

Hypertension

Faits saillants

- Kidnapping du président vénézuélien, jugement défavorable de la Cour suprême contre les tarifs, opération militaire américaine contre l'Iran; on peut dire que les deux premiers mois de 2026 ont été riches en développements géopolitiques. Pourtant, malgré ce contexte turbulent, les actions mondiales ont enregistré des gains respectables jusqu'à présent cette année, masquant ainsi d'importantes failles sous la surface.
- Ces faiblesses sont particulièrement visibles d'un point de vue géographique. Le Canada et les marchés outre-mer ont surperformé les actions américaines de manière importantes, ces dernières ayant effectivement stagné au cours des derniers mois.
- Au niveau macroéconomique, les fondamentaux restent favorables. Toutefois, le ralentissement de la demande de main-d'œuvre, la dynamique de l'inflation des services et la remontée des prix de l'énergie seront des facteurs déterminants.
- Du côté des tarifs, la décision de la Cour suprême apporte deux précisions importantes. Premièrement, elle réduit de façon marquée la marge de manœuvre du président pour menacer unilatéralement l'imposition de droits de douane sous n'importe quel prétexte. Elle renforce aussi l'idée que le pic des tarifs est probablement derrière nous, même si ceux-ci demeurent élevés.
- Parallèlement, l'intelligence artificielle, qui constituait auparavant un facteur favorable, est désormais une source d'incertitude pour les marchés boursiers. Les investissements massifs dans ce domaine ont réduit les prévisions de flux de trésorerie libres pour les leaders technologiques, tandis que les progrès dans le développement de logiciels ont remis en question leurs primes de valorisation. Plutôt que d'alimenter un optimisme général, l'IA accélère désormais la dispersion entre les secteurs et les modèles économiques, renforçant ainsi l'intérêt de la diversification.

Vues - Répartition de l'actif

Classes d'actifs	-		N		+
Actions	☐	☐	☐	☒	☐
Revenu fixe	☐	☒	☐	☐	☐
Liquidités	☐	☐	☒	☐	☐
Alternatifs	☐	☐	☐	☒	☐
Revenu fixe					
Gouvernement	☐	☒	☐	☐	☐
Crédit	☐	☐	☐	☒	☐
Durée	☐	☐	☒	☐	☐
Actions					
Canada	☐	☐	☒	☒	☐
États-Unis	☐	☐	☒	☐	☐
EAE0	☐	☒	☐	☐	☐
Marchés émergents	☐	☐	☐	☒	☐
Alternatifs & devises					
Or	☐	☐	☒	☐	☐
Stratégies non corrélées	☐	☐	☐	☒	☐
Dollar canadien	☐	☐	☒	☐	☐

Bureau du chef des placements

Conclusion: Dans l'ensemble, les perspectives demeurent constructives, soutenues par la croissance des bénéfices des entreprises. Le positionnement récent reflète cette opinion : augmentation de l'exposition aux marchés émergents dans un contexte d'amélioration de la dynamique des bénéfices, tout en réalisant des profits sur les actions canadiennes après une forte surperformance et un resserrement important des écarts relatifs de valorisation.



Revue des marchés

Revenu fixe

- L'univers à revenu fixe canadien a connu son meilleur mois depuis septembre 2025, supporté par la baisse des taux obligataires en lien avec des données économiques quelque peu décevantes et par l'anxiété géopolitique ambiante.

Actions

- L'importante dispersion géographique des rendements boursiers s'est poursuivie en février, avec comme thème principal la sous-performance des États-Unis face au reste du monde. En effet, les actions américaines ont terminé le mois légèrement à la baisse, alors que le Canada, la région EAEO et les marchés émergents ont affiché d'excellents rendements sur la période.
- Au sein du S&P 500, une importante rotation sectorielle a été observée. Les craintes en lien avec l'intelligence artificielle ont poussé les investisseurs à délaisser certaines industries, telles que les logiciels et les services financiers, en faveur de secteurs très cycliques comme l'industrie, l'énergie et les matériaux. Certains fournisseurs de services *cloud* à grande échelle (entre autres Google, Meta, Amazon) ont aussi accusé des reculs importants, affectant les secteurs des services de communication et de la consommation discrétionnaire.

Devises et matières premières

- Les prix du pétrole et de l'or ont continué de grimper en février face à la menace grandissante d'une intervention militaire américaine en Iran, qui a ultimement eu lieu le lendemain de la clôture des marchés en février.
- Après plusieurs mois de dépréciation, le dollar américain s'est stabilisé en février, supporté entre autres par un marché de l'emploi américain qui continue de surprendre par sa résilience.

Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Fév	AAD	12 mois
Encaisse (S&P Canada T-bill)	0.2%	0.4%	2.7%
Obligations (ICE Univers Canada)	1.7%	2.3%	2.4%
Court terme	0.7%	1.2%	3.6%
Moyen terme	1.9%	2.5%	3.7%
Long terme	3.0%	3.9%	-0.3%
Gouvernement fédéral	1.7%	2.1%	1.8%
Sociétés	1.2%	2.0%	4.5%
Trésor É-U (\$ US)	1.9%	1.9%	5.3%
Sociétés É-U (\$ US)	1.2%	1.6%	6.7%
High Yield É-U (\$ US)	0.1%	0.6%	7.0%
Actions canadiennes (S&P/TSX)	7.7%	8.6%	38.8%
Services de communication	2.8%	6.5%	14.0%
Consommation discrétionnaire	10.5%	4.7%	34.0%
Consommation de base	10.0%	5.8%	22.9%
Énergie	8.8%	20.3%	45.4%
Finance	2.7%	1.1%	33.5%
Santé	8.6%	4.0%	9.6%
Industrie	6.3%	6.7%	7.0%
Technologies de l'information	-6.2%	-22.8%	-10.4%
Matériaux	21.7%	32.5%	136.7%
Immobilier	-0.3%	1.4%	5.9%
Services publics	8.7%	10.8%	28.7%
S&P/TSX Petites capitalisations	12.6%	22.4%	86.8%
Actions É.-U. (S&P 500 \$ US)	-0.8%	0.7%	17.0%
Services de communication	-5.1%	0.4%	31.1%
Consommation discrétionnaire	-5.4%	-3.8%	7.9%
Consommation de base	7.9%	16.3%	12.0%
Énergie	9.4%	25.2%	28.2%
Finance	-3.7%	-6.0%	0.0%
Santé	3.5%	3.5%	9.5%
Industrie	7.1%	14.3%	31.8%
Technologies de l'information	-3.9%	-5.5%	22.3%
Matériaux	8.4%	17.8%	23.4%
Immobilier	6.4%	9.4%	6.3%
Services publics	10.3%	11.9%	24.0%
Russell 2000 (\$ US)	0.8%	6.2%	23.3%
Actions monde (MSCI ACWI \$ US)	1.3%	4.3%	24.7%
MSCI EAEO (\$ US)	4.6%	10.1%	35.3%
MSCI Marchés Émergents (\$ US)	5.5%	14.9%	50.8%
Matières premières (GSCI \$ US)	2.4%	12.4%	18.2%
Pétrole WTI (\$ US/baril)	3.8%	16.9%	-4.3%
Or (\$ US/once)	4.4%	21.5%	84.3%
Cuivre (\$ US/tonne)	1.7%	6.8%	42.4%
Devises (Indice \$ US DXY)	0.6%	-0.7%	-9.3%
USD par EUR	-0.8%	0.5%	13.5%
CAD par USD	0.2%	-0.6%	-5.7%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, en date du 2026-02-27)

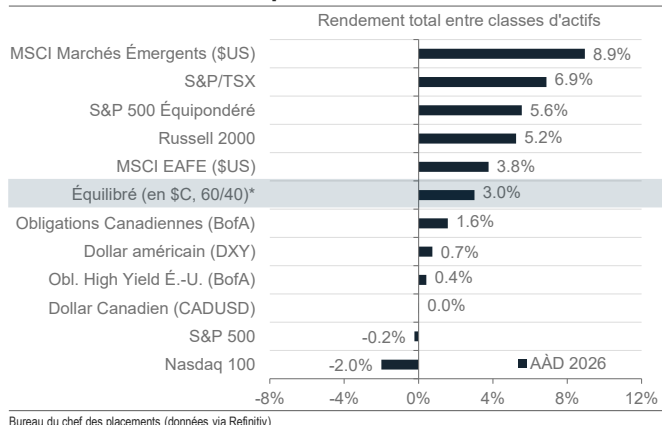


Hypertension

Les deux premiers mois de l'année ont été riches en développements géopolitiques. Février a notamment été marqué par un jugement défavorable de la Cour suprême sur la légalité des tarifs américains, mais surtout par l'embrasement du Moyen-Orient à la suite d'une opération militaire menée par les États-Unis et Israël contre le régime iranien (pour en savoir plus, voir nos commentaires « [Chaos au Moyen-Orient](#) » publiés lundi le 2 mars).

