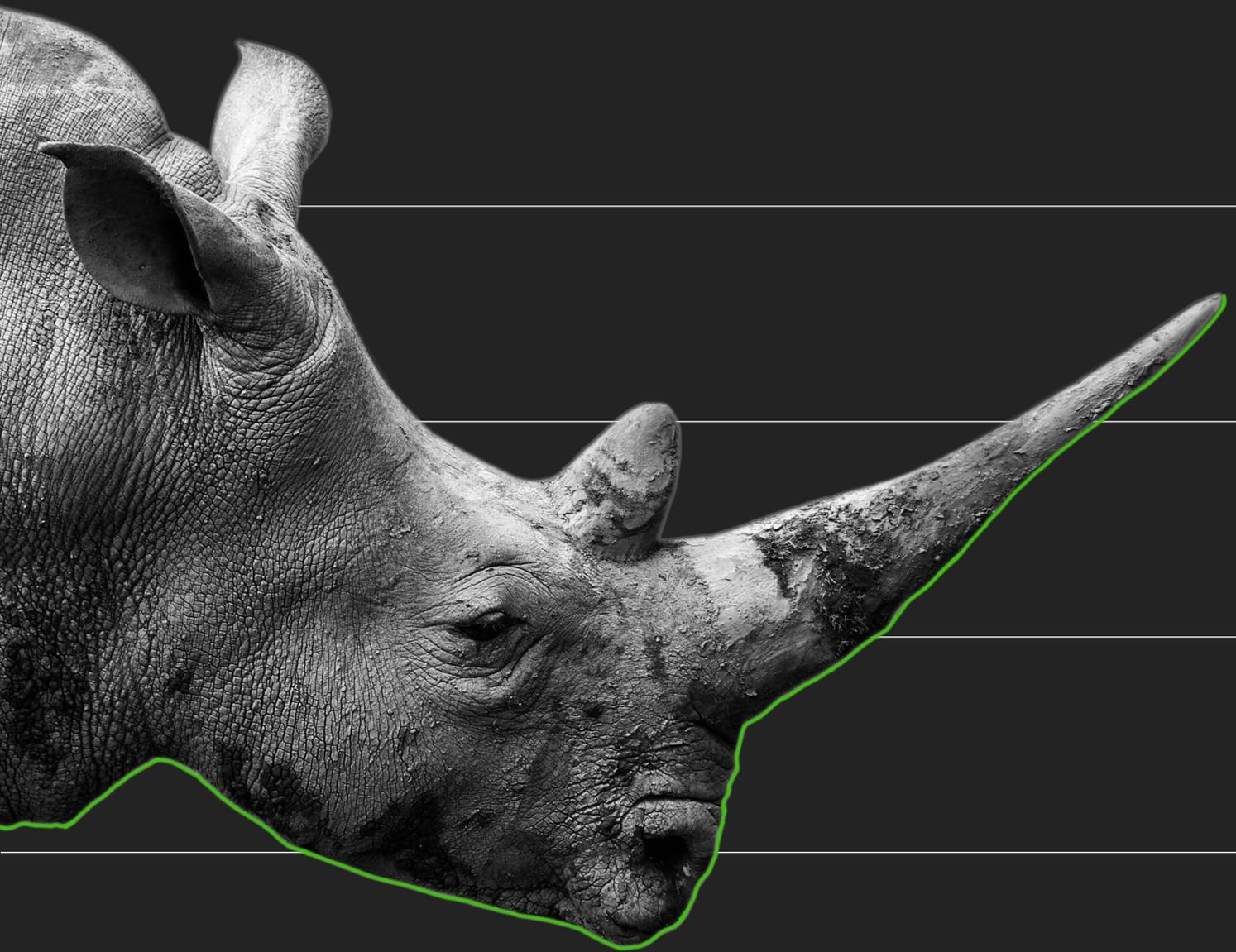


# Toujours d'actualité

Stratégie de portefeuille trimestrielle | T3 2025

juillet 2025



février 2025

mars 2025

avril 2025

mai 2025

juin 2025

juillet 2025

## Table des matières

Note du stratège en chef, Gestion de patrimoine .....	4
La complexité surmontée .....	5
T3.2025   Sommaire.....	6
Toujours d'actualité.....	9
Indicateurs macroéconomiques avancés .....	20
Éléments de la gestion de patrimoine.....	23
Orientation du CRAGP.....	24
Orientation du CRAGP.....	25
Orientation du Comité de la politique de placement de Gestion de patrimoine .....	30
<b>Perspectives économiques</b> : Dépenses selon la TD : le mal est fait.....	33
<b>Revue du trimestre</b> : L'ascenseur monte et descend.....	36
<b>Revenu fixe</b> : Diversification plus stable, revenu attrayant .....	42
<b>Actions</b> : « V » pour « courbe en V », « volatilité » et « diversification ».....	49
<b>Marchés privés</b> : Où trouver des aspects positifs? .....	57
<b>Produits de base</b> : La volatilité n'a pas assombri les perspectives à long terme.....	67
<b>Devises</b> : L'incertitude budgétaire et politique pèse sur le dollar américain.....	69
Rendement des marchés.....	71
Divulgation .....	72



### **Toujours d'actualité.**

La plupart des risques qui étaient au sommet des préoccupations au début de 2024 sont toujours d'actualité. Les craintes liées à la démondialisation se sont transformées en inquiétudes à l'égard des conflits commerciaux mondiaux. Les négociations commerciales avec les États-Unis se poursuivent, et les titres des Sept Magnifiques ont mené une remontée en forme de V des actions américaines après les ventes massives d'avril. Le risque de conflit régional est plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'a été au cours des 40 dernières années, puisque les acteurs régionaux tentent de combler le vide créé par l'isolationnisme accru des États-Unis et d'orienter le contexte géopolitique en leur faveur.

Les volte-face des politiques commerciales et budgétaires américaines, les risques et les occasions liés à l'intelligence artificielle et l'issue imprévisible des guerres au Moyen-Orient et en Ukraine sont autant de facteurs qui rendent le travail de personnes comme nous beaucoup plus difficile. Pire encore, nous évoluons au sein d'un marché dominé par les manchettes, dont l'influence est amplifiée par les algorithmes des médias sociaux, ce qui joue un rôle extrêmement important, car c'est de plus en plus là où tout le monde va pour obtenir de l'information. À une époque où notre capacité d'attention est limitée et où l'on parcourt les manchettes de clic en clic, il est presque impossible de savoir précisément où il faut investir.

Les risques que nous voyons venir, mais que nous ne faisons rien pour éviter (les « rhinocéros gris »), ainsi que le marché actuel dominé par les gros titres, masquent souvent la réalité de la situation économique qui, à long terme, sous-tend les marchés financiers. Il ne fait aucun doute que nous vivons une période de turbulences, mais nous refusons de nous montrer complaisants à l'égard des risques auxquels nous sommes exposés. Nous n'allons pas non plus nous laisser gagner par la peur au point de manquer les occasions considérables qui se cachent sous la surface. Comme l'a si bien dit John Maynard Keynes : « Il est étonnant de voir les sottises auxquelles on peut croire temporairement si l'on réfléchit trop longtemps seul, en particulier en économie. »

Ensemble, nous irons au fond des choses en nous appuyant sur nos meilleures idées afin de saisir les occasions et de gérer les risques au moyen d'un portefeuille de placement contemporain et bien diversifié, construit et géré selon un plan de gestion de patrimoine réfléchi.

---

Portez-vous bien,

Brad Simpson  
Stratège en chef, Gestion de patrimoine TD

# La complexité surmontée

## Complexité

### Ascension de 30 %

La volatilité historique observée au deuxième trimestre est loin d'être surestimée. Lorsque les droits de douane réciproques ont été annoncés, l'indice S&P 500 a reculé de 20 % et l'indice VIX est passé à plus de 60. Puis, lorsque ces droits de douane ont été suspendus temporairement, les marchés ont bondi de 30 % en deux mois, soit la reprise la plus rapide jamais enregistrée.

### 10 = 36 %

Comme les actions technologiques à mégacapitalisation dominent la remontée en forme de V, les 10 plus grandes sociétés de l'indice S&P 500 représentent maintenant 36 % de sa valeur, ce qui est supérieur au pourcentage atteint lors du sommet de la bulle technologique. De plus, l'exposition des ménages aux sociétés de l'indice S&P 500 n'a jamais été aussi élevée.

### Pleine valeur

Avec un ratio cours-bénéfice de 22,3 fois les bénéfices des 12 prochains mois, l'indice S&P 500 semble presque avoir atteint sa pleine valeur, se négociant dans la partie supérieure de sa fourchette postpandémique. Les investisseurs surveillent de près les résultats du deuxième trimestre et l'orientation fournie par les équipes de direction.

### Diversification, diversification, diversification

Pour les investisseurs dont le portefeuille est diversifié, l'incertitude qui entoure le marché boursier américain est moins problématique. Nous avons une préférence pour les actions des secteurs des technologies médicales, des grands détaillants, des banques canadiennes, des services publics et des métaux industriels.

### Un supercycle?

Depuis plusieurs années, les analystes en produits de base prévoient le début d'un supercycle qui durera des décennies. Toutefois, le cuivre et l'or ont respectivement grimpé de plus de 40 % et de 30 % cette année. Une certaine exposition peut être justifiée.

### Se préparer à l'impact

L'incertitude tarifaire a pesé sur l'économie canadienne. Le secteur manufacturier a reculé de 1,9 % sur un mois en avril, tandis que les consommateurs ont réduit leurs dépenses. La croissance des dépenses par cartes de crédit est passée de 5,4 % au premier trimestre à 1,5 % au deuxième trimestre.

### Pas envisageable

Le discours passionné à l'égard des États-Unis entourant les questions commerciales est trompeur. Les sociétés de l'indice S&P 500 tirent maintenant 41 % de leurs revenus de l'extérieur des États-Unis, tandis que la Chine a réduit sa dépendance au marché américain des exportations d'un quart en 25 ans. Le pragmatisme finira-t-il par l'emporter?

### 15 % > 3 %

Malgré des droits de douane réciproques qui pourraient être plus ou moins élevés selon les pays, les premières négociations donnent à penser que les partenaires commerciaux des États-Unis peuvent s'attendre à ce que des droits de douane de 10 % à 15 % soient appliqués à leurs exportations, contre 3 % dans l'histoire récente.

## Adaptation

### La raison plutôt que l'intuition

Les propagandistes utilisent depuis longtemps les manchettes pour influencer la population. Les médias sociaux décuplent maintenant cette influence et nuisent aux décisions de placement. Fiez-vous aux chiffres, et non aux manchettes.

### Le calme avant la tempête

De longues périodes de calme sur les marchés peuvent engendrer la complaisance. N'oubliez pas que les moments de paix ne durent pas éternellement. Garder ce mantra en tête, respecter votre processus, maintenir la diversification de votre portefeuille et vous adapter à l'environnement sont toujours la meilleure chose à faire.

### Une très forte probabilité

À long terme, il a été presque impossible de perdre de l'argent sur l'ensemble du marché. La probabilité de générer des revenus en misant sur l'indice S&P 500 sur une période de 5 ans est de 85 %, et de 100 % sur 20 ans.

### Miser sur la compensation

L'objectif de la diversification des facteurs est de réduire l'exposition involontaire aux risques et de viser une exposition aux facteurs comportant une compensation tout en réduisant à un minimum l'exposition aux facteurs qui n'en comportent pas.

### Tactiques sur les marges

Les changements tactiques ou dynamiques doivent être effectués seulement à la marge, intentionnellement et en limitant le risque. La répartition stratégique de l'actif demeure le principal facteur de rendement d'un portefeuille et est essentielle pour aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs.

### Rappelez-vous la règle 10/10/10

Que penserez-vous de cette situation dans 10 minutes, 10 mois ou 10 ans? Faites preuve de patience. La patience est considérée à raison comme une vertu.

### Processus plutôt que prédiction

Nous gérons les placements en fonction d'un ensemble de principes directeurs conçus pour fonctionner dans un monde en constante évolution. Nous mettons l'accent sur les objectifs des investisseurs et sur une véritable diversification. Nous bâtissons des portefeuilles résilients qui visent à produire des rendements, peu importe le contexte.

### Approche adaptative

Dans un bon portefeuille de placement, la grande majorité des actifs devraient être répartis de façon stratégique et non tactique. Cela signifie qu'il faut s'adapter aux défis à mesure qu'ils se présentent, et non pas se positionner avant qu'ils ne surviennent.



# T3.2025 | Sommaire

## ■ Point de vue interne

**Titres à revenu fixe, légère sous-pondération** : La Banque du Canada dispose de la souplesse nécessaire pour réagir à un large éventail de résultats, y compris par une nouvelle réduction de taux, au besoin. Les perspectives économiques canadiennes demeurent incertaines, l'incertitude entourant les politiques américaines continuant de peser sur les attentes de croissance et d'inflation. Comme les écarts de taux demeurent très serrés, nous continuons de privilégier les obligations de sociétés de qualité investissement à court et à moyen terme. **Actions, légère surpondération** : Nous continuons de surpondérer les actions dans la foulée des progrès réalisés dans les négociations tarifaires et nous nous attendons à ce que la croissance positive des bénéfices continue de se traduire par des rendements relatifs intéressants à moyen terme. Compte tenu des solides rendements observés depuis le début de l'exercice, il pourrait y avoir des épisodes de volatilité à court terme. Cependant, les politiques gouvernementales sont de plus en plus favorables aux entreprises, les banques centrales sont accommodantes et la croissance des bénéfices est positive, ce qui avantage les marchés boursiers. **Placements alternatifs, légère surpondération** : Nous sommes d'avis que les placements en actifs alternatifs peuvent être avantageux pour les portefeuilles diversifiés, surtout lorsqu'ils sont mis en place sur le long terme. Les actifs alternatifs, comme les infrastructures, peuvent fournir des rendements stables et sont moins volatils en raison de leur caractère à long terme intrinsèque. L'écart de dépenses en infrastructures persistant à l'échelle mondiale demeure un facteur de placement clé, qui souligne la nécessité d'accroître les placements dans ce secteur.

## ■ Revue du trimestre

Au deuxième trimestre, les marchés ont été dominés par des changements tarifaires imprévisibles, des tensions géopolitiques et d'importantes modifications budgétaires. Malgré les turbulences initiales, la confiance des investisseurs s'est améliorée en raison de politiques favorables à la croissance, comme la loi fiscale américaine, et l'augmentation des dépenses à l'échelle mondiale. Il est devenu de plus en plus important, dans ce contexte de volatilité dicté par les politiques, de faire preuve de souplesse et de positionnement tactique en cas de perturbations à court terme, tout en mettant l'accent sur les changements structurels à long terme. **Les marchés américains sont à contre-courant.** Au deuxième trimestre, les droits de douane ont eu des répercussions sur les marchés mondiaux, pesant sur les actions américaines et faisant grimper les coûts pour les fabricants. Les mentions relatives aux droits de douane ont bondi dans les conférences téléphoniques sur les résultats aux États-Unis, en particulier dans les secteurs de la consommation et des produits industriels. Les actions technologiques à grande capitalisation ont inscrit des rendements supérieurs. L'appétence au risque est revenue à l'avant-plan, ce qui a stimulé les premiers appels publics à l'épargne (PAPE), les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS) et les cryptoactifs. Toutefois, les préoccupations à l'égard de la dette et de l'inflation aux États-Unis se sont accrues. L'incertitude demeure élevée en raison de la persistance des risques commerciaux, budgétaires et liés à l'inflation. **Des changements se profilent au Canada.** L'économie canadienne a légèrement reculé en avril, plombée par les replis du secteur manufacturier attribuables à la faiblesse des exportations. Bien que le secteur des services ait connu une croissance modeste, ce n'était pas suffisant. L'inflation persiste, s'établissant à environ 2,9 %, ce qui complique les décisions relatives au taux directeur. La croissance démographique, qui a auparavant été un important moteur économique, a ralenti. Cela témoigne de la faiblesse de la productivité et d'une croissance négative du produit intérieur brut (PIB) par habitant. Le nouveau gouvernement cherche à réorienter l'accent sur l'innovation et la productivité à long terme pour soutenir une croissance économique plus durable. **Les marchés financiers chinois se redressent.** Malgré les difficultés économiques et les risques tarifaires, la Chine présente de nouvelles occasions de placement grâce à l'innovation technologique. Les sociétés chinoises passent du commerce électronique à l'intelligence artificielle (IA), ce qui s'aligne sur les objectifs du gouvernement. Le marché chinois des PAPE a rebondi au deuxième trimestre, offrant des occasions intéressantes aux investisseurs publics et privés.

## ■ Économie

Les dépenses de consommation au Canada ont fortement ralenti au deuxième trimestre de 2025 en raison de la montée des tensions commerciales et du fléchissement du marché de l'emploi. Les données sur les dépenses par carte TD montrent que la croissance a chuté de 5,4 % au premier trimestre pour s'établir à 1,5 %, avec des baisses généralisées enregistrées à l'échelle des secteurs des biens et des services, y compris au sein des achats liés aux voyages et à l'habitation. Les dépenses réelles devraient stagner et les perspectives pour l'ensemble de l'année ont été revues à la baisse. Les provinces étroitement liées aux échanges commerciaux, comme l'Ontario et la Colombie-Britannique, font face à plus de pressions, tandis que la Saskatchewan demeure en bonne position.

## ■ Titres à revenu fixe

En 2025, les marchés continuent de faire face à l'incertitude liée aux questions non résolues liées aux droits de douane américains, aux répercussions de la nouvelle loi fiscale et aux tensions mondiales. Malgré tout, les titres à revenu fixe se sont bien comportés. Les obligations d'État et de sociétés à court terme offrent un revenu intéressant et une stabilité de portefeuille, malgré la volatilité prévue à court terme. Les banques centrales sont prudentes, mais pourraient assouplir leur taux directeur au besoin, créant ainsi des occasions de gestion active des obligations. Dans l'ensemble, les titres à revenu fixe demeurent un élément précieux des portefeuilles diversifiés, offrant un revenu et une protection contre les baisses dans un contexte de turbulences. **Obligations d'État.** Les obligations d'État sont volatiles, les taux obligataires américains, en particulier ceux sur 10 ans, ayant fortement fluctué au deuxième trimestre en raison des données sur l'inflation, des droits de douane et de la nouvelle loi fiscale. Bien qu'ils soient plus stables, les taux obligataires canadiens restent liés aux fluctuations aux États-Unis. Compte tenu des risques de ralentissement et de l'incertitude entourant les politiques, une gestion active et une perspective à long terme sont essentielles. Les investisseurs devraient s'attendre à ce que la volatilité persiste et trouver des moyens de rester souples, étant donné que les prévisions de taux et les données économiques demeurent imprévisibles. **Obligations : qualité investissement et à rendement élevé.** Les écarts de taux se sont resserrés au deuxième trimestre, alors que les droits de douane ont été assouplis et que les données économiques se sont améliorées. Les obligations américaines de qualité investissement offrent maintenant un potentiel de hausse limité, mais conservent de la valeur en période d'incertitude sur les marchés. Nous préférons les obligations canadiennes de qualité investissement à court terme pour leurs taux et leur risque plus faible. Les obligations à rendement élevé demeurent vulnérables aux baisses; une gestion active est donc essentielle pour composer avec les évaluations serrées actuelles des marchés des obligations de qualité investissement et à rendement élevé. **Hausse des taux et diversification.** La diversification des portefeuilles demeure essentielle. Malgré la volatilité à court terme, les obligations de grande qualité offrent des taux, un revenu et des avantages de diversification à long terme intéressants, en particulier dans le cadre d'une gestion active tactique.

