Fed) se prépare à adopter une politique monétaire plus accommodante



Le scénario de l'intelligence artificielle (IA)



L'attitude perçue comme favorable aux entreprises et à la déréglementation de la nouvelle administration Trump



L'exceptionnalisme américain a contribué à d'importants flux de capitaux qui ont poussé les valorisations des actions américaines plus haut que celles des autres marchés

LES PILIERS SOUTENANT LA BULLE DES ACTIONS AMÉRICAINES VACILLEN

Au fil de l'année 2025, les piliers de la bulle boursière américaine ont commencé à vaciller.

DeepSeek a sapé le thème de l'IA, sa sortie montrant à quelle vitesse une concurrence bon marché peut émerger et remettre en question la nécessité des dépenses en immobilisations massives requises pour entraîner les futures générations de grands modèles de langage (GML). Cela a soulevé des doutes quant au bien-fondé des valorisations élevées des entreprises liées à l'IA, qui reposaient sur des hypothèses antérieures de croissance massive des dépenses de R-D. D'un autre côté, de nouvelles applications de ces GML commencent à être commercialisées, ce qui pourrait stimuler les dépenses dans le domaine de l'inférence de l'IA, et de nouvelles entreprises émergent pour tirer parti de ces occasions.

La politique tarifaire a introduit la volatilité à la fois sur les marchés et dans l'économie. L'incertitude se promet d'être une caractéristique clé de l'administration Trump, ce qui ne plaît pas aux marchés. Il existe un lien évident entre l'incertitude des investisseurs quant à la politique économique américaine et la volatilité des actions.

L'espoir d'une Fed conciliante s'estompe, car la banque centrale maintient ses taux à des niveaux restrictifs en attendant les retombées des tarifs douaniers de M. Trump sur l'inflation. Les responsables de la Fed ont gardé les taux d'intérêt stables début mai, exprimant les risques à la fois d'une hausse du chômage et de l'inflation découlant de la politique commerciale de l'administration Trump.

Lors d'une conférence tenue le 19 mai, le président de la Banque fédérale de réserve de New York, John Williams, a qualifié la politique actuelle de la Fed de « légèrement restrictive » et a déclaré que les décideurs pourraient avoir besoin de plusieurs mois pour mieux comprendre les perspectives de l'économie : « Ce n'est pas en juin que nous allons comprendre ce qui se passe ici, ou en juillet : il nous faudra collecter des données, obtenir un meilleur tableau et observer les choses au fur et à mesure qu'elles se développent. »¹

¹ Bloomberg, « Williams Says Fed Needs Beyond June/July to get clearer Outlook », le 19 mai 2025.

FIGURE 1
Les actions liées à l'IA ont perdu de l'altitude

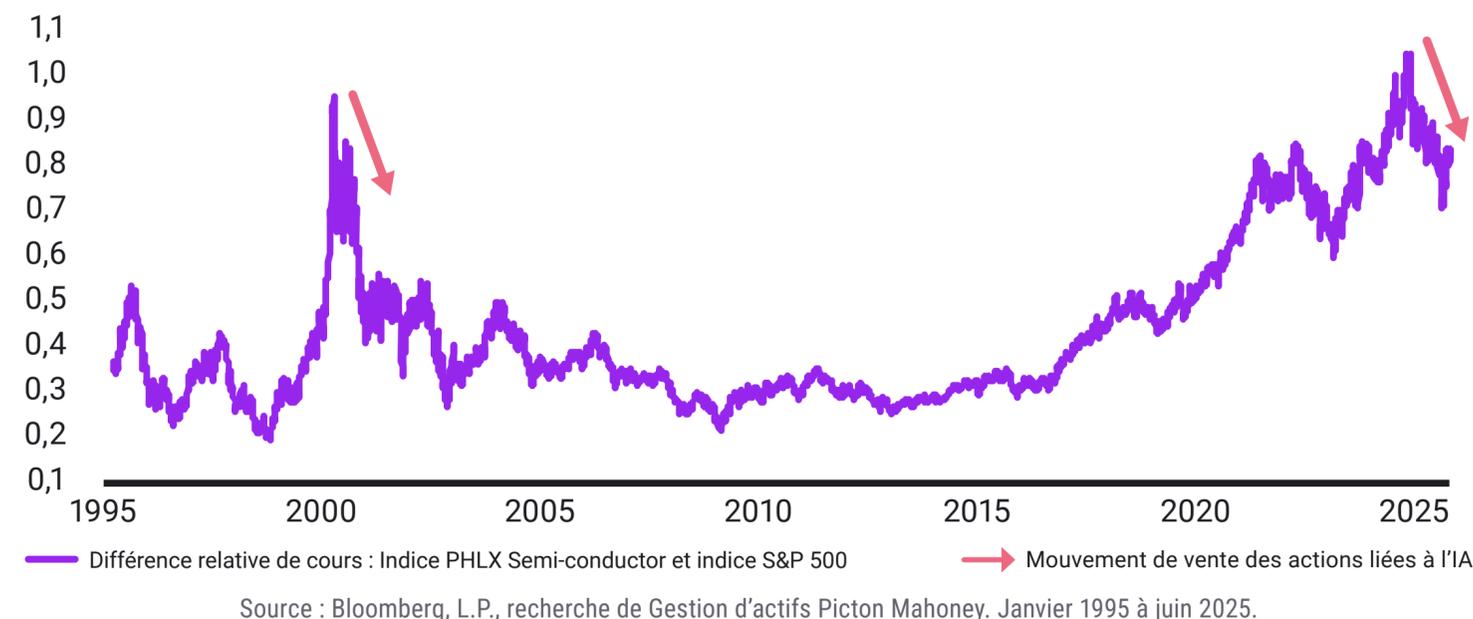
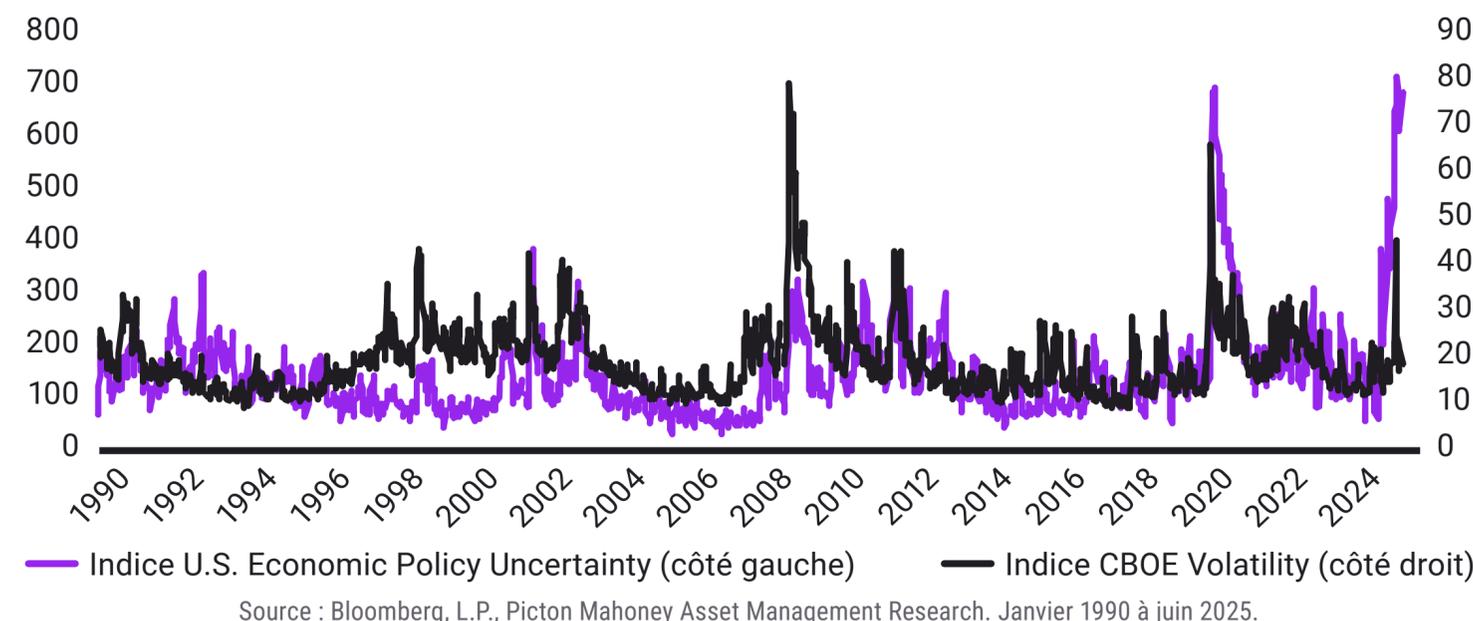


FIGURE 2
L'incertitude quant à la politique économique américaine est à l'origine de la volatilité des actions



LES CHANCES DE RÉCESSION AUX ÉTATS-UNIS ONT AUGMENTÉ

La politique tarifaire initiale des États-Unis était tellement extrême et mal pensée qu'elle ne pouvait pas perdurer longtemps sans avoir de graves conséquences pour l'économie et les marchés mondiaux. S'il avait été pleinement mis en œuvre, le tarif douanier moyen du 2 avril aurait été le plus élevé depuis un siècle.

M. Trump s'est vu forcer la main lorsque les marchés boursiers ont plongé en territoire baissier au lendemain de l'annonce du « Jour de la libération », que le marché obligataire a menacé de se gripper et que les autres pays ont riposté en imposant leurs propres tarifs douaniers.

Le régime a trouvé des voies de sortie pour les pires de ses politiques et les actions se sont rapidement redressées.

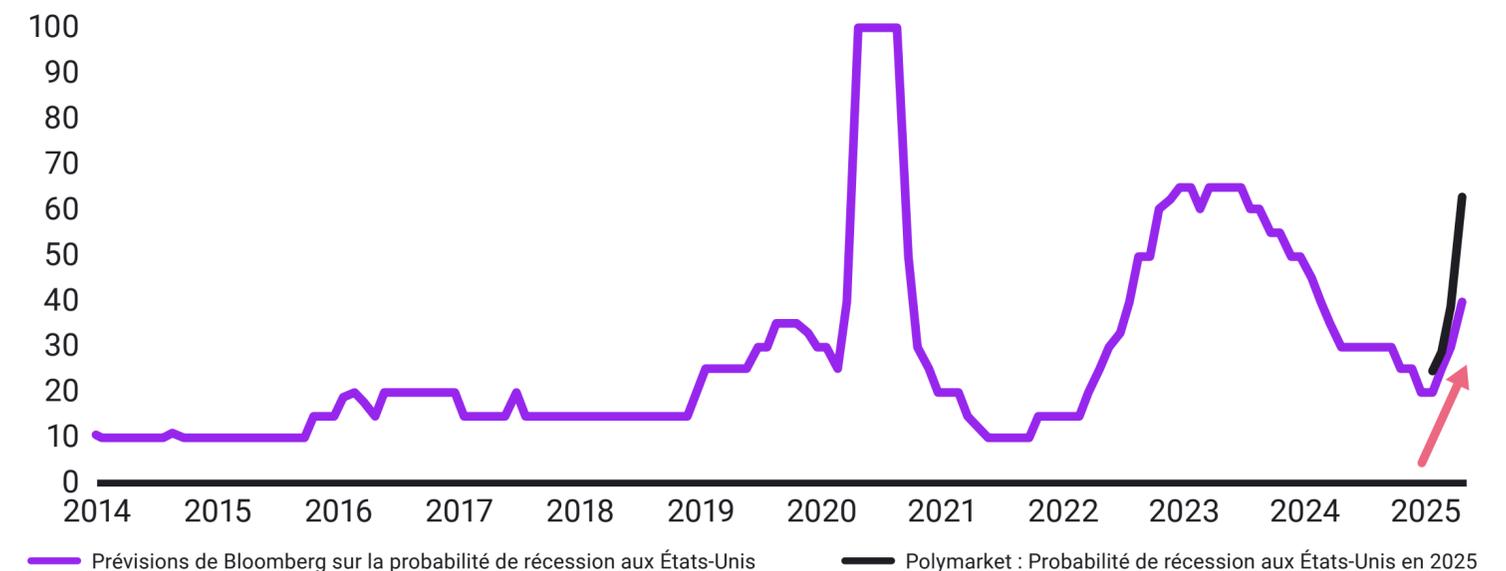
Une décision surprise du Tribunal du commerce international des États-Unis d'invalider la majorité des tarifs douaniers de M. Trump a alimenté l'espoir que ces politiques néfastes allaient continuer à être démantelées. Malgré cela, les effets involontaires de deuxième et troisième ordre des mesures protectionnistes contribuent à augmenter les risques de récession.

L'incertitude politique n'est pas seulement mauvaise pour les actions : Elle pose également un problème pour la planification des entreprises :

Les petites entreprises représentent près de 80 % des créations d'emplois aux États-Unis, et nombre d'entre elles sont confrontées à une incertitude sans précédent. Même si les tarifs douaniers invalidés ne sont pas rétablis, on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'une pause dans les dépenses et les embauches freine quelque peu l'économie.

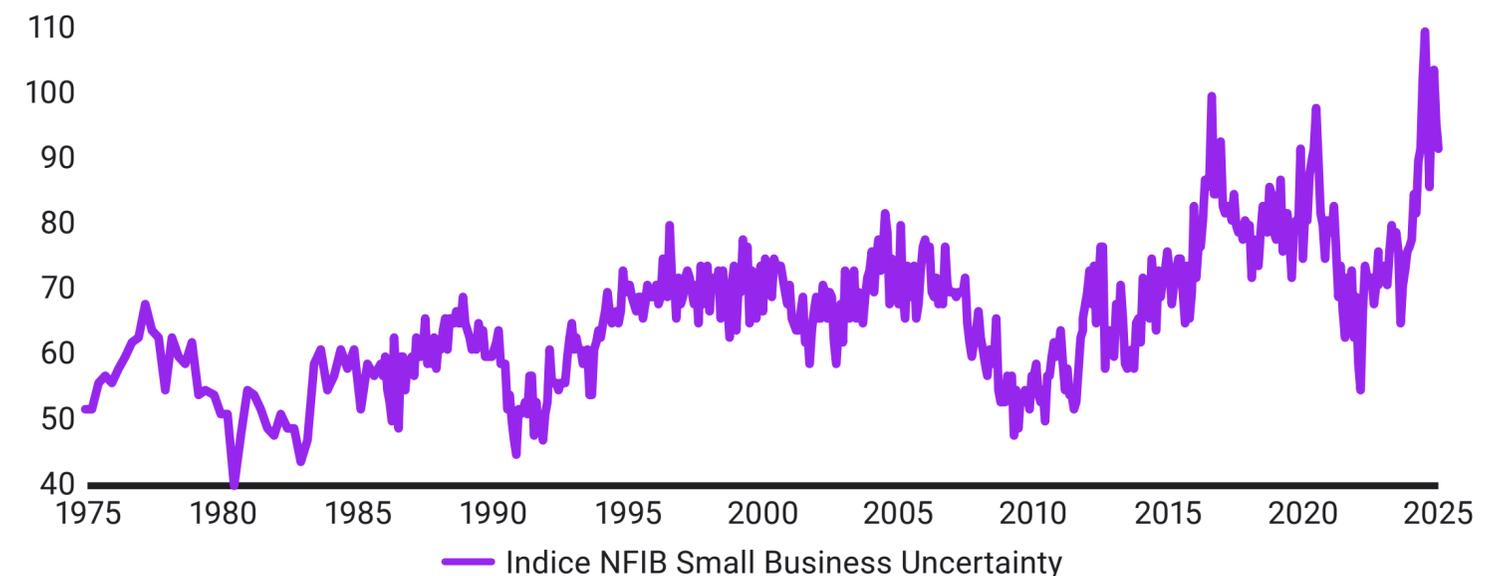
“ Les effets involontaires de deuxième et troisième ordre des mesures protectionnistes contribuent à **augmenter les risques de récession.** ”

FIGURE 3
Les chances de récession aux États-Unis ont augmenté



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2014 à avril 2025.

FIGURE 4
L'incertitude des petites entreprises est élevée



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 1975 à avril 2025.

Les effets de richesse liés à l'immobilier et aux actions pourraient s'inverser

Les prix élevés des actions et de l'immobilier ont été un vent favorable pour les dépenses de consommation aux États-Unis grâce à l'effet de richesse. Mais le recul de l'une ou l'autre catégorie d'actifs pourrait atténuer ces effets de richesse et freiner la consommation.

Le marché du logement américain est sous pression

Pour la plupart des Américains, leur logement est leur principal actif. Or, le marché immobilier américain s'affaiblit, ce qui pourrait avoir des conséquences directes et indirectes néfastes (c.-à-d. un effet de richesse négatif) sur la consommation.

Examinons les données suivantes :

- Sur les principaux marchés, les mises en vente de logements sont en hausse, tandis que les prix baissent.

- Dans huit États, les stocks sont désormais supérieurs aux niveaux d'avant la COVID. Des marchés autrefois très prisés, comme la Floride et le Texas, affichent un nombre beaucoup plus élevé de mises en vente, de nombreux Canadiens étant moins enclins à acheter des biens immobiliers et cherchant également à se débarrasser des biens qu'ils possèdent déjà.
- Le dernier indice de confiance des constructeurs immobiliers américains (U.S. Homebuilder Sentiment) est tombé à 34 en mai, en dessous de toutes les estimations et à son plus bas niveau depuis novembre 2023. Depuis que les taux hypothécaires ont atteint la barre des 7 % en 2022, le sentiment des constructeurs s'est affaibli, les logements neufs étant devenus moins abordables.

- Selon Buddy Hughes, président de la National Association of Home Builders :

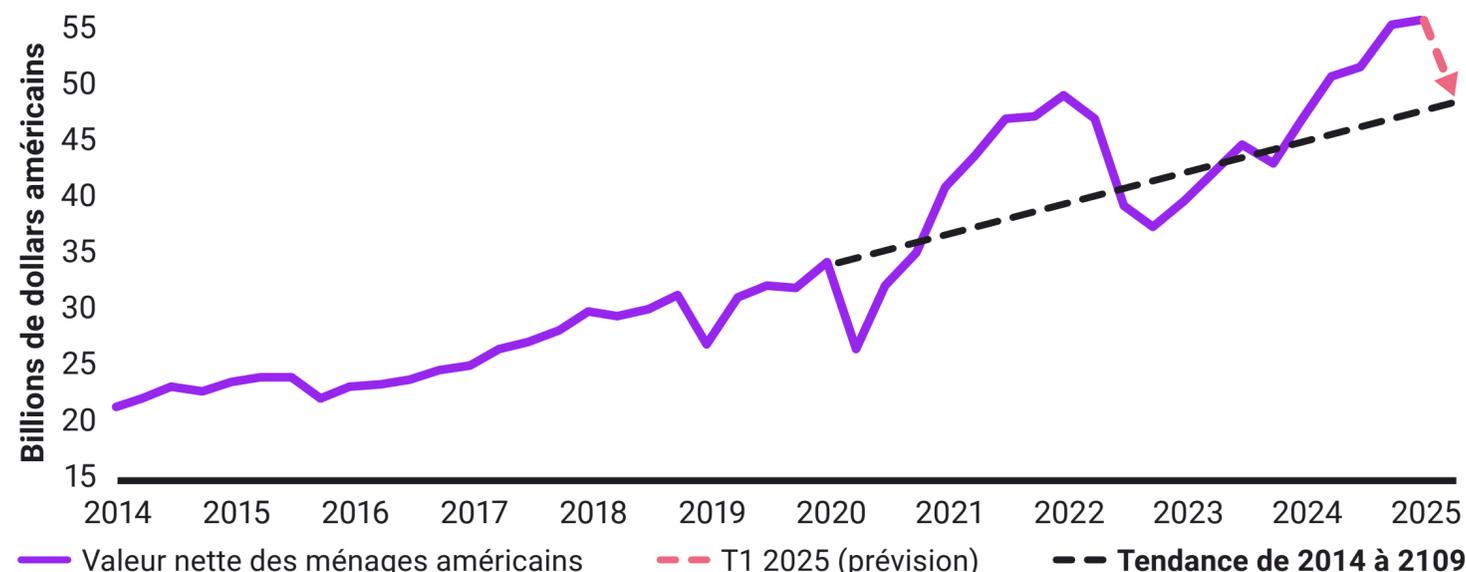
“

La saison printanière d'achat de maisons a démarré lentement, la persistance de taux d'intérêt élevés, l'incertitude entourant les politiques et les facteurs liés aux coûts des matériaux de construction ayant nui au sentiment des constructeurs en mai².

”

FIGURE 5

Pourrait-on assister à un effet de richesse inversé avec la baisse des prix des actifs?

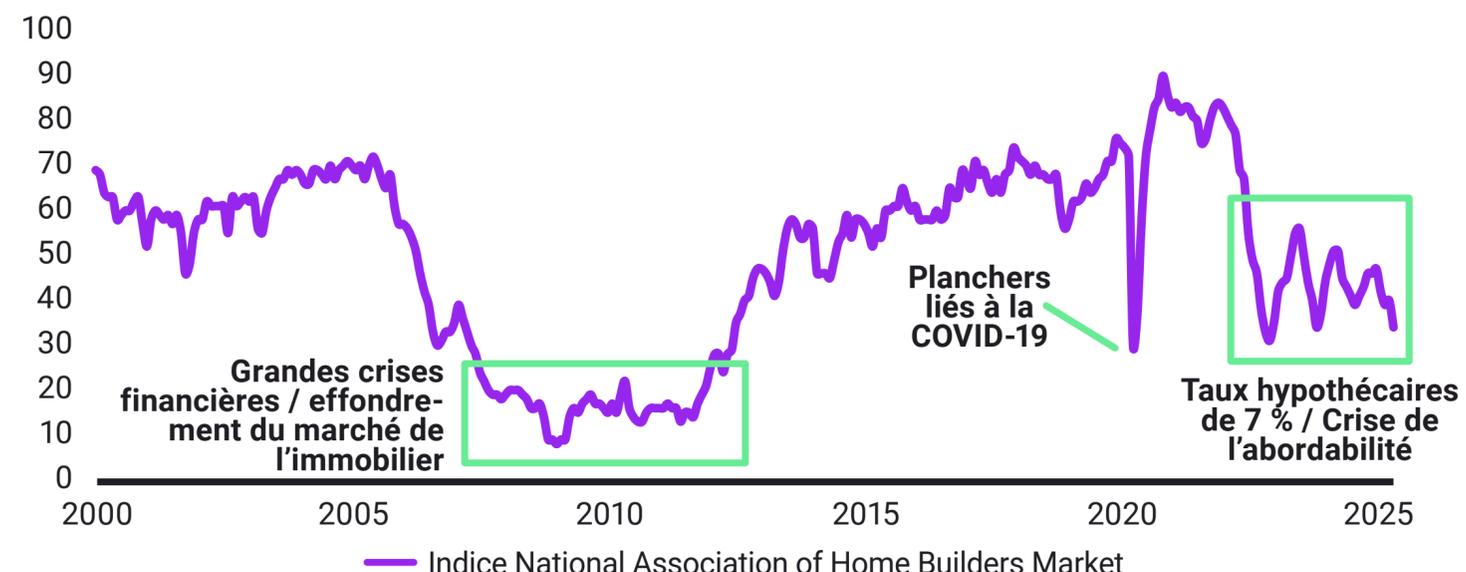


Source : Conseil de la Réserve fédérale, Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2014 à mars 2025.

² Barrons, « Builder Stocks Shrug Off Bad Construction Data. Mortgage Rates Matter More », le 19 mai 2025.

