

Stratégie de répartition de l'actif

Bureau du chef des placements | Janvier 2025

L'optimisme a prévalu : un retour sur 2024 en 10 graphiques clés

Faits saillants

- › Fidèles à la tradition, nous profitons de cette édition spéciale de janvier pour revenir sur les événements phares de 2024 à travers 10 graphiques clés.
- › En 2024, (1) les investisseurs auront pu profiter d'une deuxième année consécutive de gains supérieurs à la moyenne, en grande partie grâce à la (2) surperformance marquée des actions américaines supportées par (3) une économie qui a continué de progresser à un rythme plus vigoureux que prévu.
- › Toutefois, l'année ne s'est pas déroulée sans accroc ; durant l'été, (4) l'augmentation rapide du taux de chômage américain a déclenché la règle de Sahm, un indicateur de récession qui ne s'était jusque-là jamais trompé, entraînant un épisode de volatilité sur les marchés. Heureusement, (5) l'inflation a continué de ralentir, permettant ainsi (6) aux banques centrales d'amorcer un nouveau cycle d'assouplissement monétaire. Les baisses de taux ont d'ailleurs été plus importantes de notre côté de la frontière, compte tenu de (7) la faiblesse plus prononcée de l'économie canadienne, ce qui a contribué à la dépréciation importante du huard face au billet vert.
- › Enfin, le bilan de 2024 ne serait pas complet sans parler de (8) la victoire de Donald Trump et de sa politique de « l'Amérique d'abord ». C'est sous cette toile de fond que (9) le S&P 500 a enregistré une de ses meilleures années depuis près de 100 ans, supporté par (10) le poids colossal et toujours grandissant de ses géants technologiques.
- › Bonne lecture et meilleurs vœux pour la nouvelle année!

Vues - Répartition de l'actif

Table 1 Vues - Répartition de l'actif

	-	←	=	→	+	Δ
Classes d'actifs						
Liquidités						
Revenu Fixe						
Actions						
Alternatifs*						
Revenu Fixe						
Gouvernement						
Catégorie Investissement						
Rendement Élevé						
Durée						
Actions						
Canada						
États-Unis						
EAO						
Marchés Émergents						
Valeur (vs. Croissance)						
Petites Cap. (vs. Grandes)						
Cycliques (vs. Défensifs)						
Alternatifs et Devises						
Protection contre l'inflation						
Or						
Revenus non traditionnels						
Stratégies non corrélées						
Dollar canadien						

Ce tableau est pour fins d'illustration seulement. Les barres représentent le degré de préférence d'un actif en proportion des déviations maximales permises contre un indice de référence. Plus elles vont vers la droite (gauche), plus nos vues pour l'actif sont optimistes (pessimistes). L'absence de barre représente une vue neutre. La colonne sous le signe delta (Δ) sert à illustrer lorsque nos perspectives se sont améliorées (↑) ou dégradées (↓) par rapport au mois précédent. Consultez la table 3 pour voir comment elles se traduisent dans un portefeuille modèle équilibré. *Pour les mandats tactiques comportant des actifs alternatifs, la position est financée en obligations.

Bureau du chef des placements

Revue des marchés

Revenu fixe

- › L'univers à revenu fixe canadien s'est légèrement replié en fin d'année, mais enregistre tout de même des gains annuels pour la deuxième année consécutive. Ce sont les obligations de sociétés qui ont su profiter davantage de l'appétit pour le risque des investisseurs, alors que les obligations à long terme ont sous-performé.

Marchés boursiers

- › Les marchés boursiers se sont quelque peu essoufflés en décembre, mais ce léger repli s'inscrit à la fin d'une excellente année pour les actions. Le leadership a été fermement du côté de l'Amérique du Nord, le S&P/TSX et le S&P 500 enregistrant des rendements annuels de plus de 20 % alors que la région EAEO et les marchés émergents affichent quant à eux des gains plus modestes en 2024.
- › Aux États-Unis, ce sont les trois secteurs des géants technologiques (services de comm., consommation disc., technologies de l'info.) qui ont fortement surperformé, alors que les segments plus cycliques, comme les petites capitalisations du Russell 2000 et les secteurs de l'énergie et des matériaux, sont restés derrière.