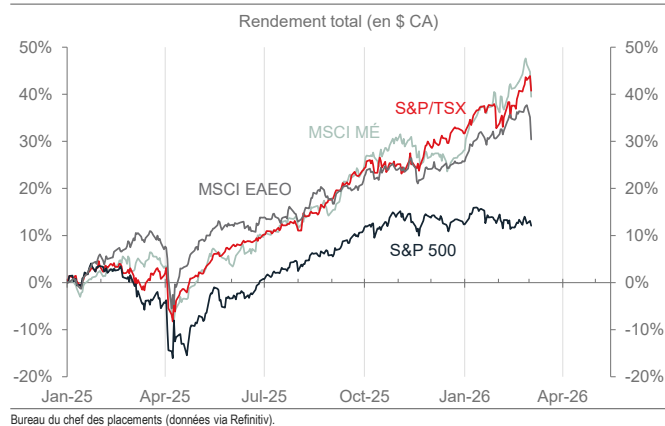
Quoi qu'il en soit, le bilan demeure largement positif pour les investisseurs depuis le début de 2026 (graphique 1).

1 | Un début d'année positif...



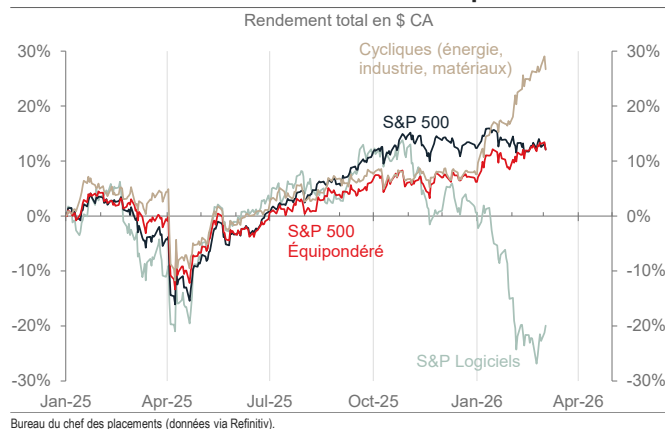
Cela dit, derrière la bonne performance des actions mondiales se cachent d'importants écarts entre les différents segments de marché. Ces divergences sont particulièrement marquées sur le plan géographique : le Canada et les marchés outre-mer ont surperformé les actions américaines de manière importantes, ces dernières ayant effectivement stagné au cours des cinq derniers mois. (graphique 2).

2 | ... surtout en dehors des États-Unis...



On retrouve aussi d'importantes divergences au sein même des actions américaines. Les investisseurs continuent de tourner le dos aux géants technologiques, préoccupés par l'ampleur des dépenses en capital des « hyperscalers ». À ces inquiétudes s'ajoutent des menaces propres au secteur des logiciels liées à l'essor de l'IA, ce qui profite au reste du marché, et surtout aux secteurs cycliques (graphique 3).

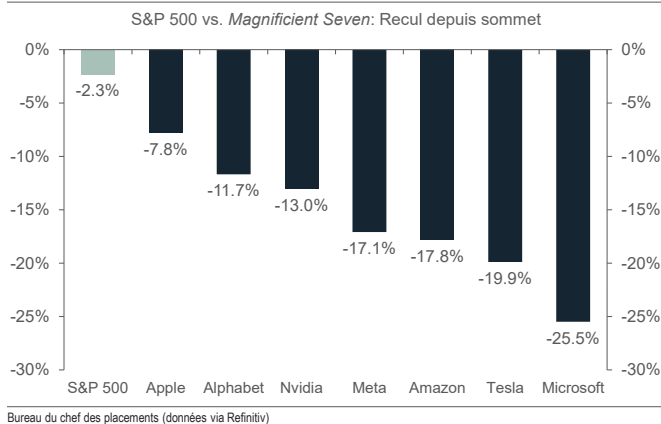
3 | ... et en dehors des secteurs sous pression de l'IA



La bonne nouvelle : cette rotation a permis de limiter largement les pertes du S&P 500, qui fait ainsi preuve d'une résilience remarquable compte tenu des reculs enregistrés par ses sept géants technologiques, qui ensemble comptent pour 36 % de l'indice boursier (graphique 4, page suivante).



4 | Les géants technologiques chutent; l'indice résiste

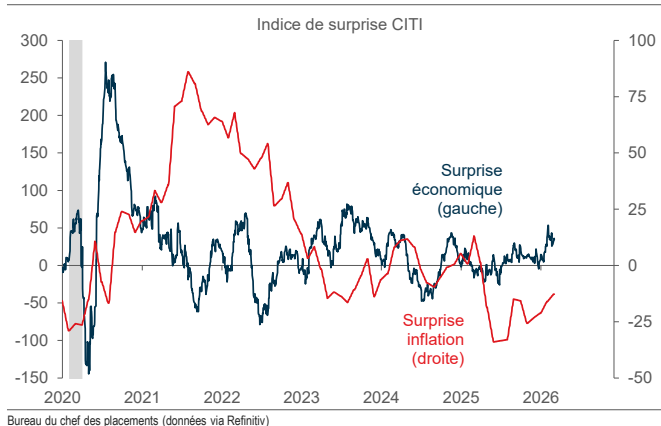


La question qui reste : à quel point ces divergences et cette résilience sont-elles soutenables dans un contexte aussi tendu? Faisons le point.