## ■ Actions

Les actions américaines ont fortement fluctué en fonction des manchettes cette année. Deux replis importants ont fait grimper l'indice VIX au-dessus de 60, ce qui fait écho aux niveaux atteints en 2020. **V est pour la diversification?** La volatilité des marchés, les droits de douane et les paramètres fondamentaux contrastés rendent les placements actifs et diversifiés essentiels. Les évaluations boursières semblent prometteuses et, dans un contexte de perspectives de croissance incertaines, la réussite à long terme dépend davantage de la conservation de ses placements que des tentatives d'anticiper le marché. **Exposition mesurée à la croissance à bêta élevé.** Les actions technologiques alimentent la croissance à long terme, mais elles demeurent volatiles; le contexte actuel favorise une exposition modérée aux titres à forte croissance, et non une forte exposition. **Pondération des titres de croissance défensifs à faible volatilité.** En période de ralentissement, les consommateurs privilégient les détaillants de vente au rabais, les supermarchés et les magasins à un dollar. Ces détaillants profitent également des médias de détail. Dans le secteur des soins de santé, le segment des technologies médicales offre une croissance stable, tandis que le segment pharmaceutique fait face à des défis liés aux brevets. **Facteurs de croissance constante des dividendes.** Les banques et les sociétés de services publics canadiennes offrent des dividendes stables. Les solides niveaux de capital, les flux de trésorerie stables et la résilience de la demande les aident à faire face aux ralentissements et soutiennent les placements à long terme axés sur le revenu. **Actions canadiennes : prêtes pour ce qui s'en vient.** Malgré l'incertitude tarifaire, les actions canadiennes offrent une solide croissance des dividendes, des bénéfices stables et des évaluations justes, ce qui rend les placements axés sur la diversification et le revenu importants dans le contexte actuel. **Actions internationales : croissance et droits de douane.** Les actions internationales ont tiré de l'arrière au deuxième trimestre en raison de la hausse des droits de douane américains imposés au Japon et à l'Europe, ce qui a nui aux perspectives de bénéfices. Alors que l'Europe montre des signes précurseurs de reprise économique, les tensions commerciales persistantes et les niveaux d'endettement élevés limitent la souplesse budgétaire. L'économie japonaise est confrontée à des pressions inflationnistes et monétaires, bien que les perspectives à long terme soient solides en raison de l'automatisation et des réformes industrielles. La Chine a inscrit un rendement inférieur au deuxième trimestre à cause des droits de douane élevés imposés par les États-Unis, mais les signes de reprise dans le secteur manufacturier et la croissance de l'innovation en matière d'IA offrent de l'espoir. Toutefois, les risques de déflation et la faiblesse du secteur immobilier persistent. Dans l'ensemble, les tensions commerciales mondiales continuent d'embrouiller les perspectives des actions, et même les sociétés américaines pourraient être touchées en raison de leur dépendance aux revenus provenant de l'étranger.

## ■ Marchés privés

La liquidité des placements privés demeure limitée, ce qui est favorable au marché secondaire, aux participations dans des commandités et aux actions privilégiées. Les marchés du crédit privé montrent certains signes de tension.

**Placements privés.** Les sociétés de capital-investissement détiennent maintenant pour 1 000 milliards de dollars d'actions invendues détenues depuis plus de cinq ans en raison de la faiblesse des activités liées aux fusions et acquisitions et aux PAPE, attribuable aux taux d'intérêt élevés, aux risques géopolitiques et à l'incertitude liée aux politiques. Comme le capital est immobilisé, les commandités se tournent vers des stratégies créatives, comme les scissions partielles et les placements sur le marché secondaire, afin de créer de la valeur. Les commandités doivent maintenant favoriser la croissance opérationnelle pour atteindre les cibles de rendement, ce qui nécessite une gestion plus active.

**Prêts à valeur liquidative.** En raison du gel des opérations, les investisseurs institutionnels, comme les caisses de retraite, utilisent des prêts à valeur liquidative – qui servent à emprunter sur les participations privées – pour obtenir des liquidités sans avoir à vendre à un prix inférieur. Cela évite les pertes, mais augmente le risque d'effet de levier. Bien que les prêts à valeur liquidative offrent des liquidités, ils soulèvent des préoccupations au sujet de mesures de rendement gonflées et du risque systémique potentiel si les actifs sous-jacents dégagent un rendement inférieur. Les commanditaires doivent évaluer les besoins immédiats en matière de liquidités par rapport à la valeur à long terme du fonds et au fardeau croissant de la dette dans un contexte de placement à effet de levier plus complexe.

**Participations dans des commandités.** Les petites sociétés de capital-investissement vendent des participations minoritaires pour mobiliser des capitaux, tandis que les investisseurs recherchent un revenu stable à long terme découlant de ces opérations.

**Crédit privé.** De nos jours, les placements en titres de créance privés nécessitent un choix de gestionnaire bien réfléchi en raison des risques croissants et des liquidités limitées. Comme la plupart des rendements sont attribuables au revenu, une prise ferme compétente et une protection des prêteurs sont essentielles. Bien que les écarts de taux des titres de créance publics semblent serrés, ils peuvent refléter un solide rendement d'emprunteurs de meilleure qualité, tandis que les sociétés en difficulté ont de plus en plus recours à des opérations de gestion du passif pour éviter les défauts de paiement. Les défauts de paiement demeurent faibles, mais le volume d'opérations de gestion du passif (comme les échanges et les transferts de dette) augmente, surtout à mesure que les taux plus élevés et la faiblesse de la documentation exercent des pressions sur les emprunteurs. Les prêts directs demeurent attrayants, en particulier dans des secteurs exigeant peu d'actifs, comme les logiciels, où la croissance ralentit, mais où les modèles de revenus récurrents soutiennent une approche défensive.

**Actifs réels.** Nous continuons d'investir en toute confiance dans les centres de données et la production d'électricité, en particulier l'énergie solaire, qui sont des éléments clés du boom de l'IA et de l'infonuagique. Une nouvelle loi américaine limite les crédits d'impôt pour l'énergie solaire après 2027, ce qui accroît les risques pour les projets pour lesquels aucun contrat n'a été conclu. Bien que les projets déjà en exploitation ou en construction soient épargnés, l'avenir de ceux pour lesquels aucune entente n'a été signée est incertain. Néanmoins, l'énergie solaire demeure concurrentielle dans certains marchés. Les évaluations doivent être prudentes, mais les promoteurs solides qui ont des actifs sous contrat sont bien positionnés malgré le changement de politique.

## ■ Devises

Le dollar américain devrait encore fléchir, car la démondialisation, la hausse des déficits et l'inflation transforment les marchés des devises et les flux de placement.

**Dollar américain.** Le dollar américain se replie en raison de l'incertitude politique et budgétaire, du faible niveau d'épargne et de l'imprévisibilité des politiques, et l'on s'attend à ce que le billet vert recule encore de 3 % d'ici la fin de l'année.

**Dollar canadien.** La faiblesse du dollar américain pourrait inciter les investisseurs mondiaux, y compris les Canadiens, à réduire leur exposition aux actifs américains, ce qui stimulerait les devises comme le dollar canadien.

## ■ Produits de base

La volatilité des marchés au deuxième trimestre a atteint des sommets inégalés en dix ans en raison des menaces tarifaires américaines et des tensions géopolitiques avec l'Iran. Malgré le piètre rendement dans le secteur de l'énergie, les produits de base sont demeurés solides depuis le début de l'année, offrant une diversification et une protection contre l'inflation. Les prix du pétrole ont été soutenus par les stocks limités, tandis que le secteur de l'agriculture a été frappé par les querelles tarifaires et les rendements agricoles élevés. Les métaux industriels ont inscrit des rendements supérieurs, stimulés par la demande de véhicules électriques et d'infrastructure, bien que les droits de douane présentent des risques. L'or demeure attrayant dans un contexte d'incertitude mondiale et d'achats par les banques centrales. Dans l'ensemble, l'offre limitée et la vigueur de la demande soutiennent des perspectives favorables pour les produits de base à long terme.

# Toujours d'actualité

Les inquiétudes qui prédominaient en 2024 sont toujours d'actualité, mais le contexte généré par des sources d'information erronées a plongé plus d'investisseurs dans le noir que jamais. En période d'incertitude, appuyez-vous sur les données.

Par Brad Simpson, stratège en chef; Kevin Yulianto, CFA, gestionnaire de portefeuille | Gestion de patrimoine TD

Chaque année en janvier, le Bureau des placements, Gestion de patrimoine, organise une conférence pour examiner les risques et les occasions liés aux marchés afin d'améliorer les résultats de placement de nos clients. Pour la deuxième année consécutive, nous avons sondé préalablement nos conseillers et nos gestionnaires de portefeuille afin de connaître les plus grandes inquiétudes de leur clientèle en matière de placement. Le premier semestre de l'année étant maintenant derrière nous, nous avons jugé qu'il serait intéressant de revenir sur l'évolution de ces préoccupations jusqu'à présent.

Dans notre premier sondage en 2024, quatre sujets ont émergé en tant que principales préoccupations : la démondialisation, l'intelligence artificielle et (à égalité à la troisième place) la guerre mondiale et les changements climatiques. Cette année, les principales inquiétudes ont été la guerre commerciale mondiale, les niveaux d'évaluation élevés des actions technologiques et les conflits géopolitiques dans le monde. La formulation est différente, mais ces préoccupations ont essentiellement les trois mêmes causes profondes :



## La démondialisation

Les craintes à l'égard de la démondialisation se sont transformées en inquiétudes à l'égard des conflits commerciaux mondiaux, qui se sont en effet aggravés entre février et avril, lorsque les États-Unis ont annoncé des tarifs réciproques contre leurs partenaires commerciaux.

(Pour un examen plus approfondi des batailles commerciales des États-Unis et de leurs répercussions potentielles sur les marchés, [cliquez ici](#) pour lire le dernier article de Mansi Desai, analyste principale, Actions, intitulé « Made in the USA. », dans Le pouls des marchés.)



## L'intelligence artificielle

Les progrès rapides de l'intelligence artificielle ont entraîné une forte hausse de l'évaluation de nombreuses sociétés de semi-conducteurs et de logiciels, qui dominent de plus en plus la pondération de l'indice de référence des actions américaines, et donc les portefeuilles des investisseurs.

(Pour en savoir plus sur les occasions et les risques qu'engendre l'intelligence artificielle, [cliquez ici](#) pour lire l'excellent document d'information de Kevin Hebner, directeur général et stratège, Placements mondiaux à TD Epoch, intitulé Perspectives des marchés : L'IA conquiert le monde - les thèmes de 2025.)



## La guerre

La renaissance de la diplomatie, du chauvinisme, de la logique à somme nulle et d'une mentalité de grande puissance tels qu'on les connaissait au 19e siècle et la nostalgie qu'ils suscitent sont entrées en collision avec le monde interconnecté du 21e siècle. Par exemple, le conflit entre Israël et le Hamas, qui a commencé il y a deux ans, est devenu une guerre régionale généralisée. On pourrait assister au même phénomène en Europe de l'Est, dans la mer de Chine méridionale et dans l'Arctique.

Nous classons ces risques dans la catégorie des « rhinocéros gris », une métaphore pour les menaces que nous pouvons voir approcher de loin, mais à propos desquelles nous ne faisons rien. Contrairement aux événements dits « cygnes noirs », dont la probabilité est faible et les répercussions élevées, les rhinocéros gris sont très probables et marquants (figure 1).

Les trois risques qui étaient au sommet des préoccupations au début de 2024 sont toujours *présents*. Les négociations commerciales avec les États-Unis sont toujours en cours et il semble que les tarifs resteront en place, du moins pour le reste du deuxième mandat du président Trump. D'après les résultats des plus récentes négociations, le taux

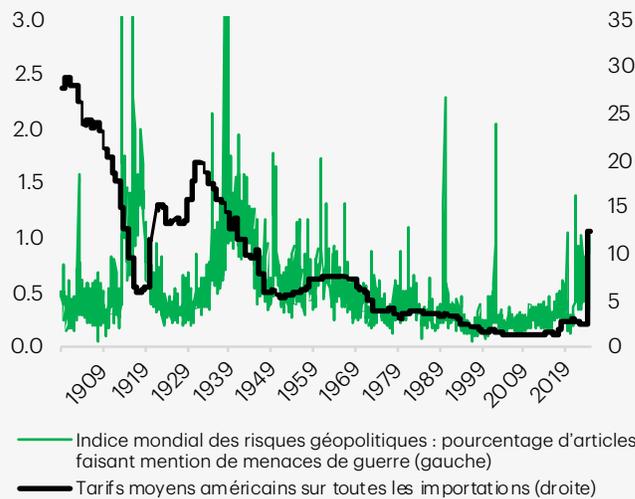
Figure 1 : Les « rhinocéros gris » sont des risques auxquels nous pouvons et devrions nous préparer



À titre indicatif.

tarifaire américain devrait passer d'environ 3 % au début de cette année à quelque part entre 14 % et 17 % (figure 2), conformément au scénario de base décrit dans notre dernière édition de *Stratégie de portefeuille trimestrielle*.

Figure 2 : Les guerres commerciales coïncident avec les vraies guerres

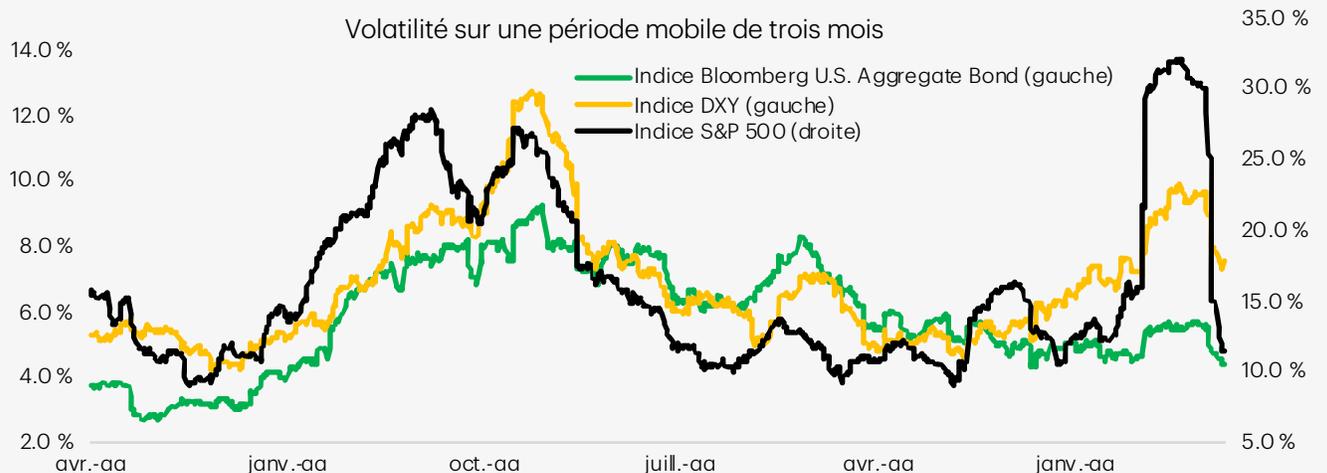


Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

Par ailleurs, après la forte dégringolade d'avril, les actions des Sept Magnifiques ont mené une remontée en V des actions américaines, ramenant les évaluations boursières au niveau le plus élevé de leur récente fourchette. Enfin, le risque de conflit régional est plus élevé aujourd'hui qu'il ne l'a été ces 40 dernières années, puisque les acteurs régionaux tentent de combler le vide créé par l'isolationnisme accru des États-Unis et d'orienter le contexte géopolitique en leur faveur.

Les volte-face des politiques commerciales et budgétaires américaines, les menaces et les promesses de l'intelligence artificielle (IA) et l'issue imprévisible des guerres au Moyen-Orient et en Ukraine (sans oublier l'imprévisibilité des tensions en mer de Chine méridionale) – tout cela rend le travail de personnes comme nous beaucoup plus difficile. Pire encore, nous affrontons la situation au milieu d'un marché fortement influencé par les manchettes, et qui a des tendances extrêmes.

Figure 3 : Les guerres commerciales coïncident avec les vraies guerres

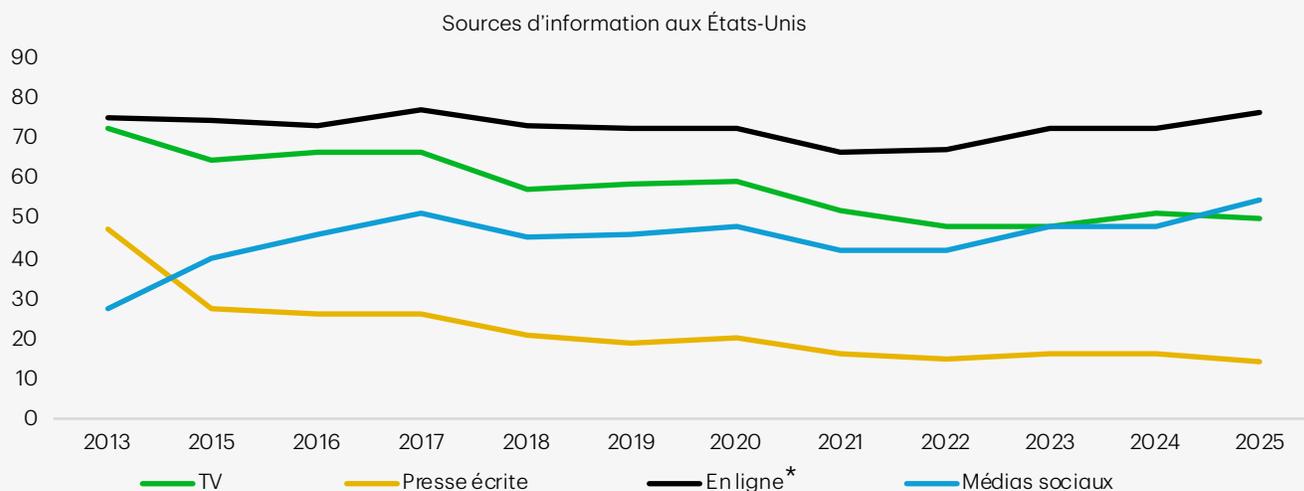


Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

Au cours des trois derniers mois seulement, nous avons assisté à un effet boomerang sur le marché avec une correction de 20 % après le jour de la libération, à une dégringolade des obligations du Trésor et du dollar américains et à une fuite des capitaux vers des valeurs perçues comme sûres, le tout ponctué en alternance avec des périodes d'un calme incroyable. C'est un peu comme si l'on travaillait sur une stratégie de placement dans *La Quatrième Dimension*. Les algorithmes des médias sociaux amplifient les manchettes, ce qui est incroyablement important, puisque c'est là où tout le monde consulte de plus en plus les nouvelles. (figure 4). La montée en puissance des médias sociaux en tant que source d'information n'arrange pas les choses, étant donné que ces plateformes font peu de place aux faits et favorisent presque toujours les extrêmes.

