

LES TAUX SONT EN BAISSSE. SELON QUI?

Est-ce que cela ressemble à une baisse des taux d'intérêt (graphique 1)? Voici le rendement des obligations françaises à 30 ans. De toute évidence, il n'est pas en baisse. Non seulement il n'est pas en baisse, mais il est à son plus haut niveau depuis la crise de 2008-2009. La situation est encore pire au Royaume-Uni, où le rendement des obligations à 30 ans bat des records (graphique 2) à la hausse, et il faut remonter à la crise asiatique de 1998 pour trouver des taux plus élevés.

GRAPHIQUE 1 : RENDEMENT DES OBLIGATIONS À 30 ANS EN FRANCE



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 5 septembre 2025.

GRAPHIQUE 2 : RENDEMENT DES OBLIGATIONS À 30 ANS AU ROYAUME-UNI



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 5 septembre 2025.

Il en va de même pour les taux américains à 30 ans : il faut remonter à 2007 pour trouver un niveau similaire (graphique 3). Et au Canada, la tendance est similaire (graphique 4). N'oublions pas le Japon, qui affiche un niveau record depuis plusieurs décennies (graphique 5).

GRAPHIQUE 3 : RENDEMENT DES OBLIGATIONS À 30 ANS AUX ÉTATS-UNIS



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 5 septembre 2025.

GRAPHIQUE 4 : RENDEMENT DES OBLIGATIONS À 30 ANS AU CANADA



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 5 septembre 2025.

GRAPHIQUE 5 : RENDEMENT DES OBLIGATIONS À 30 ANS AU JAPON



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 5 septembre 2025.

Il est clair que quelque chose ne tourne pas rond. La plupart des investisseurs, économistes, conseillers financiers, animateurs de balado ou de télévision et politiciens ne cessent de parler de la baisse de l'inflation; par conséquent, les taux d'intérêt devraient baisser dans les mois à venir. Très peu parlent de la hausse continue des taux à long terme. Cela pose problème, car la plupart des entreprises et des pays ne financent pas leur dette à des taux variables à court terme, mais plutôt à plus long terme. En d'autres termes, le coût du financement ne diminue pas, à moins que quelqu'un accepte de prendre le risque de financer 100 % de sa dette à court terme et à taux variable. La plupart des entreprises ou des États bien gérés échelonnent leur dette dans le temps et sur de longues périodes. La stabilité est essentielle.

POURQUOI LES TAUX À LONG TERME AUGMENTENT-ILS?

La France et le Royaume-Uni présentent tous deux des déficits budgétaires élevés et, par conséquent, cherchent à augmenter davantage les impôts. Les gouvernements semblent rarement envisager la réduction des dépenses comme la meilleure solution, malgré le fait que celles-ci représentent déjà environ la moitié de leur PIB, voire plus (en France, elles atteignent 57 %).

Pour illustrer la manière dont les gouvernements font leurs choix, prenons l'exemple récent de l'Allemagne, qui a décidé d'augmenter son déficit de plusieurs centaines de milliards d'euros au cours des prochaines années afin de stimuler la croissance économique. Les responsables n'ont même pas envisagé une réduction importante des impôts comme meilleure solution. Les gouvernements adorent dépenser votre argent et continueront à le faire jusqu'à ce qu'une crise survienne. La Grèce est un excellent exemple pour nous rappeler ce qui se passe lorsqu'un pays fonce droit dans le mur. Son gouvernement a été contraint de réduire considérablement et de manière permanente ses dépenses, y compris les retraites et les prestations.

Pour en revenir aux problèmes du Royaume-Uni et de la France, n'oublions pas que ces deux pays affichent également un déficit commercial important. En raison de ces déficits commerciaux, ce sont des investisseurs étrangers qui ont accumulé une part importante de leurs obligations. Si une récession (ou un autre problème) survient, il existe un risque bien réel que ces investisseurs étrangers abandonnent le navire, ce qui pourrait faire grimper fortement leurs taux d'intérêt. Une « CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE » pourrait alors s'ensuivre. Rappelons que la France ne peut pas imprimer de monnaie, car elle fait partie de la zone euro.

