

Stratégie de répartition de l'actif

Bureau du chef des placements | Septembre 2025

Rentrée scolaire

Faits saillants

- › Avec l'été qui achève, force est de constater que la saison estivale aura été plutôt clémente sur les marchés, les actions enregistrant un quatrième mois consécutif de gains en août.
- › Toutefois, il ne faut pas se faire d'illusion. Les périodes de faible volatilité ne sont jamais éternelles, et le mois de septembre est justement celui où les rendements sont historiquement les plus faibles, en moyenne.
- › Si l'inflation demeure à surveiller, il faut reconnaître que pour l'instant, elle n'est pas aussi dramatique que certains le redoutaient il y a six mois, lorsque l'instauration des nouveaux tarifs s'entamait. D'ailleurs, pour la première fois depuis mai 2021, les petites entreprises américaines ne sont plus davantage préoccupées par l'inflation... que par la faiblesse des ventes.
- › Dans ces circonstances changeantes, le maintien des taux d'intérêt à des niveaux restrictifs devenait de plus en plus difficile à justifier pour la Fed qui devrait effectivement d'amorcer un passage graduel vers une politique monétaire neutre sous peu.
- › Ce changement d'orientation intervient malheureusement dans un climat de forte pression politique, et une nomination controversée pour succéder à Powell, attendue cet automne, risquerait fort de franchir une limite critique. À suivre, mais pour l'instant, il n'est pas clair que les actions de la Fed soient guidées par autre chose que ce que leur mandat leur impose, peu importe ce qu'en pense le président américain.

Vues - Répartition de l'actif

Classes d'actifs	-	N	+
Actions			
Revenu fixe			
Liquidités			
Alternatifs			
Revenu fixe			
Gouvernement			
Crédit			
Durée			
Actions			
Canada			
États-Unis			
EAO			
Marchés émergents			
Alternatifs & devises			
Or			
Stratégies non corrélées			
Dollar canadien			

Bureau du chef des placements

Conclusion: Si la liste de motifs potentiels d'un recul boursier à court terme est longue, la tendance haussière devrait demeurer dominante, supportée par une croissance des profits et des orientations politiques plus accommodantes. En comparatifs, les marchés obligataires semblent déjà escompter plusieurs baisses de taux au cours de l'année prochaine, laissant peu de place à des gains plus importants.

Revue des marchés

Revenu fixe

- › L'univers à revenu fixe canadien est resté relativement inchangé en août, les gains dans les segments de court et moyen terme ayant compensé les pertes au sein des obligations de long terme.
- › Aux États-Unis, les bons du Trésor ont affiché des gains mensuels, les taux obligataires ayant diminué suite au discours de Jerome Powell à Jackson Hole, ce dernier ayant signalé que la banque centrale américaine était ouverte à reprendre son cycle de baisses de taux.

Actions

- › Les actions mondiales ont affiché des gains modestes en août, avec une légère surperformance du Canada et de la région EAEO. Les marchés émergents ont sous-performé, tirés à la baisse par les actions indiennes qui souffrent des tensions commerciales avec les États-Unis.
- › Au sein des actions américaines, les petites capitalisations du Russell 2000 se sont démarquées avec une solide surperformance mensuelle vis-à-vis le S&P 500. Ce segment très cyclique et sensible aux taux d'intérêt a su profiter de la résilience de l'économie américaine et de la posture plus accommodante de la Fed.

Devises et matières premières

- › Le prix de l'or a affiché des gains importants en août, alors que les prix du pétrole ont fortement reculé, en lien entre autres avec l'OPEP+ qui a mis fin prématurément à ses coupes de production.
- › Suite à un rebond en juillet, le dollar américain est retourné sur sa tendance baissière, l'indice DXY affichant un recul de plus de 2 % en août. Les perspectives d'une Réserve fédérale plus encline aux baisses de taux ont pesé sur le billet vert.