FIGURE 6

Le sentiment des constructeurs d'habitations s'essouffle

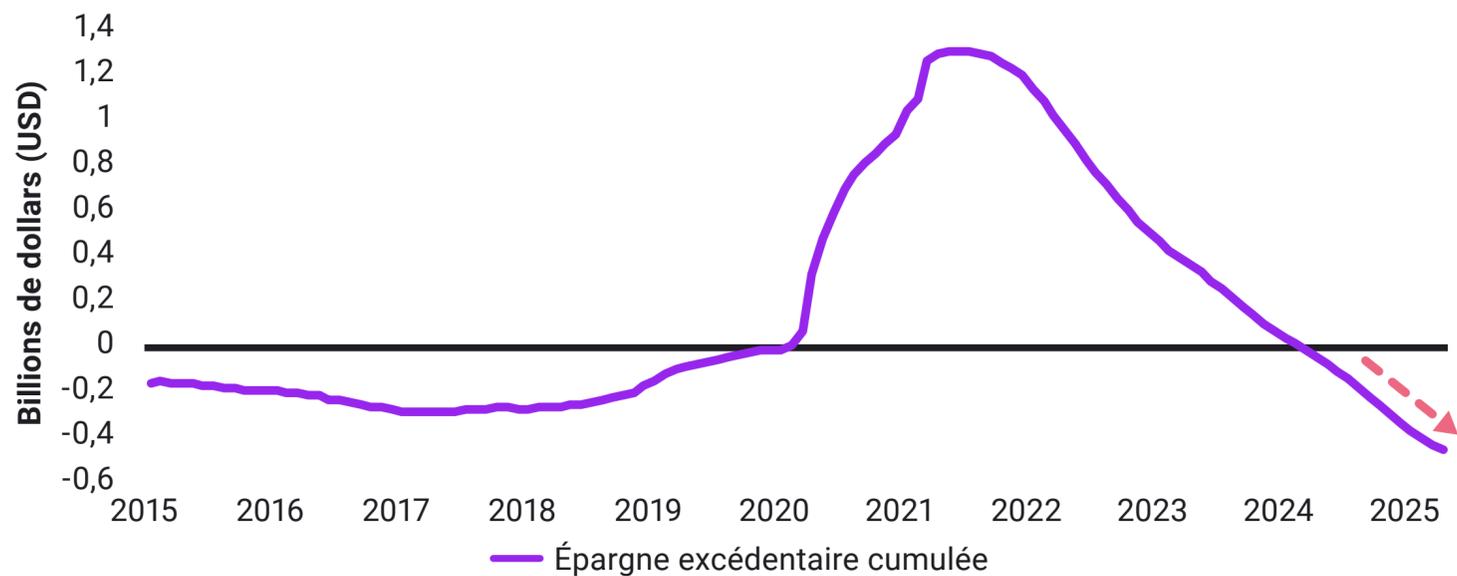


Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2000 à mai 2025.

Le consommateur américain a épuisé sa réserve d'épargne issue de la pandémie. Dans le même temps, le crédit renouvelable s'est tari. Il s'agit d'un changement radical par rapport à 2022, lorsque l'épargne excédentaire était abondante et que la croissance du crédit à la consommation s'accélérait.

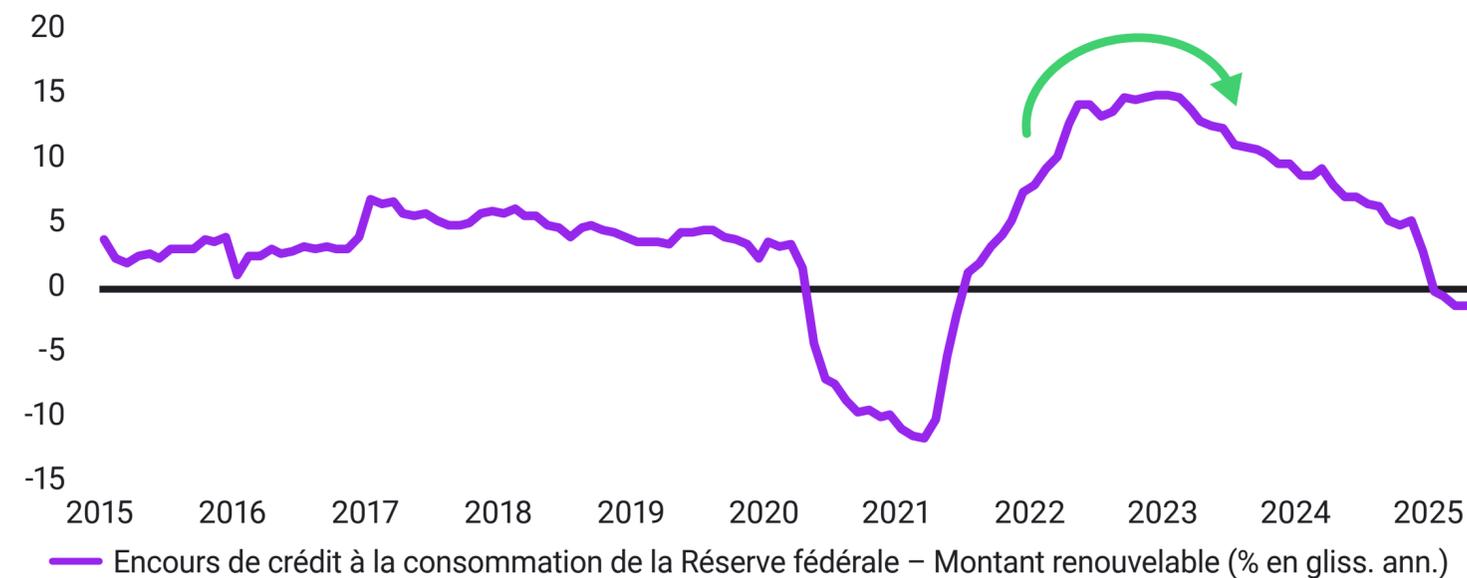
“
Le consommateur américain a épuisé sa réserve d'épargne issue de la pandémie.
 ”

FIGURE 7
 Les excédents d'épargne ont disparu



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2015 à avril 2025.

FIGURE 8
 La croissance du crédit à la consommation passe en territoire négatif



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2015 à avril 2025.



RÉINVENTEZ L'OURS DANS LA BOURSE^{MC}

LA GUERRE COMMERCIALE DE M. TRUMP SUSCITE DES RISQUES INFLATIONNISTES AUX ÉTATS-UNIS

En plus d'entraîner une croissance économique plus faible, la guerre commerciale de l'administration Trump pourrait également entraîner une hausse de l'inflation aux États-Unis. En effet, les perturbations de l'offre liées aux tarifs douaniers pourraient refléter certaines pénuries et des hausses des prix des biens essentiels observées pendant la pandémie. La flambée des prix à l'importation pourrait avoir un double effet : d'abord, les effets directs de la taxe à l'importation et des pénuries d'approvisionnement, puis, dans un second temps, l'impact secondaire de la baisse du pouvoir d'achat liée à l'affaiblissement du dollar.

Dans ce contexte, les mesures à court terme des prévisions d'inflation basées sur le marché se sont éloignées des 2 % au cours de l'année écoulée.

Parallèlement, les attentes des consommateurs en matière d'inflation à long terme ont perdu leur « point d'ancrage », ce qui place la Fed dans une situation délicate. Il s'agit d'un niveau qui n'a pas été atteint depuis le début des années 1990, dans le sillage des pics d'inflation des années 1970.

Toutefois, certains facteurs peuvent contribuer à freiner l'inflation. Les tarifs douaniers

pourraient n'avoir qu'un effet ponctuel sur les données relatives à l'inflation, qui s'atténuerait ensuite après l'annualisation des tarifs. La baisse des prix de l'énergie pourrait également compenser certaines pressions sur les prix. Enfin, si les produits chinois coûtent plus cher aux États-Unis, ils peuvent être « écoulés » sur d'autres marchés à des prix inférieurs.

La hausse de l'inflation américaine pourrait s'avérer être un phénomène à court terme si le marché des swaps ne se trompe pas, mais les marchés seront toujours confrontés à une détérioration des données au cours des deux prochains trimestres, ce qui empêchera probablement la Fed d'abaisser ses taux à court terme.

“

La flambée des prix à l'importation pourrait avoir un double effet : d'abord, les effets directs de la taxe à l'importation et des pénuries d'approvisionnement, puis, dans un second temps, l'impact secondaire de la baisse du pouvoir d'achat liée à l'affaiblissement du dollar.

”

FIGURE 9

De pas si grandes espérances : le marché anticipe une hausse de l'inflation aux États-Unis

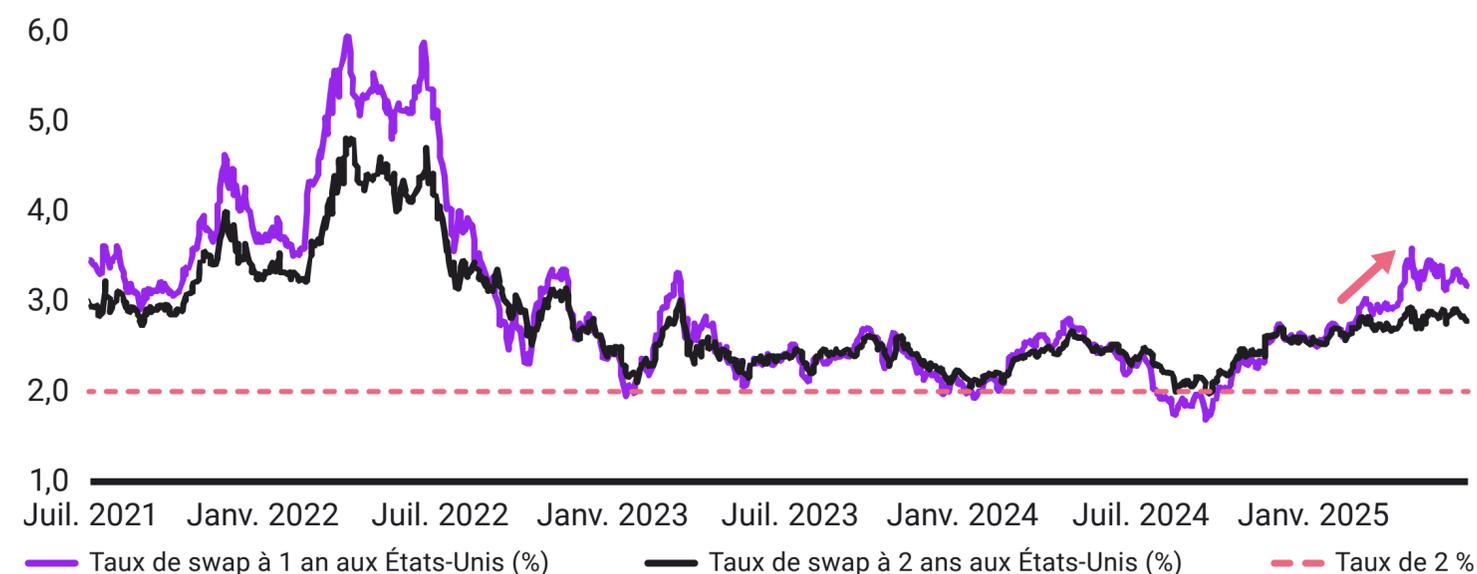
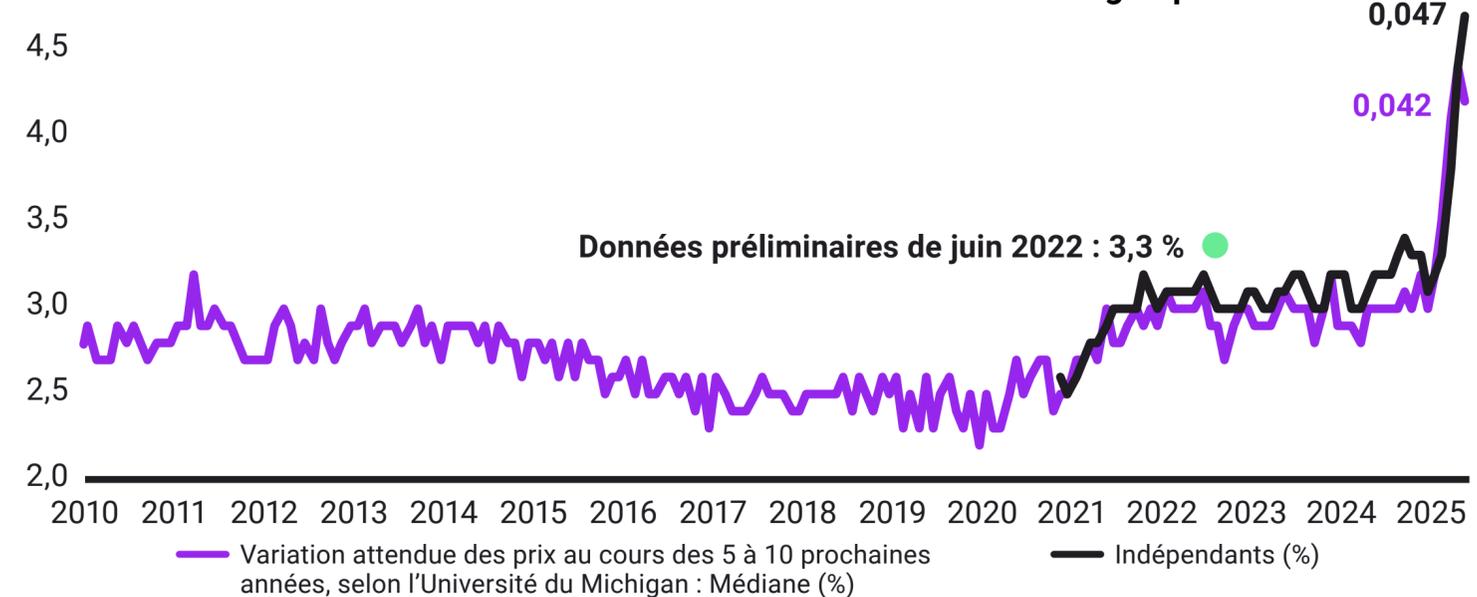


FIGURE 10

Levez les ancres : les attentes en matière d'inflation entre 5 et 10 ans ont grimpé en flèche



En route vers la stagflation?

Compte tenu de ce qui précède, il n'est pas vraiment surprenant que les sondages pointent vers un environnement stagflationniste. L'indice de prix IDA manufacturier de l'ISM a grimpé en flèche, tandis que les nouvelles commandes sont tombées en territoire de contraction. Cette situation ne semble pas constituer une toile de fond idéale pour les actifs à risque.

Les investisseurs pensent à nouveau que le verre est à moitié plein

Le président Trump ayant renoncé aux pires mesures de ses politiques tarifaires, les marchés sont désormais focalisés sur les avantages potentiels, en matière de croissance, de meilleurs accords tarifaires, d'extensions et d'augmentations des réductions d'impôts, ainsi que sur les avantages qui découleront de la déréglementation.

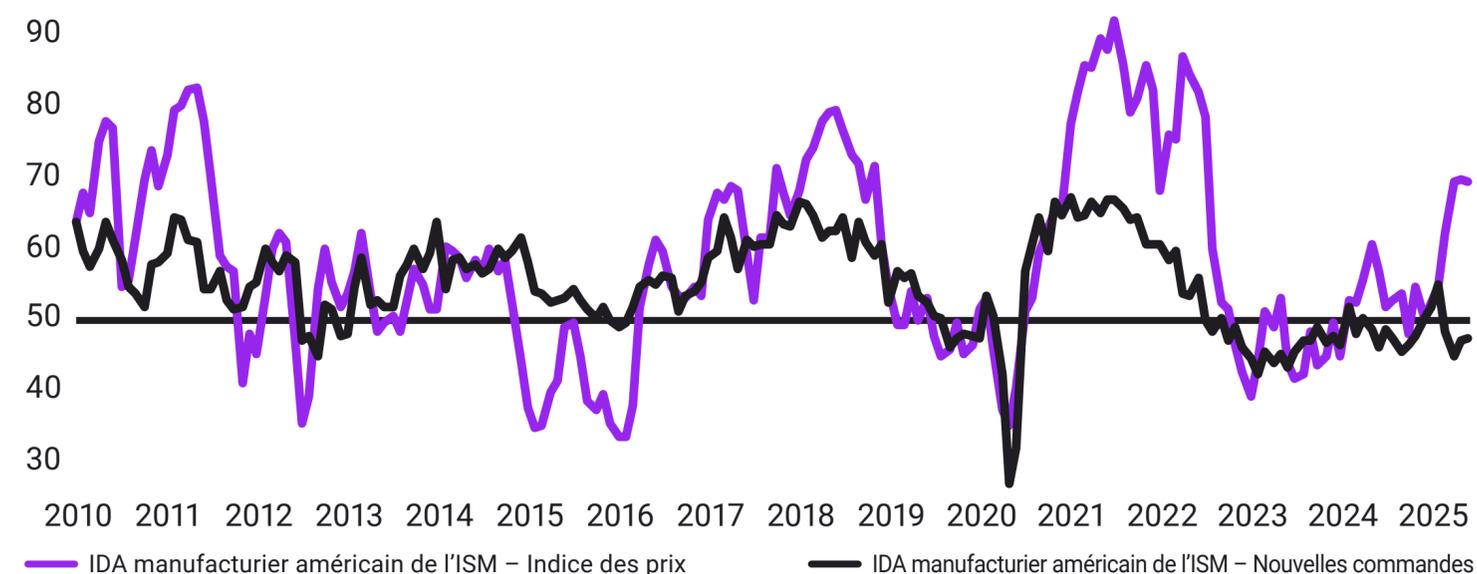
Selon certaines estimations, ces mesures pourraient stimuler l'économie américaine à hauteur de 500 milliards de dollars. Selon la recherche de Piper Sandler³ :

- Les républicains de la Chambre des représentants ont réussi à élaborer une législation qui leur permet d'atteindre leur objectif : 1 500 milliards de dollars de réduction des dépenses, environ 300 milliards de dollars de financement pour la défense et la sécurité des frontières, 4 000 milliards de dollars de réductions d'impôts (tous calculés sur la base de la loi actuelle) et un relèvement de la limite de la dette de 4 000 milliards de dollars.
- Dans un cadre simple d'impulsion budgétaire, cela impliquerait une expansion budgétaire de 0,2 % du PIB au cours de l'exercice 2025, un supplément de 0,6 % au cours de l'exercice 2026 et un resserrement par la suite.
- Toutefois, l'impulsion budgétaire globale dépend fortement de l'hypothèse retenue pour les recettes tarifaires.
- Les estimations suggèrent que les tarifs douaniers pourraient entièrement compenser toute expansion budgétaire résultant de la législation de réconciliation.

³ Source : Piper Sandler, « The All-In Fiscal Impact Of Reconciliation », le 16 mai 2025.

FIGURE 11

Les sondages de l'ISM sur le secteur manufacturier américain suggèrent une stagflation aux États-Unis



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2010 à mai 2025.



Le repositionnement a contribué à la hausse des actions – la tendance va-t-elle se poursuivre à court terme?

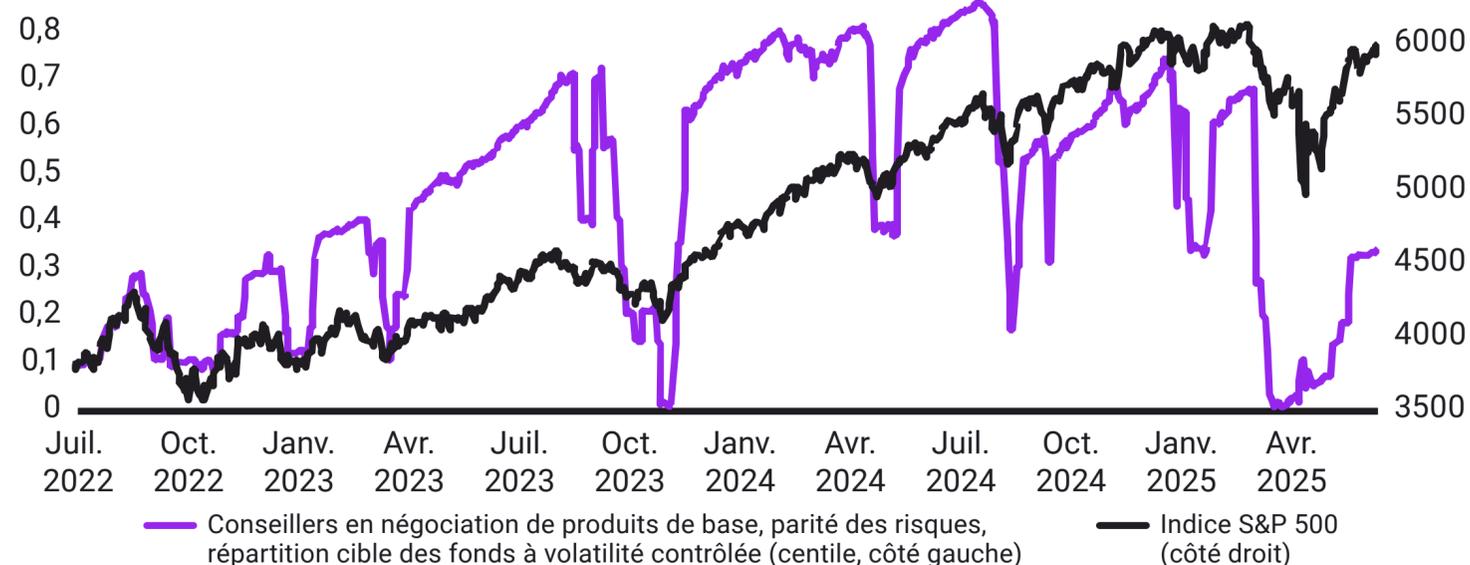
Le positionnement est devenu très baissier à la suite de la débâcle du Jour de la libération. Lorsque les nouvelles se sont améliorées, les flux ont commencé à s'inverser dans de nombreuses stratégies systématiques. Le positionnement n'est pas excessivement agressif à ce stade, de sorte que toute poursuite de la tendance haussière pourrait entraîner un accroissement des flux systématiques vers les marchés d'actions.

En revanche, ce mouvement vers l'avant dû aux bonnes nouvelles et l'inversion des flux vers des positions longues plus encombrées pourraient rendre les marchés vulnérables plus tard dans l'année. Bien que les nouvelles entourant les tarifs douaniers et les impôts soient meilleures aujourd'hui, il est probable qu'elles soient nettement négatives pour l'économie et les attentes par rapport au début de l'année.

Il est également possible que les tarifs douaniers invalidés par le Tribunal du commerce international des États-Unis (le Tribunal) soient réactivés. Ce revirement pourrait résulter d'un appel réussi de la décision du Tribunal, du rétablissement des tarifs douaniers en vertu d'autres dispositions légales ou de la mobilisation par les républicains du Congrès d'un soutien suffisant en faveur d'une action législative⁴.

FIGURE 12

Les stratégies systématiques pourraient favoriser la hausse des actions



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Juillet 2022 à juin 2025.

⁴ Bloomberg, « Goldman Sachs, Morgan Stanley Say Trump Can Deploy Other Tariff Tools », le 29 mai 2025.

Les résultats sont souvent modérés à la suite de fortes hausses

Le rebond des actions depuis les creux de début avril a été spectaculaire. Mais, comme l'indiquent les graphiques suivants, des reprises aussi marquées n'ont pas toujours été le signe avant-coureur d'un marché haussier redynamisé⁵.

Étant donné le niveau élevé des ratios C/B aux États-Unis, il est difficile d'imaginer que les actions américaines puissent augmenter considérablement par rapport aux niveaux actuels.

En réalité, il nous semble logique que les investisseurs veuillent prévoir un coussin de valorisation pour tenir compte de la nature plus volatile de la stratégie géopolitique actuelle des États-Unis. Selon les propos éloquentes de Larry Fink, président de BlackRock, lors d'une entrevue accordée à la chaîne CNBC le 11 avril dernier :

“

Les États-Unis, après la Seconde Guerre mondiale, étaient des stabilisateurs mondiaux.