Prendre le pouls

Dans l'ensemble, les indices de surprises économiques suggèrent que les dernières données ont continué d'évoluer dans le sens souhaité par les investisseurs, soit meilleur qu'attendu sur le plan de la croissance, et plus faible qu'attendu du côté de l'inflation (**graphique 5**).

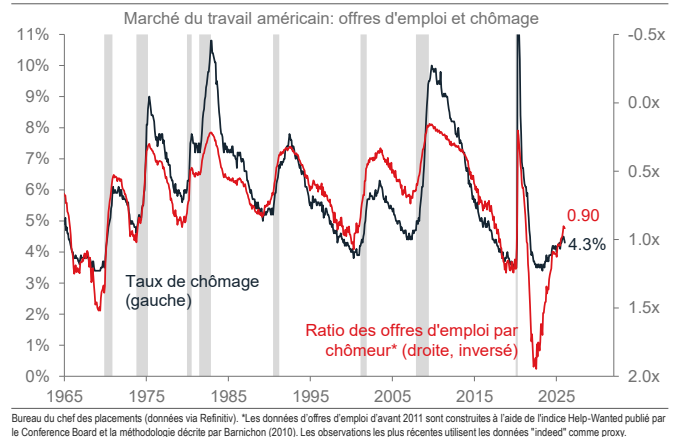
5 | Pas de mauvaises surprises économiques



Bien entendu, tout n'est pas rose ni exempt de risques. Spécifiquement, l'évolution du taux de

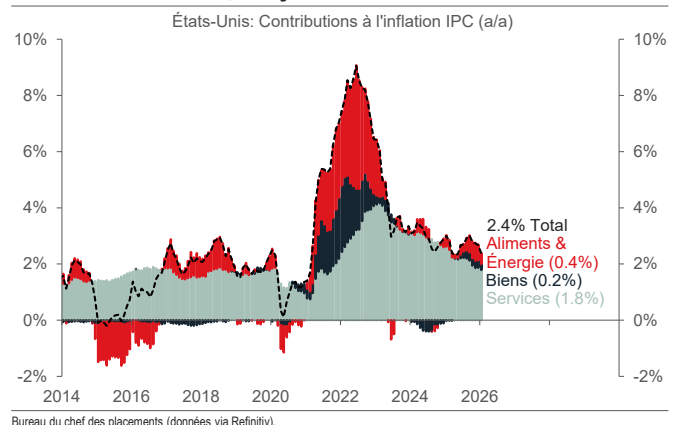
chômage demeure un élément clé à surveiller, alors que la demande de main-d'œuvre – mesurée notamment par le ratio entre les offres d'emplois et le nombre de chômeurs – continue de modérer (**graphique 6**).

6 | Gardons tout de même un œil sur l'emploi...



Du côté de l'inflation, si l'IPC global demeure confiné entre 2 % et 3 %, il faudra vérifier si le ralentissement de l'inflation des services se poursuit (**graphique 7**), alors que les prix de l'énergie sont appelés à monter de manière substantielle au cours des prochaines semaines à cause de l'opération militaire contre l'Iran.

7 | ... et l'inflation, toujours coincée entre 2% et 3%



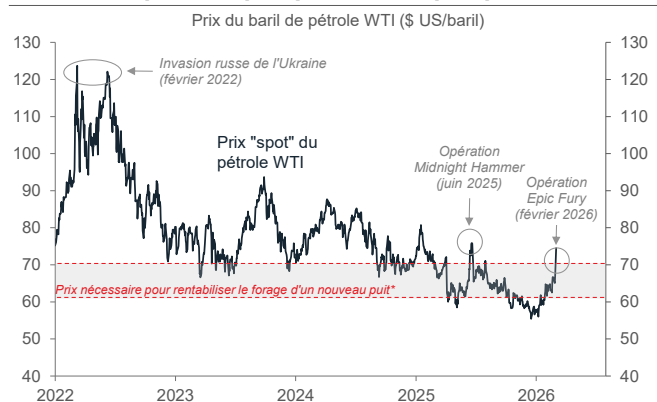
D'ailleurs, les prix du pétrole sont sous pression depuis le début de l'année, une tendance qui s'est accentuée ces derniers jours. Le conflit au Moyen-



Orient provoque en effet d'importantes perturbations au détroit d'Ormuz, un point de passage stratégique situé au sud de l'Iran par lequel transite, en temps normal, environ 20 % de la consommation mondiale de pétrole chaque jour.