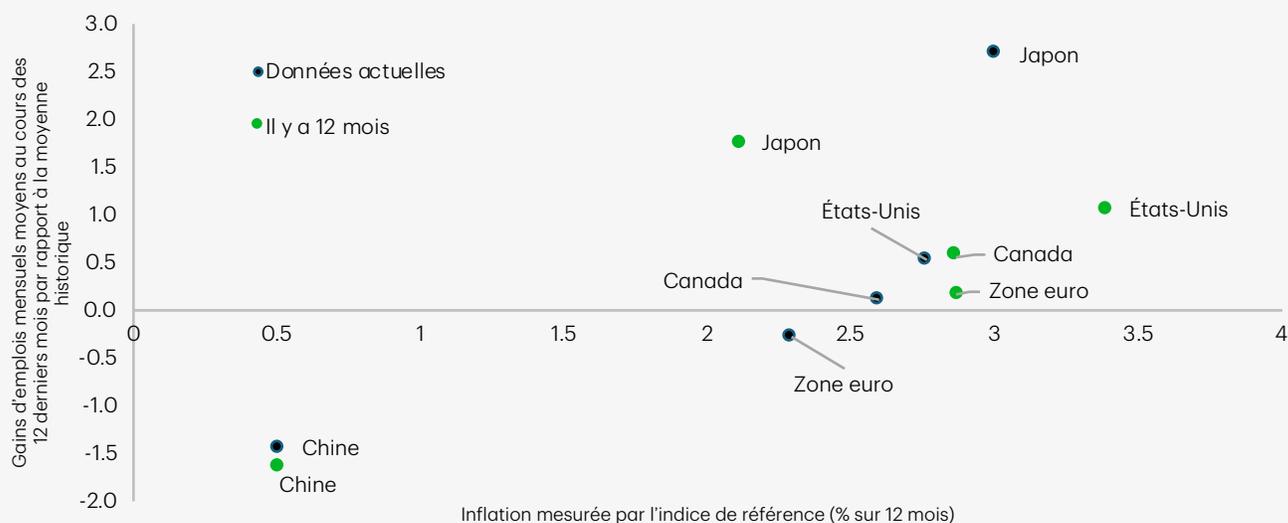
Notre point est le suivant : Ce marché, stimulé par les manchettes, masque souvent la vérité sur la conjoncture économique, qui sous-tend les marchés financiers. Ce que nous savons, c'est que les États-Unis, le Canada et la zone euro ont vu leur rythme de création d'emplois et leur inflation de base reculer par rapport à il y a un an (figure 5). Bien que ces trois économies aient connu une inflation supérieure aux cibles établies par leur banque centrale respective, le rythme de la création d'emplois dans la zone euro est tombé en dessous de sa moyenne historique, tandis qu'au Canada, elle a renoué avec sa tendance et qu'aux États-Unis, elle reste encore légèrement au-dessus de la sienne. Le Japon est un cas particulier, puisque l'inflation et la création d'emplois se sont accélérées en raison d'une politique monétaire très souple et d'une

Figure 4 : Les médias sociaux sont maintenant une source d'information dominante aux États-Unis



Source : Reuters Institute au 31 décembre 2024. \* Remarque : Y compris les sites Web et les applications d'information, les réseaux sociaux et vidéos, les balados d'information (15 %) et les robots conversationnels d'IA (7 %).

Figure 5 : L'inflation et la création d'emplois sont en baisse aux États-Unis, au Canada et dans la zone euro



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

forte croissance intérieure. Par ailleurs, l'économie chinoise reste enlisée dans un borbier déflationniste malgré la récente reprise de la production industrielle et des ventes au détail (grâce à une subvention gouvernementale sur les échanges de biens).

En ce qui concerne l'économie américaine, la figure 6 montre les estimations du PIB global et du PIB « de base » de la Fed d'Atlanta. En excluant les catégories volatiles, comme la balance commerciale et la constitution de stocks, nous pouvons obtenir une estimation plus stable de la croissance de la demande intérieure aux États-Unis. Actuellement, on l'estime à environ 2,3 % (annualisée sur trois mois), ce qui est à peu près conforme à la tendance historique. Cela devrait reconforter les investisseurs après la contraction de 0,5 % du PIB américain au premier trimestre. Les chiffres pour le deuxième trimestre seront probablement beaucoup plus élevés, les exportations nettes retrouvant des facteurs favorables après avoir subi des facteurs défavorables.

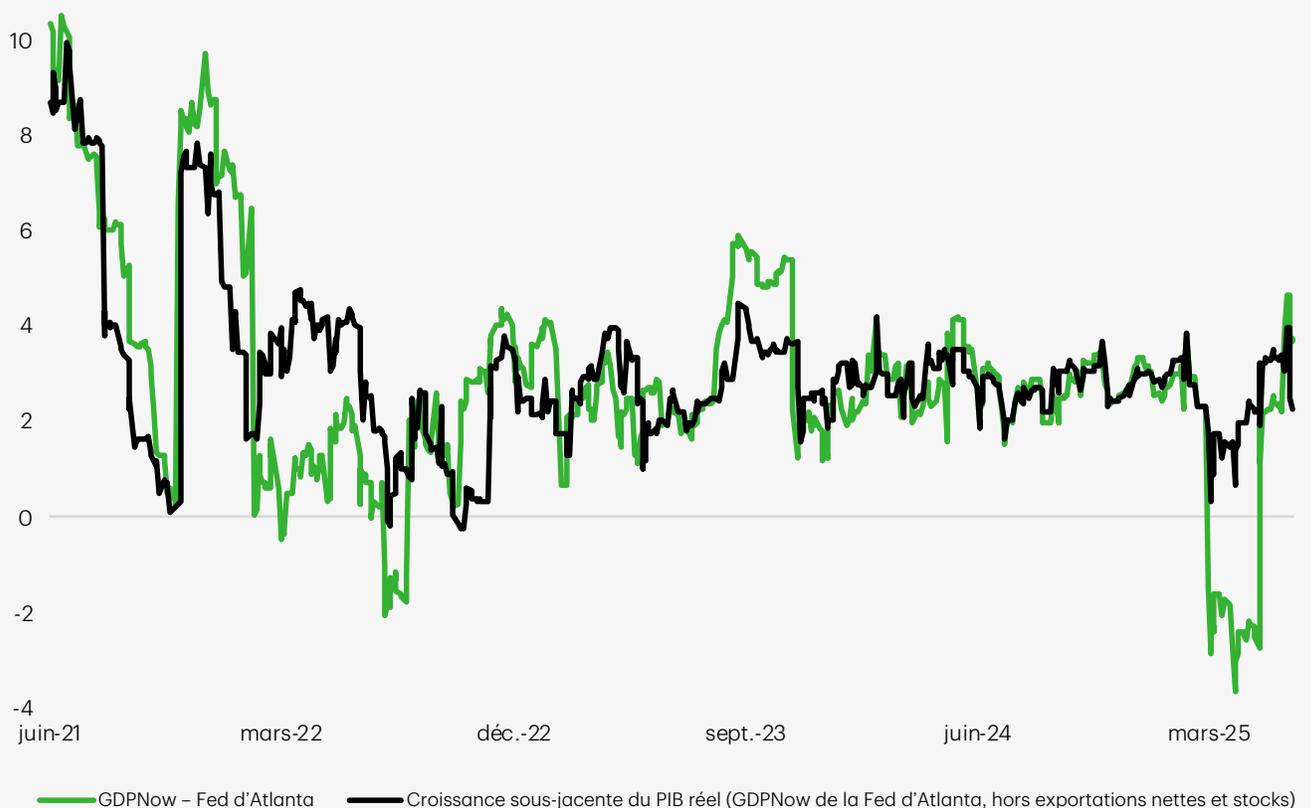
Toutefois, sous la surface, nous surveillons les courants contraires dans les données du marché de l'emploi américain, le talon d'Achille potentiel d'une économie américaine axée sur la consommation. La moyenne

mobile sur trois mois des gains d'emplois non agricoles a constamment diminué, passant de 274 000 à la fin de 2022, à 199 000 en 2023, à 182 000 en 2024 et à 150 000 actuellement. Entre 2010 et 2019, l'économie américaine a créé en moyenne 180 000 emplois par mois.

Le fait est que le rythme de création d'emplois aux États-Unis est probablement tombé sous la tendance. De plus, la majorité des révisions pour les emplois non agricoles ont été à la baisse depuis 2022, une observation qui coïncide historiquement avec des périodes de croissance du PIB inférieure à la tendance. La question est donc la suivante : si le marché de l'emploi est effectivement plus faible, pourquoi le taux de chômage américain se situe-t-il toujours autour du creux historique de 4,1 %?

Il y a deux raisons possibles : (1) la baisse du taux de participation de la main-d'œuvre; et (2) l'augmentation du nombre de personnes dans la population active qui passent directement hors de la population active (plutôt que d'être des personnes sans emploi au sein de la population active). Cela peut indiquer que les chiffres sous-estiment le nombre de personnes qui n'ont pas d'emploi, mais qui pourraient en vouloir un.

Figure 6 : La croissance du PIB « de base » américain demeure convenable



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

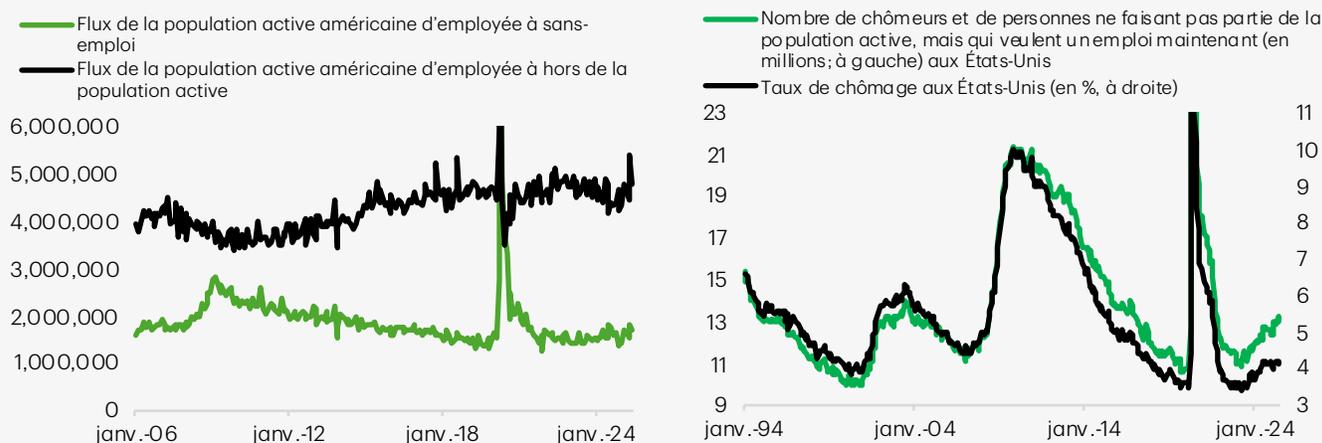
Il existe plusieurs raisons pour lesquelles on passe d'une situation d'emploi à une situation où on ne fait plus du tout partie de la population active, notamment la retraite, le retour aux études, le fait de prendre soin de sa famille, l'invalidité, ou la triste réalité de simplement abandonner. Bien que nous n'ayons pas de statistiques précises, ces personnes représentent probablement une partie démesurée du chiffre final. La figure 7 montre la divergence entre le taux de chômage officiel, qui est resté stable à environ 4 %, et le nombre de personnes classées dans la catégorie des chômeurs (6,03 millions), plus celles qui ne font pas partie de la population active, mais qui pourraient vouloir un emploi immédiatement (7,02 millions). Le nombre de ces dernières a augmenté et est peut-être plus représentatif des capacités excédentaires sur le marché de l'emploi américain.

On peut également constater un certain affaiblissement de l'ampleur de la création d'emplois, seulement 55 % des secteurs ayant déclaré des gains nets d'emplois dernièrement, ce qui est fortement inférieur à la fourchette normale de 60 % à 80 %. Les secteurs de

l'administration publique, de l'éducation et de la santé, qui sont moins sensibles au cycle économique, ont contribué pour 70 % à la création d'emplois l'année dernière (figure 8). Franchement, nous ne disons pas qu'il s'agit d'une situation de « canari dans la mine de charbon », mais cela renforce notre opinion selon laquelle le marché de l'emploi aux États-Unis s'est effectivement normalisé et qu'il fonctionne probablement en deçà de la tendance aujourd'hui.

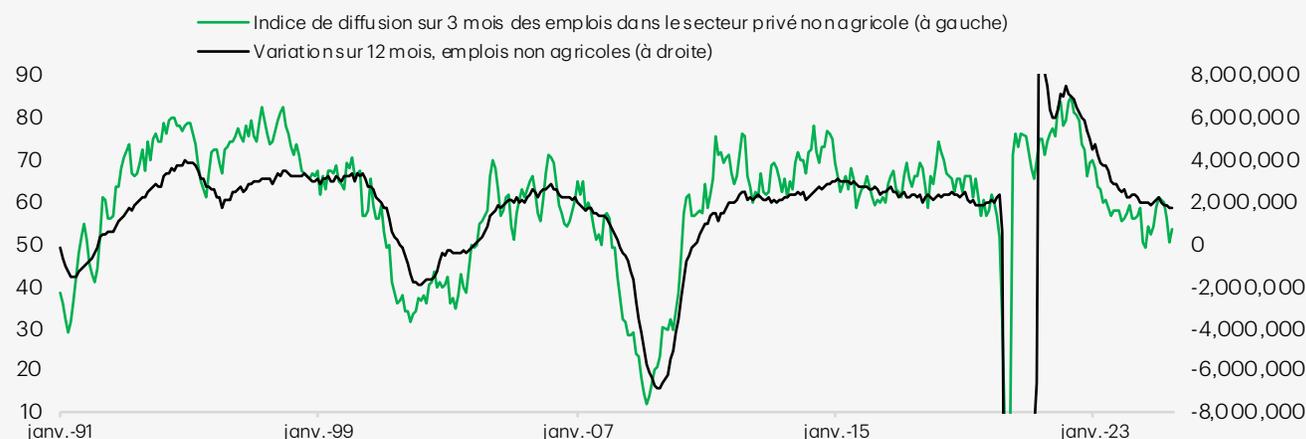
La répression de l'immigration illégale par l'administration Trump pourrait aussi être un autre facteur contribuant à la baisse du taux de participation. En 2022, environ 11 millions de personnes étaient considérées comme des immigrants illégaux aux États-Unis, ce qui représentait à ce moment-là 3,3 % de la population américaine et 23 % de la population née à l'étranger. On estime que 8,3 millions d'entre elles travaillent ou cherchent un emploi, ce qui représente 4,8 % de la population active, selon le Bureau of Labor Statistics. Les États qui comptent la plus forte population d'immigrants illégaux comprennent la Californie, le Texas, la Floride, New York et le New Jersey.

Figure 7 : Le taux de chômage peut sous-estimer l'impact des travailleurs découragés



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

Figure 8 : Détérioration de l'ampleur des créations d'emplois



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

Le resserrement de la politique d'immigration pourrait décourager l'immigration illégale – ce qui est précisément l'un des objectifs de l'administration actuelle – et restreindre ainsi l'offre de main-d'œuvre, les immigrants illégaux fuyant le travail par crainte d'être appréhendés. La construction et l'agriculture seront les secteurs les plus touchés, car on estime que 14 % de leur main-d'œuvre est issue de l'immigration illégale, tandis que l'hôtellerie (7 %) et le commerce de gros (6 %) connaîtront probablement également des répercussions importantes. Dans un cas extrême, les immigrants illégaux représentent la moitié de tous les travailleurs engagés pour travailler dans les champs et les cultures, si bien que l'agriculture américaine – un secteur politiquement sensible pour les républicains – dépend fortement du flux de ces immigrants. En fin de compte, la croissance de la population active aux États-Unis sera probablement beaucoup plus faible dans les prochaines années, ce qui pourrait entraîner un resserrement du marché du travail et une croissance des salaires plus élevée qu'elle ne le serait autrement (figure 9).

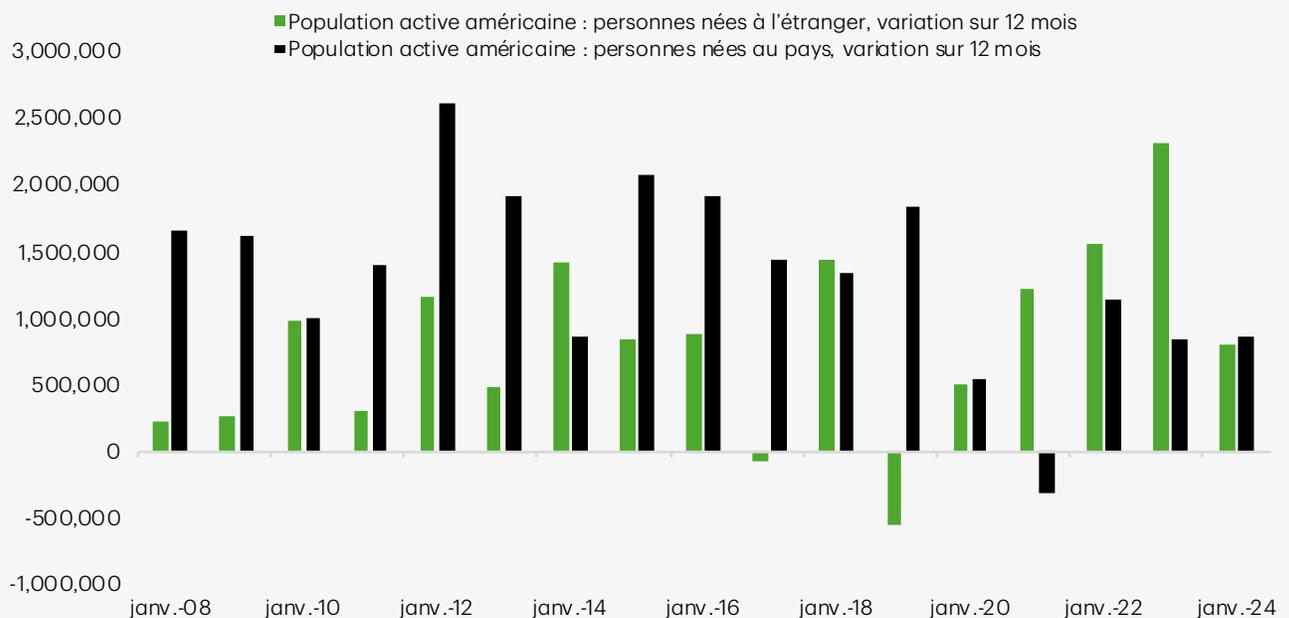
Bien sûr, la raison pour laquelle nous nous intéressons d'aussi près aux données sur l'emploi, c'est leur incidence sur les consommateurs et leurs dépenses. C'est aussi intéressant. Nous avons constaté une détérioration à la fois des données subjectives sur les services (fondées sur des sondages) et des données objectives fondées sur les dépenses de consommation. Les ménages à faible revenu, qui ont souffert de façon disproportionnée de la hausse de l'inflation et des coûts d'emprunt, ont réduit leurs dépenses depuis

l'an dernier. Toutefois, certains signes préoccupants indiquent aussi que les ménages à revenu élevé commencent eux aussi à les réduire. Selon des données de haute fréquence sur des opérations par carte, les dépenses en restauration ont ralenti à environ 2,6 % sur 12 mois en termes nominaux – ce qui signifie une croissance neutre après ajustement en fonction de l'inflation – tandis que les dépenses en hébergement et en transport aérien se sont contractées depuis le début de l'année.