Devises et matières premières

- › Le prix du pétrole a rebondi au cours du quatrième trimestre, supporté par une révision à la hausse des anticipations de croissance. De son côté, le prix de l'or termine le trimestre à peu près inchangé, mais a connu une performance spectaculaire sur l'année dans son ensemble, avec un gain de près de 27 % qui est en ligne avec les rendements du S&P 500.
- › Face à la résilience de l'économie américaine et les perspectives de tarifs douaniers de la future administration Trump, le dollar américain s'est fortement apprécié face à la majorité des devises, notamment vis-à-vis le dollar canadien (+8,6 %).

Table 2 Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Déc	T4	2024
Encaisse (S&P Canada T-bill)	0.3%	1.0%	4.9%
Obligations (ICE BofA Univers can.)	-0.5%	-0.1%	4.1%
Court terme	0.5%	0.6%	5.7%
Moyen terme	0.0%	-0.4%	4.6%
Long terme	-2.2%	-0.8%	1.2%
Gouvernement fédéral	-0.2%	-0.5%	3.4%
Sociétés	0.0%	1.1%	7.1%
Trésor É-U (\$ US)	-1.7%	-3.3%	0.5%
Sociétés É-U (\$ US)	-1.8%	-2.8%	2.8%
High Yield É-U (\$ US)	-0.4%	0.2%	8.2%
Actions canadiennes (S&P/TSX)	-3.3%	3.8%	21.7%
Services de communication	-9.2%	-19.2%	-21.1%
Consommation discrétionnaire	-2.9%	0.8%	11.9%
Consommation de base	-0.6%	3.6%	18.9%
Énergie	-3.6%	6.6%	24.0%
Finance	-1.6%	6.6%	30.1%
Santé	-4.3%	-3.7%	8.2%
Industrie	-3.7%	-0.4%	9.7%
Technologies de l'information	-4.2%	22.2%	38.0%
Matériaux	-5.3%	-4.7%	21.4%
Immobilier	-6.1%	-10.5%	5.5%
Services publics	-3.2%	-1.5%	13.7%
S&P/TSX Petites capitalisations	-3.3%	0.7%	18.8%
Actions américaines (S&P 500 \$ US)	-2.4%	2.4%	25.0%
Services de communication	3.6%	8.9%	40.2%
Consommation discrétionnaire	2.4%	14.3%	30.1%
Consommation de base	-5.0%	-3.3%	14.9%
Énergie	-9.5%	-2.4%	5.7%
Finance	-5.4%	7.1%	30.6%
Santé	-6.2%	-10.3%	2.6%
Industrie	-7.9%	-2.3%	17.5%
Technologies de l'information	1.2%	4.8%	36.6%
Matériaux	-10.7%	-12.4%	0.0%
Immobilier	-8.6%	-7.9%	5.2%
Services publics	-7.9%	-5.5%	23.4%
Russell 2000 (\$ US)	-8.3%	0.3%	11.5%
Actions mondiales (MSCI ACWI \$ US)	-2.3%	-0.9%	18.0%
MSCI EAEO (\$ US)	-2.3%	-8.1%	4.3%
MSCI Marchés Émergents (\$ US)	-0.1%	-7.8%	8.1%
Matières premières (GSCI \$ US)	3.3%	3.8%	9.2%
Pétrole WTI (\$ US/baril)	6.1%	5.4%	0.8%
Or (\$ US/once)	-1.3%	-0.3%	27.1%
Cuivre (\$ US/tonne)	-2.7%	-10.7%	2.2%
Devises (Indice \$ US DXY)	2.6%	7.6%	7.1%
USD par EUR	-2.0%	-7.2%	-6.3%
CAD par USD	2.7%	6.3%	8.6%

Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, en date du 2024-12-31)

