Stratégie de répartition de l'actif

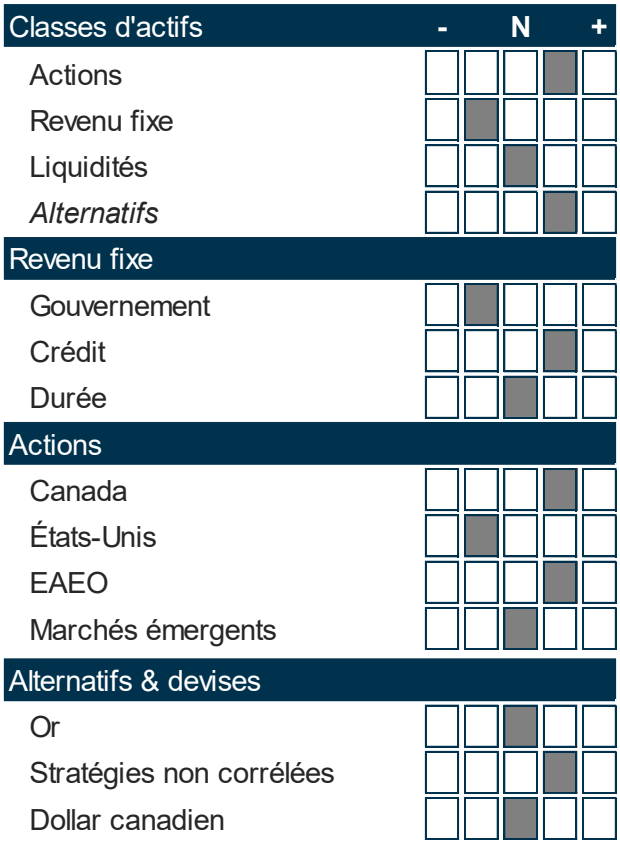
Bureau du chef des placements | Août 2025

Encore la même histoire?

Faits saillants

- Après une brève période de consolidation, les actions ont poursuivi leur ascension en juillet, accentuant ainsi leur avance sur les obligations.
- Avec du recul, force est de constater que les actions suivent essentiellement des variantes de la même histoire depuis maintenant sept ans. Tout d'abord, un certain choc fait basculer les marchés de manière importante. Cette chute est suivie d'un fort rebond souvent perçu comme étant excessif, mais qui ultimement se montre persistant une fois qu'un pivot des décideurs politiques est amorcé.
- Pour l'heure, l'économie américaine tient le coup avec des perspectives de profits des entreprises qui semblent se stabiliser, voire s'améliorer, alors que le marché du travail demeure à l'équilibre.
- Toutefois, l'information positive la plus négligée de ces derniers mois est probablement du côté de l'impact des tarifs américains sur les prix à la consommation. En effet, l'indice de surprise inflationniste est à son plus faible en près de 10 ans, indiquant que les prévisionnistes s'attendaient à une inflation américaine plus vigoureuse que ce qui est présentement observé.
- Dans ce contexte, une fenêtre pourrait effectivement s'ouvrir pour que la Réserve fédérale apporte graduellement son taux de référence plus près du taux neutre au cours des prochains trimestres.
- Finalement, si un recul modéré des marchés est tout à fait envisageable au cours des prochains mois, il y a lieu de penser que la tendance haussière des actions devrait se poursuivre, quoique les valorisations élevées font de sorte qu'il faudra s'attendre à un rythme de croissance plus modeste pour le reste de l'année.

Vues - Répartition de l'actif



Bureau du chef des placements

Conclusion: Au-delà du bruit politique, l'environnement actuel comporte d'importants vents de dos pour l'économie, lesquels pourraient être amplifiés par un changement de ton préemptif vers une posture plus conciliante à la Réserve fédérale. Ce contexte explique pourquoi nous avons graduellement ajusté notre stratégie en faveur des actifs risqués depuis le mois de mai, positionnement que nous estimons toujours adéquat.