Jusqu'à présent, la hausse du prix du pétrole (le WTI se situe à 74\$ par baril au moment d'écrire ces lignes) reste gérable d'un point de vue économique, dans la mesure où les producteurs de pétrole profitent de meilleurs prix sans qu'ils ne soient excessivement contraignants pour les consommateurs (**graphique 8**). Bien entendu, un scénario de conflit militaire s'étalant sur plusieurs semaines, avec des prix qui se maintiendraient durablement et nettement au-delà du seuil de 70\$ entraînerait inévitablement des conséquences plus négatives.

8 | Prix du pétrole: pas problématique, pour l'instant



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Enquête de la Réserve fédérale de Dallas, mars 2025.

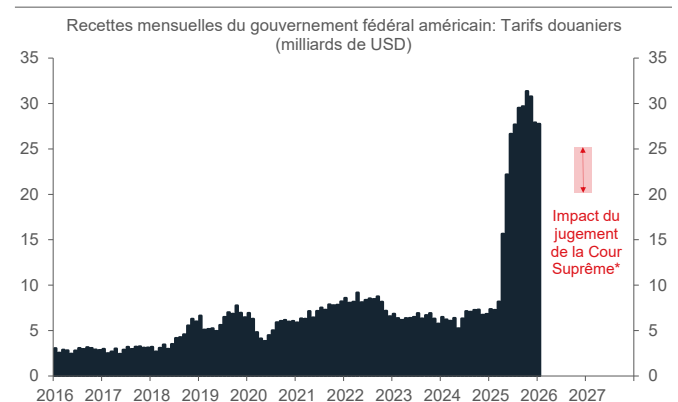
Du côté des tarifs américains, si la Cour suprême a jugé illégal l'usage de l'IEEPA comme prétexte pour l'imposition des tarifs réciproques et liés à la « crise du fentanyl », l'administration Trump s'est rapidement tournée vers une autre loi (l'article 122 du Trade Act de 1974) pour imposer un tarif

universel de 10 % (ou peut-être 15 %, ce n'est pas clair) sur les importations américaines¹.

Ce jugement ne règle pas tous les problèmes, les tarifs étant toujours relativement élevés, tout comme la propension du Président américain à recourir à une rhétorique hostile à l'égard de ses partenaires commerciaux. Il apporte néanmoins deux bonnes nouvelles.

D'abord, il n'est désormais plus possible pour Donald Trump de brandir la menace tarifaire à tout moment, envers n'importe quel pays, et sous quelque prétexte que ce soit. Ensuite, cela vient essentiellement confirmer que le sommet des tarifs – qui sont loin d'être populaires auprès de l'électorat américain selon les sondages² – est derrière nous (**graphique 9**).

9 | Le sommet des tarifs douaniers est derrière nous...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, Yale Budget Lab, FBN Économie et Stratégie). *Tarifs IEEPA remplacés par un tarif universel de 10% à 15%.

À ce sujet, le dernier sondage du secteur manufacturier semble justement indiquer que l'activité économique est en train de passer à autre chose. L'indicateur ISM PMI a en effet bondi, se rapprochant ainsi du niveau qu'il aurait

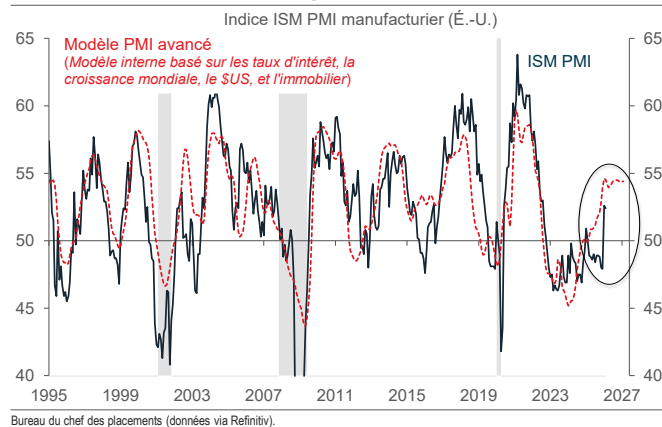
¹ Pour plus de détails sur les tenants et aboutissants de ces changements, n'hésitez pas à consulter le [rapport spécial de nos collègues économistes et analystes géopolitiques de FBN Économie et Stratégie sur le sujet](#).