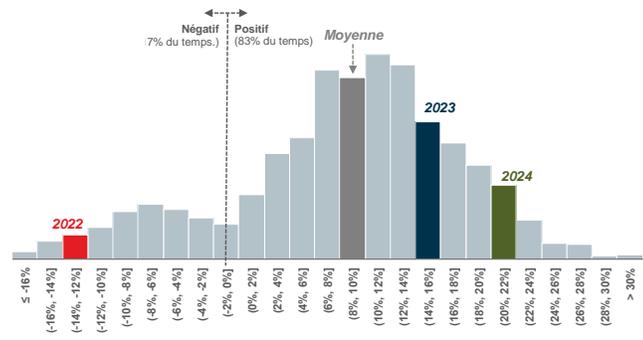
L'optimisme a prévalu...

Au début de 2024, un climat d'optimisme prudent s'était installé sur les marchés financiers. En effet, si l'année précédente venait de se terminer par un rebond spectaculaire, les banques centrales faisaient toujours face à un défi de taille : amorcer la redescende des taux d'intérêt alors que l'inflation n'était pas encore de retour à la cible, mais que plusieurs indicateurs de récession auparavant sans faute avaient déjà été déclenchés.

Ultimement, ce sont les investisseurs les plus optimistes qui ont eu gain de cause, un portefeuille équilibré ayant même excédé l'excellente performance de 2023 pour livrer une deuxième année consécutive supérieure à la moyenne (**graphique 1**). Cela a été possible en grande partie grâce aux rendements spectaculaires des marchés boursiers, les obligations ayant quant à elles connu une année en demi-teinte.

1 | Une année nettement supérieure à la moyenne...

Distribution des rendements annuels - Portefeuille équilibré (1990-2024)*
(fenêtre mobile 12 mois, observations hebdomadaires)

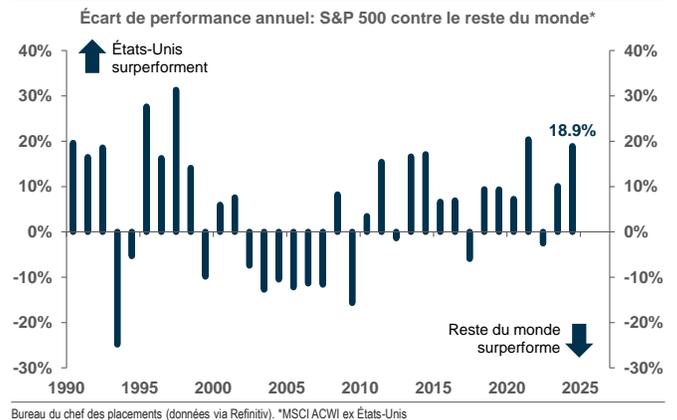


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Comme en 2023, c'est le marché américain qui figure en tête du classement, cette fois grâce à un écart de performance vis-à-vis le reste du monde de près de 20 %. Si les actions américaines n'étaient pas aussi dominantes au début des années 2000, elles ont surperformé au cours de douze des quinze dernières années – tout un exploit (**graphique 2**).

1 Estimation de la croissance du PIB réel d'une économie qui utilise pleinement ses ressources de manière soutenable. Pour plus de détails, voir <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2021/august/understanding-potential-gdp-and-output-gap>

2 | ... avec une surperformance du marché américain...