Une telle crise s'est produite il y a près de 30 ans. La **crise financière asiatique** a commencé avec la dévaluation du baht thaïlandais en juillet 1997, mais elle s'est rapidement propagée à d'autres pays asiatiques pour se transformer en une crise majeure où, en dollars américains, la plupart des indices boursiers asiatiques ont perdu environ 75 % de leur valeur (les devises ont chuté d'environ 50 % et les actions locales ont également fortement reculé). Encore une fois : 75 % de la valeur de leurs actions s'est évaporée. Il a fallu des années pour s'en remettre.

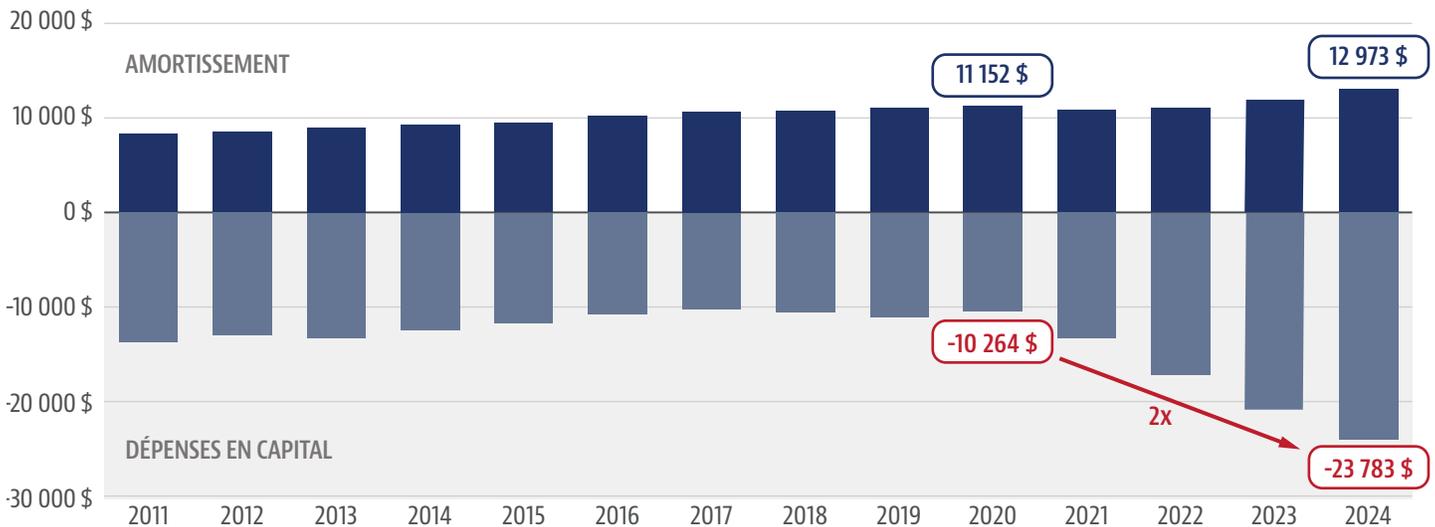
La plupart des pays occidentaux sont sur une voie non viable, avec un endettement, un déficit et des dépenses gouvernementales trop importants. La surréglementation est également un problème, car de nouvelles règles sont ajoutées, mais les règles inefficaces sont rarement supprimées. Les États-Unis affichent un déficit budgétaire très important à un moment où l'emploi est très solide. Cela ne laisse pas beaucoup de marge de manœuvre lorsque des problèmes surviennent, ce qui pourrait déstabiliser l'ensemble de la situation.