La bonne nouvelle, c'est que le bilan du ménage américain moyen est en bien meilleure forme aujourd'hui qu'il ne l'était il y a 15 ans. Les consommateurs à revenu moyen et élevé n'ont pas de soucis pour payer leurs factures et ont toujours confiance de conserver leur emploi. La mauvaise nouvelle, c'est que les travailleurs qui gagnent moins de 50 000 \$ par an sont de plus en plus préoccupés par le remboursement de leurs dettes, et nous observons une augmentation des défaillances dans les secteurs de l'automobile et des cartes de crédit, qui ont même atteint des sommets inégalés depuis la crise financière mondiale.

L'adoption du projet de loi *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA) risque d'accentuer davantage la divergence entre les ménages à revenu élevé et ceux à faible revenu. Le Yale Budget Lab estime que l'incidence du projet de loi sur le revenu des ménages sera régressive, étant donné que les réductions d'impôt proposées de 4 500 milliards de dollars sont en partie financées par des réductions des dépenses en soins de santé et des programmes d'aide alimentaire. Les dépenses en soins de santé devraient être réduites de plus de 1 100

Figure 9 : Le resserrement de la politique en matière d'immigration pourrait ralentir la croissance de la population active



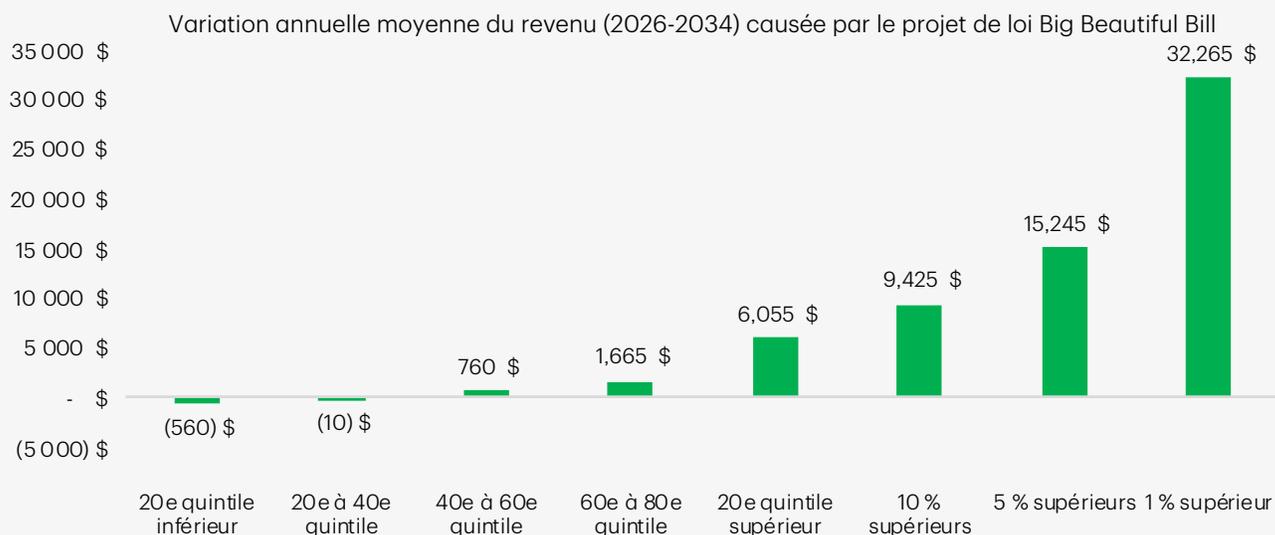
milliards de dollars au cours de la prochaine décennie, ce qui pourrait faire augmenter de 11,8 millions le nombre d'Américains sans assurance maladie. De plus, les réductions du programme d'aide alimentaire (SNAP), qui sont estimées à environ 20 %, devraient se traduire par des économies de 186 milliards de dollars d'ici 2034. Pour les ménages aux revenus les plus faibles, la combinaison des changements fiscaux et des réductions de l'aide sociale devrait réduire le revenu après impôt de 2,3 % (560 \$). En revanche, le revenu des 1 % des ménages les plus riches selon le revenu devrait enregistrer une hausse nette de 2,1 % (32 265 \$).

En revanche, l'OBBBA contribuera probablement à compenser le ralentissement de l'activité économique causé par l'incertitude liée à la guerre commerciale et pourrait entraîner une hausse de la croissance à la

fin de 2026. Un contexte fiscal et réglementaire plus stable pourrait soutenir la confiance des entreprises, et l'amortissement accéléré des dépenses en immobilisations devrait déclencher un autre cycle de dépenses en immobilisations pour les entreprises américaines.

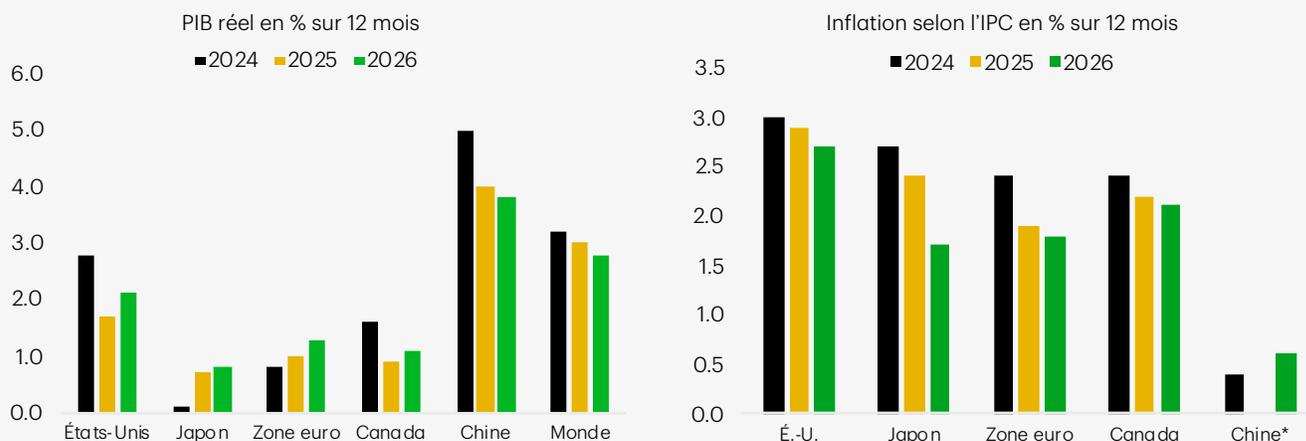
Si l'on additionne tout cela, les perspectives de croissance des États-Unis devraient s'établir à 1,7 % cette année, avant de s'améliorer à un rythme de 2,1 % l'an prochain, selon les Services économiques TD. Pour ce qui est du Canada, les Services économiques TD ont récemment revu à la baisse leurs prévisions de croissance pour le pays à 0,9 % en 2025, mais ils estiment que le momentum se redressera l'an prochain, grâce à une trêve commerciale, à des taux d'intérêt plus bas et à une augmentation des dépenses publiques (figure 11).

Figure 10 : L'incidence du projet de loi OBBBA sur le revenu sera régressive



Source : Macrobond, The Yale Budget Lab et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

Figure 11 : Hausse économique budgétaire prévue en 2026

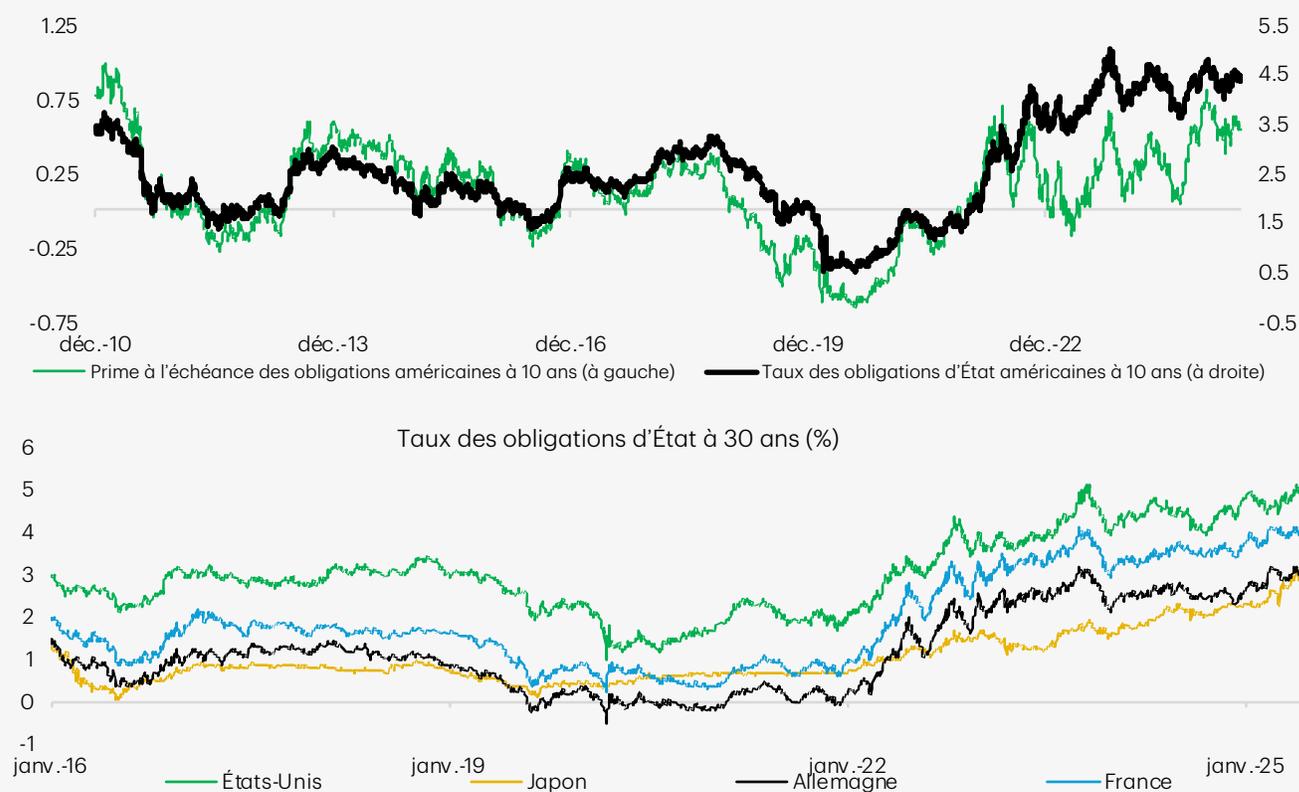


Source : Services économiques TD, en date de juin 2025. \* Les données de l'IPC de la Chine sont les prévisions du FMI.

La croissance de l'économie mondiale continue de ralentir, passant de 3,2 % en 2024 à 3 % cette année et à 2,8 % en 2026, tandis que l'économie chinoise devrait décélérer, pour passer de 5 % l'an dernier à 4,6 % cette année. Une partie du problème semble lié à la dette publique. Les emprunts sont devenus excessifs et les investisseurs du marché obligataire exigent donc une prime plus élevée pour détenir des obligations à long terme (figure 12). Le problème ne se limite pas aux États-Unis, mais la taille de l'économie américaine et de son marché des titres de créance gouvernementaux rend la question plus pertinente pour les investisseurs mondiaux.

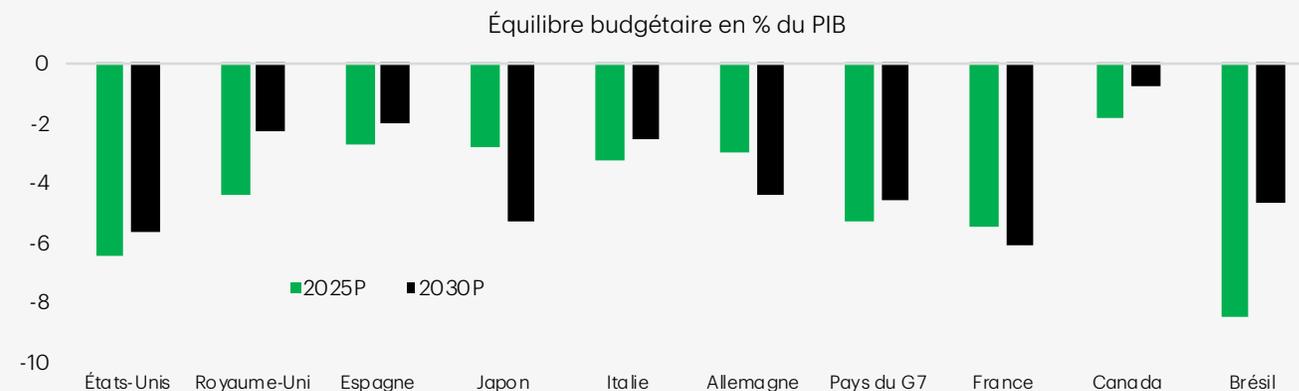
De plus, dans les pays développés, la volonté politique d'emprunter la voie difficile en faveur de la limitation des dépenses publiques et du rétablissement de la santé budgétaire du pays est faible. Cela pourrait donner lieu à un problème plus grave à l'avenir. La figure 13 présente les prévisions budgétaires du FMI pour les États-Unis, le Canada et la moyenne des pays du G7 pour cette année et en 2030. Le déficit budgétaire global des États-Unis devrait rester près du taux élevé actuel d'environ 6 % du PIB, tandis que celui de la France et du Japon devrait encore s'aggraver.

Figure 12 : Les taux des obligations d'État à long terme ont augmenté dans un contexte de hausse des primes à l'échéance



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

Figure 13 : Faible intérêt pour la discipline budgétaire, en particulier aux États-Unis et en France



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 10 juillet 2025.

En fin de compte, nous sommes probablement entrés dans un nouveau régime de marché où les investisseurs réévaluent ce qu'ils considèrent comme des actifs refuges et exigent des primes plus élevées pour prêter.

En résumé, nos rhinocéros gris se portent bien et, à tout le moins, ils ont grossi et se sont renforcés. Par conséquent, l'incertitude devrait demeurer élevée à moyen terme. Les grandes économies mondiales connaîtront probablement une hausse l'an prochain, mais le coût de cette hausse – une accumulation constante de la dette – fera probablement en sorte que le marché obligataire continuera de faire augmenter les taux obligataires à long terme (ce qui fera baisser les indices obligataires).

Les taux à long terme élevés persistants peuvent agir comme une vanne qui resserre les flux de capitaux dans le robinet des marchés financiers, ce qui peut à son tour peser sur la croissance, les dépenses d'investissement et les mesures de relance budgétaire. Les effets sont plus prononcés lorsqu'une économie est déjà vulnérable ou fortement endettée, comme c'est le cas aujourd'hui. La meilleure façon de laisser la vanne ouverte est d'avoir des consommateurs qui ont confiance dans leur situation d'emploi, qui se sentent prospères et prêts à dépenser; nous continuerons donc de surveiller cette relation de près.

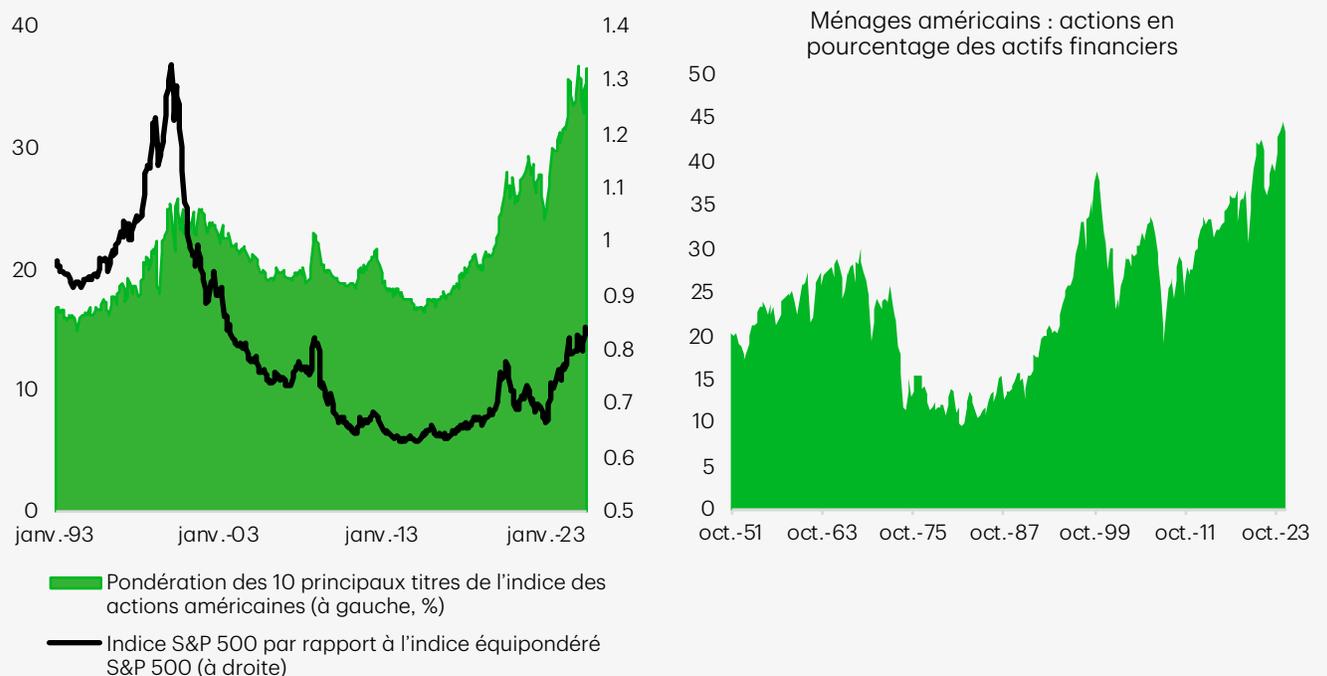
Depuis deux ans et demi, tout va pour le mieux sur les marchés boursiers américains, malgré une volatilité

considérable, même si, comme toujours, le diable est dans les détails. Il a été amplement démontré qu'une poignée de sociétés à mégacapitalisation ont à elles seules soutenu la majeure partie des rendements de l'indice S&P 500 ces dernières années. Cela a entraîné une forte hausse de la concentration de l'indice boursier américain. Aujourd'hui, les dix principaux titres de l'indice S&P 500 représentent environ 36 % de sa pondération indicielle, soit plus que le record de 25 % observé au sommet de la bulle technologique à la fin des années 1990 (figure 14).

Cette situation survient à un moment où l'allocation dans les actions par les ménages américains atteint un sommet record, et où les gestionnaires d'actions à gestion active qui ont fait moins bien que l'indice ces dernières années ajoutent des actions à mégacapitalisation de crainte d'enregistrer encore un rendement nettement inférieur à celui de l'indice de référence cette année. Notre calcul rapide montre qu'une perte de 10 000 milliards de dollars s'est inversée en un gain de 11 000 milliards de dollars, en grande partie grâce à une remontée de 5 000 milliards de dollars des Sept Magnifiques.

Lorsque les particuliers et les professionnels se rallient par peur de manquer une occasion, le moment semble bien choisi pour revoir la répartition de notre portefeuille et pour nous demander si nous sommes vraiment diversifiés dans ce contexte de plus en plus incertain.