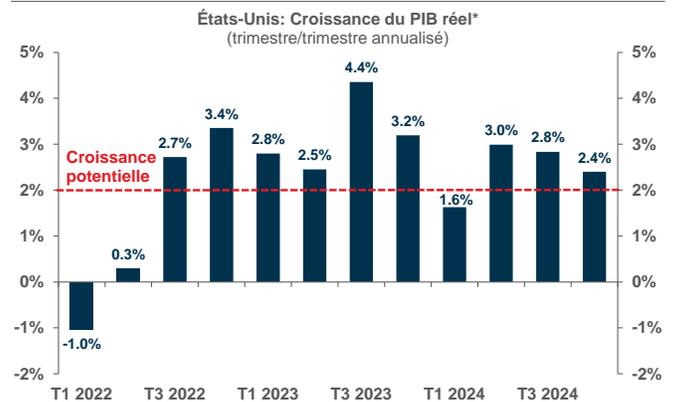


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *MSCI ACWI ex États-Unis

... devant un scénario idéal aux États-Unis

Fondamentalement, l'environnement porteur de 2024 s'explique en grande partie par la vigueur de l'économie américaine, qui a continué de surpasser aisément les attentes des prévisionnistes les plus optimistes. Pour mettre les choses en perspectives, les économistes estiment généralement que la croissance potentielle¹ est d'environ 2 % aux États-Unis ; depuis le 3^e trimestre de 2022, ce n'est pas moins de 9 trimestres sur 10 qui ont excédé ce seuil (**graphique 3**). On est loin de la récession!

3 | La croissance dépasse les attentes aux É-U...

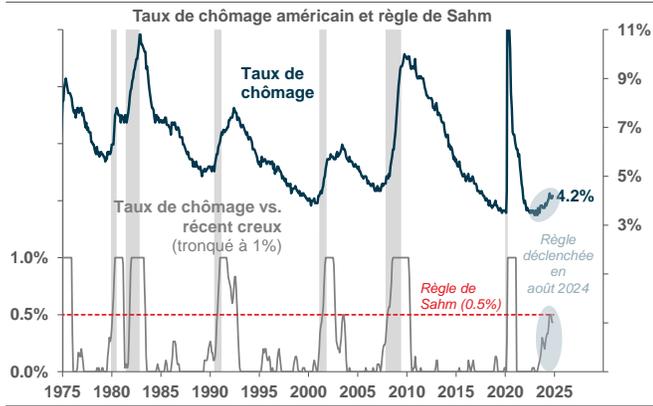


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). T4 2024 est le dernier estimé du modèle GDPnow de la Fed d'Atlanta.

Par contre, ce n'est pas pour dire que l'année s'est déroulée sans accroc. Au-delà de l'escalade des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, une

source d'inquiétude importante est survenue durant l'été, lorsque l'augmentation rapide du taux de chômage américain a déclenché la règle de Sahn (**graphique 4**), un indicateur de récession qui ne s'était jusque-là jamais trompé.

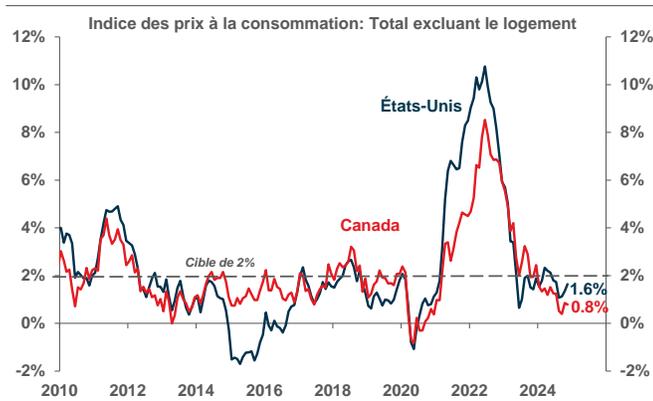
4 | ... mais le marché de l'emploi s'est fragilisé...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Heureusement, le taux de chômage s'est stabilisé au cours des mois suivants, et les bonnes nouvelles ne se sont pas arrêtées là; après une courte période plus volatile au printemps, l'inflation a nettement ralenti en Amérique du Nord. En fait, mis à part les coûts du logement qui demeurent problématiques pour des raisons qui échappent à la politique monétaire, l'inflation annuelle est même restée sous la cible de 2 % une bonne partie de l'année aux États-Unis, et sur toute la période au Canada (**graphique 5**).