Rendement total des marchés

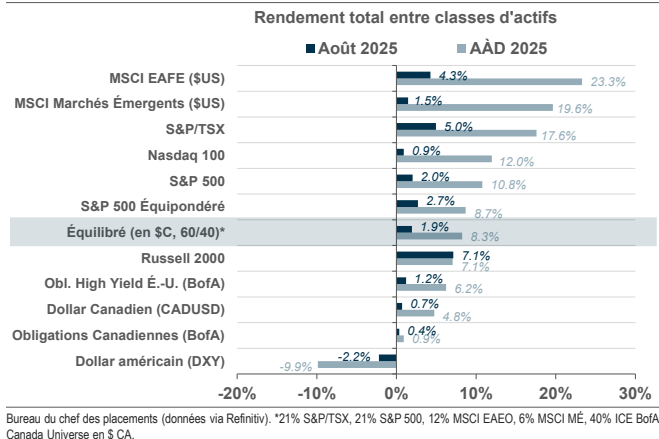
Classes d'actifs	Août	AÀD	12 mois
Encaisse (S&P Canada T-bill)	0.2%	1.9%	3.4%
Obligations (ICE Univers Canada)	0.4%	0.9%	2.7%
Court terme	0.6%	2.6%	4.6%
Moyen terme	0.9%	2.5%	4.0%
Long terme	-0.5%	-3.0%	-1.3%
Gouvernement fédéral	0.5%	1.0%	2.1%
Sociétés	0.2%	2.4%	5.7%
Trésor É-U (\$ US)	1.0%	4.4%	2.2%
Sociétés É-U (\$ US)	1.0%	5.4%	4.2%
High Yield É-U (\$ US)	1.2%	6.2%	8.1%
Actions canadiennes (S&P/TSX)	5.0%	17.6%	25.9%
Services de communication	4.4%	15.0%	-4.1%
Consommation discrétionnaire	0.7%	17.0%	20.4%
Consommation de base	-0.8%	5.4%	10.6%
Énergie	4.0%	10.9%	16.3%
Finance	4.3%	17.2%	32.3%
Santé	9.2%	-3.9%	6.0%
Industrie	0.0%	5.4%	6.3%
Technologies de l'information	6.2%	17.3%	50.2%
Matériaux	15.9%	50.8%	48.2%
Immobilier	3.7%	12.2%	6.0%
Services publics	0.3%	13.1%	18.2%
S&P/TSX Petites capitalisations	9.3%	25.1%	30.8%
Actions É.-U. (S&P 500 \$ US)	2.0%	10.8%	15.9%
Services de communication	3.6%	17.9%	34.3%
Consommation discrétionnaire	3.4%	2.0%	24.8%
Consommation de base	1.6%	5.5%	3.0%
Énergie	3.6%	7.5%	2.1%
Finance	3.1%	12.6%	19.9%
Santé	5.4%	0.8%	-11.1%
Industrie	0.0%	16.1%	17.3%
Technologies de l'information	0.3%	14.0%	22.5%
Matériaux	5.8%	11.6%	0.3%
Immobilier	2.2%	5.7%	0.5%
Services publics	-1.6%	13.0%	13.8%
Russell 2000 (\$ US)	7.1%	7.1%	8.2%
Actions monde (MSCI ACWI \$ US)	2.5%	14.7%	16.3%
MSCI EAEO (\$ US)	4.3%	23.3%	14.5%
MSCI Marchés Émergents (\$ US)	1.5%	19.6%	17.7%
Matières premières (GSCI \$ US)	-0.2%	5.4%	9.3%
Pétrole WTI (\$ US/baril)	-8.5%	-11.2%	-13.6%
Or (\$ US/once)	4.4%	31.1%	37.4%
Cuivre (\$ US/tonne)	2.7%	13.5%	7.7%
Devises (Indice \$ US DXY)	-2.2%	-9.9%	-3.9%
USD par EUR	2.3%	13.0%	5.7%
CAD par USD	-0.8%	-4.4%	1.9%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, en date du 2025-08-29)

Rentrée scolaire

Avec l'été qui achève, force est de constater que la saison estivale aura été plutôt clémente sur les marchés boursiers, lesquels ont accentué leurs gains annuels pour un quatrième mois consécutif en août (graphique 1).

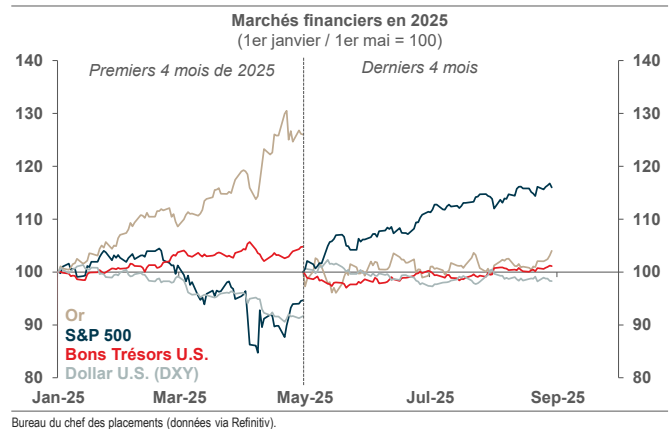
1 | Un autre mois positif pour les actions...



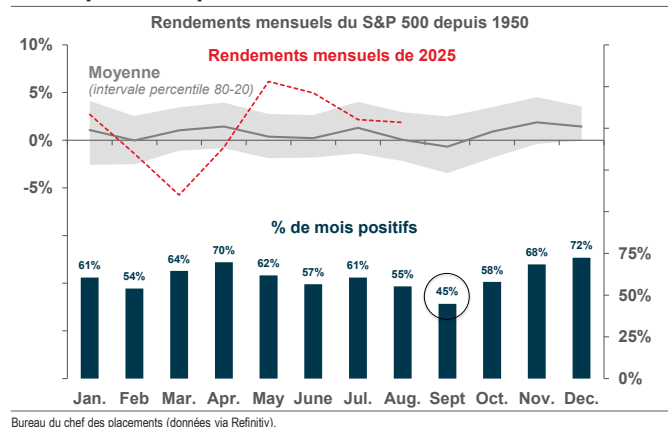
D'ailleurs, pendant que les actions poursuivaient leur progression, le reste des marchés financiers semble avoir littéralement fait relâche au cours des quatre derniers mois; les prix de l'or, les bons du Trésor, et le dollar américain étant tous relativement inchangés sur la période. Tout un contraste par rapport aux quatre premiers mois de l'année (graphique 2).