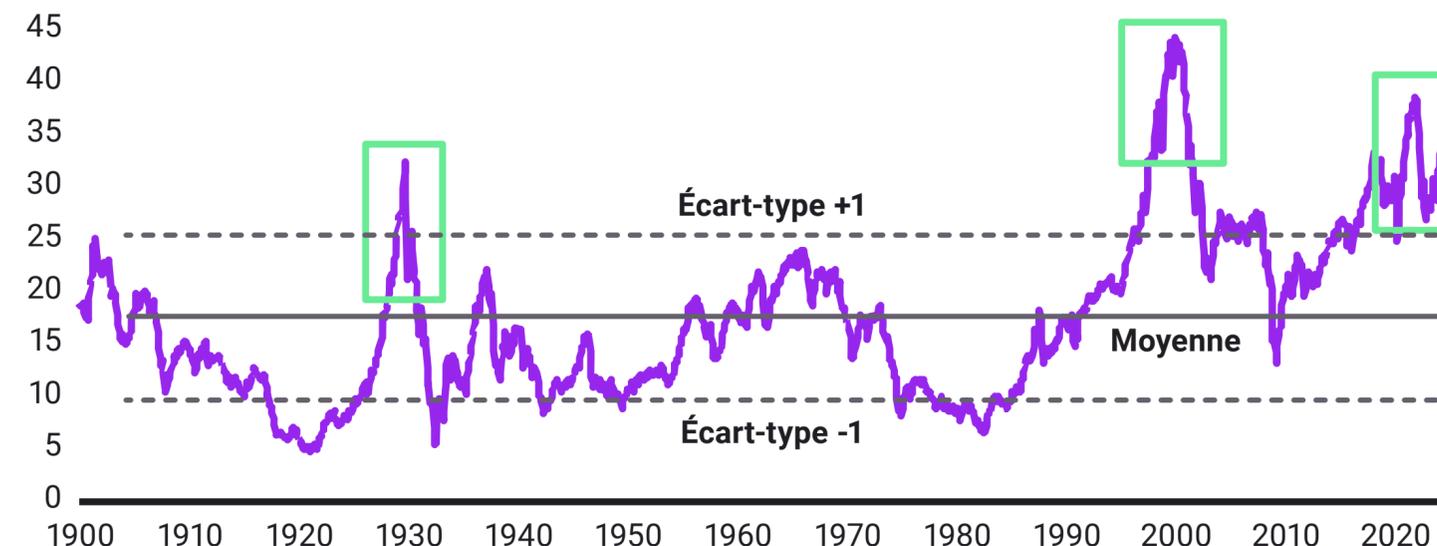
Nous sommes désormais le déstabilisateurs mondiaux⁶.

”

FIGURE 13

Les multiples des actions américaines restent à des niveaux élevés

Ratio prix/bénéfice corrigé des variations cycliques de Shiller



Source : Robert Shiller, Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 1900 à mai 2025.

⁵ Twitter, Sentiment Trader, le 28 mai 2025.

⁶ CNBC, « BlackRock Chairman & CEO Larry Fink Speaks with CNBC's "Squawk on the Street" », le 11 avril 2025.

La montée du protectionnisme américain fait également peser un risque sur les bénéfices, susceptible de se répercuter sur les actions. Selon Empirical Research Partners, la mondialisation a été responsable d'au moins 1/3 de l'expansion de la marge bénéficiaire nette au cours des 20 dernières années pour les entreprises manufacturières de l'indice S&P 500.

“
 La mondialisation a été à l'origine **d'au moins 1/3 de l'expansion des marges bénéficiaires nettes** des entreprises manufacturières américaines au cours des 20 dernières années.
 ”

LE MARCHÉ OBLIGATAIRE AMÉRICAIN NE SOUTIENT PAS LES MARCHÉS BOURSIERS AMÉRICAINS

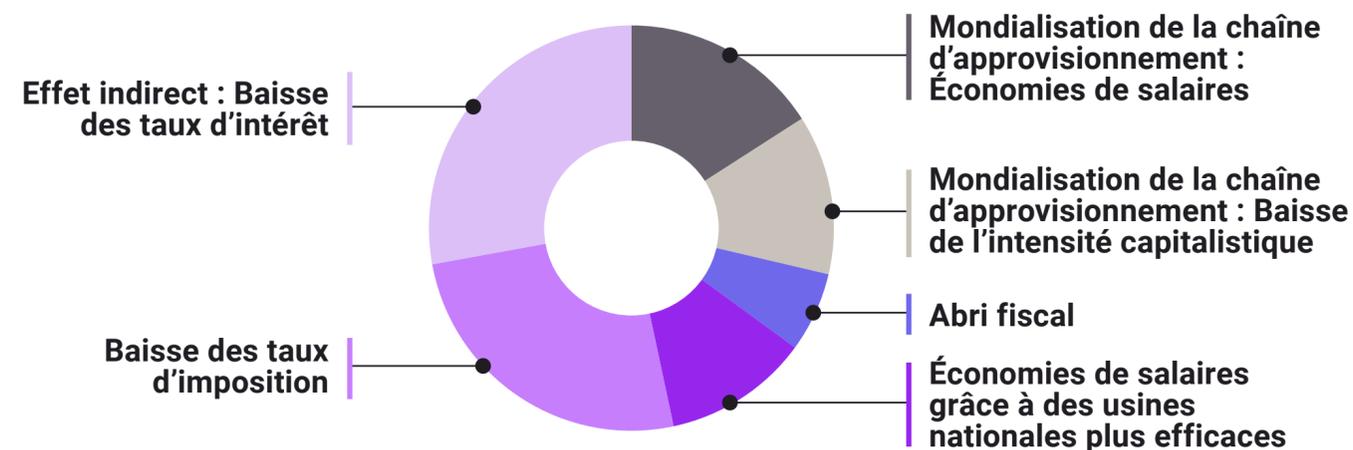
Lors des précédentes manifestations de risque systémique, on pouvait généralement compter sur un redressement des bons du Trésor américain et du dollar américain, les investisseurs nerveux étant à la recherche de valeurs refuges. Or, ce n'est pas ce qui s'est produit lors de la chute spectaculaire des actions provoquée par les tarifs douaniers en avril : les taux de rendement du Trésor américain ont augmenté, tandis que le dollar américain s'est déprécié. S'agit-il d'un signe avant-coureur d'inquiétudes potentielles concernant la réputation des États-Unis et de leurs marchés financiers?

Mise à jour de l'offre et de la demande de titres du Trésor américain

Ce n'est peut-être pas le moment idéal pour le gouvernement américain de faire face à une baisse de la demande mondiale ou à une hausse des taux d'intérêt pour l'émission d'obligations. Bien que le niveau des émissions nettes de bons du Trésor américain soit inférieur d'environ 1 000 milliards de dollars en glissement annuel (sur une moyenne mobile de 12 mois), il reste élevé par rapport aux niveaux historiques. Les États-Unis devraient enregistrer des déficits considérables dans un avenir prévisible et auraient besoin d'acheteurs pour les financer.

FIGURE 14

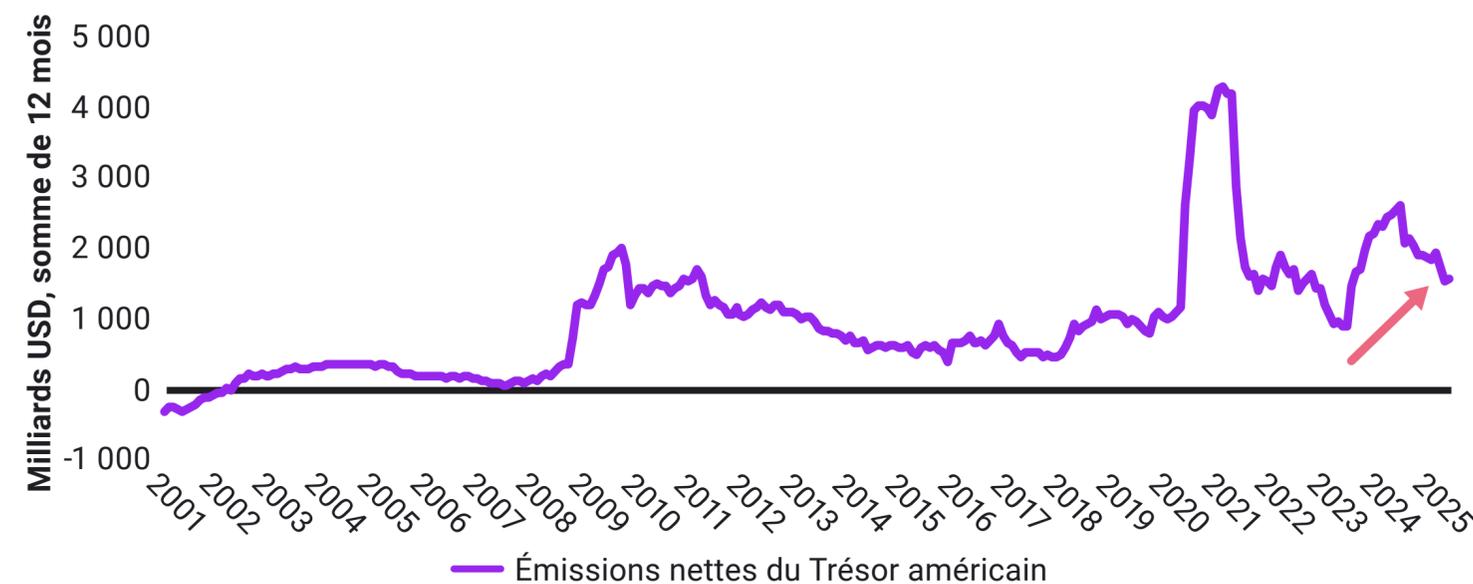
La mondialisation a alimenté l'expansion des marges de l'indice S&P 500
 Dynamique d'expansion des marges des entreprises manufacturières de l'indice S&P 500 : 2024 vs 2000



Source : Census Bureau des États-Unis, Bureau of Labor Statistics des États-Unis, rapports d'entreprise, analyse et estimations d'Empirical Research Partners. Au 6 juin 2025.

FIGURE 15

Les émissions de titres du Trésor restent élevées



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2001 à avril 2025.

Les dépenses budgétaires excessives ne sont pas un phénomène propre aux États-Unis. Au Japon, les adjudications d'obligations du gouvernement japonais ont été particulièrement faibles le 20 mai (la demande la plus faible en dix ans), et le premier ministre a comparé la situation financière du pays à celle de la Grèce. Cela a fait grimper les taux de rendement obligataires à 30 ans à des niveaux records, avec une hausse de près d'un demi-pour cent pour le seul mois de mai.

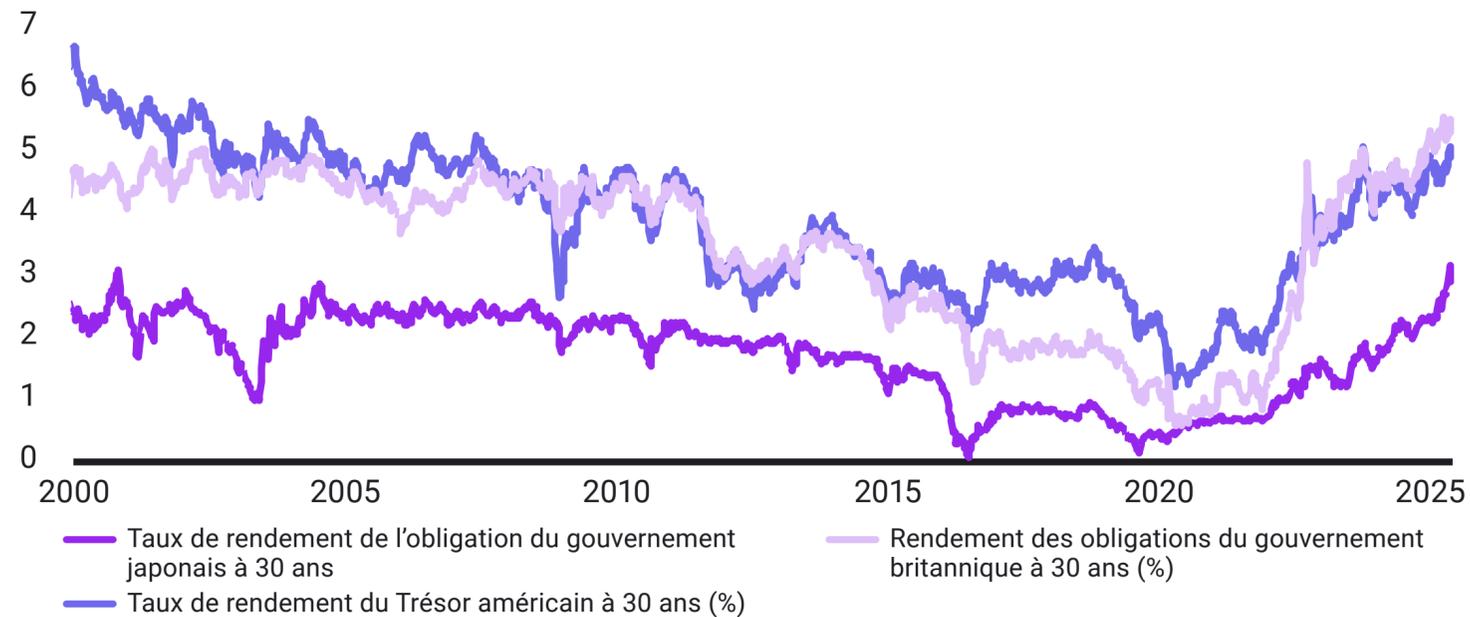
Malheureusement, les acheteurs étrangers seront peu tentés par les bons du Trésor américain pour l'instant. En l'état actuel des choses, les investisseurs japonais et européens

obtiennent des rendements élevés sur leurs obligations nationales, une fois pris en compte les coûts de couverture du risque de change.

En fin de compte, les coûts d'emprunt à long terme des grandes économies sont en hausse, car les investisseurs s'interrogent sur la capacité des gouvernements à couvrir des déficits budgétaires colossaux. Les investisseurs mettent en garde contre le fait que les gouvernements ne peuvent pas continuer à emprunter au rythme actuel, notamment en raison des tensions commerciales et de l'inflation persistante qui réduisent la probabilité d'un assouplissement radical de la politique monétaire, en particulier aux États-Unis et au Japon.

FIGURE 16

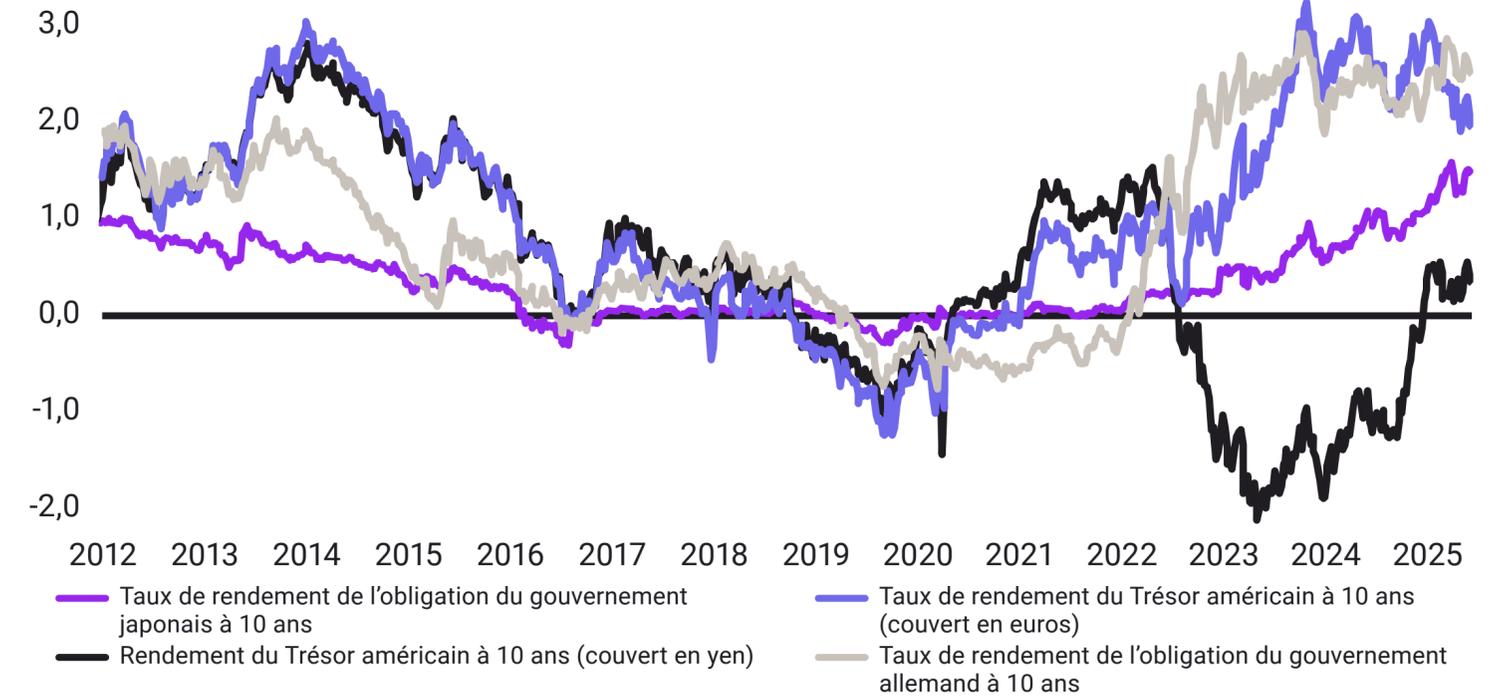
Japon : pays du rendement levant



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2000 à juin 2025.

FIGURE 17

Rien de mieux que chez soi? Une fois la couverture de change prise en compte, les obligations d'État américaines ne sont plus aussi attrayantes.



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2012 à juin 2025.

“ Les coûts d'emprunt à long terme des grandes économies sont en hausse, car **les investisseurs s'interrogent sur la capacité** des gouvernements à couvrir des déficits budgétaires colossaux. ”

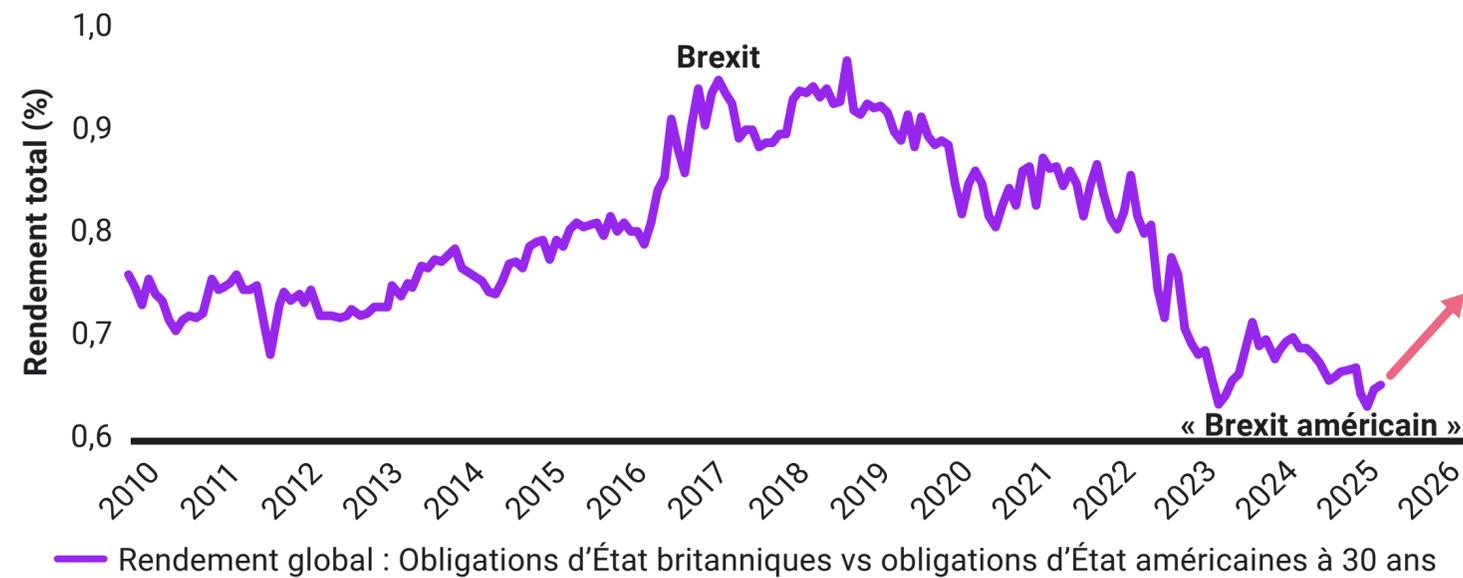
Comparaison entre le protectionnisme américain de 2025 et le Brexit de 2016

Au vu de la nouvelle politique américaine de désengagement significatif vis-à-vis d'une grande partie du reste du monde, il est intéressant de comparer la toile de fond actuelle au vote britannique de 2016 en faveur de la sortie de l'Union européenne. À cet égard, les tarifs douaniers de M. Trump peuvent être comparés à un « Brexit américain ».

Le vote du Brexit en 2016, et le protectionnisme qu'il a déclenché, ont eu pour conséquence que l'inflation britannique (réelle et attendue) a bondi par rapport à celle des États-Unis. En outre, la « rébellion économique » du Brexit a fait perdre aux fonds d'État leur qualité de valeur refuge privilégiée auprès des investisseurs. En conséquence, le Brexit a marqué le début d'une majeure sous-performance structurelle des emprunts d'État britanniques. Ainsi, si les tarifs douaniers de Trump s'apparentent à un Brexit américain, la même chose pourrait-elle se reproduire si les obligations du Trésor américain subissaient une perte similaire de leur qualité de valeur refuge privilégiée dont elles jouissent depuis longtemps?

FIGURE 18

Si les tarifs douaniers de M. Trump s'apparentent à un Brexit américain, les obligations américaines pourraient afficher un rendement inférieur.



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2010 à juin 2025.



“

*Si les tarifs douaniers de Trump s'apparentent à un Brexit américain, **la même chose pourrait-elle se reproduire** si les obligations du Trésor américain subissaient une perte similaire de leur qualité de valeur refuge privilégiée dont elles jouissent depuis longtemps?*

”

IMPLICATIONS À LONG TERME DE L'EFFRITEMENT DE L'EXCEPTIONNALISME AMÉRICAIN

Depuis la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis sont clairement l'économie la plus importante du monde. Ce privilège leur a conféré des avantages tangibles de taille. Le dollar américain est la première monnaie de réserve mondiale, car sa valeur commerciale internationale est la plus élevée. Cela a permis au pays de bénéficier de taux d'intérêt d'équilibre plus bas qu'il ne l'aurait fait autrement. Les consommateurs ont bénéficié de ces taux plus bas, ce qui a contribué à leur consommation. Parallèlement, les décideurs politiques ont été en mesure d'émettre des emprunts d'État pratiquement sans limite et la Fed a pu augmenter considérablement son bilan sans trop de dommages pour la monnaie.

La décision politique erratique de M. Trump remet en question ces avantages. Freiner le commerce mondial via des tarifs douaniers massifs pourrait réduire l'accumulation de dollars américains et les flux de capitaux vers les marchés américains. Un dollar plus faible, combiné à moins de dollars américains disponibles pour recirculer vers les États-Unis, pourrait au final offrir moins de flexibilité aux décideurs politiques américains pour s'engager dans

des mesures de relance budgétaire et monétaire. Les consommateurs américains pourraient avoir moins de pouvoir d'achat à l'avenir si le dollar américain s'affaiblit alors que les taux d'intérêt sont plus élevés qu'ils ne le seraient autrement.

La prime de risque des actions américaines reste faible, mais est-ce justifié?

Malgré toutes les turbulences survenues jusqu'à présent en 2025, la prime de risque des actions américaines reste très faible. Nous nous interrogeons sur le bien-fondé de ce phénomène.