Revue des marchés

Revenu fixe

› L'univers à revenu fixe canadien a affiché des pertes en juillet. Autant l'inflation que la création d'emploi ont surpris à la hausse durant le mois, appliquant une pression haussière sur les taux obligataires.

› Aux États-Unis, les bons du Trésor ont également terminé le mois à la baisse, étant entre autres confrontés à une Réserve fédérale moins encline à recommencer son cycle de baisses de taux qu'initialement espéré.

Actions

› Les actions canadiennes, américaines et des marchés émergents ont affiché des performances assez similaires en juillet, les trois régions ayant terminé avec des gains modestes. La région EAEO a sous-performé, en grande partie à cause de la dépréciation de l'euro et du yen.

› Au sein du S&P 500, le secteur des technologies de l'information a été soutenu par l'excellente saison des bénéfices des géants technologiques, alors que le secteur de la santé a continué de sous-performer, comme c'est le cas depuis le début de l'année.

Devises et matières premières

› Les prix du pétrole ont grimpé pour un deuxième mois consécutif face, entre autres, à la résilience de l'économie mondiale et à la menace de tarifs américains contre les pays importateurs du pétrole russe.

› Après plusieurs mois de dépréciation importante, le dollar américain a rebondi en juillet, l'indice DXY gagnant plus de 3 %. Le billet vert a été soutenu par de bonnes données économiques aux États-Unis, ainsi que par la Réserve fédérale, qui continue de faire cavalier seule en maintenant sa politique monétaire en territoire restrictif.

Rendement total des marchés

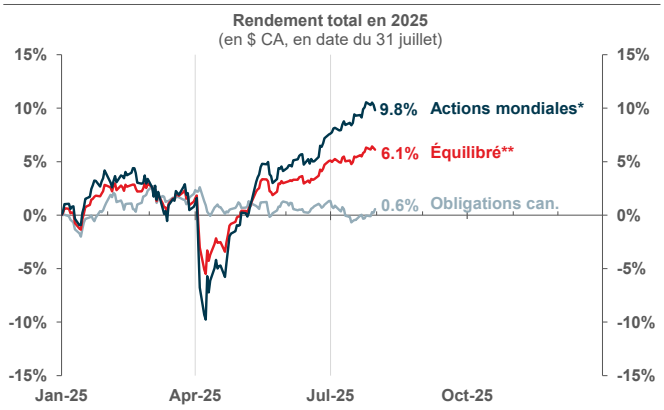
Classes d'actifs	Juillet	AÀD	12 mois
Encaisse (S&P Canada T-bill)	**0.2%**	**1.7%**	**3.6%**
Obligations (ICE Univers Canada)	**-0.7%**	**0.6%**	**2.8%**
Court terme	-0.1%	2.1%	4.6%
Moyen terme	-0.6%	1.6%	3.8%
Long terme	-1.9%	-2.5%	-0.6%
Gouvernement fédéral	-0.8%	0.5%	2.1%
Sociétés	0.0%	2.2%	6.0%
Trésor É-U ($ US)	-0.4%	3.4%	2.5%
Sociétés É-U ($ US)	0.1%	4.4%	4.7%
High Yield É-U ($ US)	0.4%	5.0%	8.6%
Actions canadiennes (S&P/TSX)	**1.7%**	**12.0%**	**21.4%**
Services de communication	5.0%	10.1%	-7.5%
Consommation discrétionnaire	2.1%	16.3%	20.8%
Consommation de base	2.1%	6.2%	7.6%
Énergie	2.6%	6.7%	12.0%
Finance	1.5%	12.4%	30.4%
Santé	-6.2%	-12.0%	-5.3%
Industrie	-0.5%	5.4%	5.0%
Technologies de l'information	4.5%	10.4%	50.2%
Matériaux	0.0%	30.1%	27.3%
Immobilier	4.7%	8.1%	7.3%
Services publics	2.5%	12.7%	20.0%
S&P/TSX Petites capitalisations	1.5%	14.4%	18.1%
Actions É.-U. (S&P 500 $ US)	**2.2%**	**8.6%**	**16.3%**
Services de communication	2.4%	13.8%	31.3%
Consommation discrétionnaire	2.6%	-1.3%	19.5%
Consommation de base	-2.4%	3.9%	7.4%
Énergie	2.9%	3.7%	-3.2%
Finance	0.0%	9.2%	21.5%
Santé	-3.3%	-4.3%	-11.3%
Industrie	3.0%	16.1%	20.7%
Technologies de l'information	5.2%	13.7%	23.7%
Matériaux	-0.4%	5.6%	-2.9%
Immobilier	-0.1%	3.4%	4.1%
Services publics	4.9%	14.8%	21.3%
Russell 2000 ($ US)	1.7%	-0.1%	-0.6%
Actions monde (MSCI ACWI $ US)	**1.4%**	**11.9%**	**16.4%**
MSCI EAEO ($ US)	-1.4%	18.3%	13.3%
MSCI Marchés Émergents ($ US)	2.0%	17.9%	17.9%
Matières premières (GSCI $ US)	**3.6%**	**5.6%**	**7.7%**
Pétrole WTI ($ US/baril)	6.1%	-2.9%	-11.3%
Or ($ US/once)	0.4%	25.5%	36.1%
Cuivre ($ US/tonne)	-4.9%	10.5%	5.0%
Devises (Indice $ US DXY)	**3.2%**	**-7.9%**	**-4.0%**
USD par EUR	-2.5%	10.5%	5.8%
CAD par USD	1.8%	-3.7%	0.3%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, en date du 2025-07-31)