Maintenant, bien que ce résultat favorable aux actions soit globalement conforme – et même supérieur – à nos attentes¹, il ne faut pas se faire d'illusion. Plus la période de faible volatilité se prolonge, plus les chances d'une hausse soudaine et inattendue du risque augmentent, ce qui se produit souvent en septembre, le mois où les rendements sont historiquement les plus faibles en moyenne (graphique 3).

2 | ... concluant un été clément sur les marchés



3 | Septembre pluvieux?



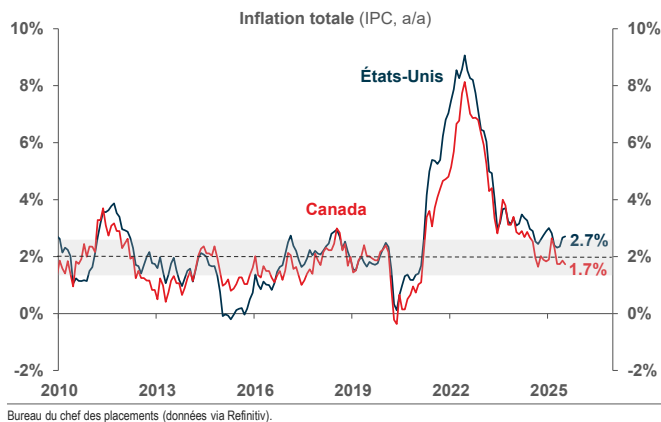
Dans ce contexte, revenons d'abord sur les éléments clés à surveiller au cours des prochains mois, avant de conclure sur les implications pour les marchés et notre stratégie de répartition de l'actif.

¹ Pour plus de détails, consultez notre rapport du 2 juin, où nous introduisons des changements dans notre stratégie d'actifs, impliquant un positionnement plus favorable au risque compte tenu de la diminution de l'incertitude économique.

À surveiller cet automne

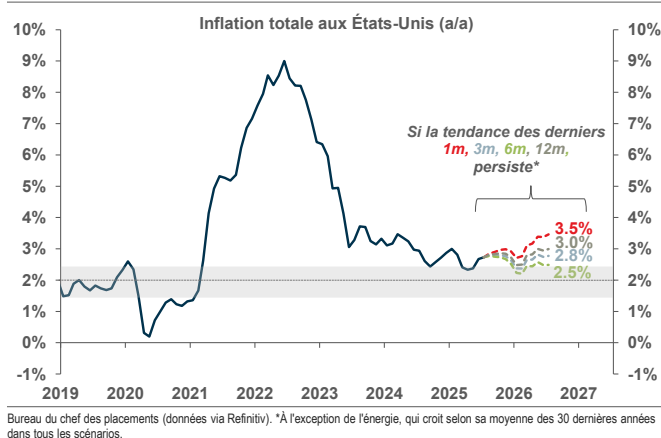
Si l'inflation totale annuelle canadienne se maintient près de la cible de 2 %, aux États-Unis, la progression semble toujours stagner autour de 3 % (graphique 4).

4 | Encore la même chose pour l'inflation...



De plus, les tendances récentes – qui couvrent désormais l'imposition des tarifs douaniers – suggèrent qu'un retour à la cible au cours de la prochaine année demeure peu probable au sud de la frontière (graphique 5).

5 | ... coincée au-dessus de la cible aux É.-U. ?

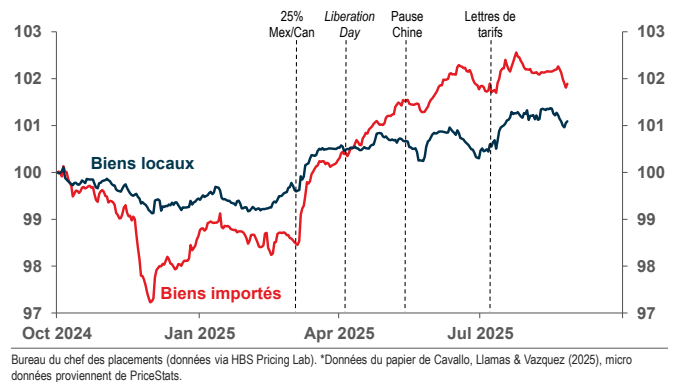


Néanmoins, bien que cette situation n'est certes pas idéale et nécessite une vigilance constante, il faut reconnaître qu'elle n'est pas aussi dramatique que certains le redoutaient il y a six mois, lorsque l'instauration des nouveaux droits de douane s'entamait.

À cet égard, une équipe de l'université Harvard a récemment mis au point des indices quotidiens des prix à la consommation basés sur les données en ligne de quatre grands détaillants américains, ventilés par pays d'origine². Principale conclusion : Bien que les prix des marchandises aient augmenté rapidement après l'imposition des droits de douane (même pour les marchandises produites localement), l'ampleur des ajustements reste relativement modeste par rapport aux tarifs annoncés ([cliquez ici](#) pour les indices de prix actualisés, **graphique 6**). Un portrait somme toute cohérent avec les commentaires livrés par Walmart et d'autres détaillants pendant la saison des bénéfices³.