À notre avis, le paysage économique et financier ne justifie pas une prime de risque aussi faible, étant donné que :

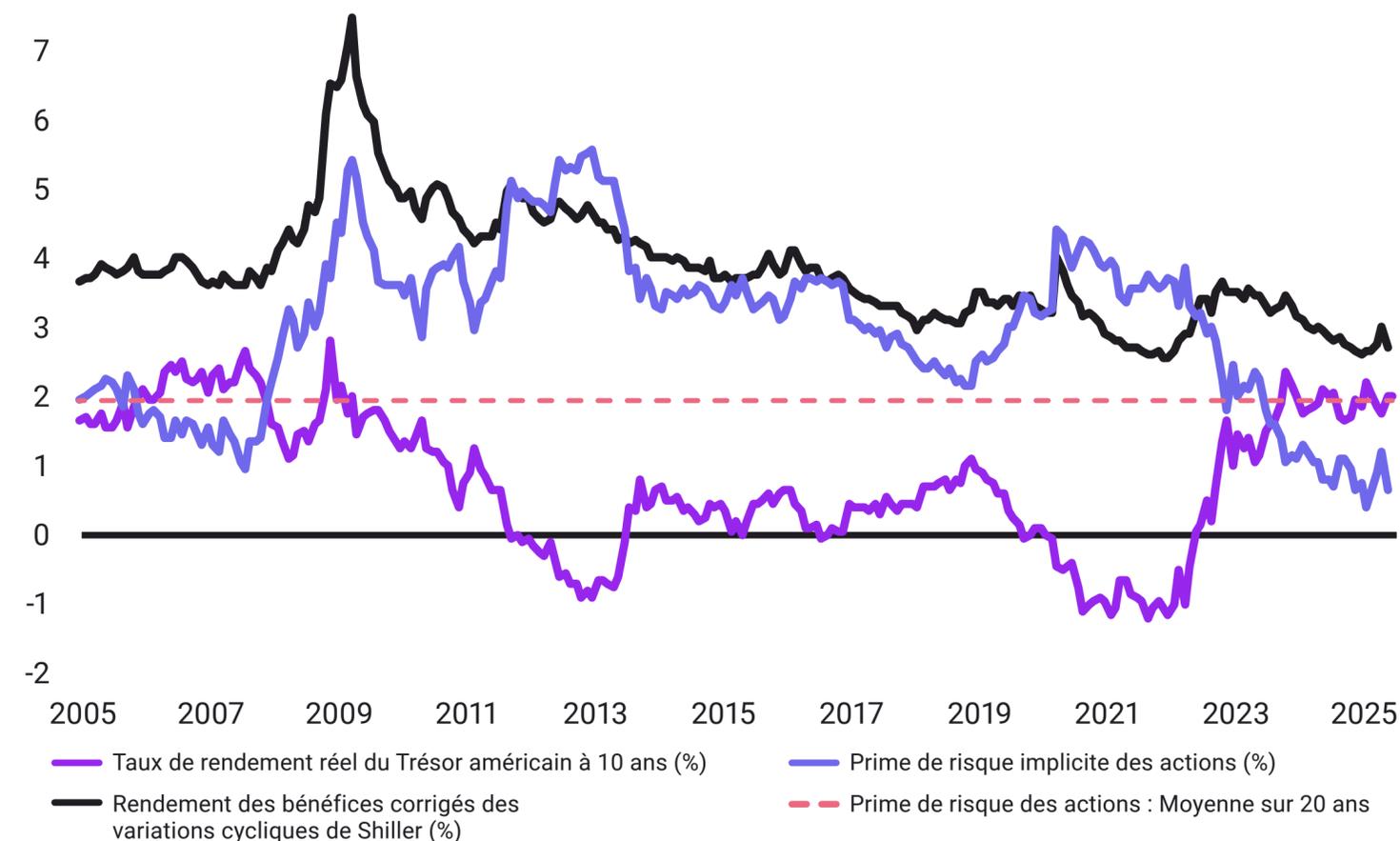
- les craintes de récession augmentent,
- les craintes d'inflation ne se sont pas apaisées,
- la Fed ne semble pas pressée de réduire ses taux,
- les flux se rééquilibrent au détriment des États-Unis.

En supposant que les bénéfices des entreprises restent stables, que le taux de rendement réel actuel de 2 % sur le Trésor américain à 10 ans soit maintenu et que la prime de risque des actions revienne à sa moyenne de 2,0 % sur 20 ans, l'indice S&P 500 pourrait se négocier autour de la barre des 4 000 points de base.

“
Malgré toutes les turbulences survenues jusqu'à présent en 2025, la prime de risque des actions américaines **reste très faible**.
”

FIGURE 19

La prime de risque des actions est historiquement basse



Source : Robert Shiller, Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2005 à juin 2025.

Cependant, le marché américain n'est pas un monolithe

Le marché américain des actions est essentiellement composé de deux marchés : les « Sept magnifiques » et les autres. Les Sept magnifiques entreprises américaines sont dans une position unique. Nombre d'entre elles sont nées des cendres de la bulle Internet qui a éclaté après l'an 2000 pour devenir des entreprises à croissance rapide et à flux de trésorerie soutenus par de formidables défenses concurrentielles entourant leurs activités.

Le fait que bon nombre de ces sociétés soient à nouveau gagnantes dans le domaine émergent de l'intelligence artificielle les place dans une situation extrêmement privilégiée. Leurs grandes capitalisations boursières, combinées à une forte croissance des bénéfices et à d'excellents potentiels pour l'avenir, ont un impact considérable sur la performance et la valorisation de l'indice S&P 500. Ce phénomène est visible dans le graphique ci-dessous, qui mesure les valorisations de différents segments du marché boursier américain. Une bonne partie de la différence entre le multiple C/B à terme de 21 fois de l'indice S&P 500 et le multiple de 17 fois de l'indice S&P 500 Equal Weighted peut être attribuée aux actions des Sept magnifiques.

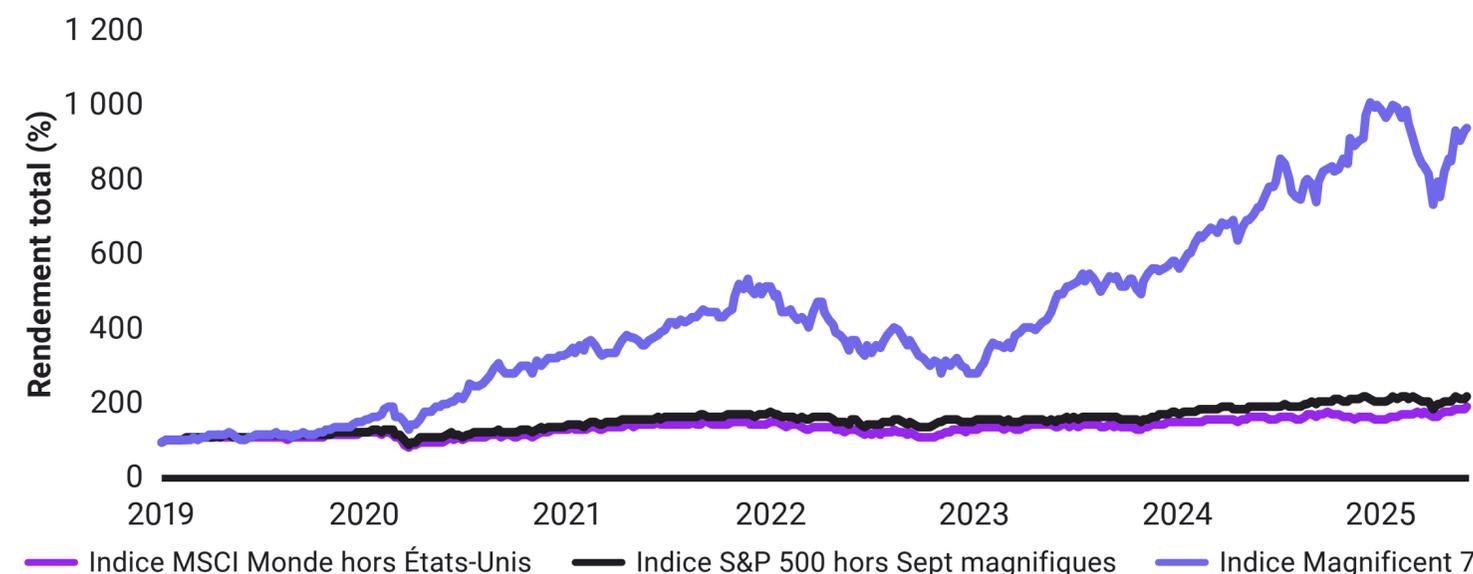
La montée en puissance des actions des Sept magnifiques avec le début de la thématique de l'IA a également contribué à l'effondrement de la prime de risque des actions au cours des dernières années. Par conséquent, à moins d'un résultat macroéconomique plus défavorable que prévu, nous ne nous attendons pas à ce que l'indice S&P 500 passe sous le plancher des

4 000. Nous pensons toutefois qu'une mise à l'épreuve des tarifs douaniers les plus bas du Jour de la libération, autour de 4 800, est certainement possible si les tensions commerciales réapparaissent après l'expiration des réductions tarifaires de 90 jours, alors même qu'une toile de fond plus stagflationniste se profile.

Les actions internationales affichent désormais un rendement supérieur à celui des actions américaines

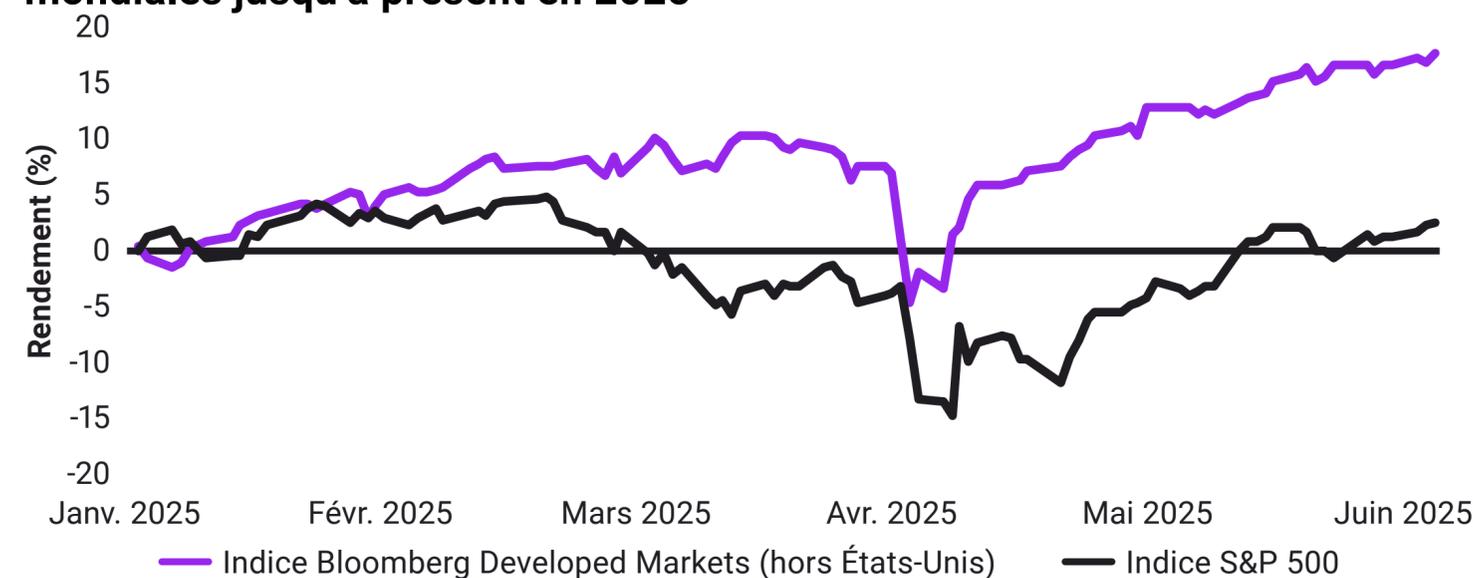
Pendant des années, les actions américaines ont nettement surpassé leurs homologues étrangères. Mais ce n'est plus le cas depuis quelque temps. Si cela peut s'expliquer en partie par un rééquilibrage des flux au détriment des États-Unis en raison d'un certain effritement du thème de l'exceptionnalisme américain, il existe d'autres raisons macroéconomiques qui expliquent ce rendement supérieur. Nombre de pays en dehors des États-Unis ont réduit leurs taux d'intérêt pour stimuler leur économie, et leurs consommateurs et leurs entreprises subissent moins de pressions sur les prix du fait des tarifs douaniers. Qui plus est, ces marchés ont tendance à être moins chers que les États-Unis, ce qui a attiré les investisseurs axés sur la valeur qui s'inquiètent des valorisations élevées aux États-Unis. La confluence de ces facteurs a contribué à ce que les actions américaines soient à la traîne de leurs homologues des marchés développés mondiaux dans une mesure sans précédent depuis le début de l'année.

FIGURE 20
Les Sept magnifiques faussent la performance des indices américains



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2019 à juin 2025.

FIGURE 21
Les actions américaines sont à la traîne par rapport à leurs homologues mondiales jusqu'à présent en 2025



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2025 à juin 2025.

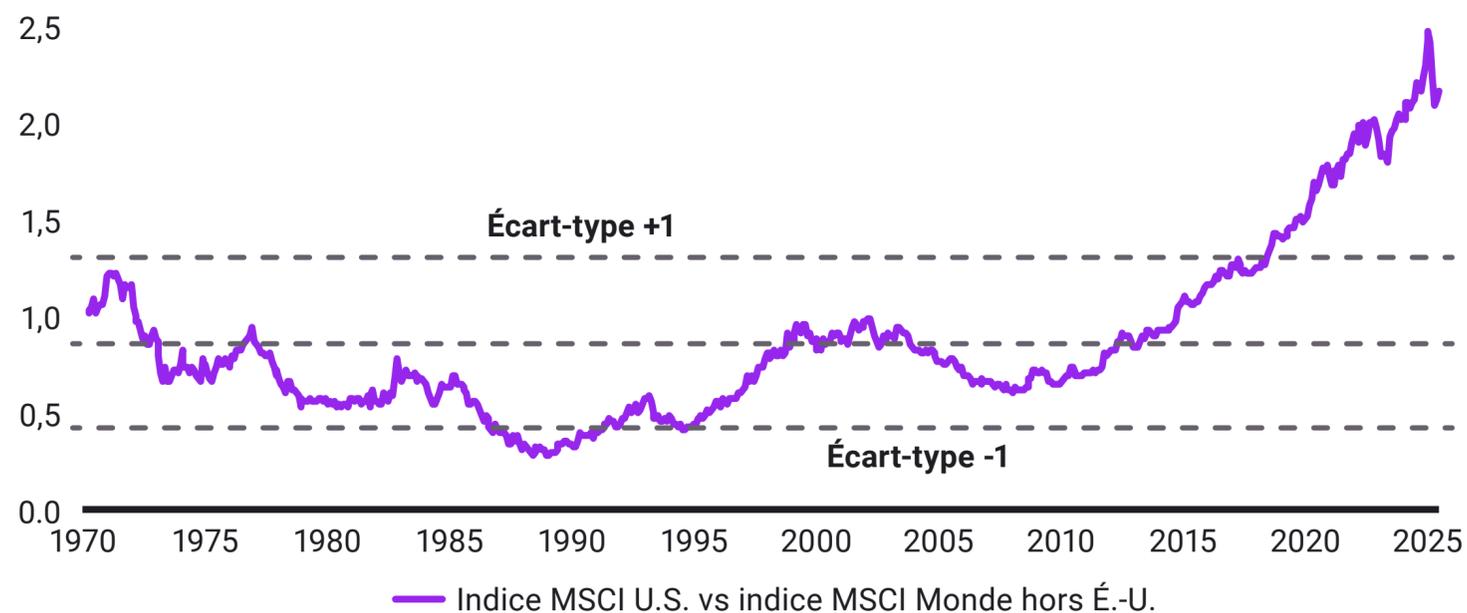
Il est possible que ce rendement supérieur se poursuive, car les tendances récentes sont à peine perceptibles sur les graphiques à long terme...

...et les données de valorisation confirment l'idée que les actions internationales semblent toujours moins chères que les marchés américains sur la base des multiples de bénéfices prévisionnels.

FIGURE 22

Les actions internationales ont encore de la marge sur une base relative

Performance relative de l'indice MSCI U.S. par rapport à l'indice MSCI Monde hors É.-U.



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 1970 à juin 2025.

“ Les actions internationales **semblent toujours moins chères** que les marchés américains en termes de multiples de bénéfices prévisionnels. ”

Bien entendu, les États-Unis sont les seuls à disposer des sociétés Sept magnifiques, ce qui fausse quelque peu ces comparaisons. Mais, comme nous l'avons noté, les attentes des consommateurs en matière d'inflation ont augmenté aux États-Unis en raison des préoccupations liées aux tarifs douaniers, ce qui n'est pas le cas dans de nombreuses autres grandes économies où les ménages s'attendent à des prix plus stables. Des anticipations d'inflation plus faibles permettent aux banques centrales non américaines de mener une politique monétaire stimulante par rapport à la Fed américaine, qui reste en territoire restrictif.

Capitalisation boursière des Sept magnifiques

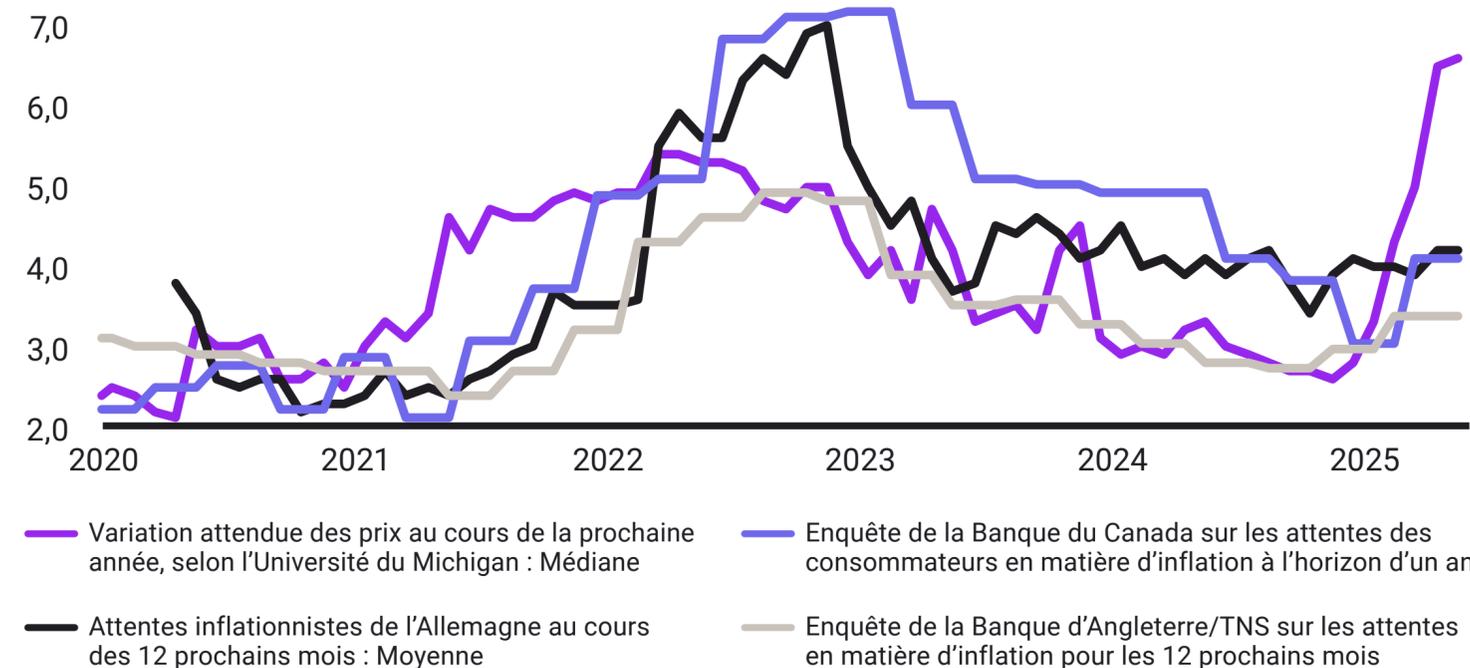
16,7
billions de dollars (USD)

* Au 31 mai 2025

Source : [Capitalisation boursière des entreprises](#)

FIGURE 23

Les prévisions d'inflation de l'Allemagne, du Canada et du Royaume-Uni restent modérées



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2020 à juin 2025.

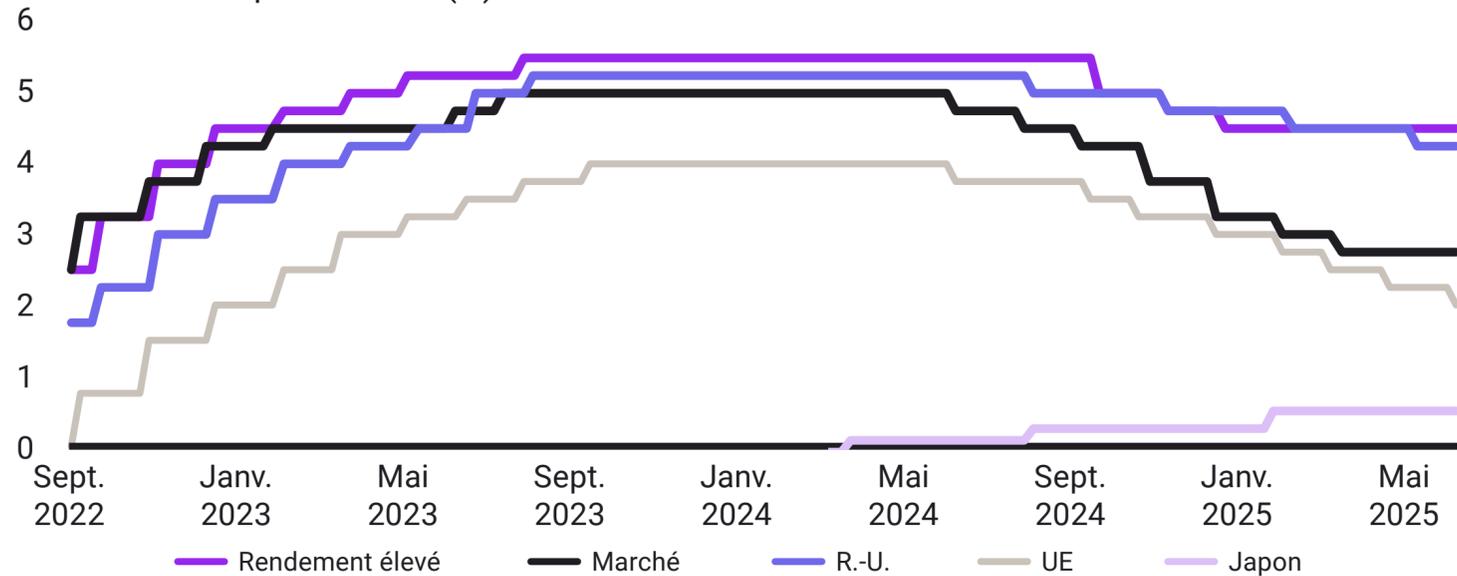
La croissance monétaire devrait également constituer un vent favorable pour les économies du reste du monde. Après avoir atteint un niveau plancher d'environ 0 % en glissement annuel, elle s'est depuis lors fortement redressée.