² [Fox News Poll: Trump's tariffs faced broad disapproval even before Supreme Court ruling, 20 février 2026](#).



probablement atteint en l'absence du choc tarifaire, selon notre modèle de projection (**graphique 10**).

10 | ... et ça commence à paraître dans les données



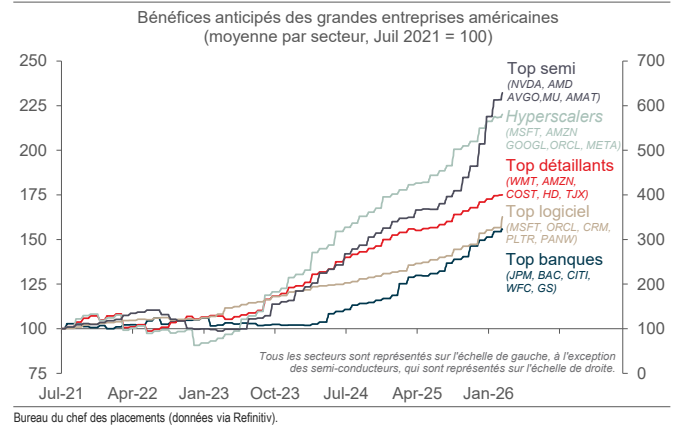
À voir si ça se poursuit. Mais pour le moment, les marchés boursiers semblent préoccupés par une autre source d'inquiétude, qui n'a rien à voir avec les tarifs, et tout à voir avec les avancées exponentielles en intelligence artificielle.

Intelligence artificielle, impacts réels

Avec la saison des bénéfices largement derrière nous, le constat est somme toute positif pour les entreprises américaines qui continuent de voir leurs bénéfices prospectifs grimper, tant pour les grandes banques que les détaillants, les sociétés de logiciels, les entreprises de semi-conducteurs, ou les « hyperscalers » (**graphique 11**).

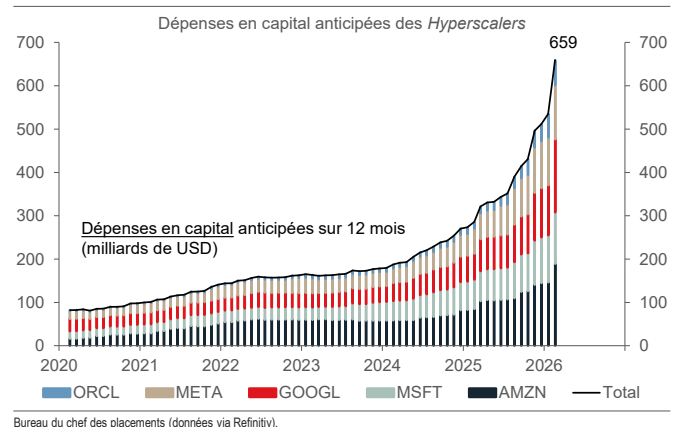
Quoi qu'il en soit, ce sont surtout l'ampleur des dépenses en capital projetées par les géants technologiques, ainsi que le potentiel perturbateur de l'IA à long terme pour le secteur des logiciels, qui ont capté une large part de l'attention des investisseurs au cours des dernières semaines.

11 | Les profits anticipés continuent de grimper...



En effet, malgré des signaux avertisseurs des marchés à la fin de 2025, les fournisseurs de services infonuagiques à très grande échelle (*hyperscalers*) ont décidé de surprendre à nouveau par l'ampleur de leurs intentions de dépenses en capital prévues au cours des douze prochains mois – désormais chiffrées à 659 milliards de \$ US (**graphique 12**). Par extension, les perspectives de flux de trésorerie libres pour ce groupe sélect d'entreprises ont essentiellement fondu de moitié en un mois (**graphique 13**, page suivante).

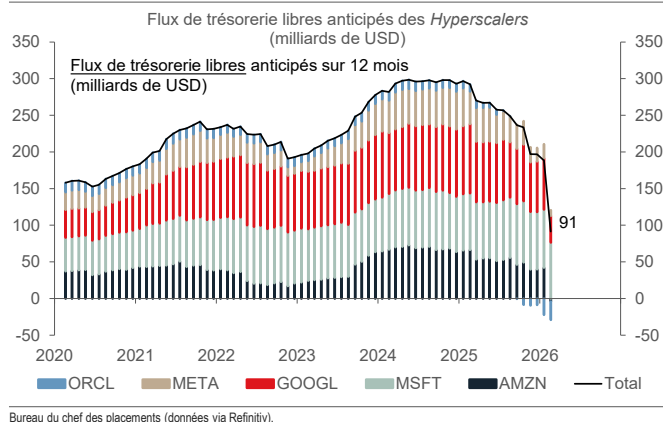
12 | ... mais les prévisions de dépenses en capital aussi