5 | ... et l'inflation a continué de ralentir

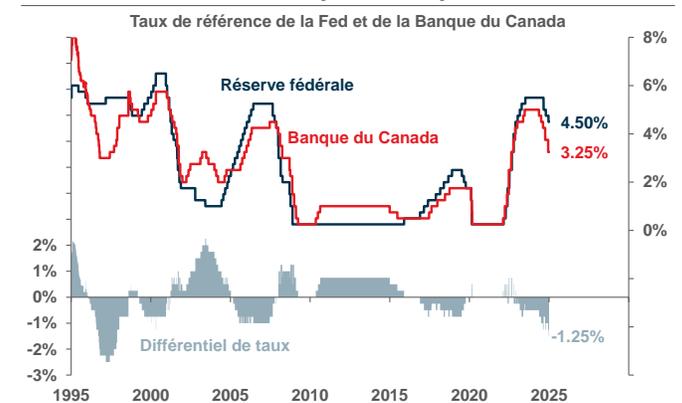


Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Dans ces circonstances, il n'a donc pas été surprenant de voir la Banque du Canada et la

Réserve fédérale amorcer un nouveau cycle de baisses de taux au courant de l'année. Mentionnons que jusqu'à présent, les baisses de taux ont été plus importantes de notre côté de la frontière, compte tenu de la faiblesse plus prononcée de l'économie canadienne. Pour mettre les choses en perspectives, l'écart actuel entre le taux de référence des deux pays (1,25 % en faveur des États-Unis) est le plus prononcé depuis 2004, bien que nous sommes encore loin du record de 1997 (2,50 % en faveur des États-Unis, **graphique 6**).

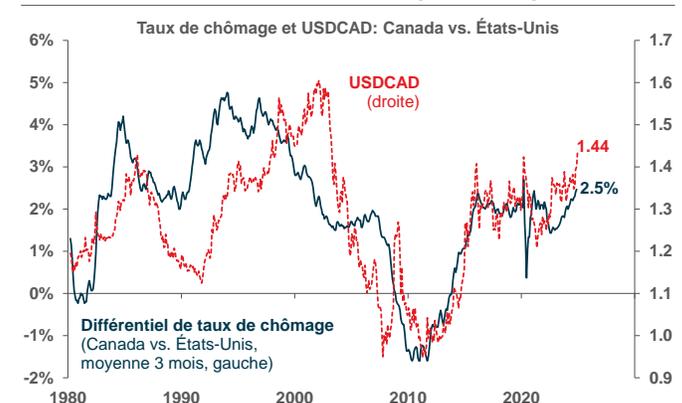
6 | Des baisses de taux plus marquées au Canada...



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Toujours est-il que cette divergence entre nos deux pays – qui s'observent également du côté du taux de chômage – a pesé lourdement sur la devise canadienne en 2024, le huard s'étant déprécié à l'un de ses niveaux les plus faibles depuis le début des années 2000 (**graphique 7**).

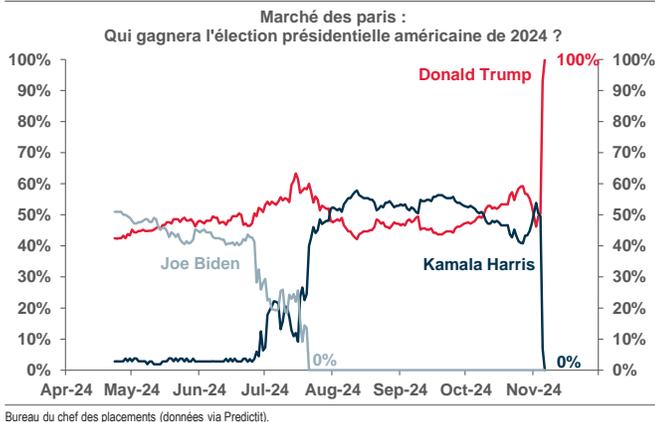
7 | ... dans un contexte économique lourd pour le CAD



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

Enfin, le bilan de 2024 ne serait pas complet sans revenir sur la course vers la présidence américaine pleine de rebondissements. Performance compromettante lors du premier débat télévisé pour Joe Biden, tentative d'assassinat contre Donald Trump, arrivée de la vice-présidente Kamala Harris à la tête du « ticket » démocrate... visiblement, la réalité peut parfois dépasser la fiction. Mais ultimement, bien que les probabilités entourant le résultat de l'élection du 5 novembre aient grandement fluctué tout au long de l'année, c'est l'ex-président républicain et sa politique de « L'Amérique d'abord » qui l'emporta haut la main (**graphique 8**).