FIGURE 24

Les banques centrales non américaines ont fixé des taux d'intérêt inférieurs à ceux de la Fed

Taux de la banque centrale (%)

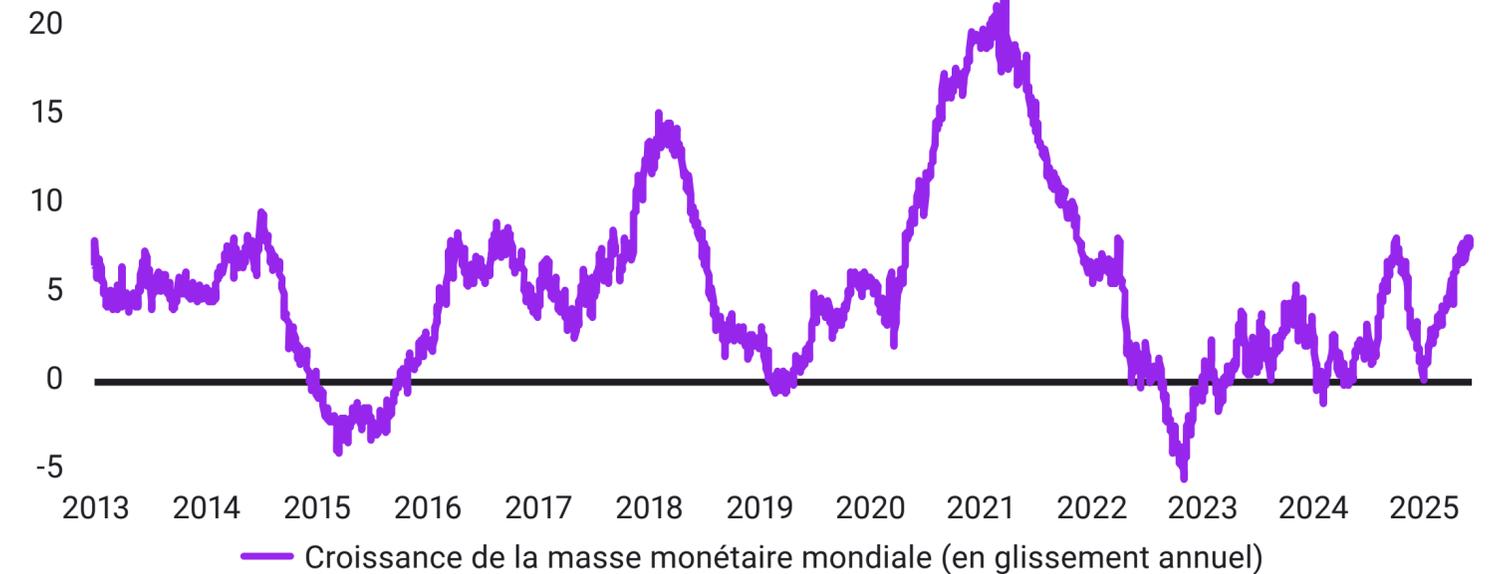


Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Septembre 2022 à juin 2025.

“
En supposant que les dépenses en matière de défense augmentent, l'Allemagne pourrait enregistrer des déficits budgétaires allant jusqu'à
5 % du PIB.
 ”

FIGURE 25

La croissance monétaire mondiale est en hausse



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Septembre 2013 à juin 2025.

La relance budgétaire à la rescousse?

De plus, la guerre commerciale a suscité une relance budgétaire plus marquée dans le monde entier, ce qui pourrait permettre à certains pays de coussiner les effets de la politique tarifaire américaine alors même que leurs banques centrales réduisent leurs taux.

Prenons l'exemple de l'Allemagne. Comme le note JP Morgan, les récents changements apportés au cadre fiscal du pays permettent une puissance de feu considérable qui n'était pas possible auparavant⁷.

En supposant que les dépenses en matière de défense augmentent, l'Allemagne pourrait enregistrer des déficits budgétaires allant jusqu'à 5 % du PIB. Fitch Ratings estime que les nouvelles dépenses pourraient ajouter 0,4 % par an à la croissance au cours de la période de 2025 à 2027⁸.

Il y a fort à parier que l'Allemagne ne sera pas la seule à ouvrir le robinet. La Chine, par exemple, pourrait également prendre des mesures pour stimuler sa propre économie. En bref, si les tarifs douaniers ont infligé des dommages à court terme à de nombreux pays, les mesures de relance budgétaire pourraient de plus en plus amortir le choc.

⁷ Investing.com, JP Morgan, « Equity Strategy: Could Some of the Long-held US Positives, and Europe Negatives, Be Turning? », le 12 mai 2025.

⁸ Fitch Ratings, « German Spending Plans Show Willingness to Use Fiscal Space for Geopolitical, Growth Challenges », le 18 mars 2025

Le tourisme est réorienté

Il est désormais bien connu que de nombreux touristes internationaux décident de ne pas se rendre aux États-Unis, ce qui ne signifie pas pour autant qu'ils restent chez eux. Le tourisme continue de prospérer, et d'autres pays en profitent. Oxford Economics estime à 9 % la baisse du nombre total de visiteurs étrangers aux États-Unis en 2025 et à 8,5 milliards de dollars la diminution des dépenses qui y sont liées⁹. Pourtant, Booking Holdings, ainsi que de nombreuses chaînes hôtelières, font état d'un volume d'affaires florissant à l'étranger¹⁰. La substitution des visiteurs étrangers, qui pénalise les États-Unis, est un gain pour le reste du monde.

Les flux commerciaux se modifient

Les politiques tarifaires américaines obligent les pays à trouver de nouveaux marchés pour leurs marchandises, plus ouverts et moins coûteux que les États-Unis. Le graphique ci-dessous illustre le fait que la Chine, en particulier, s'est bien préparée aux tarifs douaniers américains à cet égard. Ses exportations ont atteint un niveau record. Qui plus est, le reste du monde pourrait bénéficier de la déflation exportatrice de la Chine, qui cherche à détourner les marchandises du marché américain où elle est confrontée à des tarifs douaniers et à les « écouler » sur d'autres marchés ouverts à ses produits bon marché.

Douleur à court terme pour un gain à long terme

Il ne fait aucun doute qu'à court terme, les tarifs douaniers de M. Trump ont causé à tout le moins une certaine douleur à court terme pour le reste du monde. Mais peut-être qu'à plus long terme, ces mesures ne seront pas si négatives que cela. La réduction de la dépendance à l'égard des États-Unis obligera les autres pays à stimuler la consommation intérieure tout en explorant les moyens d'améliorer la productivité. Au Canada, par exemple, des efforts concertés ont été déployés pour supprimer les barrières commerciales interprovinciales afin de favoriser un meilleur environnement commercial au sein du pays.

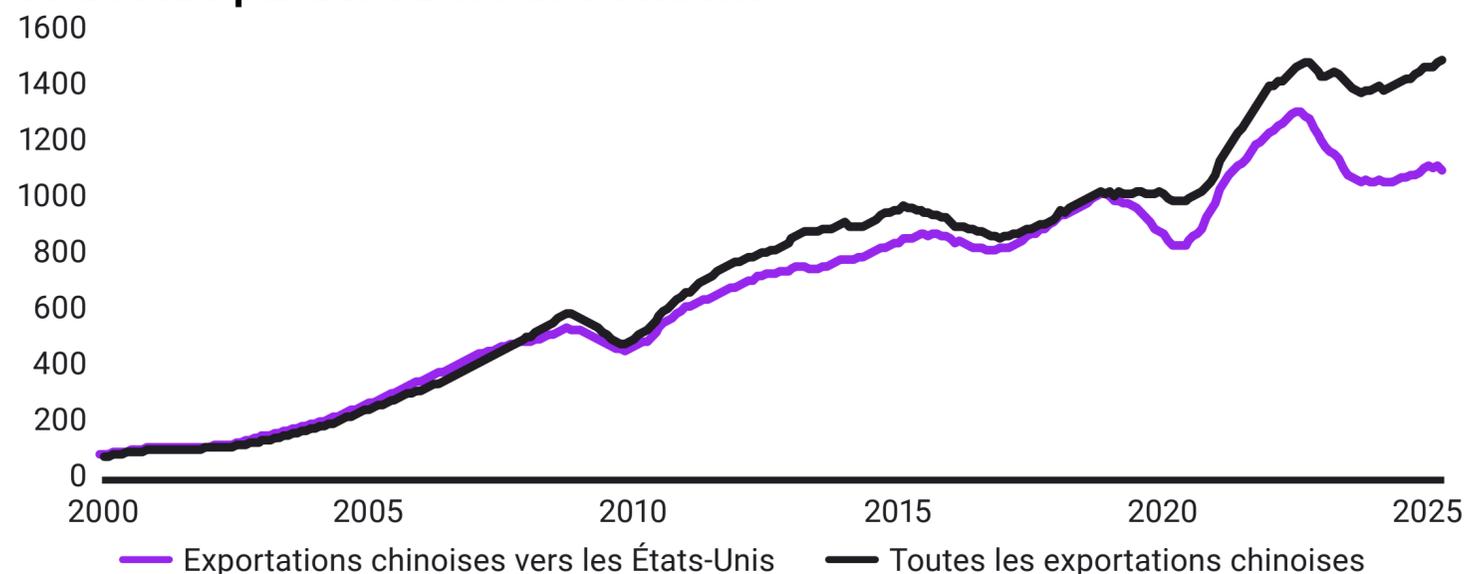
8,5 G\$

baisse prévue des dépenses des visiteurs internationaux d'une année sur l'autre pour les États-Unis.

Source : [Les perspectives négatives pour les voyages aux États-Unis ne se sont pas atténuées](#)

FIGURE 26

L'augmentation des exportations chinoises vers le reste du monde pourrait se traduire par une baisse de l'inflation



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2000 à août 2025.

⁹ CNBC, « Fewer international tourists are visiting the U.S. — economic losses could be 'staggering,' researchers estimate », le 28 mai 2025.

¹⁰ Reuters, « Booking Holdings posts upbeat quarterly results helped by international travel », le 29 avril 2025.

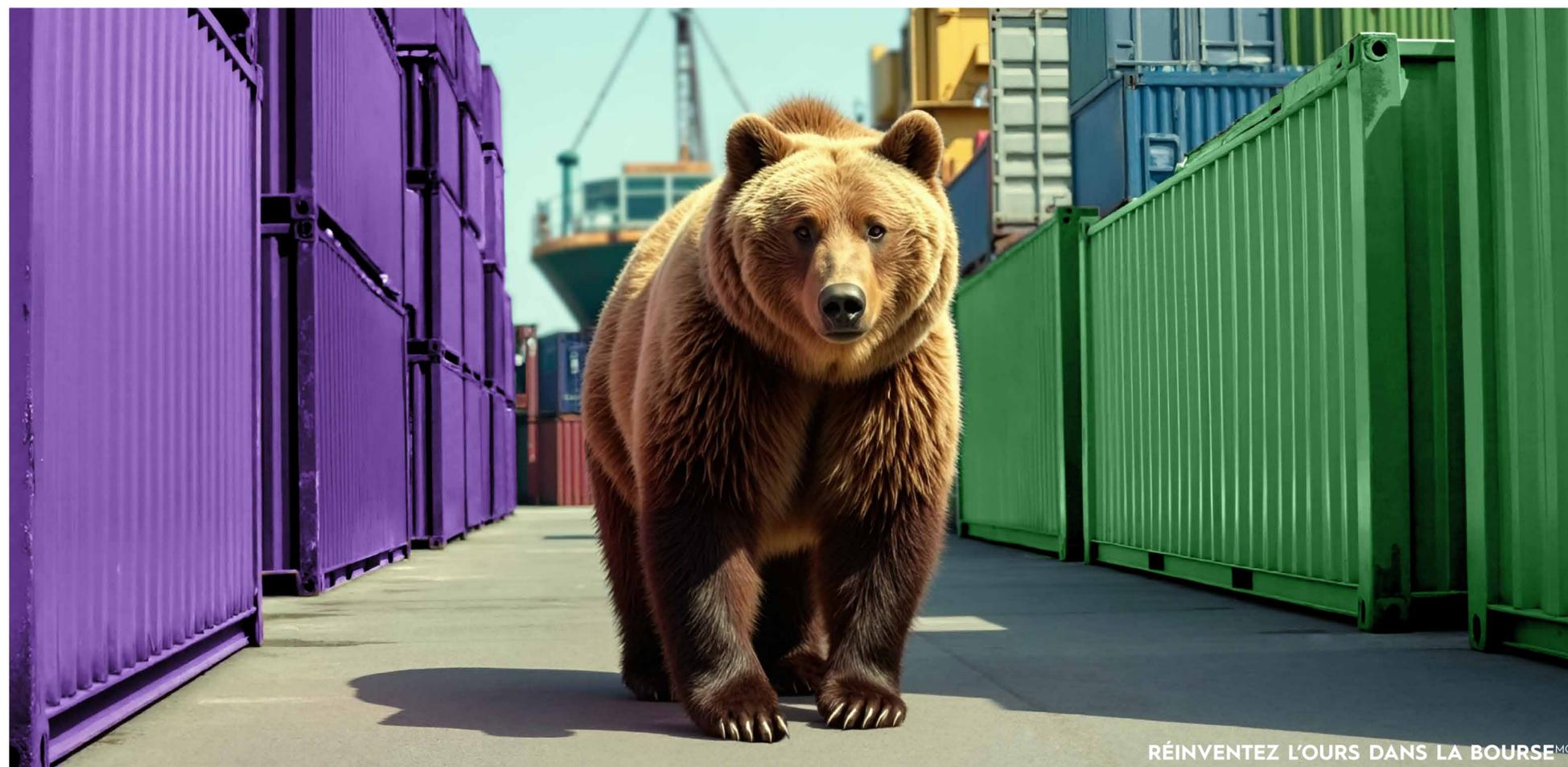


CONCLUSION

La guerre commerciale de l'administration Trump pourrait bien finir sur un bémol, en fonction des caprices du chef du régime ou des réactions des pouvoirs judiciaire ou législatif. Cette situation, ainsi que l'adoption d'un plan de relance ambitieux, le « Big Beautiful Bill », pourrait attirer davantage de flux vers les marchés boursiers, en particulier ceux issus de stratégies plus systématiques et suivies de tendances. Les marchés boursiers du reste du monde pourraient être mieux positionnés à l'avenir, compte tenu des mesures de relance budgétaire et monétaire mises en œuvre dans de nombreux pays, ainsi que des tentatives à plus long terme visant à stimuler la productivité et la consommation.

Cependant, les actions américaines, en particulier, ont retrouvé des valorisations vertigineuses et les risques abondent à l'aube du second semestre de l'année. Les reports des tarifs douaniers américains pourraient être annulés à mesure que les échéances des nouveaux accords se rapprochent. Cela pourrait se produire sur fond de forces stagflationnistes à plus court terme, ce qui amplifierait les mauvaises nouvelles. Si les rendements obligataires continuent d'augmenter à mesure que le thème de l'exceptionnalisme américain s'essouffle, la situation pourrait encore s'aggraver. Il semble que le rapport risque/récompense dans la chasse aux rendements boursiers ne soit pas très attrayant à l'heure actuelle. Les niveaux de volatilité implicite diminuant, le moment est peut-être venu d'ajouter une protection contre les baisses.

La longue hausse des actions n'a pas été uniformément répartie. Les actions américaines ont clairement été les plus prisées. Elles pourraient cependant devenir les principales perdantes du prochain marché baissier, et les investisseurs qui se concentrent sur les actions internationales, relativement moins chères, pourraient en tirer profit.



RÉINVENTEZ L'OURS DANS LA BOURSE^{MC}

“ *Les marchés boursiers du reste du monde **pourraient être mieux positionnés à l'avenir**, compte tenu des mesures de relance budgétaire et monétaire mises en œuvre dans de nombreux pays, ainsi que des tentatives à plus long terme visant à stimuler la productivité et la consommation.* ”

03.

PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'ACTION

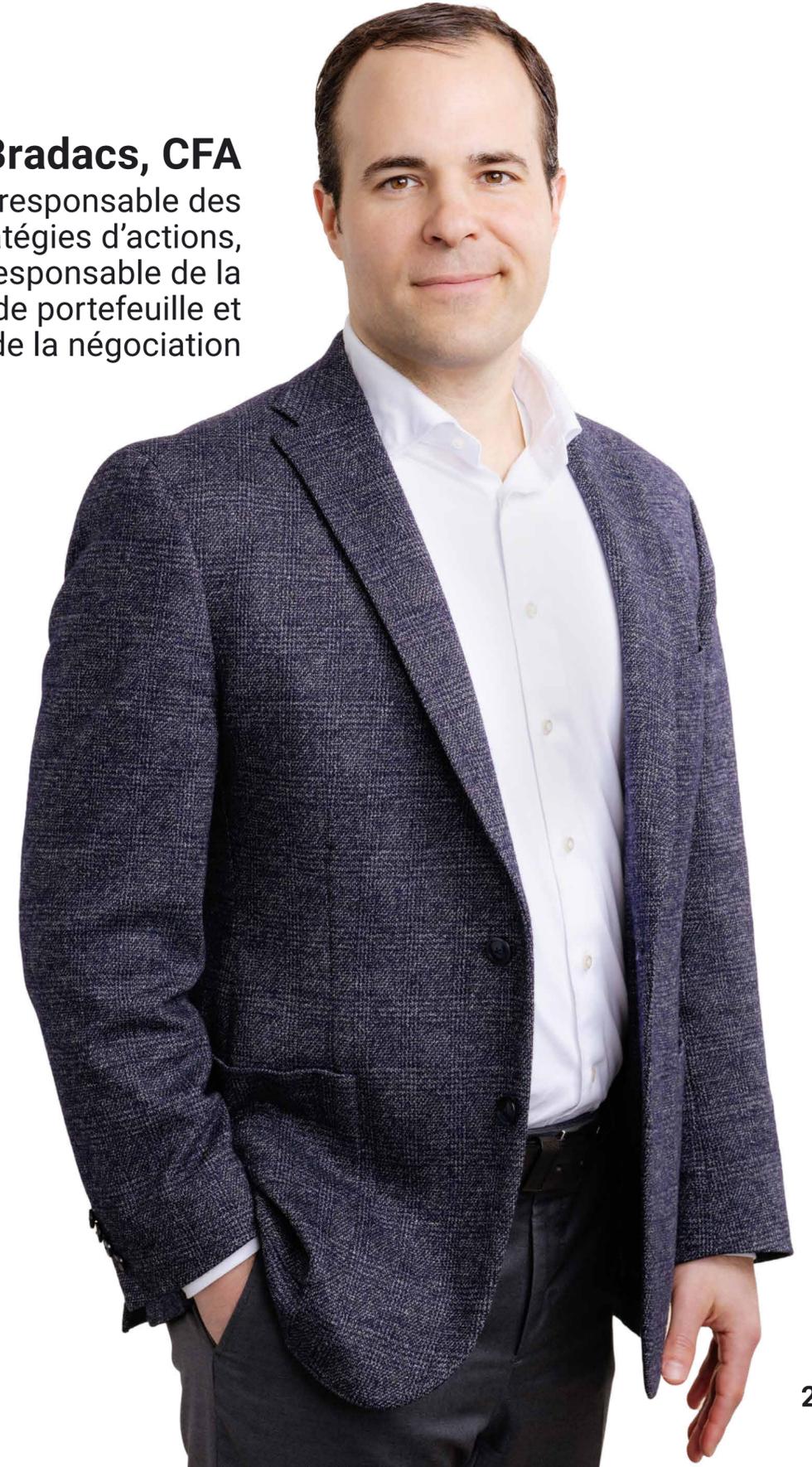
Rob Poole, CFA

Co-responsable des stratégies
des actions, chef de la recherche
fondamentale sur les actions



Jeff Bradacs, CFA

Co-responsable des
stratégies d'actions,
responsable de la
gestion de portefeuille et
de la négociation



APRÈS LE CHOC, UN NOUVEAU PELOTON DE TÊTE

Le début de l'année 2025 a été tout sauf prévisible pour les investisseurs en actions.

Depuis notre dernière mise à jour, les marchés ont connu des fluctuations spectaculaires, à tel point qu'un investisseur qui aurait pris congé au début du mois de mars et serait revenu au début du mois de mai aurait trouvé les principaux indices pratiquement inchangés, en dépit d'une volatilité en dents de scie dans l'intervalle. Ce contexte instable a mis à rude épreuve la plupart des acteurs du marché, qui ont été confrontés à des baisses brutales et à des rebonds rapides sous l'effet des changements de politique et de sentiment.

L'annonce des tarifs douaniers a déclenché un plongeon, suivi d'un rebond spectaculaire

- Le mouvement de vente du premier trimestre a été déclenché par l'annonce inattendue de tarifs douaniers radicaux, que certains ont surnommé « Jour de la libération » et qui ont pris les marchés au dépourvu, tant par leur ampleur que par leur mise en œuvre.
- Le manque de clarté quant à la finalité de l'administration a créé de l'incertitude, effrayant les investisseurs et déclenchant une chute brutale de 15 % de l'indice S&P 500 jusqu'à la fin du mois d'avril.
- Mais le rebond qui a suivi a été tout aussi spectaculaire, l'indice S&P 500 se redressant de 18 % au fur et à mesure de l'apparition de nouveaux développements positifs.

- Notamment, l'annonce d'une pause de 90 jours sur les tarifs douaniers pour les pays autres que la Chine a apporté un répit bien nécessaire, signalant que le scénario le plus pessimiste pourrait déjà être intégré et que la position agressive de l'administration pourrait être revue à la baisse.

Les bénéfices et les dépenses de consommation soutiennent les actions

La saison des bénéfices du premier trimestre et la divergence entre les données objectives et subjectives ont également contribué au rebond du marché. Si le PIB américain a reculé en raison de la hausse des importations, les dépenses de consommation sont restées robustes et ne dépendent pas excessivement du crédit, ce qui rassure les investisseurs inquiets d'un ralentissement économique plus large.

“

*Ce **contexte instable** a mis à rude épreuve la plupart des acteurs du marché, qui ont été confrontés à des baisses brutales et à des rebonds rapides sous l'effet des changements de politique et de sentiment.*

”

Changements au sein du peloton de tête : dynamiques et extrêmes

Au début de l'année, les investisseurs se sont rués sur les actions à mégacapitalisation liées à l'IA, une tendance qui s'est transformée de momentum (MOMO) en une peur de manquer la vague (FOMO). Toutefois, les avancées annoncées par DeepSeek ont sapé les prévisions de croissance des dépenses d'investissement à long terme, entraînant un brusque retournement de l'indice Nasdaq Composite et une perte de près de 1 000 milliards de dollars (USD) en capitalisation boursière pour Nvidia, le leader de l'IA.

- Les investisseurs se sont rapidement repositionnés, le peloton de tête évoluant vers d'autres valeurs de croissance et propulsant les marchés vers de nouveaux sommets – tout cela pour que l'élan se défasse à nouveau, les inquiétudes tarifaires refaisant surface.
- Le facteur de momentum a connu l'une de ses baisses les plus rapides en 40 ans, les investisseurs se tournant vers des actions à faible volatilité pour se protéger.
- Lorsque les marchés se sont à nouveau redressés, les capitaux ont délaissé les titres à faible volatilité pour se tourner vers d'autres secteurs du marché.

Aujourd'hui, le momentum et les positions dominantes du marché sont moins encombrées et plus diversifiées qu'au début de l'année, avec moins de concentration sur un facteur, un thème ou un secteur en particulier.

Bénéfices des entreprises : résilience face à l'incertitude

- Le premier trimestre 2025 a mis en évidence la résilience des entreprises américaines. À l'approche de la saison des bénéfices, les attentes avaient été revues à la baisse en raison des inquiétudes liées aux tarifs douaniers.
- Or, les résultats publiés ont été bien meilleurs que prévu : 63 % des entreprises ont dépassé les estimations de revenus et 78 % les bénéfices par action (BPA)¹¹.
- Plus surprenant encore, les estimations de chiffres d'affaires pour 2025 des entreprises déclarantes ont augmenté de près de 6 % au cours des trois derniers mois, annulant ainsi une partie des réductions antérieures.
- Les secteurs où les entreprises se sont montrées faibles sont généralement ceux qui sont déjà confrontés à des vents contraires structurels, tels que les transports qui doivent faire face à des distorsions de stocks après la COVID et les secteurs manufacturiers qui subissent une contraction prolongée.

¹¹ FactSet, « Q1 2025 by the numbers », le 29 mai 2025.