Figure 14 : Pondération élevée des actifs très concentrés



## Que faire?

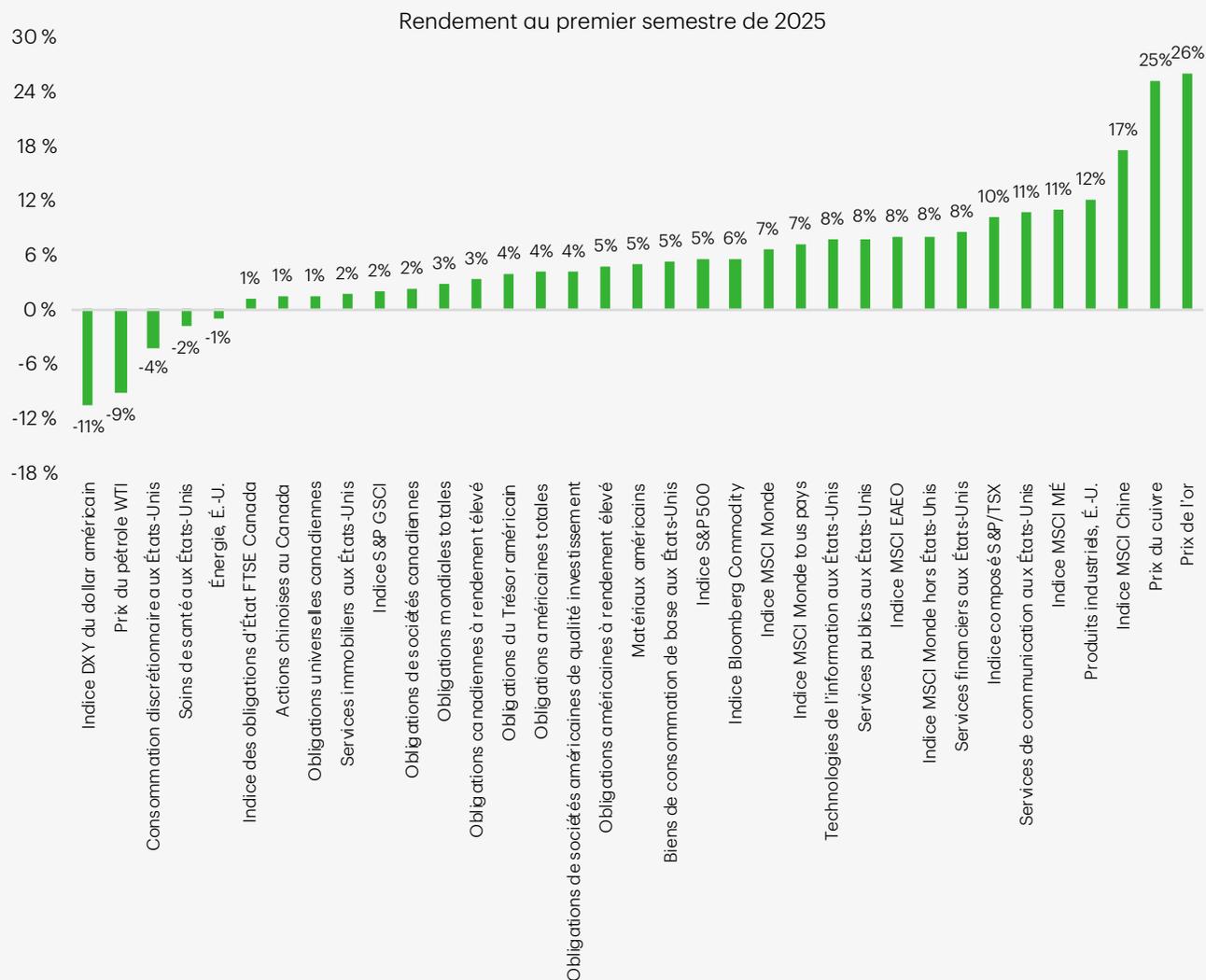
La bonne nouvelle, c'est que plusieurs mesures peuvent être prises. Premièrement, en ce qui concerne les titres à revenu fixe, lorsque les attentes penchent en faveur de la hausse des taux d'intérêt à long terme, de la volatilité des taux et de l'incertitude quant à l'orientation de la politique des banques centrales, il est prudent de conserver une marge de manœuvre. De plus, conserver des échéances à court terme (un à deux ans) et recevoir un rendement intéressant avec un risque faible semble être une bonne idée. Cela résume bien les raisons pour lesquelles nous sous-pondérons légèrement les titres à revenu fixe.

Deuxièmement, pour les marchés boursiers, la croissance des revenus et des bénéfices déterminera en fin de compte l'orientation prise par les marchés; nous laisserons la majorité faire ses choix et nous garderons en tête l'évaluation, en sélectionnant

généralement les sociétés dans lesquelles nous observons de solides activités sous-jacentes et une hausse des bénéfices futurs.

Contrairement à ce qui s'est passé en 2023 et 2024, la diversification à l'extérieur du segment des actions américaines et des actions technologiques à mégacapitalisation a porté ses fruits depuis le début de l'année (figure 15). Le consensus relatif à la croissance des bénéfices en 2025 du côté des actions internationales a été révisé à la hausse, et ce, même si les analystes revoient à la baisse leurs prévisions de bénéfices aux États-Unis. Même si les évaluations des actions internationales et des marchés émergents étaient beaucoup plus faibles au début de l'année, les évaluations actuelles sont toujours loin d'être élevées par rapport à celles des composantes de l'indice S&P 500 – que ce soit sur le plan de l'indice global ou des comparaisons secteur par secteur.

Figure 15 : Rendements des différentes catégories d'actif et des différents secteurs au premier semestre



La récente baisse du dollar américain représente encore une autre raison pour la diversification des placements au Canada et à l'étranger. Le billet vert est probablement dans un cycle baissier de plusieurs années, ce qui rendrait les placements dans des actifs américains marginalement moins attrayants pour les investisseurs étrangers (figure 16). À la suite de la baisse du dollar américain par rapport au dollar canadien cette année, les actions américaines ont enregistré des rendements encore plus faibles que leurs pendants des marchés internationaux et émergents. Nous continuerons également de regarder au-delà des obligations et des actions en position acheteur seulement dans nos répartitions.

Au début de 2024, le Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD a ajouté une exposition aux produits de base dans la composition stratégique de l'actif afin d'améliorer les caractéristiques de diversification de nos portefeuilles. Après la pandémie, l'efficacité de la diversification des actions en regard des obligations n'a pas été aussi fiable qu'au cours de la décennie précédente, et la pondération des produits de base pourrait améliorer les rendements ajustés au risque en raison de leur plus faible corrélation aux marchés des actions et des titres à revenu fixe.

Dans un monde moins prévisible, il convient aussi de noter que la valeur des actifs réels augmente plus rapidement que celle des titres, ce qui renforce les arguments en faveur des placements dans les produits de base. L'or, par exemple, a surpassé les obligations à long terme et le bitcoin en tant qu'actif de couverture dans le contexte actuel de risque géopolitique élevé. Soulignons que l'or est maintenant le deuxième actif de réserve en importance pour les grandes banques centrales, après les actifs libellés en dollars américains. Cette année, le panier de produits

de base dans son ensemble a également surpassé la remontée de nombreux marchés boursiers. Le fait que nous ayons abaissé la note des produits de base à neutre par rapport à une légère surpondération reflète simplement notre désir de réaliser des gains.

Les mandats de fonds de couverture dont la corrélation avec les actions et les obligations est faible pourraient également limiter le repli du portefeuille dans les périodes où les placements à revenu fixe traditionnels ne compensent pas les baisses du cours des actions, ce qui s'est produit à de nombreuses reprises ces dernières années.

Les placements en actifs privés aident également à atténuer la volatilité du portefeuille, en plus de l'avantage tiré d'une exposition à l'alpha du gestionnaire. Ces dernières années, l'exposition aux infrastructures et aux biens immobiliers mondiaux est devenue une véritable solution de rechange aux obligations négociées sur le marché pour les investisseurs à la recherche d'un revenu. La longue durée de vie de ces deux catégories d'actif les rend idéales pour les investisseurs qui ont besoin de couvrir leurs passifs ou ceux qui ont besoin de stabilité du revenu.

### Le mot de la fin

Nous vivons une époque turbulente, mais nous refusons d'ignorer le rhinocéros gris et de nous laisser prendre au dépourvu. Nous n'allons pas non plus laisser les risques liés aux manchettes nous écartier du droit chemin. Savoir, c'est la moitié de la bataille. L'autre moitié, c'est de conserver un portefeuille de placement actuel bien diversifié dont la construction et la gestion reposent sur un plan de gestion de patrimoine bien pensé.

Figure 16 : La devise des États-Unis est toujours chère par rapport à celles de ses partenaires commerciaux



# Indicateurs macroéconomiques avancés

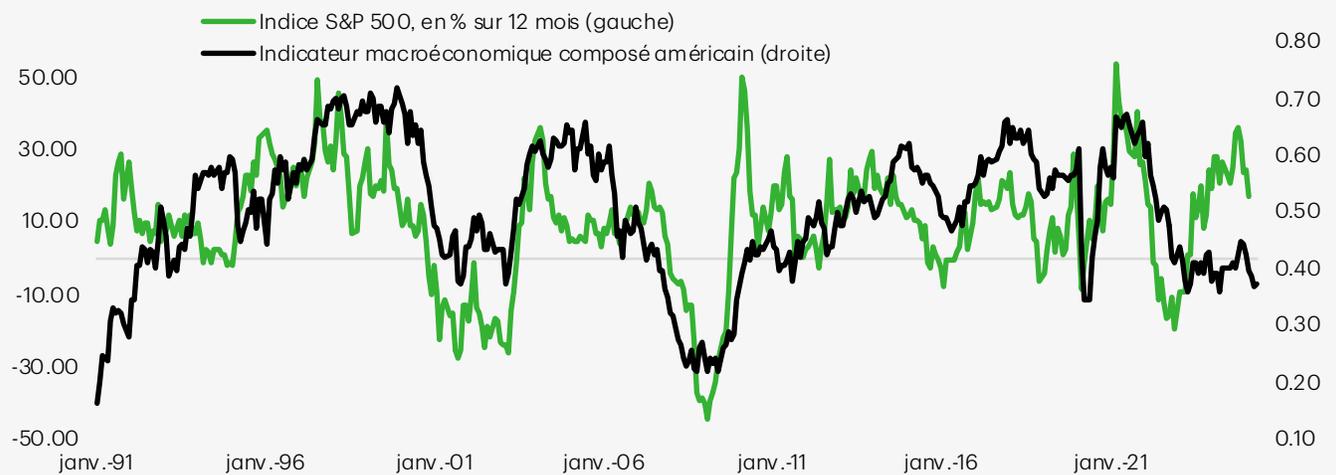
Dans l'ensemble, les conditions macroéconomiques aux États-Unis sont restées modérées au deuxième trimestre

Kevin Yulianto, gestionnaire de portefeuille, Gestion de patrimoine TD

Dans le cadre de notre approche de gestion des placements axée sur les processus, nous surveillons des variables clés aux États-Unis qui nous aident à comprendre le contexte de risque et le contexte macroéconomique. Ce trimestre, nous avons ajouté un indicateur macroéconomique composé américain amélioré, qui se fonde sur 120 données économiques sur les États-Unis publiées mensuellement ou trimestriellement, une amélioration par rapport aux dizaines d'indicateurs utilisés auparavant.

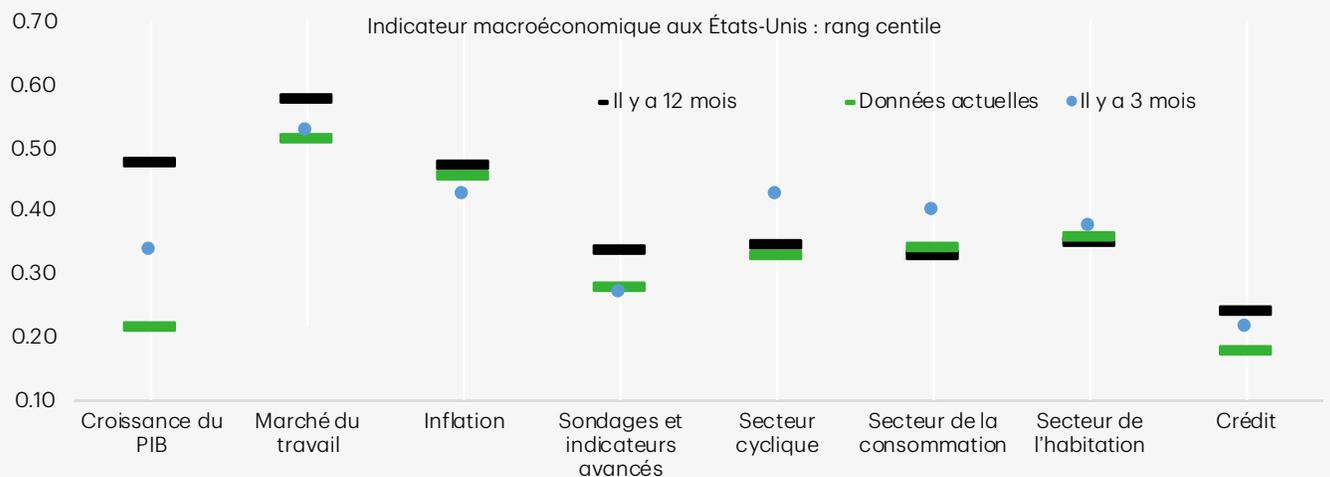
Pour chaque indicateur, nous calculons les données actuelles et les comparons aux données historiques, et nous classons chaque point de données au moyen d'une approche normalisée reposant sur des rangs centiles, ce qui en facilite la lecture. Ces données sont classées en huit grandes catégories : croissance du PIB, marché de l'emploi, inflation, sondages et indicateurs avancés, secteur cyclique, secteur de la consommation, secteur de l'habitation et crédit. Nous divisons les catégories pertinentes en données objectives et subjectives. Les figures 1 et 2 résument la condition générale et la cote globale des indicateurs.

Figure 1 : Indicateur macroéconomique composé américain



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin 2025.

Figure 2 : Variation des cotes du régime de risque du marché



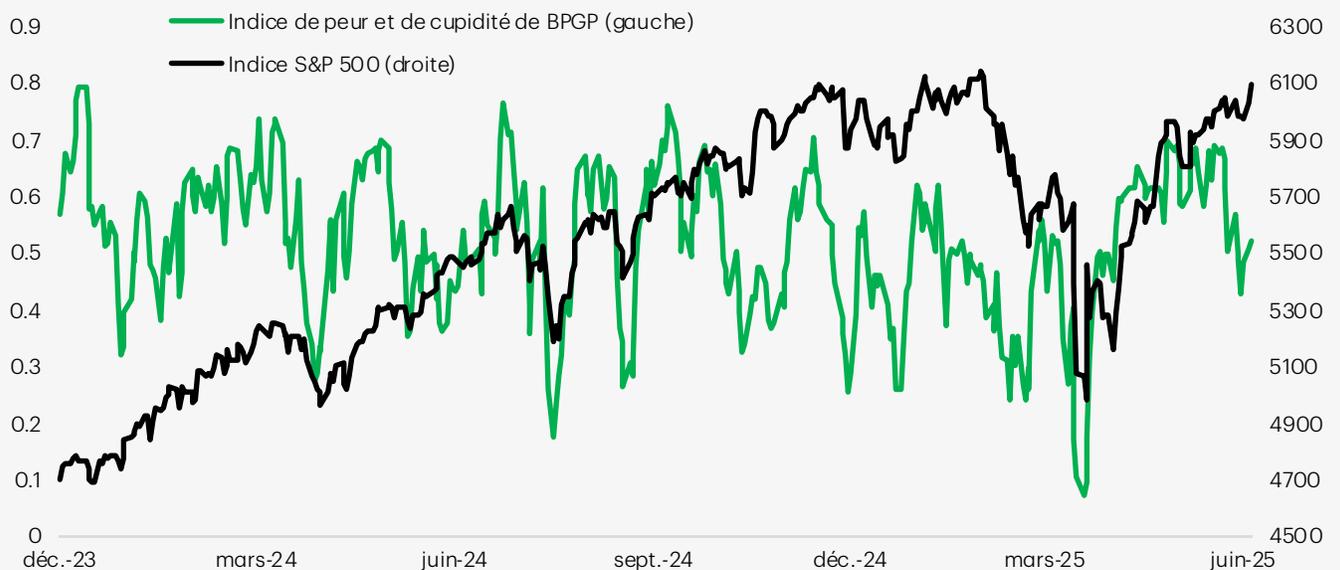
Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin 2025. Le rang centile est basé sur les données depuis janvier 1990 ou les premières données disponibles.

Pour mesurer la confiance à l'égard du risque, nous avons également créé un indice de peur et de cupidité à partir de 37 indicateurs du marché quotidiens, qui vont de mesures traditionnelles, comme les indices boursiers et obligataires, à l'ampleur et au momentum du marché boursier, à la confiance à l'égard du commerce de détail et au positionnement spéculatif. La figure 3 compare l'indice de peur et de cupidité à l'indice S&P 500.

La cote globale de l'économie américaine (37e centile) est restée en dessous du niveau normal, situé entre le 40e et le 60e centile, et est légèrement inférieure au niveau observé à la fin du premier trimestre (39e centile) et au début de l'année (44e centile). Au deuxième trimestre, les marchés boursiers américains et mondiaux ont perdu du terrain avant de fortement rebondir dans un contexte d'incertitude entourant la politique commerciale des États-Unis. Les taux obligataires sont relativement stables. Le ralentissement de la croissance du PIB a été le facteur qui a le plus pesé sur la cote globale; la cote de la croissance du PIB a chuté après la piètre lecture et la révision à la baisse subséquente des données sur le PIB pour le premier trimestre de 2025, ainsi que l'estimation de croissance plus faible pour le deuxième trimestre. Le marché de l'emploi est demeuré vigoureux, mais la création d'emplois a continué de ralentir. Les perspectives relatives à la politique monétaire n'ont pas changé au cours du trimestre, compte tenu du ralentissement économique et de la menace d'une hausse de l'inflation. Voici quelques faits saillants du deuxième trimestre :

1. La croissance du PIB a dégringolé, passant du 33e centile à la fin du premier trimestre au 21e centile, après la révision à la baisse de l'estimation de la croissance du PIB pour le premier trimestre de 2025 à un taux annualisé de -0,5 % d'un trimestre à l'autre, comparativement à -0,2 %. Si l'on exclut les éléments volatils comme ceux destinés au commerce ou l'accumulation de stocks, on constate que la croissance de la demande intérieure sous-jacente a fléchi, alors que la composante des dépenses de consommation n'a augmenté que de 0,5 %. L'estimation du PIB au deuxième trimestre a également chuté pour s'établir à environ 1,8 %, ce qui est inférieur à la moyenne historique de 2,0 % à 2,5 %.
2. Les données du marché de l'emploi sont demeurées solides, la cote globale pour la catégorie se situant au 51e centile. Les données objectives (mesures quantitatives comme le taux de chômage) sur le marché du travail ont glissé du 56e centile au 48e centile à la fin du deuxième trimestre, alors que la création d'emplois a ralenti et que les demandes de prestations d'assurance-chômage ont légèrement augmenté. La cote des données subjectives (comme les sondages et les indicateurs de confiance des consommateurs) s'est améliorée, passant du 23e centile à la fin du premier trimestre au 34e centile. La forte croissance des salaires (61e centile) a fait grimper la cote du marché de l'emploi.