En parallèle, les avancées impressionnantes des capacités de programmation et de développement logiciel permises par de simples outils d'IA sont venues remettre en question la prime que les

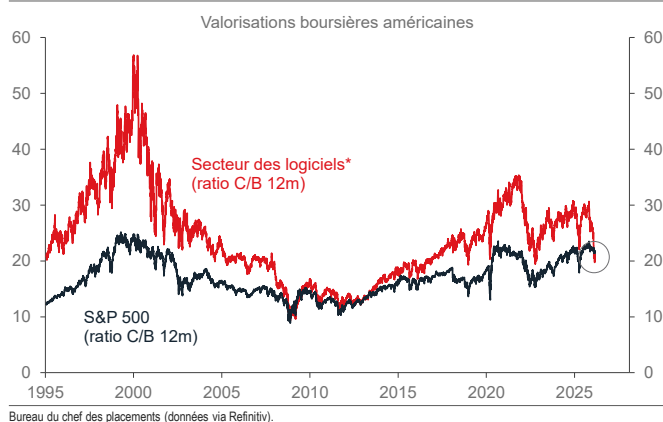


13 | L'érosion des flux de trésorerie inquiète



marchés boursiers ont presque toujours accordée aux géants du logiciel. Ces derniers, jusqu'à récemment perçus comme quasi intouchables, voient ainsi leur statut remis en cause (graphique 14).

14 | Les investisseurs appuient sur « reset » pour les logiciels



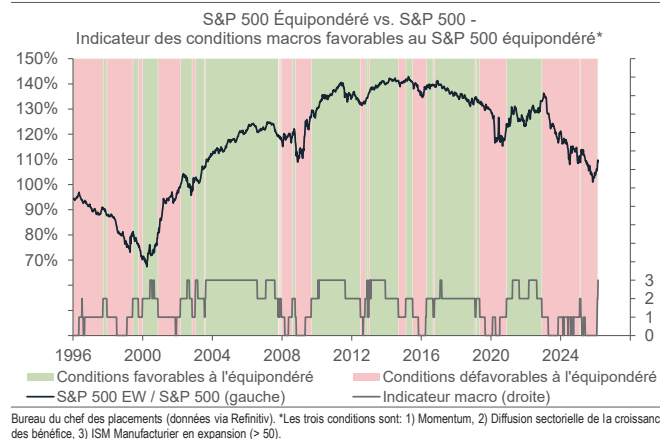
Pour la suite, il faut s'attendre à ce que les géants technos cherchent à rassurer les marchés en démontrant la manière dont ils entendent monétiser ces d'investissements, faute de quoi ils pourraient être amenés à en réduire l'ampleur. Par ailleurs, en ce qui concerne la correction dans le secteur des logiciels, il est possible que les marchés exagèrent la menace pour ces entreprises qui continuent de bénéficier de revenus récurrents, de coûts de transfert élevés et de données propriétaires.

Cela dit, nous invitons les investisseurs à la prudence avant de tirer des conclusions hâtives conditionnées par le passé. Le monde change rapidement et, bien qu'un débat sur les implications des avancées technologiques soit légitime, personne ne peut prétendre en saisir l'ensemble des conséquences avec certitude.

À notre avis, le succès en gestion de portefeuille, dans un monde où toute entreprise peut voir son modèle d'affaires bouleversé par des avancées technologiques du jour au lendemain, passera inévitablement par la diversification. Une réalité en nette rupture avec la dernière décennie, durant laquelle une poignée d'entreprises, protégées par d'importantes barrières à l'entrée, ont largement dominé les marchés boursiers.

Concrètement, ce contexte continue de militer en faveur de l'indice S&P 500 équilibré. En plus de présenter une qualité de bilan nettement supérieur à ce qui s'observe au sein des petites capitalisations, les conditions pour son succès semblent être alignées dernièrement, avec un momentum positif, une croissance des bénéfices généralisée, et un secteur manufacturier qui prend du mieux (graphique 15).