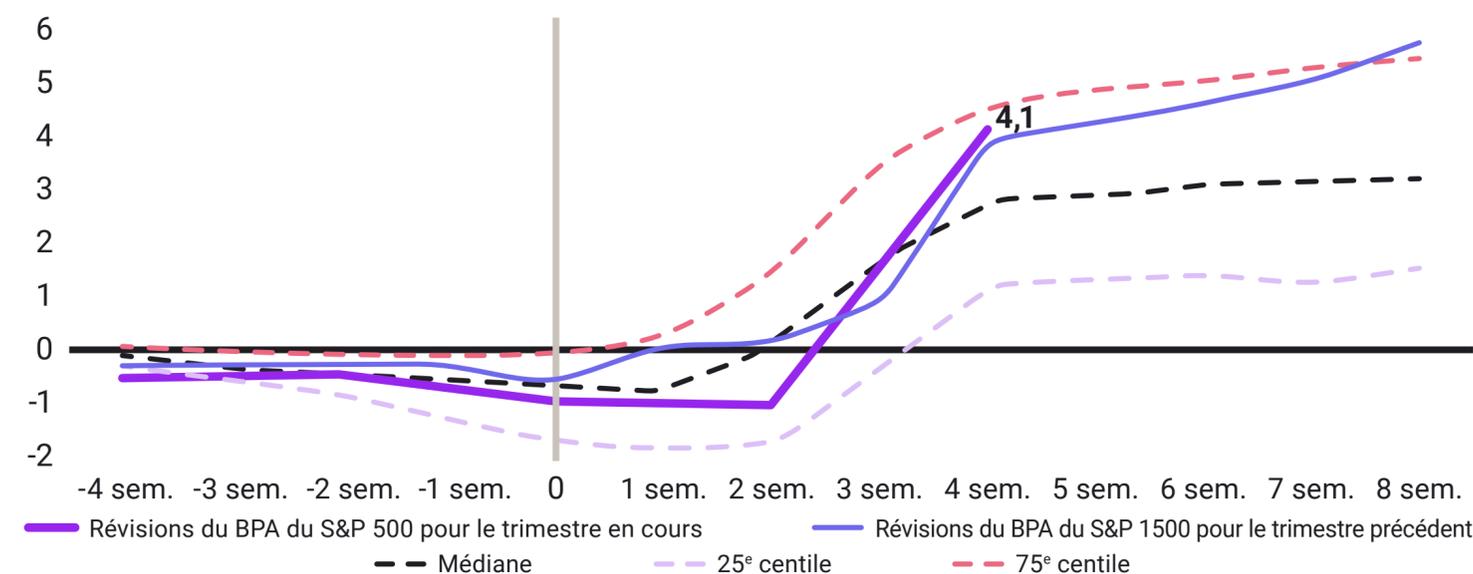
- En ce qui concerne les consommateurs, les commentaires des gestionnaires dans les rapports sur les bénéfices du premier trimestre ont été cohérents : les consommateurs à faible revenu restent généralement sous pression, les consommateurs à revenu élevé sont relativement résistants, et il y a des signes précurseurs d'un ralentissement des dépenses de la cohorte à revenu moyen.
- La faiblesse de la confiance des consommateurs et des données n'a pas encore eu d'impact sur les résultats des entreprises.

Un conte de deux modèles de vente au détail : le nouveau continue de dominer l'ancien

Les détaillants en magasin traditionnels continuent d'éprouver des difficultés, mais les entreprises qui tirent parti du « nouveau consommateur » ont enregistré des résultats remarquables. Amazon.com, Inc., Netflix, Inc., Spotify Technology S.A, The Walt Disney Company, Uber Technologies, Inc. et DoorDash, Inc. ont tous enregistré de solides performances au premier trimestre de l'année, mettant en évidence un contraste frappant avec les entreprises de consommation traditionnelles. Ce changement met en évidence les domaines dans lesquels les dépenses de consommation sont susceptibles de migrer.

FIGURE 1

Les révisions du BPA au premier trimestre surprennent à la hausse (%)



Source : FactSet, Bloomberg, 22V Research.



Les pressions exercées sur les coûts par les tarifs douaniers sont maîtrisables (pour le moment)

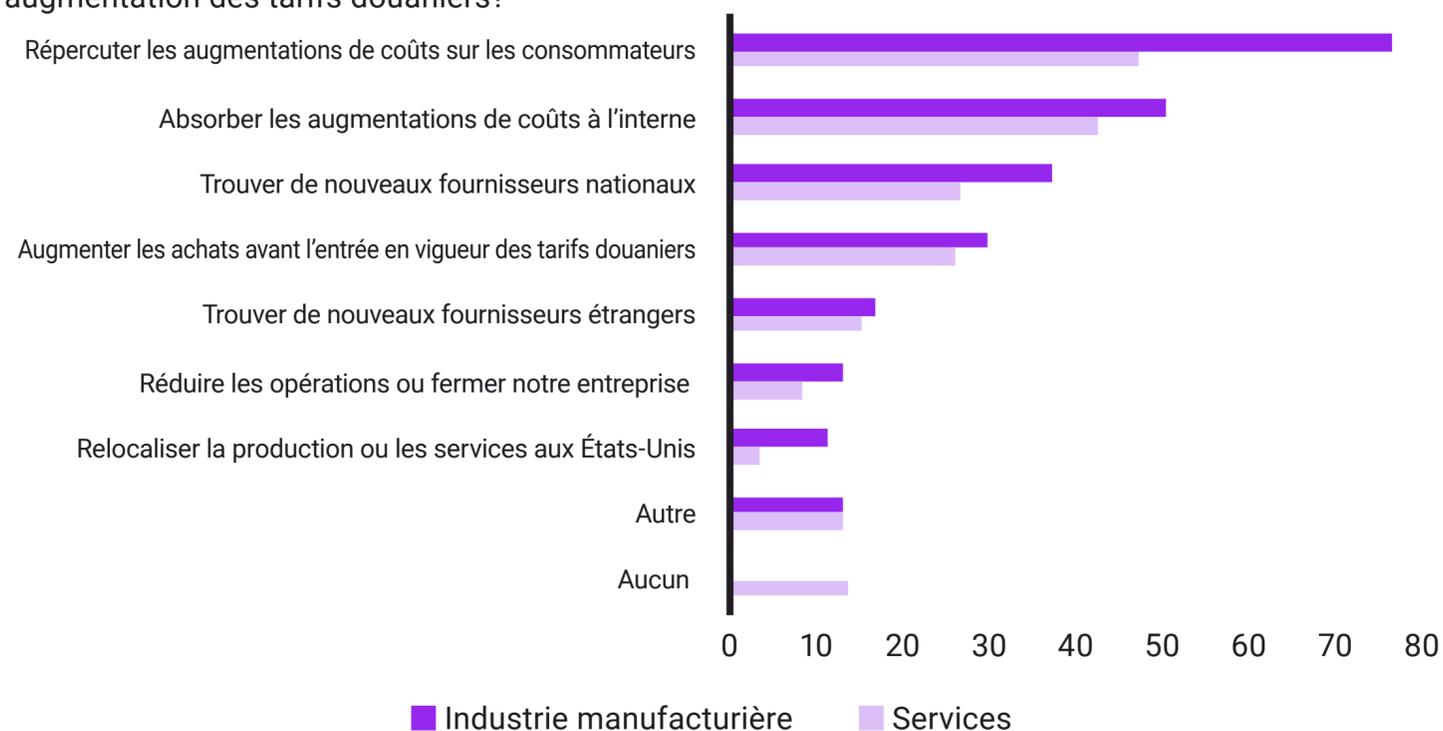
- Les tendances en matière de prévisions révèlent que la plupart des entreprises ont intégré les tarifs douaniers en vigueur dans leurs perspectives, ce qui leur laisse une marge d'ajustement en cas d'entrée en vigueur de nouveaux tarifs.

- Les pressions exercées sur les coûts par les tarifs douaniers à ce jour devraient être maîtrisables et en grande partie atténuées d'ici la fin de l'année, à mesure que les chaînes d'approvisionnement seront remaniées.
- Les sondages réalisés en mai par la Banque fédérale de New York et d'Atlanta ont indiqué que les entreprises répercutent la plupart des hausses de coûts sur les consommateurs, même si certaines d'entre elles hésitent à le reconnaître publiquement en raison de sensibilités politiques.

FIGURE 2

Pour la plupart, les entreprises prévoient de répercuter les coûts des tarifs douaniers

Le cas échéant, quelles mesures prenez-vous (ou prévoyez-vous de prendre) en réponse à l'augmentation des tarifs douaniers?



Source : Banque de la Réserve fédérale de Dallas. Avr. 2025.

Le grand test pour les bénéfiques à venir

- À l'avenir, la question clé est de savoir si la forte incertitude, la faible confiance des entreprises et un éventuel recul des dépenses de consommation finiront par peser sur les bénéfiques.
- Les bénéfiques du début du mois de mai ont peut-être été dopés par une demande anticipée en vue de l'application des tarifs douaniers, ce qui a brouillé le véritable tableau de la demande.
- Les perspectives en matière de logement sont également à surveiller, car la hausse des rendements obligataires pourrait se répercuter sur l'ensemble de l'économie et freiner la croissance.

Les Sept magnifiques sont à nouveau magnifiques. Mais cette tendance est-elle durable?

Les transactions en matière d'IA ont rebondi au cours de la saison des bénéfiques du premier trimestre, les « Sept magnifiques » et d'autres grands investisseurs en immobilisations dans le domaine de l'IA ayant fait preuve de résilience. Meta Platforms Inc. a annoncé dans son rapport sur les résultats du premier trimestre qu'elle augmentait ses prévisions de dépenses en immobilisations pour 2025 de 5,5 milliards de dollars (USD), en raison d'un rendement remarquable des investissements en IA dans la publicité.

Si l'IA reste pour l'instant un secteur prometteur, la question cruciale n'est pas la croissance en 2025, mais la durabilité des taux de croissance à partir de 2026, compte tenu notamment du poids disproportionné de ces entreprises sur les marchés boursiers.

Vigilance requise : les marchés sont vulnérables aux mauvaises surprises au deuxième trimestre

Les actions s'étant redressées depuis les planchers d'avril, toute surprise négative au deuxième trimestre pourrait susciter des réactions disproportionnées, car la marge de sécurité est désormais plus faible. L'anticipation des bonnes nouvelles et l'inversion des flux pourraient rendre les marchés vulnérables plus tard dans l'année.

Malgré la prédominance récente des facteurs macroéconomiques et des périodes de forte corrélation, les changements structurels à plus long terme dans la dynamique des marchés, notamment la réduction de la corrélation et l'augmentation de la dispersion, peuvent continuer à créer des occasions attrayantes pour les gestionnaires compétents de positions acheteur et vendeur de générer de l'alpha grâce à la sélection des titres.

04. PERSPECTIVES EN MATIÈRE DE TITRES À REVENU FIXE

Sam Acton, CFA
Gestionnaire de portefeuille,
co-responsable des titres à revenu fixe



Phil Mesman, CFA
Gestionnaire
de portefeuille,
co-responsable des
titres à revenu fixe



LES MARCHÉS DES TAUX FONT FACE À UN NOUVEAU RISQUE

La volatilité exceptionnelle des taux en avril (fourchette de 71,8 pb sur le rendement du Trésor américain à 30 ans, 4^e mois le plus élevé depuis 2011) a mis en évidence un nouveau risque pour le marché des taux : les investisseurs étrangers réduisant leurs avoirs en titres du Trésor américain en raison de la baisse du dollar américain, de l'incertitude des taux directeurs américains ou simplement pour se rééquilibrer par rapport à un positionnement globalement surpondéré des États-Unis.

- La viabilité budgétaire reste un problème majeur : les dépenses en intérêts continuent d'augmenter plus rapidement que les réductions de dépenses.
- Le reste du monde accroît ses déficits budgétaires, sous l'effet des dépenses liées à la défense et aux mesures de relance.
- Dans l'ensemble, nous pensons que cela pèse sur l'équilibre entre l'offre et la demande, en particulier à l'extrémité de la courbe des taux, qui devrait continuer à se pentifier, et que les taux des bons du Trésor américain à 2 ans et à 10 ans devraient encore baisser de 50 points de base pour revenir à leur moyenne à long terme.

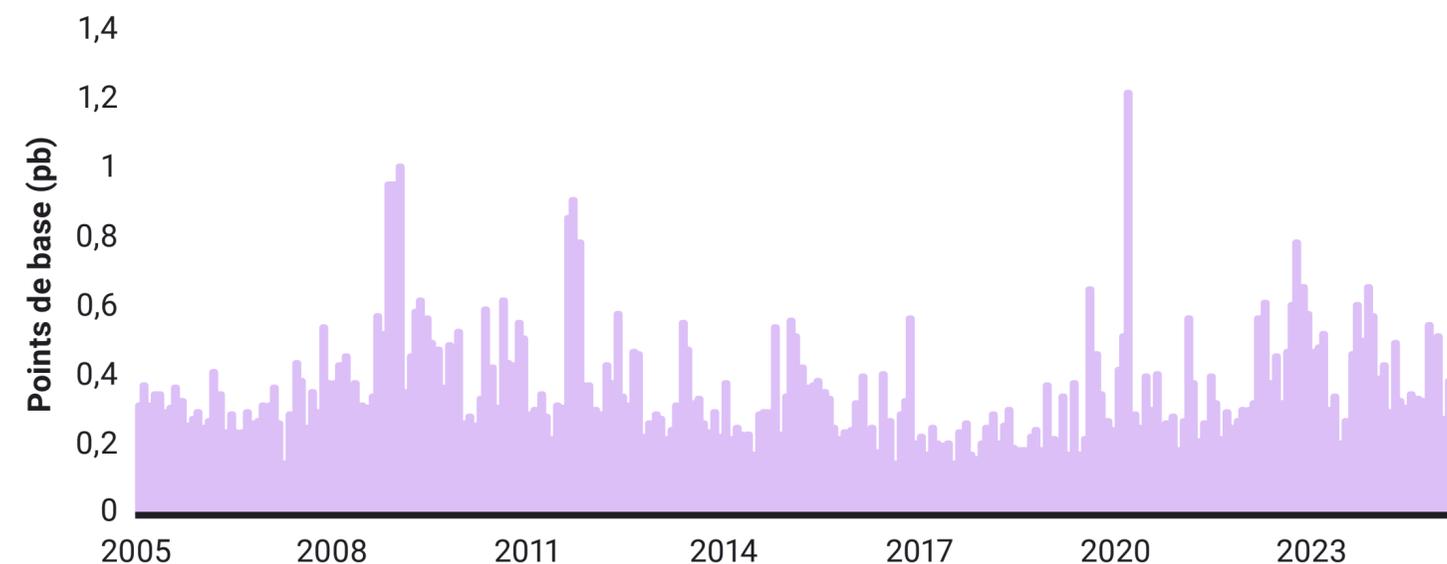
Les investisseurs ont besoin d'un meilleur taux de rendement pour assumer le risque de duration

Nous estimons que les investisseurs auront besoin d'un taux de rendement supérieur à celui des marchés monétaires pour justifier le risque de volatilité des obligations du Trésor à plus long terme. À l'extrémité courte de la courbe, nous estimons que l'impact inflationniste des tarifs douaniers américains limite probablement la capacité de la Fed à anticiper les baisses de taux – et pourrait même l'obliger à être « en retard » si les données sur l'emploi se confirment.



FIGURE 1

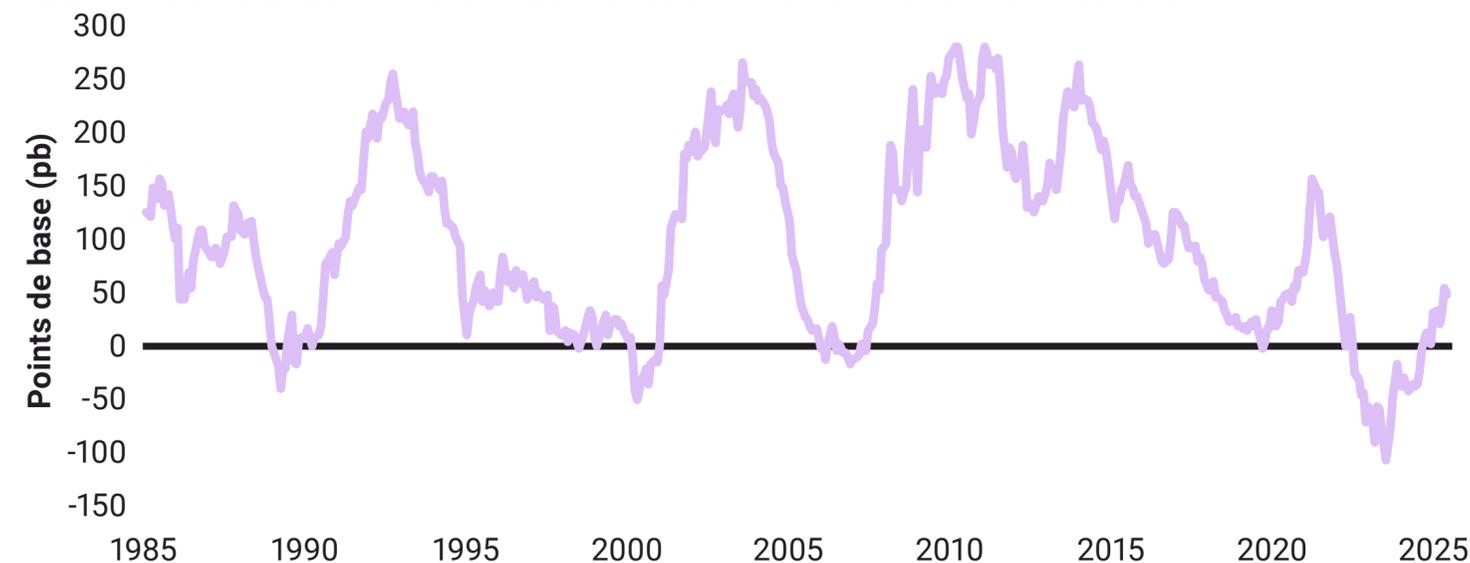
Fourchette de négociation mensuelle du rendement du Trésor américain à 30 ans



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2005 à mai 2025.

FIGURE 2

À la recherche de la courbe perdue : l'écart entre les obligations du Trésor américain à 2 ans et à 10 ans devrait continuer à s'accroître.



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 1985 à juin 2025.

Les marchés du crédit ont bien résisté à un mois d'avril volatil

Les marchés du crédit ont relativement bien résisté à l'effondrement des actions en avril. Malgré la volatilité des écarts en mars et avril, nous avons observé une demande toujours soutenue pour le crédit de haute et moyenne qualité (c'est-à-dire BB-BBB). La stabilité remarquable des flux entrants dans les obligations de sociétés, combinée à un ralentissement de l'offre de nouvelles émissions, a créé une solide configuration technique pour le marché.

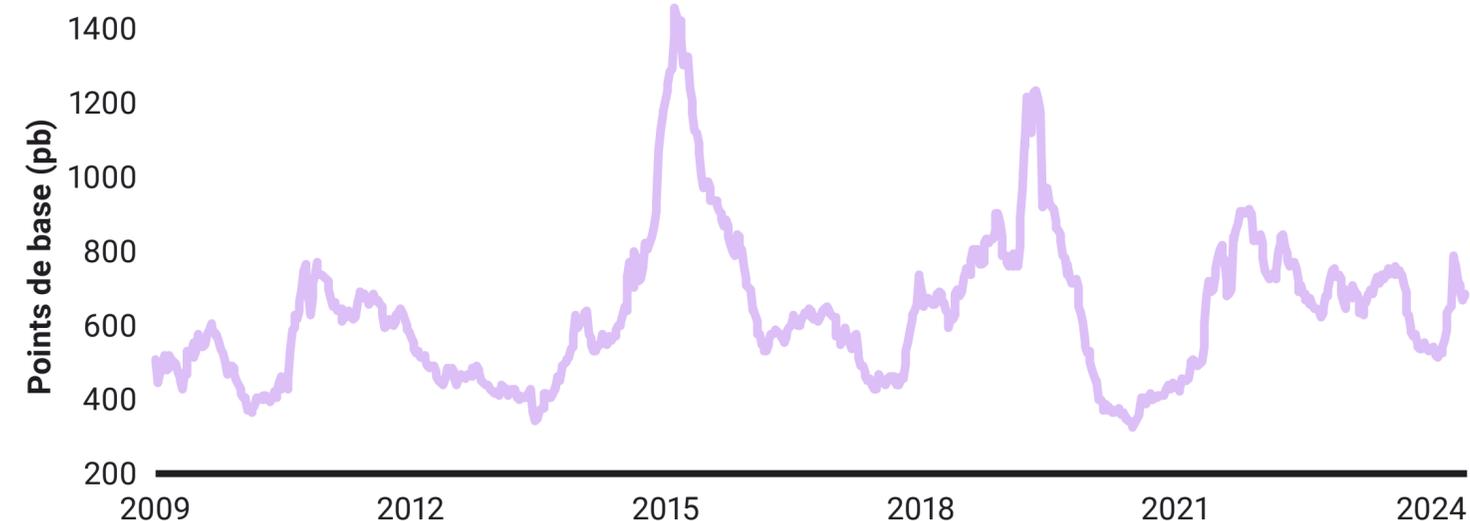
Bien que les écarts soient restés dans la partie inférieure de la fourchette d'un point de vue historique, certaines améliorations structurelles significatives doivent être prises en compte :

- Une qualité/des notations plus élevées et davantage d'obligations garanties au sein de l'indice ICE BofA U.S. High Yield.
- L'achat d'obligations d'entreprises par la Fed en 2020 crée un précédent.
- La croissance du crédit privé a écarté le risque de défaillance des marchés publics.
- Les taux de rendement globaux élevés sont très attrayants pour les obligations de qualité moyenne à élevée, ce qui offre une marge de sécurité supplémentaire contre l'élargissement potentiel des écarts.

Perspectives : Les crédits de qualité inférieure nous envoient-ils des signaux?

Cependant, nous avons également observé une divergence accrue au sein des marchés du crédit, où les titres de moindre qualité ont été les plus vendus et se sont ensuite le moins bien redressés. Cela pourrait indiquer que l'appétit des investisseurs pour le risque de crédit diminue et pourrait être un signal d'alarme précoce pour le marché du crédit dans son ensemble.

FIGURE 3
Écarts CCC - BB : Un signe avant-coureur de la faiblesse future du crédit?



Source : Bloomberg, L.P. du 31 déc. 2009 au 31 mai 2025. Les obligations BB sont représentées par l'indice ICE BofA BB US High Yield, et les obligations CCC sont représentées par l'indice ICE BofA CCC & Lower US High Yield.



05. PERSPECTIVES EN MATIÈRE DE RÉPARTITION DES ACTIFS



Neil Simons
Gestionnaire de portefeuille,
responsable des multistratégies

Michael White, CFA

Gestionnaire
de portefeuille,
multistratégies



NAVIGUER ENTRE CROISSANCE, INFLATION ET INCERTITUDE POLITIQUE À TRAVERS UN PRISME 40/30/30

Vue d'ensemble : nos perspectives

L'euphorie post-électorale s'est rapidement transformée en « marasme Trump » (Trump Slump). Les prévisions de récession progressent rapidement après que l'administration Trump a fait son arrivée en trombe avec bon nombre de nouvelles initiatives politiques susceptibles d'avoir un impact stagflationniste net (c'est-à-dire de pousser l'inflation à la hausse, et la croissance économique à la baisse).

Nos perspectives s'appuient sur trois scénarios clés (de base, haussier et baissier) qui explorent les résultats possibles au cours des 3 à 12 prochains mois et leur impact potentiel sur les catégories d'actifs.

Scénario de base : Stagflation

Notre précédent scénario baissier est devenu notre nouveau scénario de base : la hausse de l'inflation a incité la Fed à mettre en veilleuse ses baisses de taux et à adopter une approche plus prudente et plus équilibrée. M. Trump a rapidement mis en œuvre ses politiques les plus perturbatrices au cours de la première année de son second mandat (peut-être pour se donner le temps de s'attribuer le mérite de la reprise d'ici la quatrième année de son second mandat). Les politiques inflationnistes relatives au commerce et à l'immigration devraient déboucher sur une stagflation pure et simple, et l'incertitude politique risque de tuer la confiance des entreprises. Dans le même temps, la bulle de l'intelligence artificielle semble avoir éclaté et l'effet de richesse inversé qui en résulte peut constituer un autre frein à la croissance.



“

*Notre précédent scénario baissier est devenu notre nouveau scénario de base : **la hausse de l'inflation a incité la Fed à mettre en veilleuse ses baisses de taux et à adopter une approche plus prudente et plus équilibrée.** M. Trump a rapidement mis en œuvre ses politiques les plus perturbatrices au cours de la première année du second mandat de sa présidence.*

”

POSITIONNEMENT DES CATÉGORIES D'ACTIFS : OÙ NOUS EN SOMMES

En termes de positionnement, les pondérations sont examinées par rapport à une répartition cible globale 40/30/30 entre actions/revenus fixes/alternatives, car nous pensons que cette répartition des actifs est un meilleur moyen de construire des portefeuilles offrant une plus grande certitude.