8 | Des élections riches en rebondissements

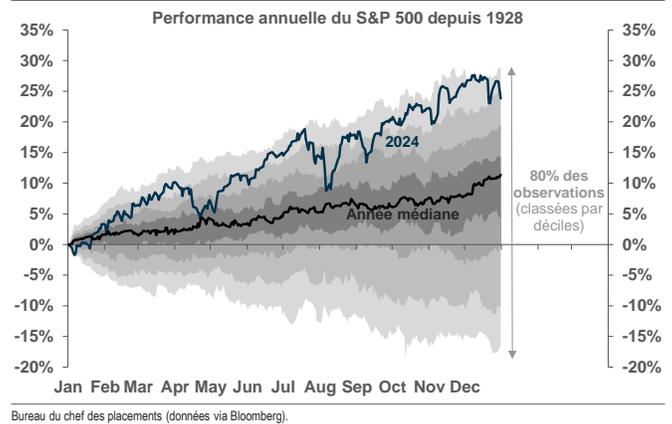


Si les menaces de tarifs sur les importations causent leur lot d'inquiétudes, pour le moment, les orientations politiques du prochain président américain considéré comme « pro-affaires » ont été accueillies avec un certain enthousiasme aux États-Unis, l'espoir étant que de modestes droits de douane permettraient surtout de financer une baisse du taux d'imposition des sociétés.

C'est donc sous une toile de fond presque idéale de baisses de taux d'intérêt, de recul de l'inflation et de forte croissance économique que le S&P 500 a évolué durant l'année, sa trajectoire s'approchant du top 10 % de ses meilleures années depuis près de 100 ans (**graphique 9**).

² Apple, Microsoft, Google, Amazon, Nvidia, Meta et Tesla.

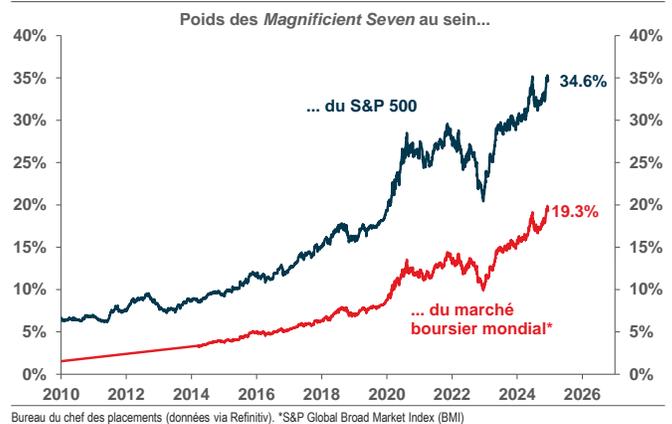
9 | Le S&P 500 a eu une de ses meilleures années...



Bureau du chef des placements (données via Bloomberg).

Derrière cette performance se cache une deuxième année exceptionnelle consécutive pour les *Magnificent Seven*², ces sept géants technologiques américains qui occupent maintenant un poids record au sein du S&P 500 (35 %) et par extension, au sein du marché boursier mondial (19 %, **graphique 10**).

10 | ... supporté par le poids grandissant des Mag 7



Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *S&P Global Broad Market Index (BMI)

Maintenant, après deux années consécutives au cours desquelles l'économie et les actions américaines ont déjoué les pronostics, y aura-t-il un « jamais deux sans trois » en 2025 ? Chose certaine, si certains signaux économiques semblent prometteurs, les attentes sont élevées et le brouillard politique se fait dense entre Mar-a-Lago et Washington.

Pour plus de détails, consultez nos perspectives 2025 ([disponibles ici pour les employé.e.s de la Banque Nationale](#)) et d'ici là, nous vous souhaitons une bonne année 2025!