N'oublions pas les nombreux enjeux polarisants qui existent aujourd'hui, comme l'Ukraine, Israël et les tarifs douaniers. Beaucoup de gens boycottent les États-Unis à cause des tarifs douaniers. D'autres boycottent certaines entreprises américaines pour leur soutien à Israël, comme le fonds souverain norvégien, qui s'est désengagé de Caterpillar¹. Il semble que tous ces enjeux pourraient avoir une incidence directe sur l'économie et sur de nombreuses entreprises spécifiques. Pourtant, les investisseurs semblent ignorer tout cela. Ils ont été conditionnés à acheter chaque baisse et à investir sur le long terme. Le profil risque-rendement semble actuellement complètement inversé.

En d'autres termes, le risque de crise est, selon nous, bien plus élevé que ce que les marchés intègrent actuellement dans leurs prix. Le fait que les taux à long terme augmentent (tendance baissière) parallèlement aux sommets historiques atteints par le S&P 500 indique que les investisseurs ne se soucient pas des fondamentaux et continuent de miser sur les grandes entreprises. Ils ne prêtent pas beaucoup d'attention aux changements négatifs. Autre exemple : nous avons remarqué que les dépenses en capital de Wal-Mart avaient augmenté de 130 % depuis la période qui a précédé la Covid. Cela signifie que leur flux de trésorerie disponible (FTD) a diminué. Selon nos calculs, l'action Wal-Mart se négocie actuellement avec un rendement du FTD d'environ 1,5 %, ce qui est beaucoup trop élevé à notre avis. On pourrait en dire autant de Meta et de Microsoft, qui investissent massivement dans les infrastructures d'intelligence artificielle. Espérons qu'ils obtiendront un bon retour sur ces centaines de milliards de dollars. Le PDG de Nvidia a déclaré lors d'une récente conférence téléphonique sur les résultats du deuxième trimestre qu'il s'attendait à ce que jusqu'à 4 000 milliards de dollars américains soient dépensés avant 2030.

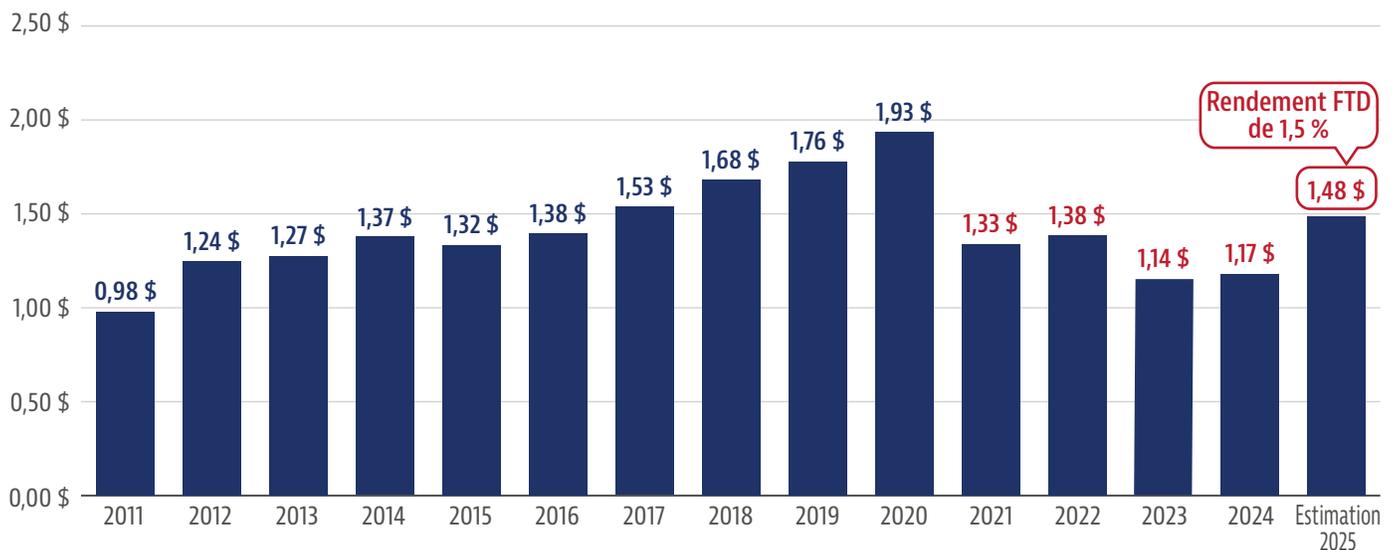
¹<https://www.timesofisrael.com/norway-wealth-fund-divests-from-caterpillar-5-israeli-banks-over-gaza-rights-violations/>

WAL-MART



Source : rapports financiers de Wal-Mart. Au 5 septembre 2025.