Encore la même histoire?

Après une brève période de consolidation, les actions ont poursuivi leur ascension en juillet, accentuant ainsi leur avance sur les obligations (**graphique 1**).

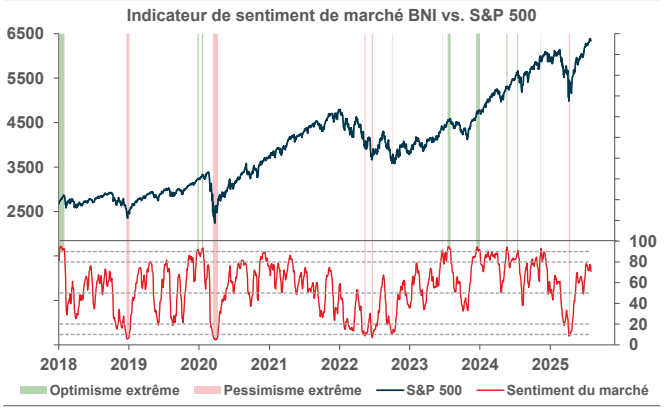
1 | Les actions loin devant les obligations en 2025...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *35% S&P/TSX, 35% S&P 500, 20% MSCI EAEO, 10% MSCI MÉ, **60% actions mondiales, 40% BofA Canada Univers.

À première vue, l'optimisme qui règne sur la bourse – notre indicateur de sentiment ayant atteint son niveau le plus élevé depuis décembre 2024 (**graphique 2**) – peut sembler exagéré par rapport à l'épaisseur du brouillard économique et géopolitique qui persiste.

2 | .. sur fond d'optimisme des investisseurs

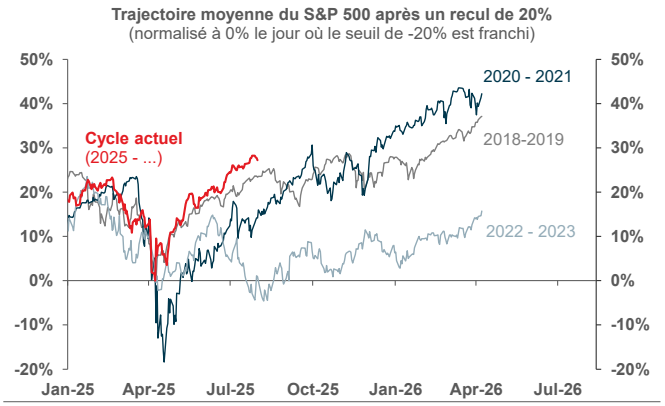


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, Bloomberg).