Figure 3 : Évolution de la confiance du marché



3. La cote globale de l'inflation est restée relativement stable au cours du trimestre, au 45e centile. Les données sur l'inflation réelle des prix ont indiqué que les pressions inflationnistes ont encore diminué, ce qui a fait augmenter la cote, mais cet effet a été contrebalancé par la détérioration des perspectives d'inflation future, mesurée par divers sondages auprès des directeurs d'achats et des consommateurs.
4. La cote de sondages et d'indicateurs avancés a été décevante au deuxième trimestre, passant du 26e centile au 27e centile à la fin du deuxième trimestre, poursuivant la tendance observée depuis 2022. Les indicateurs à haute fréquence de l'activité dans les secteurs manufacturier et des services montrent que le premier s'est stabilisé, tandis que le second a encore ralenti. Les enquêtes régionales de la Fed sont demeurées faibles.
5. L'incertitude entourant la politique commerciale des États-Unis a perturbé la reprise du secteur cyclique au deuxième trimestre. La cote de cette catégorie a dégringolé du 42e centile au premier trimestre au 33e centile à la fin du deuxième trimestre. Elle était supérieure au 30e centile à la fin de 2024. Les commandes de biens durables ont fortement bondi à la fin du premier trimestre, les entreprises et les consommateurs ayant tenté de devancer la mise en œuvre des droits de douane américains. Cette tendance s'est normalisée au deuxième trimestre et a pesé sur la cote du secteur cyclique.
6. En ce qui concerne le secteur de la consommation, il y a eu convergence entre le pessimisme des consommateurs et les dépenses de consommation réelles. La confiance des consommateurs est restée inchangée, se plaçant au 20e centile tout au long du deuxième trimestre. Toutefois, la cote des dépenses réelles et des stocks est passée du 49e centile à la fin du premier trimestre au 40e centile, ce qui a corroboré la baisse des dépenses de consommation observée dans les récentes données sur le PIB des États-Unis.
7. L'indicateur du secteur de l'habitation, qui se situait au 36e centile à la fin du deuxième trimestre, est probablement près du creux cyclique, compte tenu de la longue période de cotes décevantes pour cette catégorie. Les taux hypothécaires élevés ont pesé sur les ventes, les mises en chantier et les prix des logements. L'abordabilité est restée faible et la confiance à l'égard du marché de l'habitation a reculé, ce qui s'est traduit par un rendement inférieur persistant du cours des actions des constructeurs d'habitations par rapport à l'indice de référence des actions américaines dans son ensemble.
8. Enfin, la cote du crédit est passée du 21e centile au premier trimestre au 18e centile à la fin du deuxième trimestre. Le crédit à la consommation s'est contracté sur une base annuelle pour la première fois depuis les 15 dernières années, en raison des normes de prêt relativement strictes et du recul des dépenses, tandis que les prêts commerciaux et industriels se sont repliés en territoire de contraction.

Le fait est que nous en sommes toujours aux dernières étapes du cycle économique aux États-Unis, où la croissance devrait encore ralentir et inciter la Réserve fédérale américaine à continuer d'abaisser le taux directeur. Ces perspectives macroéconomiques relativement pessimistes sont toutefois éclipsées par le projet de loi One Big Beautiful Bill Act (OBBBA), qui a été approuvé par le Sénat des États-Unis le 2 juillet. S'il est adopté par la Chambre des représentants et devient loi, il stimulera la croissance économique à moyen terme et prolongera le cycle économique. L'activité dans les secteurs cycliques et de l'habitation a probablement touché un creux, et ce sont ces secteurs qui devraient profiter le plus d'un assouplissement de la politique monétaire. Compte tenu de la faiblesse du marché de l'habitation et de la baisse des prix de location, les perspectives d'inflation des services devraient être orientées à la baisse, mais l'incertitude liée aux droits de douane américains pourrait inverser la récente tendance déflationniste des prix des biens. À l'heure actuelle, la confiance des marchés financiers est pratiquement neutre, et nous nous attendons à ce que les données sur le marché de l'emploi et les dépenses de consommation prennent de plus en plus d'importance, les investisseurs étant à l'affût de signes d'un ralentissement plus marqué des embauches et des dépenses des ménages.

# Éléments de la gestion de patrimoine

Les investisseurs sont souvent contraints de prendre des décisions sans processus officiel. Notre solution? Suivre une philosophie de placement – un ensemble de principes directeurs conçus pour fonctionner dans un monde en constante évolution, souvent avec des répercussions spectaculaires sur les marchés financiers. À Gestion de patrimoine TD, nous appelons cette philosophie « gestion prioritaire des risques » et elle jette les bases de notre processus décisionnel. Ce processus est ensuite divisé en ses composantes les plus fondamentales, comme dans un tableau d'éléments périodiques, illustré ci-dessous, avec des regroupements et des pondérations. Ces composantes forment l'ensemble de notre processus, de la gestion de patrimoine à la gestion des risques en passant par la surveillance. En tout, 72 « éléments » se divisent en 8 catégories.

Figure 1 : Éléments



# Orientation du CRAGP

Le Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD (CRAGP) est formé de divers professionnels des placements de la TD. Il a pour mandat d'étudier la conjoncture des marchés financiers et de fournir une orientation et des thèmes pour les actions, les titres à revenu fixe, les actifs réels et les sous-catégories pour les 6 à 18 prochains mois.

Tient compte de la conjoncture des marchés financiers et fournit une orientation, des thèmes et le positionnement actuel.

En utilisant des facteurs de risque pour gérer les expositions, nous construisons et gérons des portefeuilles qui combinent les meilleures catégories d'actif traditionnelles et alternatives.



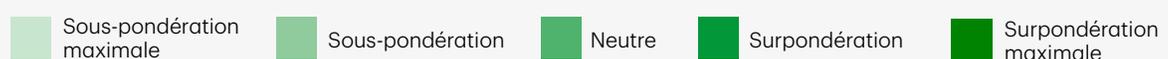
Membres du comité :

- David Sykes, CFA** ..... **Chef des placements, GPTD (Fauteuil TD)**
- Michael Craig, CFA ..... Directeur général et chef, Répartition des actifs et Produits dérivés, GPTD
- Anna Castro ..... Directrice générale, GPTD
- Justin Flowerday, CFA ..... Chef, Actions cotées, GPTD
- Jennifer Nowski, CFA ..... Vice-présidente et directrice, GPTD
- Michael Augustine CFA ..... Directeur général et chef, Titres à revenu fixe, GPTD
- Alex Gorewicz ..... Vice-présidente et directrice, GPTD
- Colin Lynch ..... Directeur général et chef, Placements immobiliers mondiaux, GPTD
- Bruce MacKinnon ..... Directeur général, responsable de la recherche et de l'origination de la dette privée, GPTD
- Kevin Hebner, Ph.D. .... Directeur général, Epoch Investment Partners, Inc.
- William Booth, CFA. .... Directeur général, Epoch Investment Partners, Inc.
- Brad Simpson, CIM, FCSI ..... Stratège en chef, Gestion de patrimoine TD
- Sid Vaidya, CFA, CAIA ..... Stratège en matière de placements de Gestion de patrimoine aux États-Unis
- Bryan Lee, CFA ..... Vice-président et directeur, GPTD
- Jafer Naqvi, CFA ..... Directeur général et chef, Gestion des portefeuilles clients, GPTD

# Orientation du CRAGP

## Répartition de base des catégories d'actif

	Positionnement	Raisonnement
Trésorerie et équivalents de trésorerie	<p><b>Légère sous-pondération</b></p>  <p>▲ Mois précédent</p>	<p>Nous sous-pondérons les liquidités, car dans un contexte de baisse des taux, d'autres catégories d'actif devraient procurer des rendements plus intéressants.</p>
Titres à revenu fixe	<p><b>Légère sous-pondération</b></p>  <p>▲ Mois précédent</p>	<p>Les perspectives de l'économie canadienne demeurent incertaines, car l'incertitude entourant la politique américaine continue de peser sur les attentes en matière de croissance et d'inflation. La Banque du Canada (BdC) dispose de la souplesse nécessaire pour réagir à un large éventail de résultats, y compris par une nouvelle réduction de taux. Nous nous attendons toujours à ce que les obligations procurent des avantages en matière de diversification, réduisent la volatilité globale du portefeuille et préservent le capital.</p>
Actions	<p><b>Légère surpondération</b></p>  <p>▲ Mois précédent</p>	<p>Les marchés boursiers mondiaux sont en hausse depuis le début de l'année, car certains progrès ont été réalisés en ce qui concerne les négociations tarifaires et les principales tendances en matière de bénéfices demeurent intactes. Nous continuons de surpondérer les actions; bien qu'il puisse y avoir des épisodes de volatilité, la politique gouvernementale est de plus en plus favorable aux entreprises, les banques centrales adoptent une approche expansionniste et la croissance des bénéfices demeure positive.</p>
Placements alternatifs	<p><b>Légère surpondération</b></p>  <p>▲ Mois précédent</p>	<p>Nous sommes d'avis que les placements en actifs alternatifs peuvent être avantageux pour les portefeuilles diversifiés, surtout lorsqu'ils sont mis en place sur le long terme. Les actifs alternatifs peuvent offrir une protection contre l'inflation et des rendements absolus intéressants, tout en agissant comme des stabilisateurs de portefeuille à long terme grâce à leurs avantages en matière de diversification et à leurs flux de revenus moins corrélés. Compte tenu de la nature des catégories d'actifs privés et de la phase actuelle d'ajustement de la valeur dans plusieurs marchés et catégories d'actif, nous pensons que le moment est bien choisi pour accroître la pondération des actifs alternatifs ou envisager de tels placements.</p>



## Titres à revenu fixe - Légère sous-pondération

	Positionnement	Raisonnement
Obligations d'État canadiennes	Neutre	La BdC peut continuer de patienter, mais a la possibilité d'abaisser rapidement son taux directeur pour soutenir l'économie. Cela entraînerait une accentuation de la courbe des taux, car les taux à court terme diminueraient sans doute plus rapidement que les taux à long terme.
Obligations de sociétés de qualité investissement	Légère surpondération	Les écarts de taux demeurent serrés, car les taux globaux stimulent une forte demande des investisseurs. Les paramètres fondamentaux des obligations de sociétés devraient résister à toute volatilité économique à court terme. Comme les primes de risque sont assez stables dans l'ensemble de la courbe des taux, nous continuons de privilégier les obligations de sociétés à court et à moyen terme par rapport aux obligations à long terme.
Titres de créance à rendement élevé	Neutre	Les obligations à rendement élevé se sont entièrement remises de la volatilité liée à la politique commerciale et les écarts de taux sont maintenant près des niveaux les plus serrés des cinq dernières années. Néanmoins, la qualité du crédit reste solide et devrait se combiner à un contexte d'emprunt faible pour maintenir un faible taux de défaillance des obligations de sociétés. L'incertitude entourant la politique commerciale et la croissance économique pourrait entraîner un élargissement des écarts de taux, mais nous nous attendons à ce que les taux globaux attrayants fassent contrepoids.
Obligations mondiales – pays développés	Neutre	Nous croyons que l'incertitude liée aux politiques américaines se manifestera différemment d'un pays à l'autre pour ce qui est des attentes de croissance et d'inflation. Par conséquent, les occasions offertes par les obligations des marchés développés varieront probablement considérablement.
Obligations mondiales – marchés émergents	Légère sous-pondération	Alors que les marchés émergents profitent d'une baisse généralisée du dollar américain, les évaluations des obligations des marchés émergents libellées en dollars américains sont élevées par rapport aux obligations de sociétés des marchés développés. Toutefois, il reste des occasions de générer des niveaux de revenu élevés dans certains marchés émergents en monnaie locale.

## Actions - Légère surpondération

	Positionnement	Raisonnement
<b>Actions canadiennes</b>	<b>Légère surpondération</b>	L'effet positif des réductions de taux de la BdC et la possibilité d'un changement dans la politique budgétaire et commerciale après le résultat des élections fédérales canadiennes pourraient compenser dans une certaine mesure l'incertitude entourant les négociations commerciales avec les États-Unis. Les rendements potentiels de l'indice composé S&P/TSX (TSX) sont soutenus par la solide situation financière des secteurs des services financiers et des ressources, par des évaluations raisonnables et par la croissance des bénéfices prévue pour 2025.
<b>Actions américaines</b>	<b>Légère surpondération</b>	Les marchés boursiers américains sont en hausse depuis le début de l'année, grâce aux progrès réalisés dans les négociations tarifaires et à l'affirmation des plans de dépenses en matière d'intelligence artificielle. Les actions américaines pourraient également profiter de la récente prolongation des réductions d'impôt et de la possibilité d'une déréglementation accrue. Bien que les évaluations aient augmenté, les actions continuent d'être soutenues par la croissance des bénéfices.
<b>Actions internationales</b>	<b>Légère sous-pondération</b>	Les actions internationales ont progressé depuis le début de l'année, les ratios ayant rebondi par rapport à de faibles niveaux. L'Allemagne a par ailleurs annoncé un important plan de relance budgétaire. Toutefois, sa mise en œuvre prendra du temps, et les risques tarifaires demeurent. Les actions japonaises semblent intéressantes sur le plan relatif, grâce à l'élan insufflé par la réforme des entreprises, mais elles pourraient être volatiles, car la Banque du Japon semble continuer à relever ses taux.
<b>Actions de marchés émergents</b>	<b>Légère sous-pondération</b>	Les banques centrales des marchés émergents, comme le Mexique, la Corée du Sud et la Chine, ont réduit leurs taux. Les marchés émergents pourraient être confrontés à des défis en raison de changements potentiels aux politiques commerciales et douanières des États-Unis. La Chine continue de faire face à des difficultés dans son secteur immobilier et, maintenant, à des droits de douane américains, mais a annoncé des mesures de relance qui pourraient lui permettre d'offrir une certaine stabilisation économique.

## Marchés privés - Légère surpondération

	Positionnement	Raisonnement
<b>Prêts hypothécaires commerciaux</b>	<b>Neutre</b>	Les prêts hypothécaires commerciaux continuent de procurer un surcroît de revenus tout en mettant les rendements des investisseurs à l'abri de l'intensification de la volatilité des taux d'intérêt.
<b>Dette privée (universelle)</b>	<b>Légère sous-pondération</b>	La qualité élevée du crédit et la diversification mondiale procurent un revenu qui assure une stabilité dans un contexte économique incertain. Le revenu additionnel et la plus-value potentielle du capital découlant de la modération des taux d'intérêt offrent un potentiel de hausse.
<b>Placements immobiliers canadiens</b>	<b>Neutre</b>	Nous estimons qu'une part importante des ajustements de valeur dans le secteur canadien de l'immobilier commercial a été effectuée. Les taux d'occupation continuent de s'améliorer, exception faite des immeubles de bureaux de catégorie B et C, en raison de la demande stable et de la pénurie de nouvelle offre. Les répercussions de la politique tarifaire volatile seront probablement réglées au deuxième semestre de 2025, mais elles toucheront les actifs industriels plus que les autres types de propriétés.
<b>Immobilier mondial</b>	<b>Neutre</b>	Les rendements commencent à s'améliorer à l'échelle mondiale. Les marchés des États-Unis et de l'Asie-Pacifique ont connu une stabilisation des taux de capitalisation, tandis que l'Europe continue de tirer son épingle du jeu. Les nouvelles opérations de mobilisation de capitaux et les annulations de rachats importants sont également de premiers indicateurs de l'amélioration de la confiance à l'égard d'une reprise continue.
<b>Infrastructure</b>	<b>Légère surpondération</b>	Les infrastructures continuent d'offrir des rendements stables et une volatilité plus faible en raison de leur nature essentielle à long terme. Le déficit persistant des dépenses en infrastructures à l'échelle mondiale demeure un important facteur d'investissement, ce qui renforce la nécessité d'accroître les investissements. De plus, l'accélération de tendances comme l'électrification des industries et l'expansion des infrastructures numériques font croître considérablement la demande d'actifs de production d'électricité, créant des occasions d'investissement intéressantes.
<b>Produits de base</b>  (or, énergie, métaux, agriculture, carbone)	<b>Neutre</b>	L'or continue de profiter de la demande des banques centrales et des investisseurs, qui cherchent un refuge en période d'incertitude. Malgré l'incertitude économique, les prix des métaux se sont maintenus depuis le début de l'année et les marchés sont actuellement équilibrés. Le pétrole s'est replié, car l'OPEP+ cherche à rétablir lentement l'offre, mais aussi à gérer les engagements des membres et pourrait s'ajuster à mesure que les conditions du marché le justifient.

## Sous-catégories d'actif

	Positionnement	Raisonnement
<b>Dollar américain et dollar canadien</b>	<b>Légère sous-pondération</b>	Le dollar américain a reculé depuis le début de l'année et, selon nos mesures d'évaluation à long terme, demeure surévalué. La politique actuelle des États-Unis a entraîné de l'incertitude dans les déficits commerciaux et budgétaires. Bien que cela ait accru l'attrait des devises des autres marchés développés pour la diversification, la faiblesse du dollar américain par rapport au dollar canadien pourrait ralentir à court terme en raison de la faiblesse des paramètres fondamentaux de croissance au Canada.

Figure 1: Orientation du CRAGP: Positionnement stratégique

	Catégorie d'actif	Sous-pondération		Pondération neutre		Surpondération
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie</b> Légère sous-pondération	Espèces		●			
<b>Titres à revenu fixe</b> Légère sous-pondération	Obligations d'État canadiennes			●		
	Crédit aux grandes entreprises de qualité investissement				●	
	Titres à rendement élevé			●		
	Obligations mondiales – pays développés			●		
	Obligations mondiales – marchés émergents		●			
<b>Actions</b> Légère Surpondération	Canadiennes				●	
	Américaines				●	
	Internationales		●			
	Marchés émergents		●			
<b>Placements alternatifs/ actifs réels</b> Légère Surpondération	Prêts hypothécaires commerciaux			●		
	Dettes privées (universelle)		●			
	Immobiliers canadiens			●		
	Immobilier mondial			●		
	Infrastructure					●
<b>Produits de base</b> Légère Surpondération	Produits de base			●		
<b>Sous-catégorie d'actif</b>	Dollar américain		●			

Source : Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine TD, en date du 24 juillet 2025.

# Orientation du Comité de la politique de placement de Gestion de patrimoine

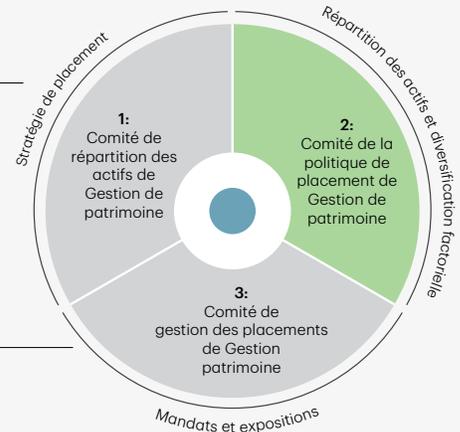
Le Comité de la politique de placement de Gestion de patrimoine (CPPGP) est formé de divers professionnels des placements de la TD. Son mandat consiste à interpréter les points de vue du CRAGP et à établir les pondérations générales des catégories d'actif pour chaque profil d'investisseur.