FLUX DE TRÉSORERIE DISPONIBLE PAR ACTION DE WAL-MART (BÉNÉFICES + AMORTISSEMENTS-DÉPENSES EN CAPITAL)



Source : Rapports financiers et prévisions de la direction de Walmart. Au 5 septembre 2025.

POSITIONNEMENT DE PORTEFEUILLE

Compte tenu des risques accrus sur le marché, nous pensons qu'il est préférable d'avoir une exposition longue réduite et une bonne protection avec des positions courtes, ainsi que quelques options de vente. En raison de la structure actuelle de nos marchés des capitaux, où l'on observe une forte concentration des investisseurs dans les FNB (stratégies passives) et quelques autres actions et actifs (crypto, actions « mêmes », options à un jour), nous pensons qu'il existe un risque réel de chute rapide et importante des prix des actifs prochainement. Malgré notre pessimisme, nous continuons à rechercher des idées d'investissement à long terme intéressantes. Nous avons récemment découvert de nouveaux noms grâce au Substack de Jonathan Lanksy et au [balado](#) d'Amber Kanwar :

L'une des idées récentes de Jonathan, « IREN » (IREN-US), a retenu notre attention, et nos propres recherches suggèrent qu'il s'agit d'une occasion de placement très intéressante.

Présentons IREN : c'est une société cotée au Nasdaq, dont le siège social est situé en Australie et qui exerce ses activités au Texas et en Colombie-Britannique. IREN a débuté comme exploitant de centres de données axés sur le minage de Bitcoin. Cependant, nous pensons qu'IREN est sur le point de passer à une catégorie d'actifs plus reconnue sur le plan institutionnel, celle des FPI de centres de données (p. ex. DLR, EQIX) axées sur les clients du secteur de l'IA.

IREN développe actuellement un immense centre de données de 1,4 GW destiné aux clients du secteur de l'IA à Sweetwater, au Texas. L'alimentation en énergie renouvelable du site a fait l'objet d'un contrat et tous les équipements nécessitant un long délai de livraison (p. ex., les racks de serveurs et les systèmes de refroidissement) sont déjà commandés. Le développement de ces sites prend entre 4 et 7 ans, mais celui d'IREN sera bientôt prêt, avec une première mise en service prévue en avril 2026. Les récents accords de colocation de centres de données ont représenté des milliards de dollars de chiffres d'affaires sur des contrats de 10 à 15 ans, avec des contreparties comme CoreWeave et Fluidstack qui fournissent et assument les risques liés à la détention des puces. Une fois qu'IREN aura obtenu un ou plusieurs clients ainsi que des contrats de location pour le site, nous estimons que le bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement (BAIIA) pourrait passer de 251 M\$ l'an dernier à environ 2 milliards \$ ou plus.