Table 3 Répartition globale de l'actif - Portefeuille modèle (en \$C)

	Indice référence		Portefeuille modèle				Commentaires
	Total	Classe d'actif	Total		Classe d'actif		
			Allocation	Poids actif	Allocation	Poids actif	
Classes d'actifs							
Liquidités	0%	-	0.0%	0.0%	-	-	Si les risques de récession demeurent élevés sur un horizon d'un an, des conditions financières moins restrictives et une inflation faible pourrait continuer de supporter les marchés boursiers à court terme. Dans l'ensemble, ce contexte milite pour une stratégie équilibrée entre classes d'actifs. Les actifs alternatifs permettent de mieux contrôler le risque total du portefeuille via leurs effets de diversification.
Revenu Fixe	40%	-	38.0%	-2.0%	-	-	
Actions	60%	-	59.0%	-1.0%	-	-	
Alternatifs	0%	-	3.0%	3.0%	-	-	
Revenu Fixe							
Gouvernement	29%	74%	28.3%	-1.1%	75%	0.9%	Avec les banques centrales qui se dirigent graduellement vers une politique neutre, les taux de long terme devraient demeurer stables, tandis qu'un ralentissement économique les verrait reculer rapidement. Cette conjoncture justifie une durée légèrement supérieure comme politique d'assurance contre une récession, avec une exposition au crédit près du point de référence.
Catégorie Investissement	11%	26%	9.7%	-0.9%	25%	-0.9%	
Rendement Élevé	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0.0%	
Durée	7.3 ann.	-	8.3 ann.	1.0 ann.	-	-	
Actions							
Canada	21%	35%	19.0%	-2.0%	32%	-2.8%	Les conditions macros et le momentum minent les perspectives du Canada et de la région EAEO comparativement aux États-Unis. Aux ÉU, l'indice équilibré présente un meilleur potentiel de gain dans l'optique d'une reprise manufacturière, comme le style valeur au Canada. La stratégie demeure toutefois prudente avec un mix d'entreprises à dividende stable, de qualité et japonaises (en Yen).
États-Unis	21%	35%	24.0%	3.0%	41%	5.7%	
EAEO	12%	20%	10.0%	-2.0%	17%	-3.1%	
Marchés émergents	6%	10%	6.0%	0.0%	10%	0.2%	
Alternatifs							
Protection contre l'inflation	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	Une stratégie quantitative systématique exploitant les tendances de marchés tout en visant une décorrélation maximale vis-à-vis les actions et un contrôle étroit de la volatilité (NALT) joue un rôle important de diversificateur, tout en offrant une exposition aux taux sans risque élevés.
Or	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Revenus non traditionnels	0%	0%	0.0%	0.0%	0%	0%	
Stratégies non corrélées	0%	0%	3.0%	3.0%	100%	100%	
Devises							
Dollar canadien	61%	-	57.0%	-4.0%	-	-	La stratégie globale du portefeuille implique une surexposition au dollar américain et au Yen. Ce positionnement reflète la répartition géographique au sein des actions ainsi qu'une volonté de sous-pondérer le dollar canadien face aux devises refuges en contexte économique mondial incertain et plus difficile au Canada.
Dollar américain	21%	-	27.0%	6.0%	-	-	
Euro	5%	-	2.7%	-1.9%	-	-	
Yen japonais	3%	-	4.8%	1.7%	-	-	
Livre sterling	2%	-	1.0%	-0.7%	-	-	
Autres	9%	-	7.6%	-1.1%	-	-	

Bureau du chef des placements. L'indice de référence en revenu fixe est 100 % FTSE Canada Univers. Il n'y a pas d'actifs alternatifs dans l'indice de référence étant donné que leur inclusion est conditionnelle à ce qu'elle améliore les propriétés de risque/rendement des actifs traditionnels (60/40). L'amplitude des barres de couleur sous les colonnes "Poids actif" est proportionnelle aux déviations maximales du portefeuille (+/- 10% pour les actions et les obligations, +10% en liquidités, +20% en placements alternatifs).

Bureau du chef des placements

CIO-Office@bnc.ca

Martin LefebvreChef 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 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 licence.

© 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.

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.