---

Interprète les points de vue du CRAGP et établit les pondérations générales des catégories d'actif par profil d'investisseur.

En utilisant des facteurs de risque pour gérer les expositions, nous construisons et gérons des portefeuilles qui combinent les meilleures catégories d'actif traditionnelles et alternatives.

---



Comité de la politique de placement de Gestion de patrimoine :

<b>Brad Simpson, CIM, FCSI</b> .....	<b>Stratège en chef, Gestion de patrimoine TD (Fauteuil)</b>
Michael Craig, CFA .....	Directeur général et chef, Répartition des actifs et Produits dérivés, GPTD
Anna Castro, CFA .....	Directrice générale, GPTD
Jafer Naqvi .....	Vice-présidente et directrice, GPTD
Christopher Lo, CFA .....	Gestionnaire de portefeuille principal, Chef, Placements gérés, Gestion de patrimoine TD
Fred Wang, CFA .....	Gestionnaire de portefeuille principal, Répartition des actifs, Gestion de patrimoine TD
Aurav Ghai, CFA .....	Analyste principal, Gestionnaire de portefeuille, Titres à revenu fixe, Gestion de patrimoine TD
Mansi Desai, CFA .....	Analyste principal, Gestionnaire de portefeuille, Actions, Gestion de patrimoine TD

Conformément aux directives du Comité de répartition des actifs de Gestion de patrimoine (CRAGP), le Comité de la politique de placement de Gestion de patrimoine n'a apporté aucun changement aux pondérations de la répartition de l'actif ce mois-ci. Le comité maintient une légère surpondération des actions et des placements alternatifs, une pondération neutre des produits de base et une légère sous-pondération des liquidités et des titres à revenu fixe.

Dans la composante des titres à revenu fixe, la pondération des obligations d'État canadiennes demeure inchangée, soit une légère sous-pondération. Les obligations de sociétés de qualité investissement affichent toujours une position neutre à légèrement surpondérée et la pondération des obligations à rendement élevé demeure neutre. Les obligations mondiales des pays en développement demeurent à une position neutre dans tous les profils, et les obligations mondiales des marchés émergents demeurent sous-pondérées dans tous les profils.

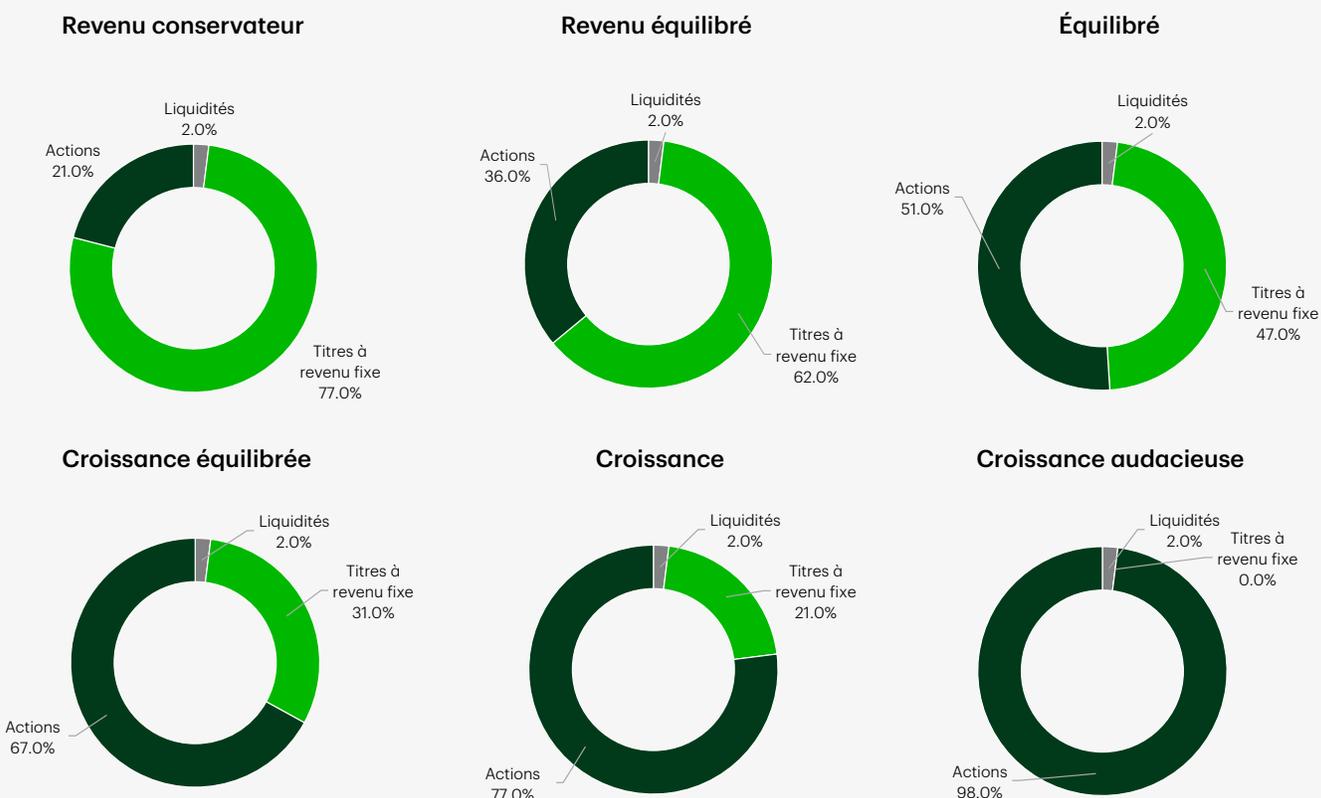
Du côté des actions, les placements en actions canadiennes et américaines demeurent inchangés et légèrement surpondérés, alors que les actions internationales et des marchés émergents affichent une légère sous-pondération.

Dans la catégorie des actifs alternatifs, les pondérations demeurent également inchangées. Le comité maintient la pondération neutre de l'immobilier et du crédit privé ainsi que la légère surpondération des prêts hypothécaires et des infrastructures de 1 pp dans l'ensemble des profils d'investisseur.

La pondération des produits de base demeure neutre dans l'ensemble des profils.

## Pondérations dynamiques des catégories d'actif selon le profil d'investisseur de CPPGP.

Version condensée:



## Pondérations stratégiques et dynamiques des catégories d'actif selon le profil d'investisseur de CPPGP.

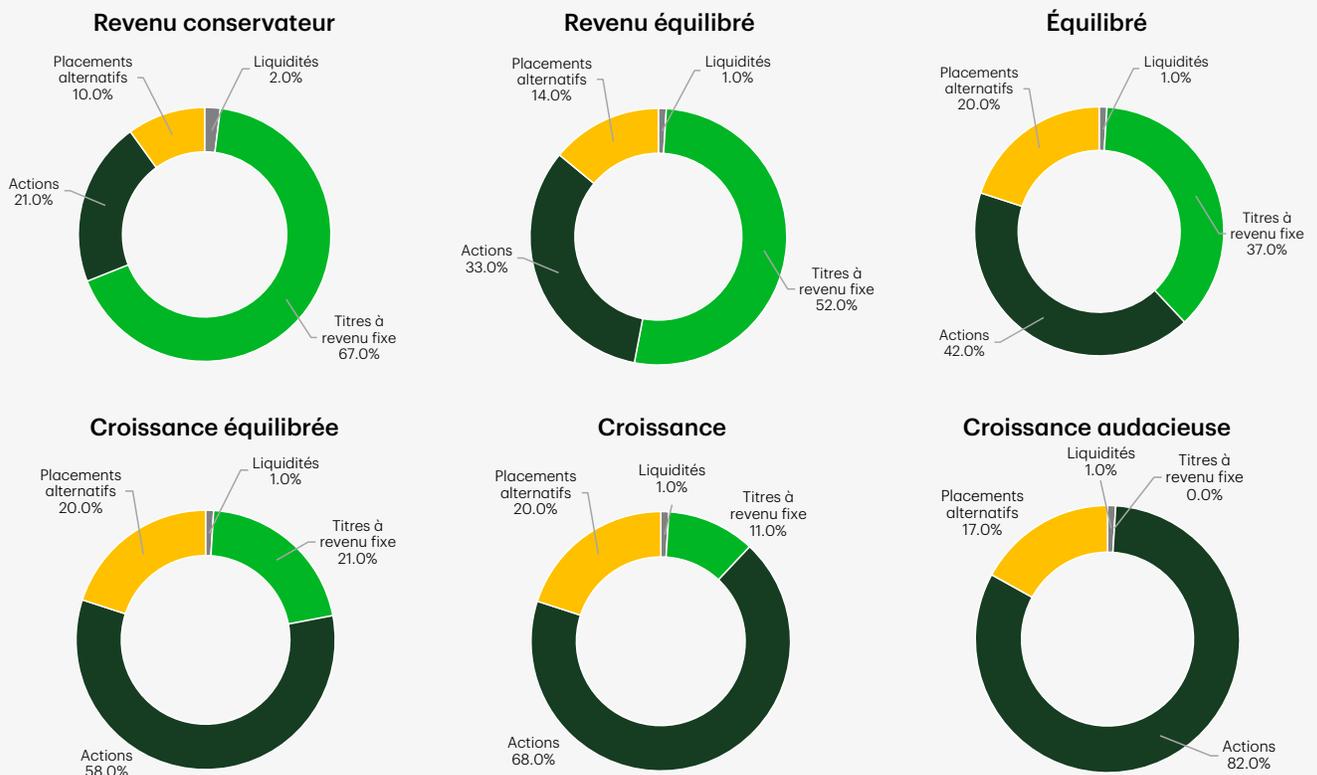
Version condensée:

Catégorie d'actif	Revenu conservateur		Revenu équilibré		Équilibré		Croissance équilibrée		Croissance		Croissance audacieuse	
	Strat.	Dyn.	Strat.	Dyn.	Strat.	Dyn.	Strat.	Dyn.	Strat.	Dyn.	Strat.	Dyn.
Liquidités	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Titres à revenu fixe	78,0%	77,0%	63,0%	62,0%	48,0%	47,0%	33,0%	31,0%	23,0%	21,0%	0,0%	0,0%
Obligations d'État	39,0%	37,0%	32,0%	30,0%	24,0%	22,0%	17,0%	15,0%	11,0%	10,0%	0,0%	0,0%
Obligations de sociétés	39,0%	40,0%	31,0%	32,0%	24,0%	25,0%	16,0%	16,0%	12,0%	11,0%	0,0%	0,0%
Actions	20,0%	21,0%	35,0%	36,0%	50,0%	51,0%	65,0%	67,0%	75,0%	77,0%	98,0%	98,0%
Canadiennes	6,0%	7,0%	11,0%	12,0%	15,0%	16,0%	20,0%	22,0%	23,0%	25,0%	29,0%	31,0%
Américaines	8,0%	10,0%	14,0%	16,0%	20,0%	22,0%	26,0%	29,0%	30,0%	33,0%	40,0%	42,0%
Internationales	4,0%	3,0%	7,0%	6,0%	10,0%	9,0%	13,0%	11,0%	15,0%	13,0%	19,0%	17,0%
Chine/Marchés émergents	2,0%	1,0%	3,0%	2,0%	5,0%	4,0%	6,0%	5,0%	7,0%	6,0%	10,0%	8,0%

Strat. : stratégique; Dyn. : dynamique. Source : Comité de la politique de placement de Gestion de patrimoine, en date du 24 juillet 2025.

## Pondérations dynamiques des catégories d'actif selon le profil d'investisseur de CPPGP.

Version expanse:



## Pondérations stratégiques et dynamiques des catégories d'actif selon le profil d'investisseur de CPPGP.

Version expanse:

Catégorie d'actif	Revenu conservateur		Revenu équilibré		Équilibré		Croissance équilibrée		Croissance		Croissance audacieuse	
	Strat,	Dyn,	Strat,	Dyn,	Strat,	Dyn,	Strat,	Dyn,	Strat,	Dyn,	Strat,	Dyn,
Liquidités	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	2,0%	1,0%	2,0%	1,0%	2,0%	1,0%	2,0%	1,0%
Titres à revenu fixe	69,0%	67,0%	54,0%	52,0%	39,0%	37,0%	24,0%	21,0%	14,0%	11,0%	0,0%	0,0%
Obl, du gouv, canadien	28,0%	28,0%	22,0%	22,0%	15,0%	15,0%	9,0%	8,0%	5,0%	4,0%	0,0%	0,0%
Obl, de soc, de qual, invest,	24,0%	25,0%	19,0%	20,0%	14,0%	15,0%	9,0%	9,0%	5,0%	5,0%	0,0%	0,0%
Obligations à rend, élevé	5,0%	3,0%	4,0%	2,0%	3,0%	1,0%	2,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Obl, mondiales – pays dév,	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	0,0%	0,0%
Obl, mondiales – pays ém,	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%	2,0%	1,0%	1,0%	0,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Actions	20,0%	21,0%	32,0%	33,0%	41,0%	42,0%	56,0%	58,0%	66,0%	68,0%	82,0%	82,0%
Canadiennes	6,0%	7,0%	10,0%	11,0%	11,0%	12,0%	16,0%	18,0%	19,0%	21,0%	22,0%	24,0%
Américaines	8,0%	10,0%	13,0%	15,0%	17,0%	19,0%	23,0%	26,0%	27,0%	30,0%	35,0%	37,0%
Internationales	4,0%	3,0%	6,0%	5,0%	8,0%	7,0%	11,0%	9,0%	13,0%	11,0%	15,0%	13,0%
Chine/Marchés émergents	2,0%	1,0%	3,0%	2,0%	5,0%	4,0%	6,0%	5,0%	7,0%	6,0%	10,0%	8,0%
Placements alternatifs	9,0%	10,0%	12,0%	14,0%	18,0%	20,0%	18,0%	20,0%	18,0%	20,0%	16,0%	17,0%
Prêts hypoth,	4,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	0,0%	0,0%
Dettes privées	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0%	0,0%
Immobilier	0,0%	0,0%	1,0%	1,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Infrastructure	0,0%	0,0%	2,0%	4,0%	5,0%	7,0%	5,0%	7,0%	5,0%	7,0%	9,0%	10,0%
Produits de base	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%
Titres à revenu fixe	71,0%	69,0%	56,0%	53,0%	41,0%	38,0%	26,0%	22,0%	16,0%	12,0%	2,0%	1,0%
Actions	20,0%	21,0%	32,0%	33,0%	41,0%	42,0%	56,0%	58,0%	66,0%	68,0%	82,0%	82,0%
Placements alternatifs	9,0%	10,0%	12,0%	14,0%	18,0%	20,0%	18,0%	20,0%	18,0%	20,0%	16,0%	17,0%
Produits de base	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	4,0%	4,0%

Strat. : stratégique; Dyn. : dynamique. Source : Comité de la politique de placement de Gestion de patrimoine, en date du 24 juillet 2025.

## Dépenses selon la TD : le mal est fait

L'incertitude tarifaire a pesé sur les consommateurs canadiens, la plupart des indicateurs signalant un ralentissement économique au cours des prochains trimestres.

By Maria Solovieva, CFA, économiste | Services économiques TD

### Faits saillants

- Les dernières données sur les dépenses de la TD donnent à penser que les consommateurs canadiens ont restreint leurs dépenses au deuxième trimestre de 2025. Nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation réelles restent essentiellement stables au cours du trimestre, et à ce qu'une tendance à la baisse s'installe au troisième trimestre.
- La série trimestrielle des dépenses fait état d'une contraction importante, en particulier dans le secteur des biens. Les dépenses dans le secteur des services ont également diminué au deuxième trimestre et affichent maintenant une baisse marginale.
- À l'échelle provinciale, la croissance sur 12 mois a été la plus forte en Saskatchewan, dans la région du Nord et au Québec. Toutes les autres provinces se situent sous la moyenne nationale.

Les dernières données sur les dépenses par cartes de débit et de crédit de la TD donnent à penser que les consommateurs canadiens ont marqué une pause au deuxième trimestre de 2025 en réaction à l'intensification des tensions commerciales. Sur 12 mois (en données non désaisonnalisées), la croissance des dépenses par carte a fortement ralenti, passant de 5,4 % au premier trimestre à 1,5 % au deuxième trimestre (graphique 1). Il s'agit d'une rupture nette par rapport aux premiers signes d'amélioration observés à la fin du quatrième trimestre, qui reflète la faiblesse croissante des conditions économiques sous-jacentes, en particulier le ralentissement du marché de l'emploi.

Compte tenu de cette décélération notable des données sur les dépenses de la TD et de ce qui semble être une contraction importante de l'estimation éclair sur le commerce de détail de Statistique Canada, nous nous attendons à ce que les dépenses de consommation réelles demeurent pratiquement inchangées au cours du trimestre, mais à ce que la tendance soit à la baisse au troisième trimestre. Même si nous prévoyons toujours une certaine reprise vers la fin de l'année, nous nous attendons maintenant à ce que les dépenses personnelles de consommation (DPC) réelles terminent 2025 avec un recul supplémentaire de 0,4 point de pourcentage par rapport à nos prévisions de mars. Il est peu probable que les consommateurs fassent des achats importants alors qu'ils craignent de perdre leur emploi. En termes simples : le mal est fait.

Si l'on examine les données de plus près, sur une base désaisonnalisée, la série trimestrielle des dépenses de la TD indique une contraction importante, principalement au niveau des dépenses en biens, qui devraient diminuer de 4,4 %. Cela s'explique en partie par la diminution des dépenses dans les stations-service, qui reflète une forte baisse des prix à la pompe. Les prix de l'essence se sont effondrés de 18,1 % en avril par rapport à l'an dernier, lorsque la taxe sur le carbone a été supprimée. Cependant, la portée du recul a été plus vaste. Les deux premiers mois du deuxième trimestre ont été marqués par une baisse des dépenses dans les supermarchés, les magasins d'alcool, les détaillants de vêtements et les magasins de marchandises diverses. Les dépenses liées à l'habitation connaissent également une baisse marquée après un premier trimestre timide.