Or, si un recul modéré est tout à fait envisageable au cours des prochains mois, il y a lieu de penser que la tendance haussière des actions devrait se poursuivre.

En effet, avec du recul, force est de constater que les actions suivent essentiellement des variantes de la même histoire depuis maintenant sept ans. Tout d'abord, un certain choc fait basculer les marchés de manière importante (Fed trop intransigeante en 2018, pandémie en 2020, vague inflationniste en 2022, tarifs en 2025). Cette chute est suivie d'un fort rebond souvent perçu comme étant excessif, mais qui ultimement se montre persistant une fois qu'un pivot des décideurs politiques (Réserve fédérale, gouvernement américain) est amorcé (**graphique 3**).

3 | Un air de déjà-vu



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

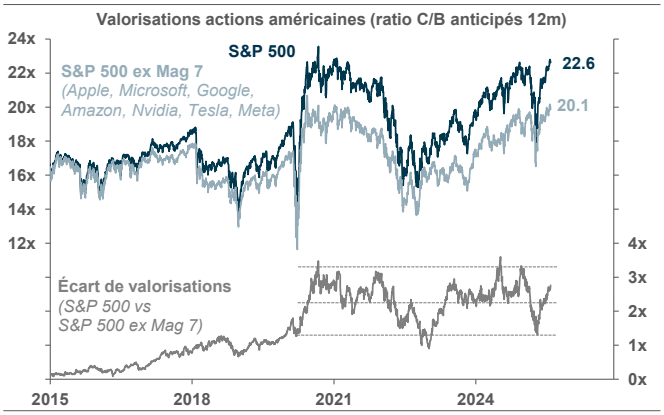
Dans cette optique, faisons un bref tour d'horizon de la situation économique et financière dans cette édition estivale écourtée de notre lettre mensuelle.

L'économie tient le coup

Du point de vue des valorisations, il est difficile d'en demander plus au marché boursier américain à partir d'ici, avec des ratios cours-bénéfices près de leurs sommets des dernières années, peu importe si on inclut ou exclut les *Magnificient Seven* (**graphique 4**, page suivante). Ainsi, à moins de se diriger tout droit en territoire de bulle, on doit

s'attendre à un rythme de croissance plus modeste pour les actions pour le reste de l'année.

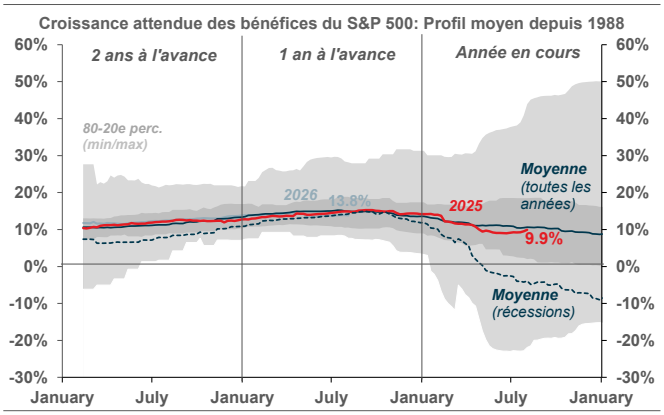
4 | Les ratios C/B sont élevés...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Cela dit, les perspectives de profits des entreprises semblent se stabiliser, voire même s'améliorer depuis que la saison des bénéfices a débuté le mois dernier (**graphique 5**).

5 | ... mais les prévisions de bénéfices se stabilisent...