Société	Symbole	Cours de l'action	Capitalisation boursière (M\$)	VE/BAIIIDA		Dette nette/BAIIA 12 derniers mois	Rendement en dividendes
				2025	2026		
Minage de cryptomonnaies							
Bitfarms Ltd.	BITF	1,3 \$	741 \$	6,0x	4,6x	-2,1x	0,0 %
Bitdeer Technologies Group	BTDR	14,1 \$	2 169 \$	ns	7,2x	S.O.	0,0 %
Cleantech, Inc.	CLSK	9,5 \$	2 710 \$	4,2x	4,7x	0,0x	0,0 %
IREN Limited	IREN	28,7 \$	7 917 \$	13,6x	8,8x	1,4x	0,0 %
Moyenne sectorielle				5,1x	5,5x	-1,1x	
				IREN pourrait passer d'un multiple de valorisation de société de minage de cryptomonnaies à celui d'un centre de données.			
Les mineurs de cryptomonnaies s'étendent aux centres de données d'IA							
Galaxy Digital Inc.	GLXY	23,6 \$	4 224 \$	S.O.	17,0x	S.O.	0,0 %
MARA Holdings, Inc.	MARA	15,9 \$	5 950 \$	29,3x	22,7x	-0,8x	0,0 %
Riot Platforms, Inc.	RIOT	13,9 \$	5 208 \$	19,7x	22,3x	-0,8x	0,0 %
TeraWulf Inc.	WULF	9,5 \$	3 774 \$	85,0x	21,3x	8,3x	0,0 %
Moyenne sectorielle				44,7x	20,8x	2,2x	
Centres de données							
Digital Realty Trust, Inc.	DLR	162,7 \$	55 574 \$	23,8x	21,5x	5,1x	2,9 %
Equinix Inc.	EQIX	773,0 \$	75 508 \$	20,8x	19,0x	3,7x	2,4 %
DigitalBridge Group, Inc.	DBRG	11,2 \$	2 047 \$	25,6 x	23,9x	1,2x	0,4 %
Moyenne sectorielle				23,4x	21,5x	3,3x	

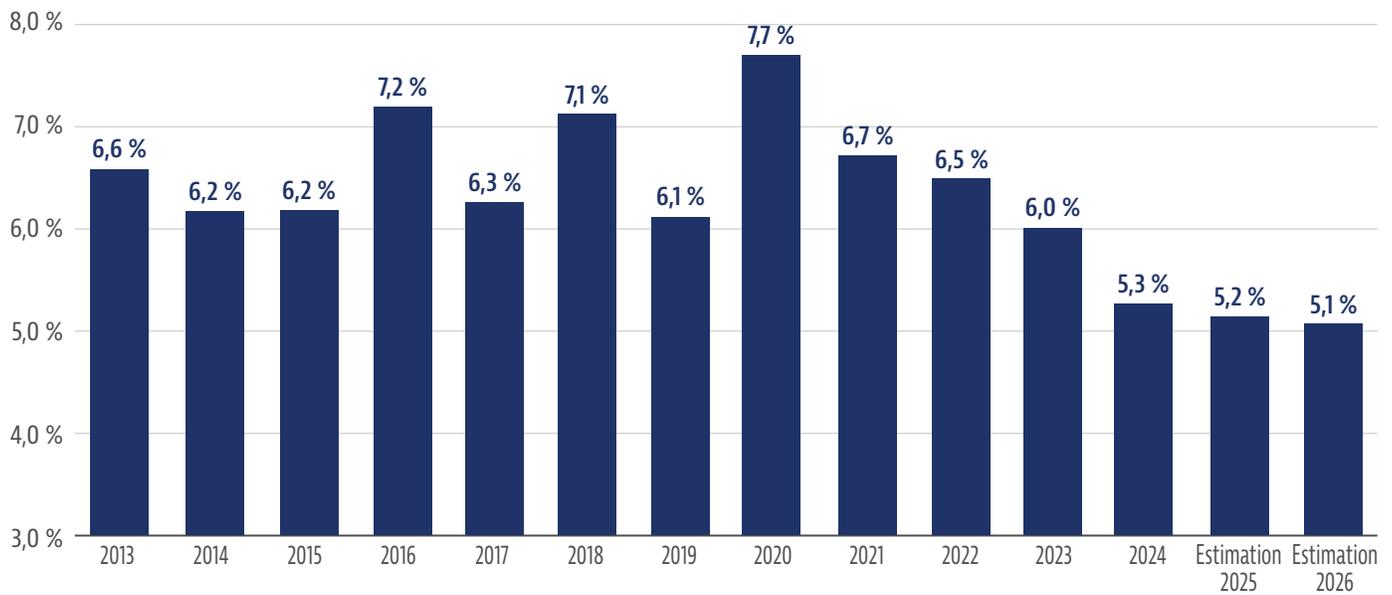
Source : Timelo, FactSet. Au 5 septembre 2025.