15 | Les conditions s'alignent pour l'indice équilibré





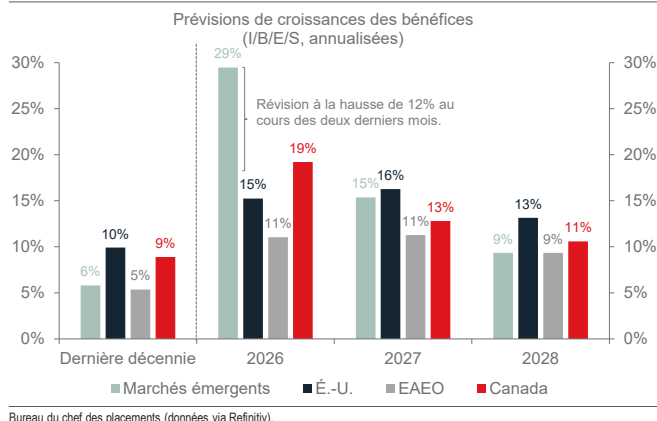
La conclusion pour les investisseurs

Dans l'ensemble, si le contexte crée des secousses à court terme, notre scénario de base entrevoyant une poursuite du marché haussier supportée par la croissance des bénéfices demeure inchangé.

Au sein des marchés boursiers, nous avons toutefois ajusté notre positionnement géographique en cristallisant une partie des gains réalisés sur notre surpondération en actions canadiennes — détenue depuis novembre 2024 — au profit d'une augmentation supplémentaire de notre exposition aux marchés émergents.

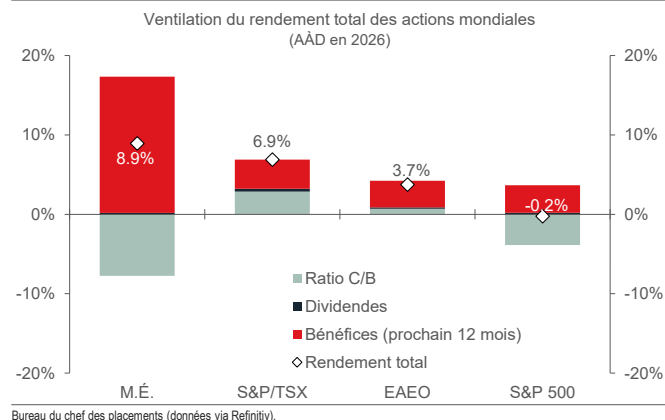
Au courant des derniers mois, les perspectives de croissance des profits ont été massivement révisées à la hausse au sein des marchés émergents — notamment grâce à leur exposition au monde des semiconducteurs (**graphique 16**).

16 | Les attentes de profits bondissent dans les M.E...



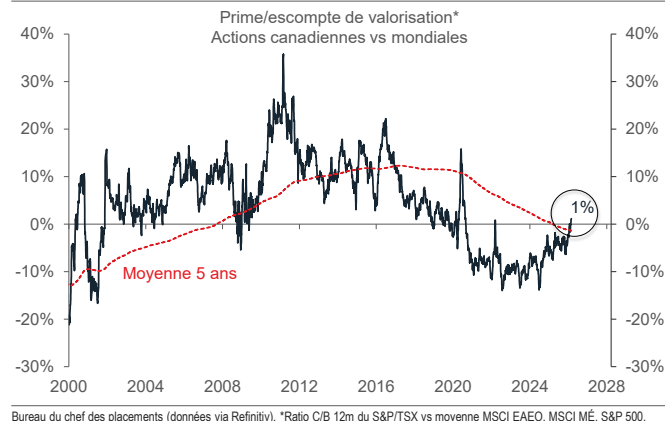
Ainsi, même si la région affiche le meilleur rendement depuis le début de l'année, son ratio cours-bénéfices s'est contracté, la hausse du cours des actions du bloc émergent n'ayant pas suivi la hausse des profits anticipés (**graphique 17**).

17 | ... ce qui motive leur forte ascension en 2026



Par ailleurs, bien que le momentum positif et l'exposition cyclique des actions canadiennes demeurent à leur avantage, l'argument des valorisations moins onéreuses s'est atténué dernièrement, le S&P/TSX se négociant désormais à un ratio cours-bénéfices comparable à celui du reste du monde — une première depuis 2020 (**graphique 18**).

18 | Le Canada ne se transige plus autant à rabais



Certes, une hausse soutenue des prix de l'or peut continuer de pousser le marché boursier canadien vers de nouveaux sommets. Toutefois, l'importance croissante des titres aurifères au sein de l'indice — leur poids étant passé de 8 % à 16 % en un an — implique que la performance relative du S&P/TSX est de plus en plus assimilable à une vue



directionnelle sur le prix de l'or (**graphique 19**).
Comme quoi le risque de concentration n'est pas
unique au marché boursier américain.

19 | L'éclat du S&P/TSX est de plus en plus doré





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 complet 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'incombe 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.

© Banque Nationale Investissements inc., 2026. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

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 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.