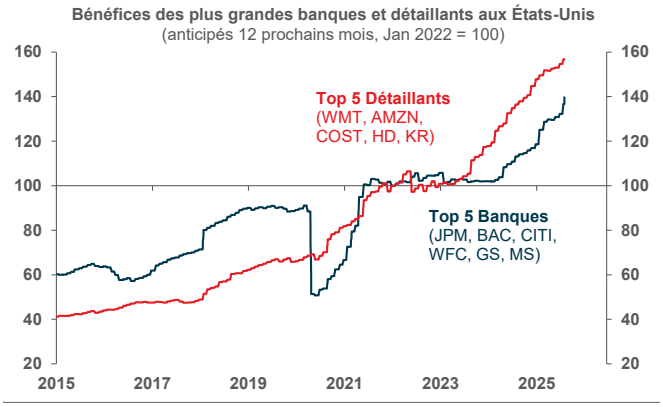


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Plus spécifiquement, les résultats des principales banques et détaillants américains – baromètres importants de l'activité économique au pays – demeurent fermement ancrés sur une tendance haussière (**graphique 6**).

Cette observation concorde avec ce qui s'observe sur le marché de l'emploi. Bien qu'il y ait

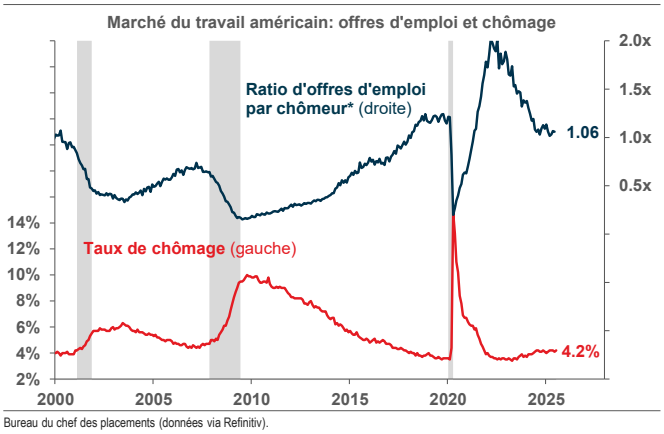
6 | ... avec de bons résultats des banques et détaillants



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

définitivement certains signes de faiblesse à surveiller[1], le taux de chômage s'est stabilisé depuis la fin de l'an dernier et le ratio d'offres d'emploi par chômeur se situe près de 1, suggérant un marché du travail à l'équilibre (**graphique 7**).

7 | Le marché du travail semble être à l'équilibre...

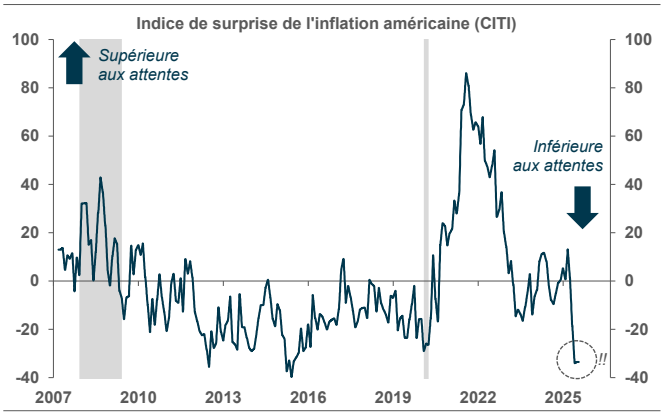


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Enfin, l'information positive la plus négligée de ces derniers mois est probablement du côté de l'impact des tarifs américains sur les prix à la consommation. En effet, l'indice de surprise inflationniste calculé par CITI est à son plus faible en près de 10 ans (**graphique 8**, page suivante), indiquant que les prévisionnistes s'attendaient à une inflation américaine plus vigoureuse que ce qui est présentement observé.