“

Bien que les actions américaines à grande capitalisation aient considérablement rebondi par rapport à leurs plus bas niveaux, nous ne pensons pas que les marchés reviennent à la tendance de l'exceptionnalisme américain de la dernière décennie.

”

ACTIONS

L'exceptionnalisme américain s'estompe, le reste du monde offre de meilleures occasions

- **Dans l'ensemble, nous sommes neutres.** Bien que les actions américaines à grande capitalisation aient considérablement rebondi par rapport à leurs plus bas niveaux, nous ne pensons pas que les marchés reviennent à la tendance de l'exceptionnalisme américain de la dernière décennie. C'est pourquoi nous avons ajouté une catégorie « Marchés développés hors États-Unis » dans notre tableau de répartition afin d'indiquer nos préférences au sein des marchés développés, étant donné que la fin de la domination du marché boursier américain semble se profiler à l'horizon.
- **Nos points de mire :** Nous recherchons des occasions en dehors des États-Unis et sur les marchés émergents, où les conditions de politique budgétaire et monétaire (tout comme les valorisations) sont meilleures.
- **Impact de l'inflation :** Nous rebasculons vers le secteur manufacturier, où l'impact des tarifs douaniers et des guerres commerciales pourrait entraîner une hausse des pressions inflationnistes.



TITRES À REVENU FIXE

Neutre avec une approche couverte

- **Nous sommes neutres.** Les taux obligataires gouvernementaux offrent un rendement acceptable par rapport aux actions, en particulier en dehors des États-Unis, où les justiciers obligataires s'inquiètent de plus en plus du manque de discipline budgétaire. Il pourrait en résulter des situations de stress dans lesquelles les responsables politiques devront réagir à de fortes hausses des taux de rendement obligataires.
- **Point de vue sur le crédit :** Nous estimons que le marché du crédit est globalement surévalué et cher, ce qui explique notre position défensive et couverte dans ce domaine.



ALTERNATIVES

Un facteur de diversification crucial

- Notre scénario de base est devenu plus prudent et nous restons attentifs aux risques extrêmes, notamment aux changements de politique inattendus de la part de la Fed ou aux développements géopolitiques, qui pourraient modifier de manière significative la trajectoire des marchés. Ces risques sont raisonnablement pris en compte dans nos prévisions de scénarios pondérés selon les probabilités.
- Compte tenu de l'incertitude croissante entourant la politique économique américaine, en particulier en ce qui concerne la politique commerciale, les alternatives restent un pilier essentiel de notre modèle diversifié. Les alternatives sont composées de trois éléments : les amplificateurs qui peuvent ajouter au risque des actions ou des titres à revenu fixe; les diversificateurs qui fournissent des rendements indépendants des mouvements du marché, et enfin la protection contre l'inflation.
- Au sein des alternatives, nous pensons qu'en maximisant l'exposition aux diversificateurs, il est possible de réduire le bêta du portefeuille global par rapport aux risques traditionnels liés aux actions ou aux titres à revenu fixe. Par exemple, cela pourrait se traduire par un passage de stratégies sur actions limitées aux positions acheteur à des stratégies acheteur/vendeur, ou par un passage d'une exposition acheteur/vendeur à des stratégies neutres par rapport au marché.
- Nous pensons également qu'il faut maintenir une exposition à la protection contre l'inflation, car nous estimons que l'inflation risque de surprendre à la hausse.

“
Compte tenu de l'incertitude croissante entourant la politique économique américaine, en particulier en ce qui concerne la politique commerciale, **les alternatives restent un pilier essentiel de notre modèle diversifié.**”

Principaux risques que nous surveillons

Bien que notre scénario de base soit prudent, nous restons attentifs aux perturbateurs potentiels :

- **Changements de politique du gouvernement américain** : la politique tarifaire a été temporairement mise en veilleuse, probablement en raison de réactions défavorables du marché (comme le rendement du Trésor américain à 30 ans qui a brièvement atteint 5 % le 21 mai). Mais ces reports pourraient ne pas durer, et une solution à long terme pourrait nécessiter la (re)négociation de détails commerciaux complexes, ce qui peut prendre plus de temps que prévu.
- **La fin de la mondialisation** : Les marchés devront finir par admettre que l'environnement politique a changé et que l'ère de la mondialisation sans contrainte est probablement révolue.
- **Événements géopolitiques** : Des événements inattendus sur la scène internationale pourraient accroître la volatilité des marchés.

Stratégie : Penser en termes de possibilités et non de certitudes

Pour naviguer dans ce paysage, nous restons flexibles, en nous appuyant sur une approche basée sur des scénarios qui vise à nous aider à nous préparer à un éventail de conditions de marché possibles. Nos décisions en matière de répartition sont liées à un cadre de base 40/30/30, avec des ajustements de positionnement en fonction de l'évolution de la dynamique du marché.

40 % D' ACTIONS

30 % DE TITRES À REVENU FIXE

30 % D' ALTERNATIVES

Pondération (par rapport à l'objectif 40/30/30)

INFÉRIEURE ← NEUTRE → SUPÉRIEURE

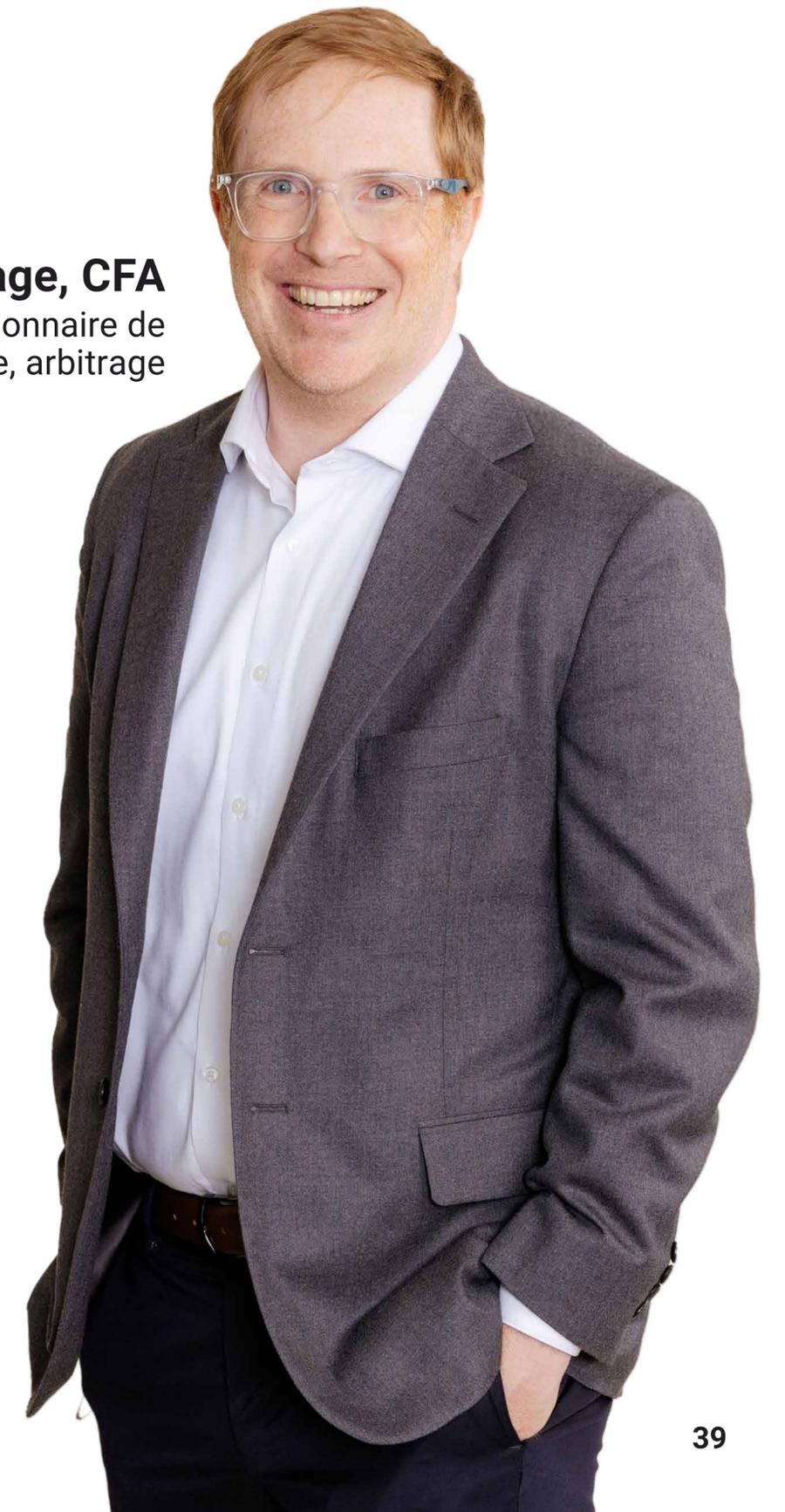
ACTIONS	Actions américaines			
	Marchés développés hors États-Unis			
	Marchés émergents			
OBLIGATIONS	Taux gouvernementaux			
	Crédit d'entreprise			
ALTERNATIVES	Amplificateurs			
	Diversificateurs			
	Protection contre l'inflation			

06. PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'ARBITRAGE



Craig Chilton, CFA
Gestionnaire de
portefeuille, arbitrage

Tom Savage, CFA
Gestionnaire de
portefeuille, arbitrage



DES VENTS FAVORABLES COMMENCENT À SE MANIFESTER

Le premier semestre a été riche en événements pour nos stratégies d'arbitrage, qui ont su générer de solides rendements dans un marché boursier volatil.

Notre petite répartition dans l'arbitrage d'obligations convertibles a porté ses fruits lors de l'effondrement du marché en avril, nos positions synthétiques sur les options de vente ayant généré des rendements élevés.

Nous avons en grande partie abandonné ces options de vente et redéployé le capital dans des obligations convertibles plus équilibrées (delta plus faible), en tirant parti de l'élargissement des écarts de crédit.

“
Nous avons déjà constaté l'impact de ce nouveau régime antitrust, car les transactions progressent à un rythme beaucoup plus rapide.
 ”

¹² Axios « Scoop: Trump FTC tells CEOs when agency will get “out of the way” on M&A ».

Des vents favorables réglementaires au sud de la frontière

Nous avons évoqué dans les précédentes mises à jour la façon dont les régulateurs antitrust de l'administration Biden, dirigés par Lina Khan à la Commission fédérale du commerce (FTC) et Jonathan Kanter au ministère de la Justice (DOJ), ont créé un environnement très difficile pour l'investissement dans l'arbitrage de fusions. L'élection de M. Trump et la nomination d'Andrew Ferguson à la FTC et de Gail Slater au DOJ ont éliminé ce vent contraire réglementaire de la stratégie :

- Alors que l'administration Trump poursuit les batailles antitrust existantes contre les géants de la technologie, le message des nouveaux dirigeants en matière de fusions et acquisitions est que lorsqu'ils ne voient pas qu'une transaction viole les lois antitrust, ils veulent « quitter la scène »¹².
- Le nouveau responsable antitrust du DOJ a également indiqué qu'il était ouvert à des consentements judiciaires fermes pour les mesures correctives en matière de fusion, ce qui marque un retour à la pratique antérieure. Nous avons déjà constaté l'impact de ce nouveau régime antitrust, car les transactions progressent à un rythme beaucoup plus rapide.
- À titre d'exemple, l'acquisition d'Intra-Cellular Therapies, Inc. par Johnson & Johnson (annoncée en janvier) a été finalisée en 80 jours. Bien qu'il n'y ait pas deux opérations identiques, l'acquisition de Seagen Inc. par Pfizer Inc. en 2023 constitue une bonne comparaison. Sous la FTC de Lina Khan, il a fallu 277 jours pour conclure cette opération.



Les fusions et acquisitions devraient bénéficier de la réduction de l'incertitude commerciale

Les volumes de fusions-acquisitions ont été impactés par l'incertitude causée par la politique tarifaire de M. Trump, bien que l'activité reprenne en mai avec la signature d'accords commerciaux. Nous anticipons un marché des fusions-acquisitions dynamique au second semestre, soutenu par un environnement réglementaire plus clément et une plus grande clarté en matière de tarifs douaniers.

Les SPAC sont de retour : les graines de 2024 deviennent la récolte de 2025

Si 2024 a été une année de semis sur le marché des sociétés d'acquisition à vocation spécifique ou SPAC, 2025 s'annonce comme l'année de la récolte :

- Le marché a été catalysé par l'annonce du regroupement d'entreprises de Cantor Equity Partners, Inc. (CEP) avec Twenty One Capital Inc, un nouveau véhicule qui sera le troisième trésor Bitcoin au niveau mondial.
- Avec des partenaires comme Tether Limited, Bitfinex et Softbank Corp, la nouvelle société a été adoptée par les investisseurs particuliers et se négocie dans la fourchette des 40 \$ à la fin du mois de mai (contre 10,31 \$ en trésorerie par action déclarée en fiducie).
- Il s'agit de la meilleure annonce liée à la sortie de SPAC depuis la bulle des SPAC de 2020. CEP a rappelé la précieuse option offerte par les SPAC. Après l'annonce, nous avons constaté une hausse généralisée de la valeur des bons de souscription des SPAC, ce qui a augmenté nos rendements d'arbitrage des SPAC. Nous prévoyons une nouvelle augmentation des nouvelles émissions de SPAC au second semestre 2025.

Perspectives d'avenir : un calendrier prometteur pour les obligations convertibles

La volatilité des marchés s'étant atténuée, nous constatons une reprise de l'activité des nouvelles émissions de convertibles et nous prévoyons un calendrier chargé pour le second semestre de l'année, car de nombreux émetteurs ont besoin de refinancer les capitaux levés au cours du boom de 2020-2021.

“

*Nous constatons une reprise de l'activité d'émission de nouvelles obligations convertibles et prévoyons **un calendrier chargé** pour le second semestre de l'année.*

”



RÉINVENTEZ L'OURS DANS LA BOURSE^{MC}

07.

TENDANCES EN MATIÈRE D'ÉLABORATION DE PORTEFEUILLES

Robert Wilson, CFA, CAIA
Responsable de l'innovation, stratège
de portefeuille, 2ND ENGINE



UN NOUVEL ÉTAT D'ESPRIT : UTILISER UN CADRE DE « BUDGÉTISATION » POUR OBTENIR DE MEILLEURS RÉSULTATS EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

COMMENT NAVIGUER DANS L'INCERTITUDE ET ATTEINDRE LES OBJECTIFS DES CLIENTS AVEC UNE PLUS GRANDE CERTITUDE AU MOYEN D'UNE RÉPARTITION PRÉCISE DES RISQUES ET DES COÛTS.

Naviguer dans la complexité grâce à l'élaboration délibérée de portefeuilles

Les perspectives macroéconomiques pour le reste de l'année 2025 devraient rester incertaines, avec des inquiétudes persistantes autour de l'inflation, l'ambiguïté des taux d'intérêt et la persistance du risque géopolitique. Les répartiteurs doivent donc utiliser des approches disciplinées, cohérentes et justifiables pour l'élaboration des portefeuilles. Nous pensons que, dans ce contexte d'incertitude, les conseillers qui aident leurs clients à prendre des décisions plus intelligentes et fondées sur des données afin d'améliorer les résultats des portefeuilles sont confrontés à des enjeux croissants et, pour beaucoup d'entre eux, devront repenser leurs comportements actuels.

Nous sommes encouragés par notre travail continu avec les conseillers qui appliquent de nouveaux outils et cadres pour améliorer la diversification, éliminer les expositions au risque non intentionnel et mal dimensionné, et orienter les budgets de frais là où ils peuvent créer le plus de valeur pour leurs clients. En s'appuyant sur ces connaissances, ils réalignent les portefeuilles plus étroitement sur les objectifs de leurs clients et s'efforcent de réduire la probabilité d'un déficit par rapport aux attentes croissantes des clients.

Adopter un état d'esprit budgétaire

Nous sommes d'avis que l'un des cadres les plus efficaces pour aborder la conception d'un portefeuille est celui de la budgétisation, qui considère les dimensions clés de l'élaboration de portefeuille comme des ressources finies devant être allouées délibérément.

Nous préconisons de se concentrer de manière disciplinée sur quatre budgets essentiels :



chacun d'entre eux peut jouer un rôle essentiel dans l'élaboration des résultats à long terme. Une répartition excessive dans l'un d'entre eux peut nuire à l'efficacité d'un autre. Le fait de négliger l'un de ces domaines peut déstabiliser l'ensemble de la stratégie d'investissement.

Pour les conseillers qui cherchent à repositionner leurs portefeuilles au second semestre 2025, il pourrait être utile de réévaluer les budgets de risque et de frais. Une gestion réfléchie de ces deux domaines peut réduire les expositions involontaires, renforcer la diversification et améliorer la valeur par rapport au coût.

Conclusion : la résilience grâce à la réattribution

Les conseillers disposent aujourd'hui de plus d'outils que jamais pour concevoir des portefeuilles avec précision. En utilisant ces outils pour appliquer un cadre de « budgétisation », les conseillers peuvent :

- constituer des portefeuilles plus diversifiés par source de rendement
- réduire l'exposition aux concentrations cachées et aux coûts inutiles
- obtenir des résultats à plus forte valeur ajoutée pour chaque dollar de risque ou de frais déployé

En remodelant les portefeuilles grâce à une conception rigoureuse et fondée sur les données, les conseillers peuvent proposer des portefeuilles plus résistants et plus rentables qui ont plus de chances d'atteindre (et de dépasser) les objectifs à long terme de leurs clients.

“

*L'un des cadres les plus efficaces pour aborder la conception d'un portefeuille est celui de **la budgétisation**, qui considère les dimensions clés de l'élaboration de portefeuille comme des ressources finies devant être allouées délibérément.*

”

RÉATTRIBUTION DU RISQUE : UN CADRE POUR UNE PLUS GRANDE PRÉCISION

Volatilité : un point de départ, pas une solution

Depuis l'avènement de la théorie du portefeuille moderne (TMP) en 1952, la volatilité est devenue un indicateur de risque largement accepté. Cependant, la volatilité constitue généralement une mauvaise mesure du risque. Elle récompense l'illiquidité, ne distingue pas la directionnalité, ignore les changements de régime et sous-représente les risques extrêmes.

Elle ne tient pas compte des caractéristiques comportementales plus larges des catégories d'actifs, telles que la réversion à la moyenne ou le momentum. Prise isolément, elle peut donner une fausse impression de compréhension du risque du portefeuille.

“ **La volatilité est généralement une mauvaise mesure du risque...** elle peut donner une fausse impression de compréhension du risque du portefeuille. ”

Budgétisation des risques : vers une vision globale du risque du portefeuille

L'avantage de la TMP est qu'elle fournit un cadre pour la répartition des risques dans un portefeuille plutôt que pour la simple répartition du capital. Cependant, au cours des 73 dernières années, les répartiteurs se sont appuyés sur cette base pour créer des approches plus complètes de la budgétisation du risque dans l'élaboration des portefeuilles. Par exemple, les modèles de facteurs de risque sont aujourd'hui utilisés pour fournir une vision globale du risque dans le portefeuille, qui tient compte de chaque actif et de chaque stratégie, afin de permettre une répartition réfléchie du risque dans les portefeuilles multi-actifs et multistratégies.

Cette approche permet d'élaborer des portefeuilles dont les éléments constitutifs ne sont pas seulement diversifiés par étiquette, mais aussi par exposition au risque, en évitant les corrélations cachées et les expositions involontaires qui peuvent rendre la performance du portefeuille décevante aux pires moments.

Principes clés pour déployer efficacement un budget de risque

01. **Commencer par l'empreinte bêta**
S'appuyer sur un modèle factoriel robuste pour comprendre les principaux facteurs de risque et de rendement. Cela permet de s'assurer que les expositions sont intentionnelles et correctement dimensionnées, plutôt qu'accessoires ou redondantes.
02. **Se désancrer du passé**
Les marchés reproduisent rarement les mêmes mouvements que par le passé. La préparation consiste à envisager les surprises qui pourraient affecter les marchés et les portefeuilles, et pas seulement à examiner la façon dont les marchés ont réagi aux risques perçus dans le passé.
03. **Répartir les risques, pas les dollars**
Les répartitions pondérées en dollars indiquent où l'argent est positionné au sein d'un portefeuille; les répartitions pondérées selon les risques révèlent où les résultats sont déterminés. Adopter une approche axée sur le risque peut aider les conseillers à diversifier plus efficacement, à réduire le risque de concentration et à aligner les répartitions sur la contribution réelle au comportement du portefeuille.
04. **Intégrer un cadre axé sur les objectifs**
Au-delà de la volatilité traditionnelle, il convient de prendre en compte le risque de déficit, c'est-à-dire la probabilité de ne pas atteindre ses objectifs financiers. Cela peut nécessiter de réduire l'exposition à la sensibilité aux taux d'intérêt ou au bêta des actions, afin de créer des portefeuilles capables de résister à un éventail plus large de régimes économiques et de marchés boursiers.

Étude de cas : passer de la répartition du capital à la répartition des risques

Synopsis : Un investisseur équilibré détient un portefeuille traditionnel 60/40 (60 % d'actions mondiales, 40 % d'obligations d'État) qui semble diversifié sur le papier, puisqu'il possède plus de 1 200 actions offrant une exposition aux actions de grandes et moyennes capitalisations des marchés boursiers développés du monde entier, complétées par plus de 500 obligations d'État d'échéance et de qualité de crédit variables. Il souhaite maximiser son pouvoir d'achat à la retraite en recherchant des rendements plus élevés et en réduisant le risque de concentration de son portefeuille afin de diminuer la probabilité de subir une perte importante à un moment inopportun.

L'investisseur a décidé de réaffecter son portefeuille dans le Portefeuille équilibré fortifié, qui cherche à produire des rendements plus élevés tout en offrant une plus grande diversification, de sorte que les rendements dépendent moins du marché boursier et que la résilience est moins dépendante des taux d'intérêt.

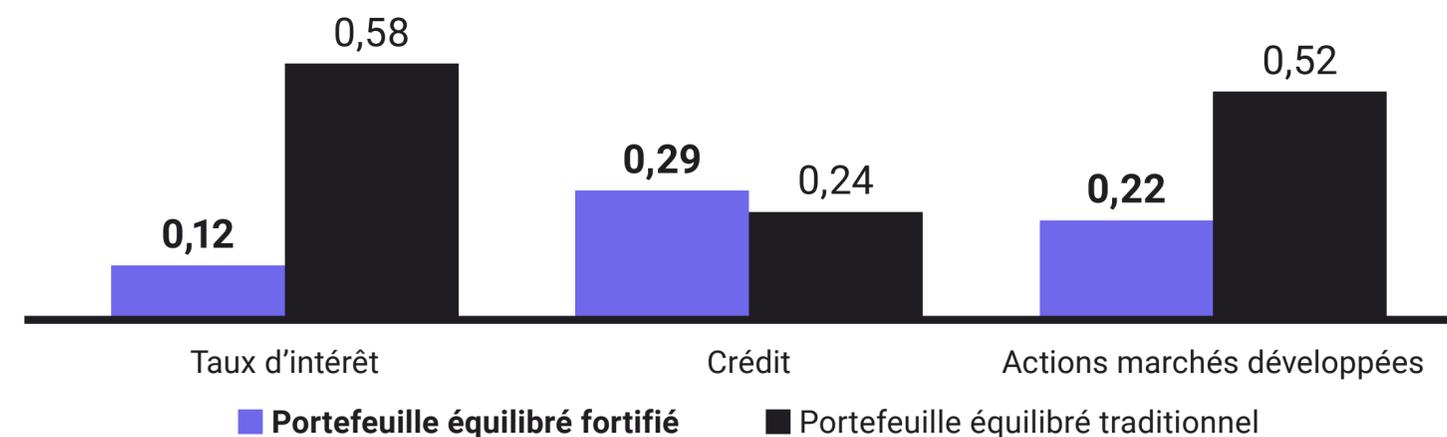
Cette diversification du risque dans un Portefeuille équilibré fortifié peut être moins sensible aux variations des marchés boursiers au sens large et à l'évolution des taux d'intérêt.