6 | Hausse généralisée mais mesurée des prix...

États-Unis: Indices de prix des biens vendus au détail
(Biens vendus par quatre grands détaillants*, 1er octobre 2024 = 100)



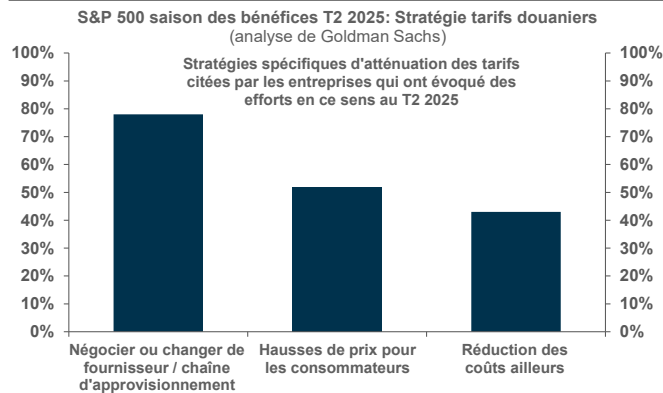
Par ailleurs, une analyse de l'équipe de recherche chez Goldman Sachs a révélé que seulement environ la moitié des entreprises du S&P 500 ayant discuté de l'impact des tarifs sur leurs résultats

² Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs (Cavallo, Llamas, Vazquez, 2025).

³ Higher tariffs are kicking in. Here's what Walmart and other retailers said about their impact, 23 août 2025.

affirment avoir passé au moins une partie de la hausse des prix aux consommateurs, la vaste majorité optant surtout pour des négociations – ou même des changements – avec leurs fournisseurs (**graphique 7**).

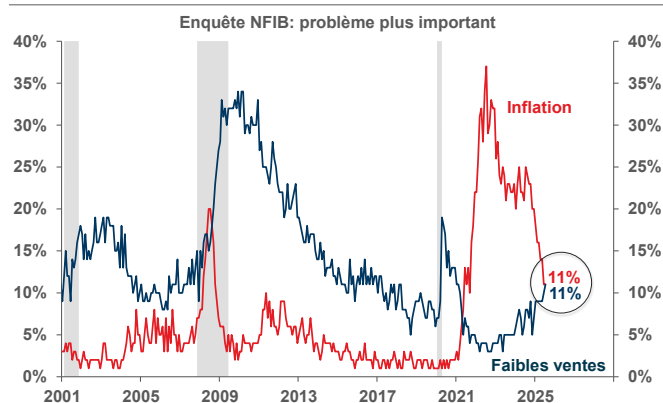
7 | ... alors que les entreprises s'adaptent



Bureau du chef des placements (données via Goldman Sachs Global Investment Research).

Dans l'ensemble, il n'est donc peut-être pas surprenant que, pour la première fois depuis mai 2021, les petites entreprises américaines ne soient plus davantage préoccupées par l'inflation... que par la faiblesse des ventes (**graphique 8**).

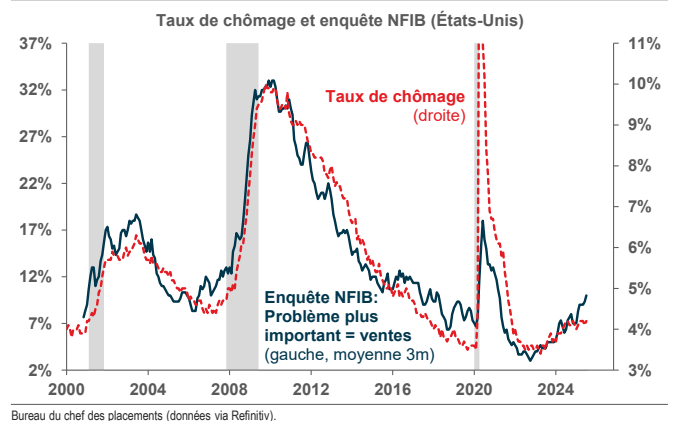
8 | Les temps changent...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Ce changement de dynamique n'est pas anodin, considérant que des enjeux au niveau des ventes donnent souvent lieu à des mises à pied et donc, une hausse du taux de chômage (**graphique 9**).

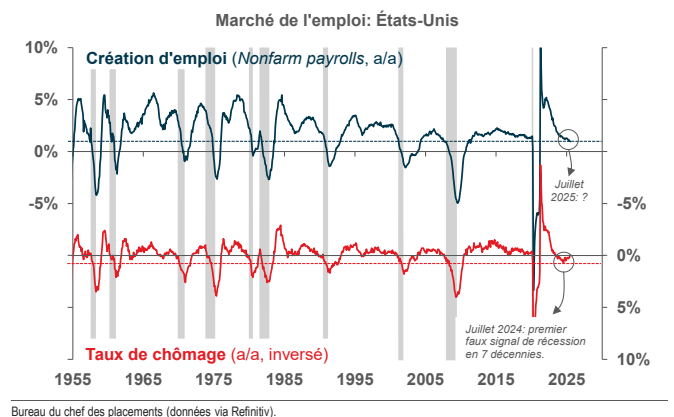
9 | ... ce qui met à risque le marché de l'emploi...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Ainsi, il faudra surtout surveiller l'évolution du marché de l'emploi au cours des prochains mois, celui-ci ayant récemment ralenti de cadence avec une croissance annuelle de l'emploi sous 1 %, une situation historiquement synonyme de récession (**graphique 10**).