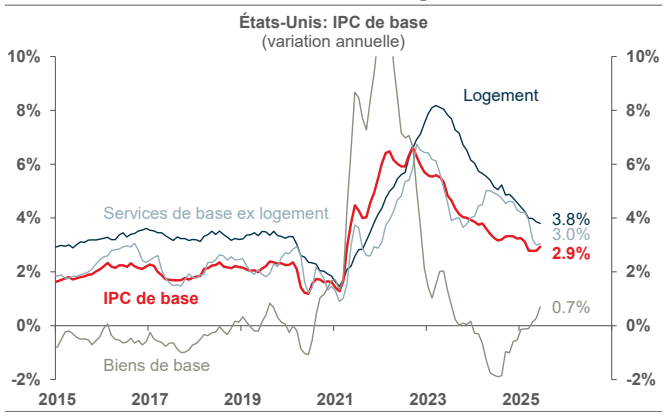
[1] Weakening US jobs market hits center of Fed rate policy debate, Reuters, 1er août 2025.

8 |... et l'inflation a surpris à la baisse



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

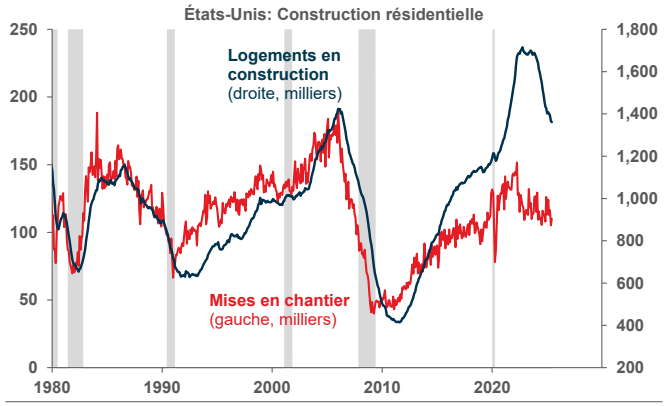
9 |IPC base: biens à la hausse, logement à la baisse...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Soyons clairs, l'inflation est toujours au-dessus de la cible, et il semble très peu probable qu'elle y retourne à court terme. Toutefois, pour l'instant, la pression à la hausse sur le prix des biens provenant des tarifs douaniers est en voie d'être répartie entre agents économiques (exportateurs, importateurs, consommateurs) et à travers le temps, de sorte que l'impact sur l'inflation demeure relativement modeste. Et pendant ce temps, l'inflation du logement – qui a un poids presque deux fois plus élevé que celui des biens de base dans le panier de consommation – poursuit son ralentissement (**graphique 9**), alors que le secteur de l'immobilier continue de ressentir le poids de taux d'intérêt restrictifs (**graphique 10**).

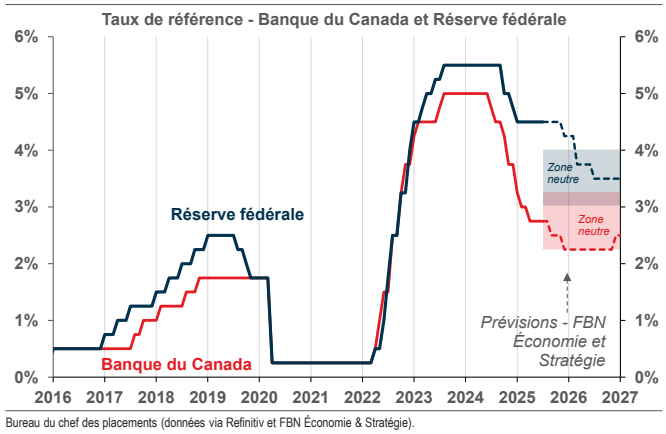
10 |... alors que le marché résidentiel perd de la vigueur



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Dans ce contexte, une fenêtre pourrait effectivement s'ouvrir pour que la Réserve fédérale apporte son taux de référence plus près du taux neutre au cours des prochains trimestres. Selon les dernières projections de nos collègues économistes[2], la Banque du Canada devrait également reprendre son cycle de baisses de taux plus tard cette année, pour s'arrêter, dans son cas, à 2,25 %, soit la limite inférieure de la fourchette neutre (**graphique 11**).