“
Un investisseur équilibré détient un **portefeuille traditionnel 60/40** qui semble diversifié sur le papier.”

FIGURE 1
Portefeuille équilibré fortifié vs Portefeuille équilibré traditionnel – Répartition de l'actif et répartition du risque

Portefeuille équilibré fortifié	Pondération en dollars	Pondération du risque	Portefeuille équilibré traditionnel	Pondération en dollars	Pondération du risque
Actions	30,5 %	53,0 %	Actions	60 %	80,4 %
Titres à revenu fixe	16,5 %	9,3 %	Titres à revenu fixe	40 %	19,6 %
Alternatives	51,0 %	37,7 %	Alternatives	-	-
Amplificateurs	14,0 %	11,9 %	Amplificateurs	-	-
Diversificateurs	27,0 %	19,5 %	Diversificateurs	-	-
Protection contre l'inflation	10,0 %	6,3 %	Protection contre l'inflation	-	-
Liquidités	2,0 %	0,0 %	Liquidités	-	-

FIGURE 2
Exposition bêta – Portefeuille équilibré fortifié vs portefeuille équilibré traditionnel



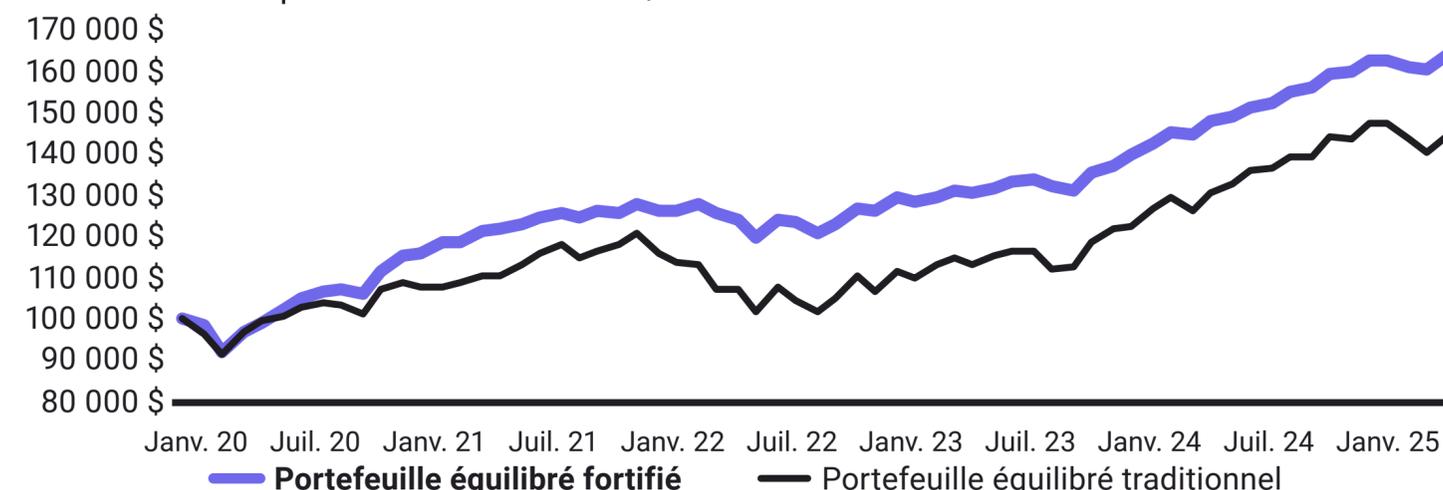
Source : Picton Mahoney Asset Management Research. Selon les données mensuelles allant du 1^{er} janv. 2025 au 31 mai 2025. L'exposition au bêta indiquée ci-dessus est basée sur une régression multiple des éléments par rapport aux catégories d'actifs GAPM indiquées ci-dessus. Les catégories d'actifs GAPM ont été établies à l'aide d'un processus exclusif à GAPM utilisant les flux de rendement des actifs individuels. Ces actifs individuels sont représentés à l'aide des données de rendement réelles et historiques des indices ou des contrats à terme investissables. Lors de la sélection des actifs individuels en catégories d'actifs, nous présumons un rééquilibrage mensuel et il n'y a aucun impact en raison des coûts de transaction, des frais, des dépenses ou des commissions. Le rendement d'un portefeuille réel peut différer considérablement.

Source : Picton Mahoney Asset Management Research. Au 31 mai 2025. À titre indicatif seulement. La pondération en dollars désigne le pourcentage de la valeur totale du portefeuille représenté par un investissement ou une catégorie d'actifs spécifique. La pondération du risque est destinée à mesurer la contribution au risque total du portefeuille (en pourcentage) par catégorie d'actifs et par participation. En règle générale, les catégories d'actifs et les avoirs présentant une volatilité individuelle plus élevée, une pondération plus importante ou une corrélation plus élevée ont tendance à contribuer davantage au risque du portefeuille.

Le risque lié aux actions étant réparti plus uniformément dans le Portefeuille équilibré fortifié, celui-ci vise à obtenir de meilleurs rendements ajustés au risque avec moins de volatilité, tout en améliorant le profil risque-rendement du portefeuille.

FIGURE 3
Rendement du Portefeuille équilibré fortifié vs rendement du portefeuille équilibré traditionnel

Croissance d'un placement de 100 000 \$ CA



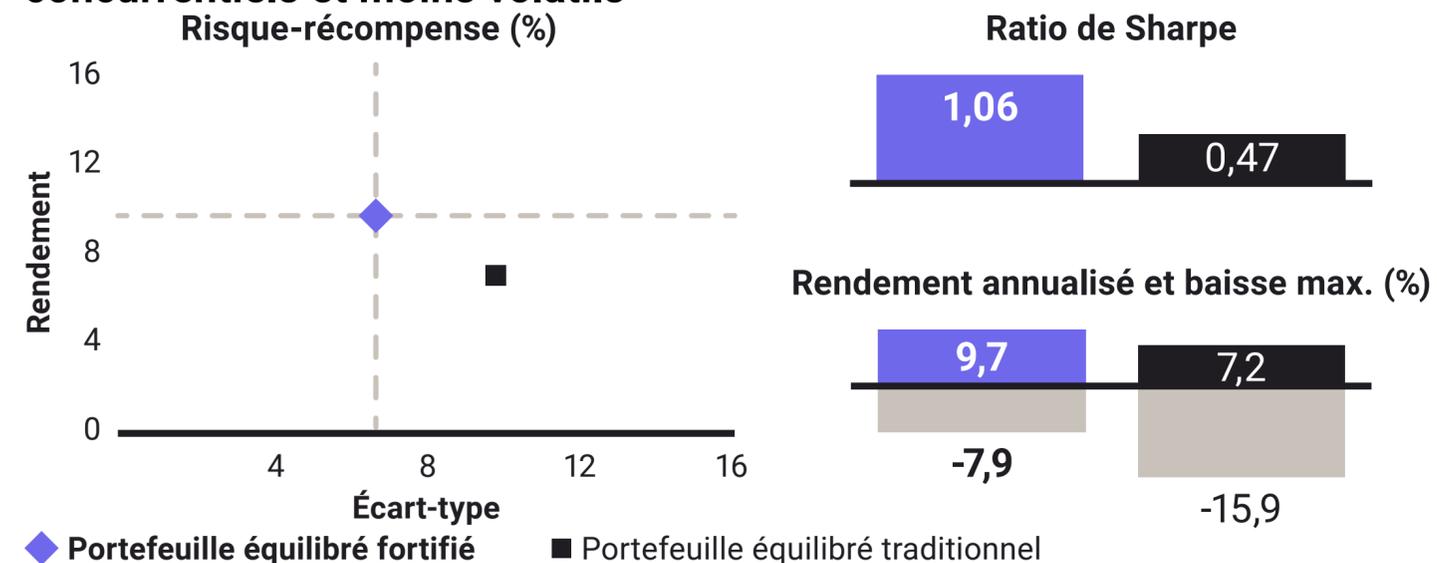
Source : Morningstar, Picton Mahoney Asset Management Research. Du 31 janv. 2020 au 31 mai 2025. Le taux de rendement indiqué sert uniquement à illustrer les effets du taux de croissance composé et n'est pas censé refléter les valeurs futures de l'investissement ou les rendements de l'investissement.

Rendements glissants	Portefeuille équilibré fortifié	Portefeuille équilibré traditionnel
1 mois	2,3 %	3,1 %
3 mois	0,8 %	-2,1 %
ACJ	2,6 %	0,7 %
1 an	11,0 %	10,8 %
3 ans	9,8 %	10,5 %
5 ans	10,6 %	7,8 %

Depuis la création*		
Rendement	9,7 %	7,2 %
Volatilité	6,7 %	9,8 %
Ratio de Sharpe	1,06	0,47
Ratio de Sortino	1,42	0,76
Baisse maximale	-7,9 %	-15,9 %

“ Cette diversification du risque dans un **Portefeuille équilibré fortifié** peut être moins sensible aux variations des marchés boursiers au sens large et à l'évolution des taux d'intérêt. ”

FIGURE 4
La redistribution des risques liés aux actions peut procurer des rendements concurrentiels et moins volatils



Source : Morningstar, Picton Mahoney Asset Management Research. Du 31 janvier 2020 au 31 mai 2025, annualisé en fonction des rendements mensuels.

AMÉLIORER LA VALEUR : LE RÔLE DE LA BUDGÉTISATION DES FRAIS DANS L'OPTIMISATION DU PORTEFEUILLE

Évolution mondiale de la répartition des frais

Au cours des deux dernières décennies, nous avons assisté à une évolution significative dans la manière dont les budgets de capital et de frais sont répartis dans un portefeuille :

Il y a vingt ans, 72 % du capital était alloué à des fonds actifs traditionnels limités aux positions acheteur. Aujourd'hui, cette part est tombée à 45 %, tandis que les répartitions aux stratégies alternatives et passives à faible coût ont augmenté pour atteindre un total de 42 %.

La répartition des frais a évolué parallèlement. La part de la gestion active traditionnelle dans le total des frais est passée de 62 % à 33 %, tandis que les stratégies alternatives représentent désormais 53 % du budget des frais (ce chiffre est basé sur les frais de gestion et exclut les frais de rendement).

Cette tendance ne reflète pas un rejet de la gestion active, mais plutôt une prise de conscience que les compétences potentielles des gestionnaires peuvent être accessibles à un coût global inférieur en associant des stratégies alternatives à forte valeur marchande à des expositions au marché efficaces en termes de coûts.

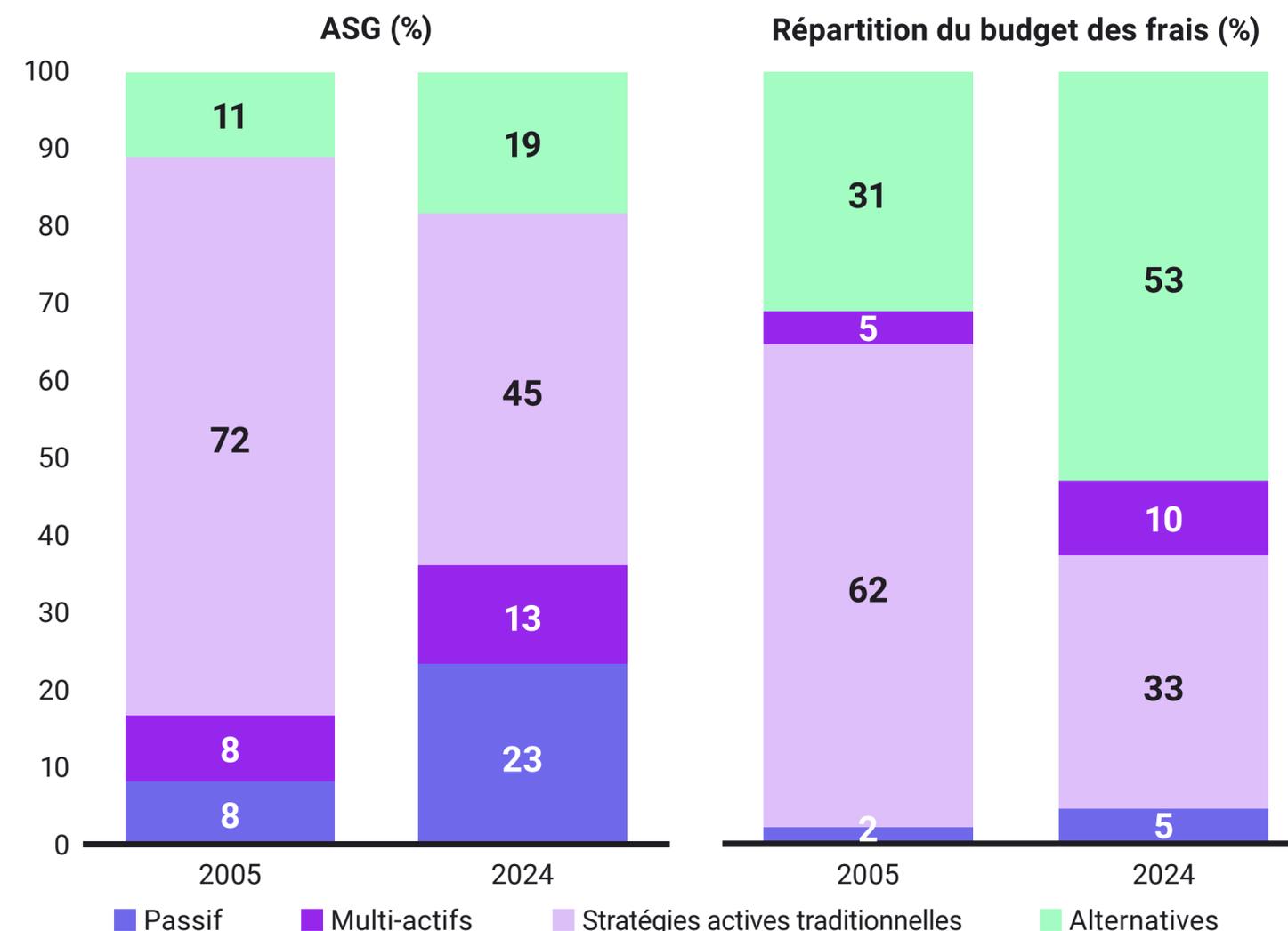
“

*Il y a vingt ans, **72 % du capital** était alloué à des fonds actifs traditionnels limités aux positions acheteur.*

*Aujourd'hui, cette part est **tombée à 45 %**.*

”

FIGURE 5
Évolution de la répartition du capital et des frais dans les portefeuilles



Source : Bloomberg, L.P., Picton Mahoney Asset Management Research. Janvier 2005 à mai 2025.

Une analogie utile : les leçons de l'ère de la diffusion en continu pour l'investissement

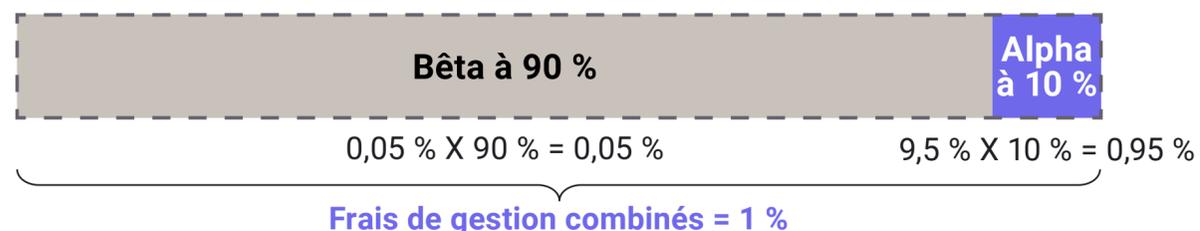
Tout comme les plateformes de diffusion en continu ont perturbé le secteur de la câblodistribution en offrant un accès à la demande aux seuls contenus que les consommateurs valorisent, l'élaboration de portefeuilles modernes permet aux investisseurs de « dissocier » l'exposition au marché de la compétence des gestionnaires.

Auparavant, un fonds commun de placement associait les deux et facturait l'ensemble. Aujourd'hui, les investisseurs ne sont plus contraints d'accéder aux compétences des gestionnaires en achetant un fonds commun de placement traditionnel limité aux positions acheteur et en payant des frais actifs pour l'ensemble de l'offre, même si seule une petite partie valait la prime. Ils peuvent désormais séparer l'exposition au marché (au moyen de fonds passifs à faible coût) de la compétence du gestionnaire (au moyen de solutions alternatives à forte valeur ajoutée), dans le but d'obtenir de meilleurs résultats à moindre coût. C'est le modèle de la diffusion en continu pour l'investissement.

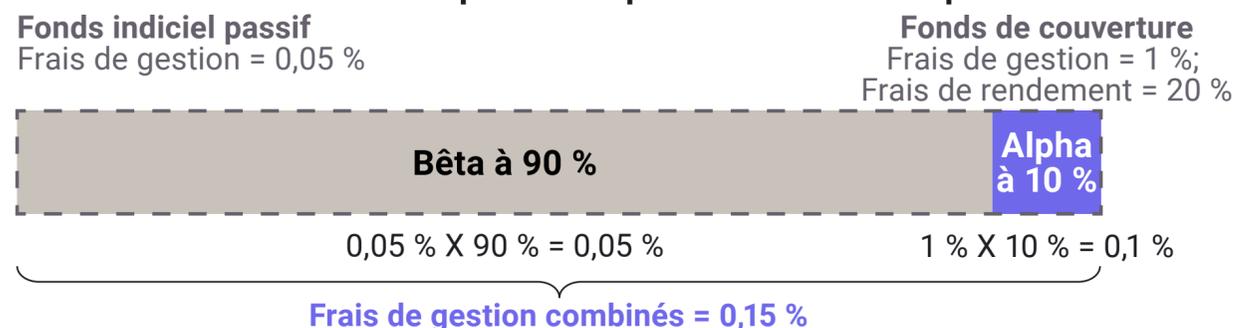
FIGURE 6

Dissocier l'alpha pour aider à réduire les coûts

Fonds limité aux positions acheteur, à gestion active, avec frais de gestion de 1 %



Fonds indiciel + fonds spéculatif spécialisé axé sur l'alpha



Source : Picton Mahoney Asset Management Research. À titre indicatif seulement.

La budgétisation des frais en action : un exemple comparatif

Prenons l'exemple d'un fonds d'actions traditionnel limité aux positions acheteur, géré activement et dont les frais de gestion s'élèvent à 1 %. Si 90 % des rendements du fonds proviennent du bêta du marché, l'investisseur paie 95 pb pour les 10 % de valeur marchande active, ce qui équivaut à des frais de 9,5 % sur cette petite partie.

Comparez maintenant cette situation à une répartition « dissociée » : 90 % dans un FNB indiciel passif (avec une hypothèse de frais de gestion de 5 pb) et 10 % dans un fonds de couverture (avec une hypothèse de frais de gestion de 1 %). Les frais de gestion totaux baissent de 85 % et s'établissent à 0,15 %. Même en tenant compte d'une commission de performance de 20 %, le fonds spéculatif devrait générer un rendement brut de 43,5 % avant que le total des commissions n'égale le taux forfaitaire de 1 % des fonds traditionnels.

Une répartition 70/30 permet encore de réduire les frais de gestion de 67 % (à 0,33 %) tout en triplant l'exposition aux compétences du gestionnaire. Les frais de gestion et de rendement liés à cette approche ne pourraient dépasser les frais de gestion du fonds traditionnel à gestion active que si le fonds de couverture générait un rendement brut supérieur à 11,17 %.

Comme vous pouvez le constater, la combinaison d'alternatives à forte valeur marchande et d'expositions au marché rentables peut constituer une stratégie dominante susceptible d'offrir aux investisseurs un accès nettement plus large aux compétences des gestionnaires à un coût global nettement inférieur.

Perspectives d'avenir : Répartition stratégique de l'actif

L'utilisation d'un cadre de budgétisation pour répartir avec précision les risques et les coûts dans un portefeuille peut offrir l'avantage indéniable de rendre un portefeuille plus résistant tout en améliorant la valeur apportée par rapport aux coûts.

Tout aussi important, cela favorise un changement d'état d'esprit qui permet d'aligner plus étroitement la conception du portefeuille sur les objectifs de l'investisseur. En allouant délibérément chaque unité de risque et chaque dollar de frais, les conseillers peuvent se doter d'un processus justifiable et reproductible, capable de s'adapter à l'évolution des objectifs de leurs clients, des régimes de marché et des paysages réglementaires.

Dans la pratique, il peut s'agir d'une étape importante pour les conseillers qui s'orientent vers une approche de « portefeuille total » dans le but d'atteindre avec une plus grande certitude les objectifs de leurs clients tout en faisant face aux inconnues de demain.

Siège social

33, rue Yonge, bureau 320
Toronto, Ontario
M5E 1G4

Téléphone : 416 955-4108

Sans frais : 1 866 369-4108

Ventes au détail : 1 833 955-1344

Questions générales

invest@pictoninvestments.com

Vancouver

Four Bentall Centre
1 055 Dunsmuir Street, Suite 3370
Vancouver (Colombie-Britannique)
V7X 1L3

Calgary

Bankers Hall, West Tower
888 3rd Street SW, Suite 1015
Calgary (Alberta)
T2P 5C5

Montréal

1155, rue Metcalfe, bureau 1529
Montréal (Québec)
H3B 2V6

pictoninvestments.com/fr

Tous les chiffres fournis proviennent de Bloomberg L.P., sauf indication contraire, et sont basés sur les données aux dates indiquées.

Ce document a été publié par Gestion d'actifs Picton Mahoney (« Placements PICTON ») le 24 juin 2025. Ce document est fourni comme source générale d'information, peut être modifié sans préavis et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement. Ce document ne doit pas être utilisé aux fins d'une décision d'investissement et ne constitue pas une recommandation, une sollicitation ou une offre de titre dans une juridiction quelconque. Les renseignements contenus dans le présent document ont été obtenus auprès de sources réputées fiables. Toutefois, Placements PICTON ne peut pas garantir leur exactitude et leur exhaustivité et décline toute responsabilité à cet égard. Tous les investissements comportent des risques et peuvent perdre de la valeur. Les renseignements contenus dans les présentes ne visent pas à fournir des conseils financiers, fiscaux, juridiques ou comptables propres à une personne, et ne doivent pas être utilisés à cet égard. Les décisions en matière de fiscalité, d'investissement et autres ne doivent être prises, le cas échéant, qu'avec l'aide d'un professionnel qualifié.

Ce document contient des « énoncés prévisionnels » qui ne sont pas purement de nature historique. Ces énoncés prévisionnels sont fondés sur les croyances, attentes, estimations et projections raisonnables de Placements PICTON à la date à laquelle ils sont faits. Placements PICTON n'a pas l'obligation de mettre à jour les énoncés prévisionnels et ne s'engage pas à le faire. Les énoncés prévisionnels ne sont pas des garanties de rendement futur, sont soumis à de nombreuses hypothèses et impliquent des risques inhérents et des incertitudes liés aux facteurs économiques généraux qui changent au fil du temps. Il n'y a aucune garantie que des énoncés prévisionnels se réaliseront. Nous vous conseillons de ne pas vous fier indûment à ces énoncés, car un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés ou implicites dans un énoncé prévisionnel.

Toutes les projections fournies sont des estimations et sont en dollars canadiens, sauf indication contraire, et sont basées sur des données aux dates indiquées.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie de couverture sera efficace ou atteindra l'effet escompté. Le recours aux instruments dérivés et aux ventes à découvert comporte plusieurs risques qui sont susceptibles d'empêcher une stratégie de réaliser des gains ou de limiter ses pertes ou peuvent l'amener à subir des pertes ou à les amplifier. Le recours aux instruments dérivés et aux ventes à découvert dans le cadre d'une stratégie de couverture peut donner lieu à des coûts et frais.

© 2025 Gestion d'actifs Picton Mahoney. Tous droits réservés.

PLACEMENTS
PICTON