Une autre idée m'est venue en écoutant le [balado](#) « In the Money » d'Amber Kanwar.

Le secteur américain de l'assurance santé a été négativement touché par la hausse des coûts des soins de santé au sein de certaines gammes de produits (Medicare, Medicaid, marchés de l'Affordable Care Act). Cependant, Elevance dispose d'un portefeuille diversifié, dont plus des deux tiers des bénéficiaires ne sont pas liés aux segments gouvernementaux actuellement en difficulté.

Nous pensons que les défis auxquels le secteur est confronté seront un phénomène temporaire sur le plan financier, car ces entreprises seront en mesure de renégocier leurs contrats au fil du temps et de revenir à des marges proches de leurs niveaux historiques. Le graphique ci-dessous présente les marges de BAIIA actuelles par rapport à leurs niveaux historiques. Il met en évidence un potentiel important de hausse si l'entreprise parvient à réviser ses gammes de produits et à gérer ses coûts médicaux.

MARGE DE BAIIA CONSENSUELLE D'ELEVANCE



Source : Bloomberg Finance L.P. Au 5 septembre 2025.

Au milieu de l'année 2024, les investisseurs s'attendaient à ce qu'Elevation réalise un bénéfice par action (BPA) ajusté de 47 dollars en 2026, et ils tablent désormais sur 32 dollars. L'action se négociant à 10 fois les bénéfices prévisionnels réduits (contre une fourchette historique de 10 à 16 fois), nous pensons disposer d'une marge de sécurité importante ainsi que de plusieurs facteurs (expansion du multiple, révisions à la hausse des bénéfices) qui devraient nous permettre d'obtenir des rendements ajustés au risque attrayants.

Jean-François Tardif

Président et gestionnaire de portefeuille
Timelo Investment Management Inc.

Pour plus d'information, veuillez visiter [ci.com](https://www.ci.com).

GLOSSAIRE

Rendements (corrégés du risque) : une mesure du rendement des placements en tenant compte du risque ou de la volatilité auxquels doit être exposé un portefeuille pour générer le rendement. Prenons l'exemple de deux investissements dont le rendement est de 10 % sur une période donnée. L'investissement dont le rendement ajusté au risque est le plus élevé est celui dont le prix a le moins fluctué. Les ratios de Sharpe et de Sortino sont deux des mesures les plus couramment utilisées pour mesurer le rendement ajusté au risque.

Ratio de Sharpe : une mesure de rendement ajusté au risque calculée en utilisant l'écart-type et le rendement excédentaire pour déterminer la récompense par unité de risque. Plus le ratio de Sharpe est élevé, plus les rendements historiques corrigés du risque du portefeuille sont bons.

Vente à découvert (position courte) : lorsqu'un gestionnaire de portefeuille estime que le prix d'un titre va baisser, il peut décider d'emprunter et de vendre un actif donné dans l'espoir de pouvoir le racheter à un prix inférieur et le restituer au prêteur à une date ultérieure.

Ratio de Sortino : une évolution du ratio de Sharpe. Ignore la « bonne volatilité » (mouvement à la hausse du cours) et se concentre uniquement sur les rendements par unité de « mauvaise volatilité » (mouvement à la baisse du cours), ce qui est plus révélateur du risque de perte.

Écart-type : une mesure du risque en termes de volatilité des rendements. Il représente le niveau historique de volatilité des rendements sur des périodes déterminées. Un écart-type plus faible signifie que les rendements ont historiquement été moins volatils et vice-versa. La volatilité historique n'est pas nécessairement représentative de la volatilité future.

Volatilité : évalue dans quelle mesure le cours d'un titre, d'un dérivé ou d'un indice fluctue. La mesure la plus couramment utilisée de la volatilité des Fonds d'investissement est l'écart-type.

AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ IMPORTANTS

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

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

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

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

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

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

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

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