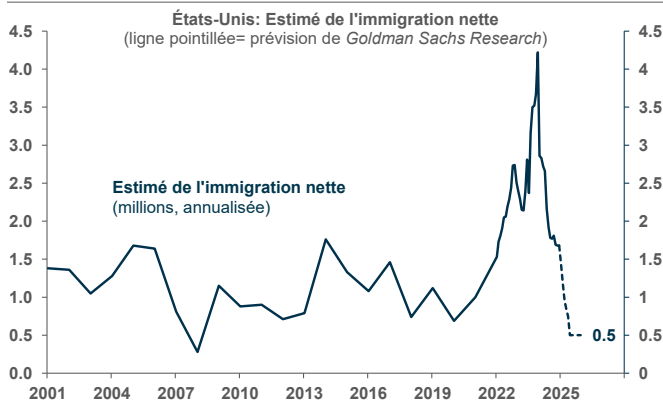
10 | ... qui ralentit (encore)



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Cela dit, pas de panique. D'abord, nombreux sont les signaux de récession auparavant sans faute qui se sont relevés trompeurs dans les dernières années. Ensuite, avec le ralentissement de la croissance de la population en âge de travailler résultant des politiques d'immigration de l'administration Trump (**graphique 11**, page suivante), il est tout à fait attendu que le nombre d'emplois créés chaque mois ralentisse également, sans que cela indique nécessairement un

11 | La croissance démographique ralentit également



Bureau du chef des placements (données via Goldman Sachs Research, Department of Homeland Security, CBO).

déséquilibre. Enfin, l'ensemble des indicateurs du marché de l'emploi (taux de chômage, demandes d'assurances chômage, mises à pied, offres d'emplois, etc.) demeure somme toute positif.

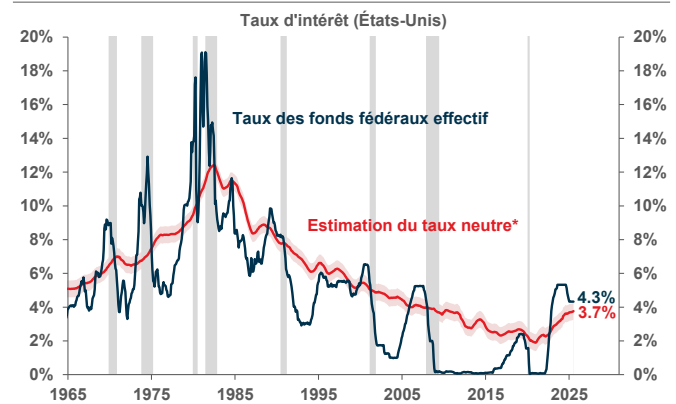
Reste que, dans ce contexte changeant, le maintien d'une politique monétaire restrictive devenait de plus en plus difficile à justifier pour la Réserve fédérale.

Pivot sous pression

La prochaine décision de la Fed sur les taux d'intérêt est le 17 septembre, et les chances semblent élevées (84 % selon les marchés) que Jerome Powell annonce sa première baisse de taux depuis décembre 2024, marquant ainsi le début d'un passage graduel vers une politique monétaire neutre (**graphique 12**).

Malheureusement, ce changement d'orientation s'effectue dans un contexte de pression politique extrême, le président américain laissant peu de place à l'interprétation quant à ses intentions en affirmant qu'il « aura très bientôt la majorité », en référence au comité sur la politique monétaire

12 | Une politique monétaire plus neutre se profile



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Moyenne de la projection du taux directeur à long terme du FOMC et des taux obligataires à terme 5 ans dans 5 ans.

composé de sept gouverneurs, dont trois sont déjà relativement alignés avec les perspectives de son administration (Bowman, Waller, et Miran qui vient d'être nommé), et une (Cook) qui doit se défendre contre son renvoi devant un tribunal⁴.

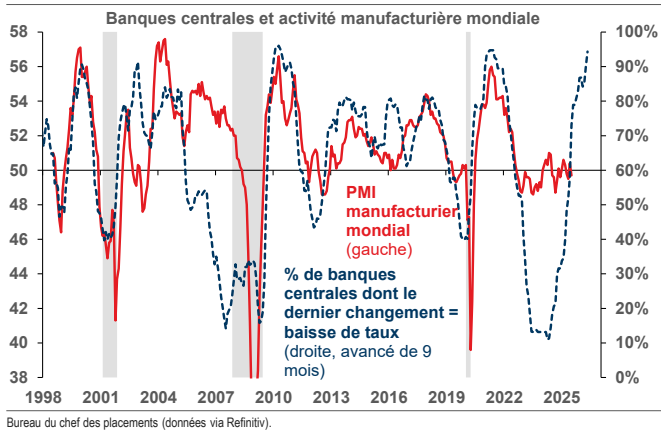
Jouer avec l'indépendance de la Fed est probablement ce qui se rapproche le plus de jouer avec le feu sur le plan économique, et une nomination controversée pour succéder à Powell, attendue cet automne, risquerait fort de franchir une limite critique.