11 |Réserve fédérale: bientôt vers la zone neutre



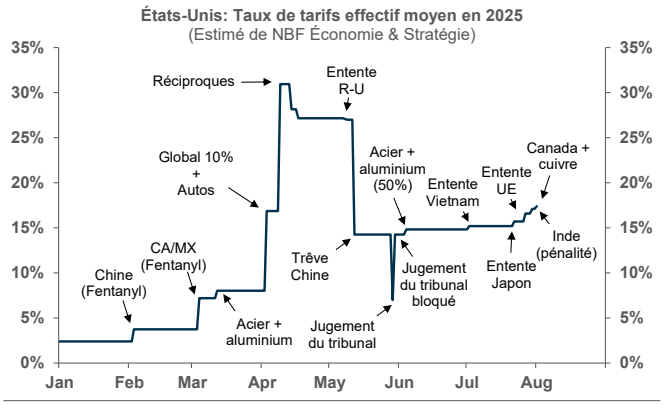
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv et FBN Économie & Stratégie).

[2] Mensuel obligataire, juillet/août 2025

Conclusion

Les marchés ne sont pas à l'abri de surprises négatives à tout moment, alors que le Président américain semble toujours enclin à tester la limite supérieure des tarifs douaniers au travers de ses négociations qui se prolongent. À ce sujet, les nouvelles ententes conclues avec le Vietnam, le Japon et l'Union européenne, ainsi que l'augmentation des tarifs sur le Canada, qui passent de 25 % à 35 %[3], apportent le taux effectif des tarifs sur les importations américaines aux alentours de 17 %[4] (**graphique 12**), un niveau considérable, mais tout de même bien en deçà du sommet brièvement observé au début du mois d'avril.

12 | Les fluctuations tarifaires se poursuivent

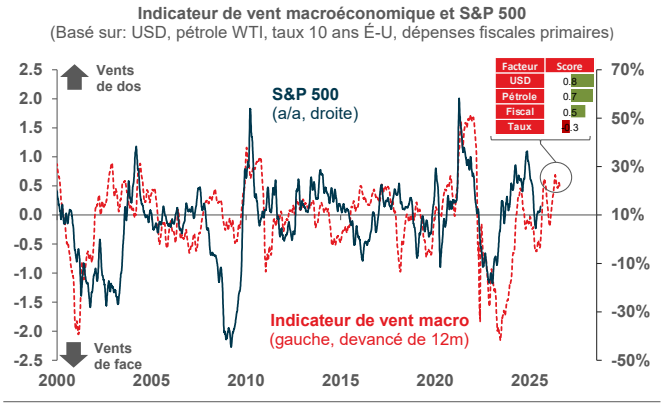


Bureau du chef des placements (données via FBN Économie & Stratégie, NBC, U.S. Census, Bloomberg).

Néanmoins, au-delà du bruit politique quotidien, un dollar américain en baisse, des prix du pétrole sous contrôle et des dépenses fiscales élevées représentent tous d'importants vents de dos pour l'économie (**graphique 13**) – lesquels pourraient être amplifiés par un changement de ton préemptif vers une posture plus conciliante à la Réserve fédérale.

Dans l'ensemble, ce contexte explique pourquoi nous avons graduellement ajusté notre stratégie en faveur des actifs risqués depuis le mois de mai, positionnement que nous estimons toujours adéquat.

13 | Des conditions financières constructives



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

[3] Trump increases tariff on Canada to 35% from 25%, cites fentanyl, Reuters, 1er août 2025.
[4] Selon le dernier estimé de nos collègues économistes de l'équipe Économie et Stratégie, en date du 1er août 2025.

Bureau du chef des placements
CIO-Office@nbc.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'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 license.

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.