À suivre, mais pour l'instant, il n'est pas clair que les actions de la Fed soient guidées par autre chose que ce que leur mandat leur impose, peu importe ce qu'en pense le président américain.

Ainsi, la conséquence concrète des quelques baisses de taux qui se profilent est probablement positive pour la croissance économique. D'ailleurs, la quasi-totalité des banques centrales à travers le monde ont récemment réduit leur taux de référence, ce qui suggère effectivement une activité économique mondiale plus robuste au cours des prochains trimestres (**graphique 13**, page suivante).

⁴ Trump says he'll have a Fed 'majority' soon to push rates lower after firing Cook, CNBC, 26 août 2025.

13 | La croissance mondiale va-t-elle rebondir ?



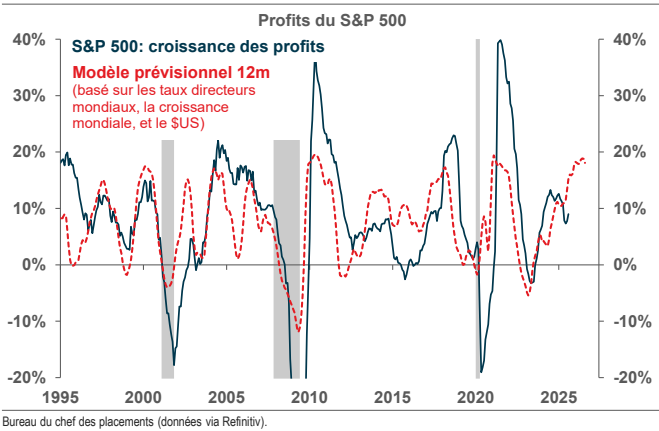
Par extension, ce contexte pourrait être porteur pour les marchés boursiers. Déjà, les profits des entreprises se sont révélés étonnamment forts au deuxième trimestre, avec une croissance annuelle de 13,2 %, soit plus de deux fois plus élevée qu'initialement anticipée. Face à ces résultats, les analystes ont été contraints de revoir à la hausse leurs prévisions pour les douze prochains mois, et ce, pour la quasi-totalité des secteurs (graphique 14).

14 | Les bénéfices des entreprises sont solides...

Bénéfices des actions américaines						
	Poids indice	Poids bénéfices (12m)	T2-2025		Prochains 12m (attendu)	
			Croissance	Révisions (3m)	Croissance	Révisions (3m)
S&P 500	100%	100%	13.2%	▲ 7.1%	12.3%	▲ 1.4%
Technologie	34%	27%	24.4%	▲ 6.5%	18.6%	▲ 1.5%
Santé	9%	13%	8.7%	▲ 4.1%	10.5%	▼ -2.5%
Finance	14%	19%	13.9%	▲ 11.0%	10.3%	▲ 2.2%
Sev. De comm.	10%	8%	48.8%	▲ 15.7%	4.6%	▲ 2.5%
Cons. Discr.	11%	9%	7.0%	▲ 10.4%	10.2%	▲ 3.2%
Industrie	8%	8%	4.2%	▲ 1.8%	15.6%	▲ 1.3%
Énergie	3%	5%	-18.5%	▲ 6.8%	5.9%	▲ 7.3%
Cons. Base	5%	6%	0.7%	▲ 3.1%	4.6%	▲ 1.2%
Matériaux	2%	2%	-1.4%	▲ 3.4%	13.2%	▲ 4.7%
Serv. Publics	2%	3%	-1.6%	▼ -0.7%	7.4%	▲ 1.1%
Immobilier	2%	1%	1.9%	▼ -0.7%	7.7%	▲ 3.5%

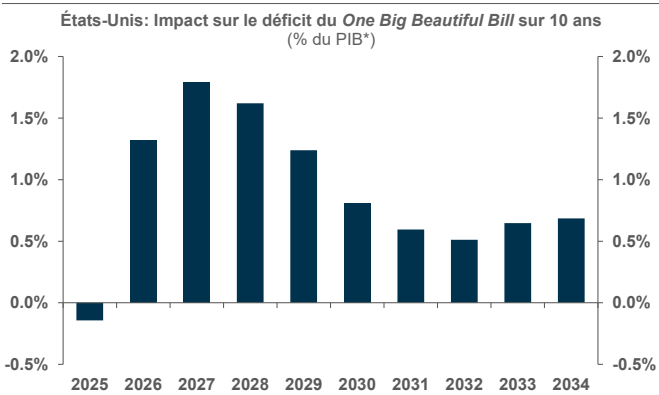
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

15 | ... et les perspectives semblent bonnes...



américain qui va véritablement débuter en 2026 (graphique 16).

16 | ... avec un stimulus budgétaire à l'horizon



Bureau du chef des placements (données via Penn Wharton Budget Model, CBO). *Selon les dernières prévisions de PIB du CBO.

Et si ces attentes paraissent optimistes, elles ne semblent pas si exagérées lorsqu'on tient compte de certains facteurs comme la posture des banques centrales et la dépréciation du dollar américain (graphique 15).... sans parler du stimulus fiscal

Conclusion

Entre surprises à la hausse sur l'inflation, surprises à la baisse sur l'emploi, attaques contre l'indépendance de la Fed, ou simplement un classique « buy the rumour, sell the news » après une baisse de taux aux États-Unis; la liste des motifs potentiels d'un recul boursier est longue.

Malgré tout, il y a raison de croire que la tendance haussière va demeurer dominante, raison pour laquelle nous maintenons notre surpondération en actions.

En effet, si l'économie a connu son lot d'évènement perturbateur au courant des dernières années, le facteur déterminant pour la direction générale des marchés a souvent été les orientations des décideurs politiques. Alors, avec un flou tarifaire amoindri et des intentions plus « accommodantes » de la Fed qui se précisent, la tendance de moindre résistance risque de demeurer à la hausse (**graphique 17**), d'autant plus que le sentiment des investisseurs ne paraît pas exagérément optimiste (**graphique 18**).

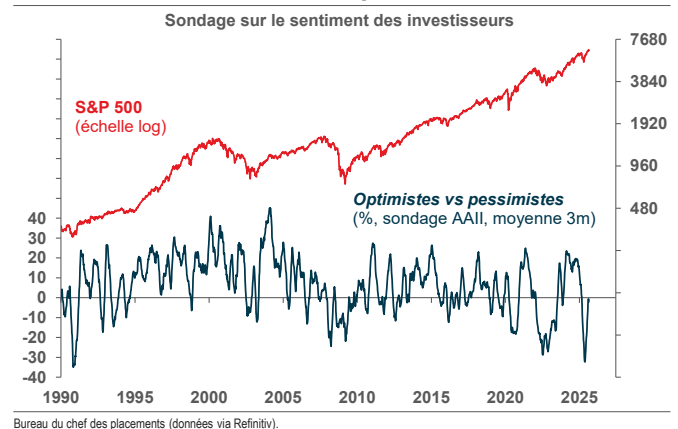
En comparatif, les perspectives pour les obligations sont plus mitigées. Aux niveaux actuels, les bons du Trésor 10 ans semblent déjà anticiper entre quatre et cinq baisses de taux au cours de l'année prochaine (**graphique 19**), ce qui est probablement le maximum que la Fed pourrait justifier avec une inflation légèrement supérieure à la cible, à moins d'une hausse importante du chômage.

Enfin, au sein des actions, si les perspectives paraissent toujours plus attrayantes en dehors des États-Unis, nous n'excluons pas un retour à une allocation qui leur serait plus favorable au cours des prochains mois.

17 | Les orientations politiques sont cruciales



18 | Le sentiment ne semble pas excessif

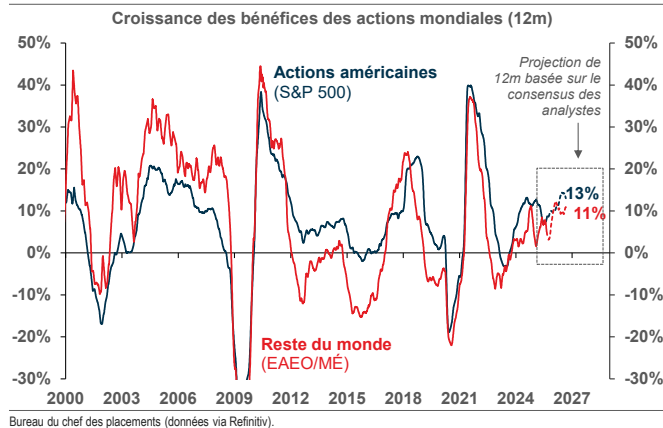


19 | Les obligations escomptent déjà plusieurs baisses

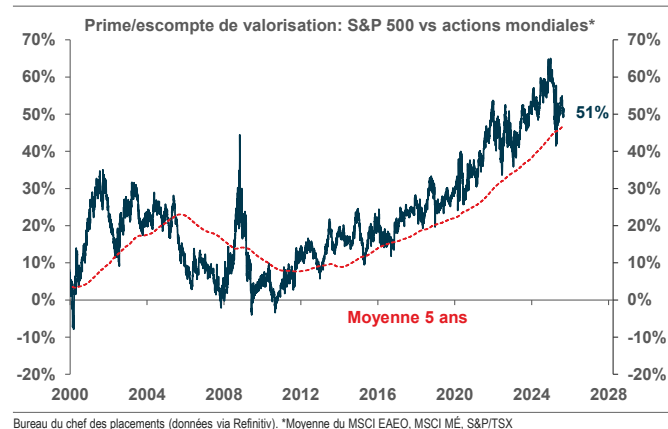


Avec la dernière saison des bénéfices, les perspectives de croissance des profits du S&P 500 se sont raffermies par rapport au reste du monde (**graphique 20**), un facteur déterminant pour le leadership géographique en actions (**graphique 21**).

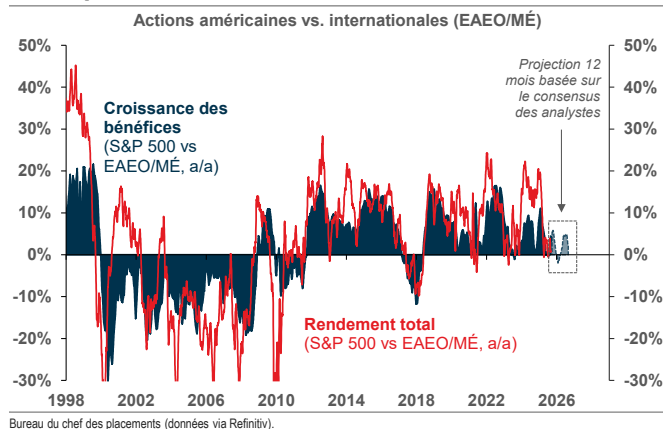
20 | Une meilleure croissance des profits...



22 | ... mais c'est loin d'être une aubaine



21 | ... pourrait continuer de favoriser le S&P 500...



Pour l'instant, il est loin d'être évident que cet avantage anticipé justifie une prime de valorisation aussi importante (**graphique 22**), mais un meilleur équilibre à ce chapitre pourrait éventuellement faire pencher la balance en faveur des actions américaines.

Bureau du chef des placements
CIO-Office@bnc.ca

Martin Lefebvre
Chef des placements
martin.lefebvre@bnc.ca

Louis Lajoie
Directeur principal
Stratégie d'investissement
louis.lajoie@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry
Directeur principal
Stratégie de portefeuille
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Nicolas Charlton
Directeur
Stratégie quantitative
nicolas.charlton@bnc.ca

Mikhael Deutsch-Heng
Directeur
Stratégie d'investissement
mikhael.deutschheng@bnc.ca

Zaid Shoufan
Associé
Stratégie de portefeuille
zaid.shoufan@bnc.ca

Julien Gordon
Analyste
Stratégie quantitative
julien.gordon@bnc.ca

Général

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complets de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation.

Les hypothèses ou les opinions exprimées sur une société, un titre, une industrie, un secteur du marché en particulier, des événements futurs (comme les conditions du marché ou l'évolution de l'économie), le rendement d'une société ou d'un titre, le placement futur de produits ou d'autres prévisions représentent celles du Bureau du Chef des placements à un moment donné et ne constituent pas nécessairement celles de la Banque Nationale du Canada et ses filiales (la « Banque »). Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, qui peuvent faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement de ce que le Bureau du Chef des placements anticipe ou prévoit actuellement. La Banque décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces opinions. En outre, celles-ci ne peuvent pas être considérées comme des recommandations d'achat et de vente ni comme des conseils en placement.

Ces fournisseurs d'indices peuvent être inclus dans le présent document : BofA Merrill Lynch, Standard & Poor's, FTSE, Nasdaq, Russell et MSCI. Ces fournisseurs d'indices permettent l'utilisation de leurs indices et des données reliées « tels quels », ne donnent aucune garantie à leur sujet, ne garantissent pas la convenance, la qualité, l'actualité ou l'exhaustivité des indices ni d'aucune donnée incluse dans ceux-ci, qui y serait reliée ou qui en serait dérivée, n'assument aucune responsabilité à l'égard de l'utilisation de ce qui précède et ne parrainent pas, n'avalisent pas ni ne recommandent Banque Nationale Investissements ni aucun de ses produits ou services. Les fournisseurs d'indices ci-dessus ne garantissent pas l'exactitude de tout indice ou modèle de référence mixte créé par Banque Nationale Investissements, utilisant un de ces indices. Aucune responsabilité ni aucune obligation n'incombent à aucun membre des fournisseurs d'indices ni à leurs administrateurs, dirigeants, employés, associés ou concédants de licence respectifs pour des erreurs ou des pertes dues à l'utilisation de cette publication ou de tout renseignement ou donnée qu'elle contient. En aucun cas, les fournisseurs d'indices ci-dessus ne seront redevables envers aucune partie de dommages-intérêts directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, particuliers ou consécutifs, de coûts, de frais, notamment de justice, ou de pertes (y compris, sans aucune limite, de perte de revenu ou de profits et de coûts de renonciation) en lien avec l'utilisation du contenu, même s'ils ont été avisés de la possibilité de tels préjudices.

Les indices FTSE/TMX sont des marques de commerce de LSE Group. Les indices S&P sont des marques de commerce de S&P Dow Jones Indices LLC, division de S&P Global. Les indices MSCI sont des marques de commerce de MSCI inc. Les indices BofA sont des marques de commerce de Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (« BofAML »). L'indice Nasdaq est une marque de commerce de Nasdaq Inc. Russell 2000® est une marque déposée de Frank Russell Company, utilisée sous licence.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.

© Banque Nationale Investissements inc., 2025. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

Banque Nationale Investissements est signataire des Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies, membre de l'Association pour l'Investissement Responsable du Canada et participant fondateur de l'initiative Engagement Climatique Canada.