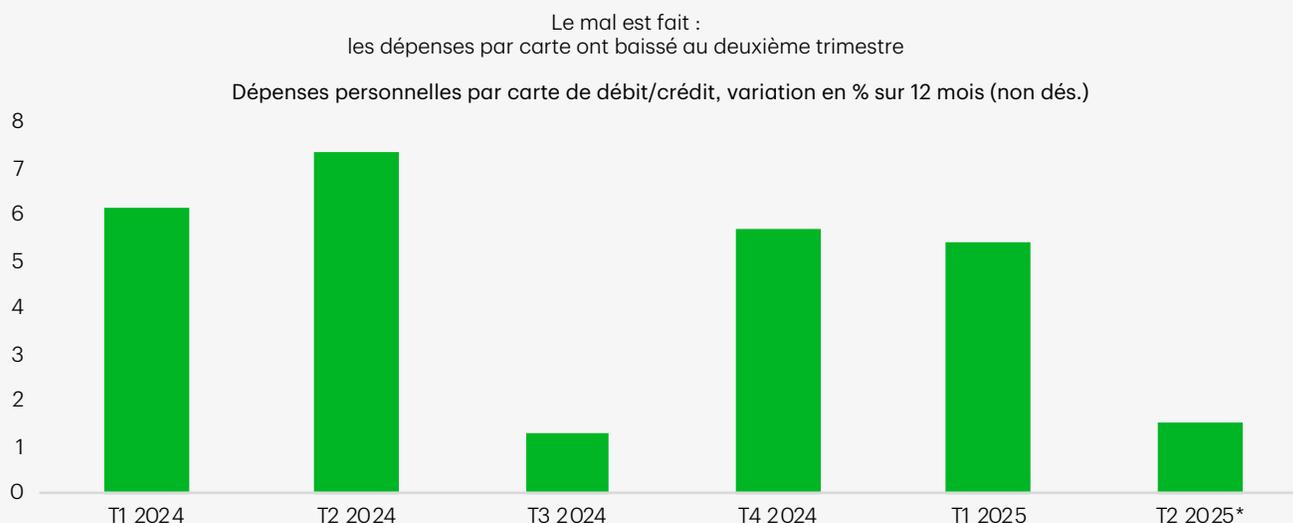
Les dépenses dans le secteur des services ont aussi perdu de la vitesse au deuxième trimestre et affichent maintenant une contraction marginale. Les dépenses de voyage sont en voie de connaître une deuxième baisse trimestrielle consécutive, conformément aux statistiques officielles. En effet, selon Statistique Canada, le nombre de voyageurs aériens revenant au Canada a diminué de 3,7 % sur 12 mois en mai. Les dépenses de voyage par carte TD ont diminué de 4,4 % au cours de la même période. Cela reflète probablement un certain abandon des déplacements vers les États-Unis, qui représentent une part non négligeable du total

des voyages, au profit de destinations canadiennes moins coûteuses. Par ailleurs, les dépenses en matière de divertissement et de loisirs n'ont que légèrement augmenté au deuxième trimestre – ce qui n'a pas suffi pour compenser la faiblesse observée ailleurs – tandis que d'autres composantes des services n'ont pas apporté de contribution importante, de sorte que les dépenses globales dans ce secteur ne devraient pas offrir un soutien important dans le contexte actuel.

À l'échelle provinciale, la croissance sur 12 mois a été la plus forte en Saskatchewan, dans la région du Nord (qui englobe les Territoires du Nord-Ouest, le Nunavut et le Yukon) et, dans une moindre mesure, au Québec. Ces régions surpassent actuellement toutes la moyenne nationale. Toutes les autres provinces

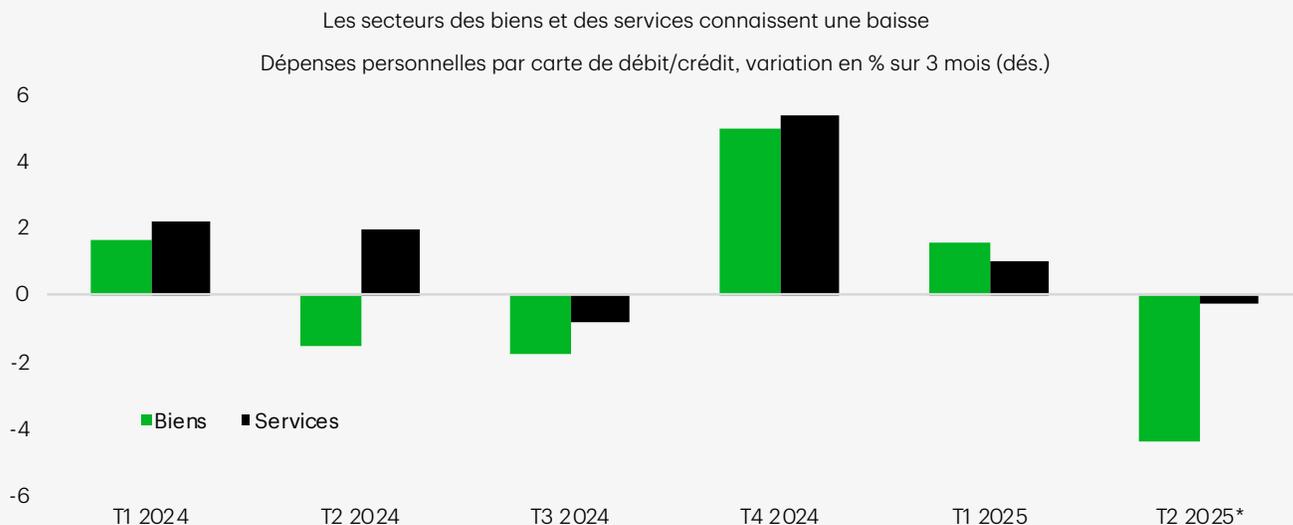
affichent un taux de croissance inférieur au taux de croissance national de 1,5 %, la Colombie-Britannique étant actuellement la seule région à connaître une contraction au deuxième trimestre. Toutefois, même parmi les régions les plus performantes, on observe un net recul par rapport au trimestre précédent. Les provinces les plus exposées au commerce international, comme l'Ontario, le Québec, la Colombie-Britannique et le Manitoba, devraient continuer d'absorber la majeure partie des chocs cette année. En revanche, les provinces de l'Atlantique devraient demeurer plus stables et la Saskatchewan devrait se démarquer par sa solidité relative dans un contexte de difficultés croissantes à l'échelle nationale.

Figure 1: Le mal est fait : les dépenses par carte ont baissé au deuxième trimestre



\* Estimation préliminaire du deuxième trimestre en fonction de la moyenne d'avril à mai. Source : Services économiques TD.

Figure 2: Les secteurs des biens et des services connaissent une baisse



\* Estimation préliminaire du deuxième trimestre en fonction de la moyenne d'avril à mai. Source : Services économiques TD.

### **Analyse des catégories d'actif**

Christopher Lo, CFA.....	Chef des actifs gérés, Gestion de patrimoine TD
Mansi Desai, CFA .....	Analyste principale, Actions, Placements gérés, Gestion de patrimoine TD
Fred Wang, CFA, FSA, FRM.....	Gestionnaire de portefeuille principal, Répartition des actifs, Gestion de patrimoine TD
Christopher Blake, MBA, CFA, .....	Gestionnaire de portefeuille principal, Actions, Gestion de patrimoine TD
Chadi Richa, MBA, CFA .....	Analyste principale, Actions, Gestion de patrimoine TD
David Beasley, CFA, CMT....	Gestionnaire principal de portefeuille, Analyse quantitative, Actions, Gestion de patrimoine TD
Kevin Yulianto, CFA.....	Gestionnaire de portefeuille, Actions, Gestion de patrimoine TD
Andrej Krneta, , MBA, CFA .....	Analyste principale, Actions, Gestion de patrimoine TD
Neelarjo Rakshit, ,CFA, CAIA.....	Analyste principale, Actions, Gestion de patrimoine TD
Shezhan Shariff, , MBA, CFA .....	Analyste principal, Placements alternatifs, Gestion de patrimoine TD
Daniel Carabjal, MBA.....	Analyste principal, Titres à revenu fixe, Gestion de patrimoine TD
Nana Yang, CFA .....	Analyste principale, Actions, Gestion de patrimoine TD

## L'ascenseur monte et descend

Avril a connu des débuts difficiles en raison de la grande volatilité liée aux annonces en dents de scie sur les tarifs douaniers, mais les choses ont commencé à s'améliorer après que quelques événements favorables aux entreprises se sont produits.

Fred Wang, gestionnaire de portefeuille principal, Répartition des actifs | Gestion de patrimoine TD

En repensant à l'évolution des marchés au deuxième trimestre, je constate que l'accent a sans aucun doute été mis quotidiennement sur une avalanche de gros titres consacrés aux tarifs douaniers, aux réformes de la politique budgétaire, aux élections et aux guerres. De l'annonce initiale de l'imposition de tarifs douaniers lors du « jour de libération » le 2 avril à leur mise en œuvre de courte durée le 5 avril jusqu'au report de 90 jours annoncé le 9 avril, la politique tarifaire des États-Unis a fait un virage à 180 degrés en une semaine. Au cours des trois derniers mois, on a vécu un tourbillon perpétuel de rajustements, d'ajouts, d'exemptions et de reports prolongés. Cette politique tarifaire en constante évolution a créé non seulement une énorme incertitude au niveau des politiques, mais aussi un contexte où il est quasi impossible de mener des activités qui impliquent la circulation de marchandises. Heureusement, la politique budgétaire a commencé à devenir procyclique à l'échelle mondiale, ce qui, dans bien des cas, témoigne d'une adaptation à un monde de plus en plus démondialisé. Aux États-Unis, le One Big Beautiful Bill Act, qui prévoit des allègements fiscaux pour les sociétés et les particuliers, a été promulgué par le président Trump le 4 juillet. Toujours au deuxième trimestre, Mark Carney a été élu premier

ministre du Canada après avoir mis de l'avant son programme visant à élargir les liens commerciaux du Canada, à stimuler la productivité et à s'attaquer à la crise du logement, le tout en augmentant les dépenses. Cela fait suite à l'importante réforme budgétaire de l'Allemagne annoncée en mars, dans le cadre de laquelle le pays a augmenté son déficit pour financer des dépenses de défense et d'infrastructures. Il est difficile de maîtriser un déficit public dans un contexte économique et géopolitique en évolution. Bien que les répercussions sur la croissance soient majoritairement positives, la hausse de ces déficits a accru les préoccupations mondiales à l'égard de la viabilité de la dette.

Les marchés boursiers mondiaux ont bien réagi à ces changements au cours du trimestre. Bien que l'annonce initiale des tarifs douaniers ait pris tout le monde par surprise, les événements subséquents ont encouragé les investisseurs à en ignorer majoritairement les effets négatifs et à prendre en compte toutes les nouvelles positives concernant la fiscalité et la déréglementation. La figure 1 montre que la baisse de près de 19 %, qui a commencé à la mi-février et qui s'est poursuivie jusqu'au début d'avril, a été de très courte durée. La reprise a également été la plus rapide

Figure 1 : Replis les plus importants de l'indice S&P 500 depuis 1982

	Date			Baisse		Reprise	
	Sommet	Creux	Reprise	Du sommet au creux (%)	Nbre de jours	Du creux à la reprise (%)	Nbre de jours
1	1987-08-25	1987-12-04	1989-07-26	-33.5 %	101	51.0 %	600
2	1990-07-16	1990-10-11	1991-02-13	-19.9 %	87	24.9 %	125
3	1998-07-17	1998-08-31	1998-11-23	-19.3 %	45	24.1 %	84
4	2000-03-24	2002-10-09	2007-05-30	-49.1 %	929	97.0 %	1694
5	2007-10-09	2009-03-09	2013-03-28	-56.8 %	517	131.9 %	1480
6	2018-09-20	2018-12-24	2019-04-23	-19.8 %	95	24.8 %	120
7	2020-02-19	2020-03-23	2020-08-18	-33.9 %	33	51.5 %	148
8	2022-01-03	2022-10-12	2024-01-19	-25.4 %	282	35.3 %	464
9	2025-02-19	2025-04-08	2025-06-27	-18.9 %	48	23.9 %	80

Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

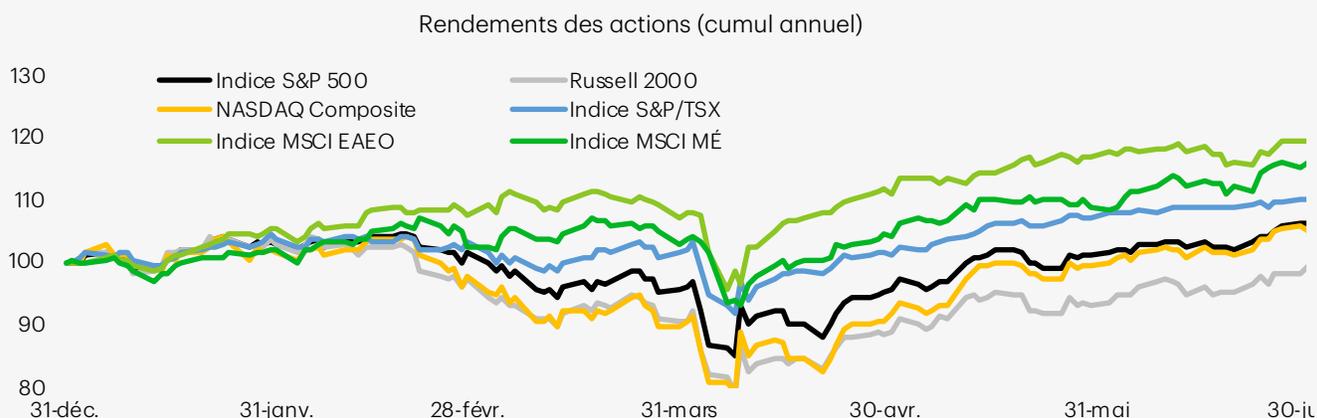
jamais enregistrée : il n'a fallu que 80 jours à l'indice S&P 500 pour récupérer toutes les pertes. Dans le contexte actuel, le risque économique, qui connaît une évolution lente, s'est nettement atténué, laissant place au risque lié aux politiques et au risque géopolitique, qui évoluent rapidement et qui sont désormais les principaux facteurs de volatilité des marchés. Le risque géopolitique est beaucoup plus difficile à prévoir et pourrait s'inverser rapidement. C'est pourquoi nous entendons les participants au marché dire qu'il faut se tenir au courant des développements et investir dans des stratégies qui pourraient tactiquement tirer parti des perturbations, tout en se concentrant sur les changements structurels pour repérer les occasions à long terme.

### Le marché américain évolue à contre-courant

Malgré le rebond des marchés boursiers mondiaux dans leur ensemble au deuxième trimestre, le spectre de la hausse des tarifs douaniers et les négociations qui ont suivi ont laissé leur marque et ont d'importantes répercussions sur l'économie et les marchés mondiaux.

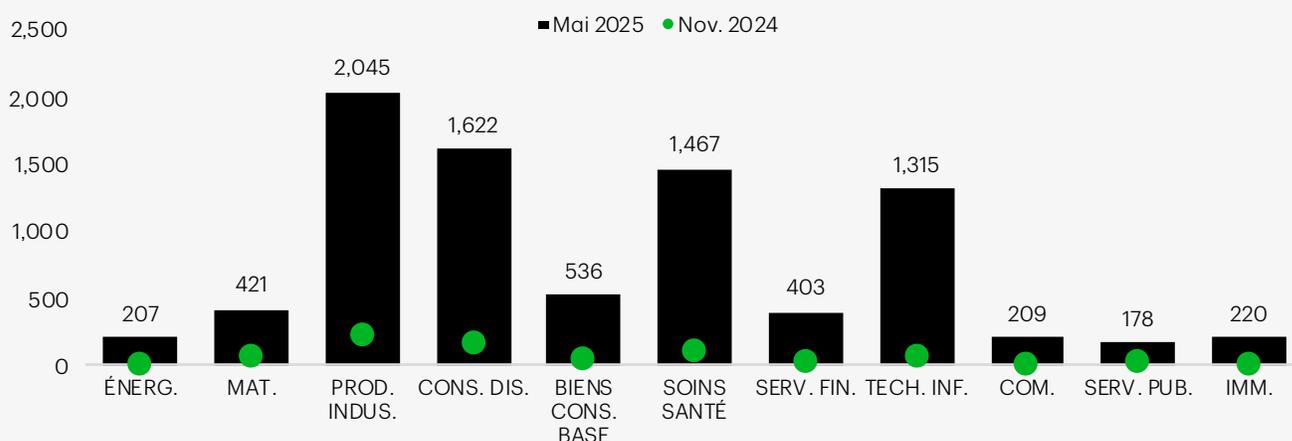
Premièrement, les marchés boursiers américains, selon l'indice S&P 500, ont tiré de l'arrière par rapport à ceux des autres régions sur la base du rendement total (figure 2), surtout lorsque mesurés en dollars américains. Une hausse soudaine des tarifs douaniers se traduirait par une hausse des coûts des intrants pour de nombreuses entreprises manufacturières et de consommation aux États-Unis. Un examen du nombre de fois où les mots « tarifs douaniers » ont été prononcés au cours de la période de publication des résultats des sociétés américaines confirme cette hypothèse. La figure 3 compare les mentions des mots « tarifs douaniers » lors des conférences téléphoniques sur les résultats en novembre 2024 à celles de mai 2025, moments où la majorité des sociétés ouvertes aux États-Unis ont publié leurs résultats. Les dirigeants d'entreprises des secteurs de la consommation et des produits industriels ont mentionné les tarifs douaniers beaucoup plus souvent que leurs homologues des secteurs des services publics, de l'énergie et des services de communication. Deuxièmement, face à ce changement sans précédent de la politique

Figure 2 : Rebond des actions mondiales au T2



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

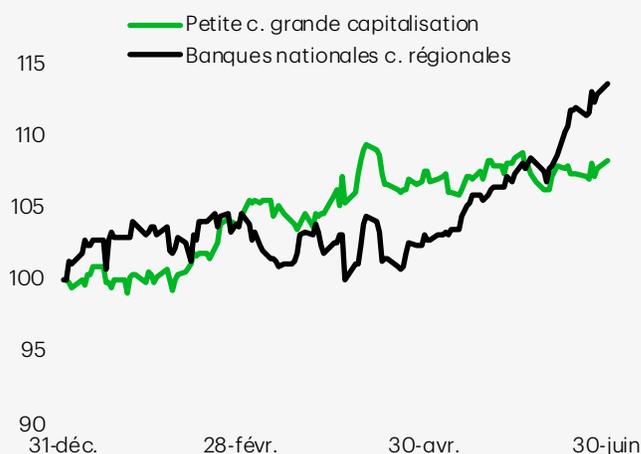
Figure 3 : Mentions des « tarifs douaniers » lors des conférences téléphoniques sur les résultats des sociétés de l'indice Russell 3000



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

commerciale, les sociétés qui ont plus de ressources financières auront tendance à mieux s'en tirer. Par conséquent, les sociétés à grande capitalisation ont affiché un meilleur rendement que les plus petites entreprises. En outre, de nombreuses sociétés technologiques axées sur les services devraient profiter de la politique tarifaire du président Trump, car ce dernier a déclaré que les pays qui imposeraient des taxes sur les services numériques aux sociétés technologiques américaines seraient soumis à des tarifs douaniers encore plus élevés. Les sociétés technologiques américaines à mégacapitalisation résistent donc mieux aux tarifs douaniers et continuent de surpasser l'indice. Troisièmement, les petites sociétés privées ont tendance à exercer leurs activités à l'échelle régionale et, par conséquent, à faire affaire avec des banques régionales, ce qui signifie que les grands centres monétaires et les banques régionales surpassent les plus petits acteurs régionaux (figure 4).

Figure 4 : Rendement relatif des indices boursiers



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

À mesure que les marchés boursiers se sont redressés au deuxième trimestre, l'appétit pour le risque et la confiance ont augmenté. Par exemple, Circle Internet Group, qui exploite un système de paiement par chaîne de blocs et gère la cryptomonnaie stable USD Coin (USDC), est devenue une société publique en juin. Les investisseurs se sont rués sur l'action et ont fait grimper son cours de près de 700 % en quelques semaines. Au même moment, le bitcoin a atteint un nouveau sommet en mai. Le marché très spéculatif et autrefois gelé des sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS) a levé plus de 8 milliards de dollars américains au cours du trimestre. La figure 5 montre que, même si l'indice S&P 500 a atteint un nouveau sommet le 27 juin, il a tout de même inscrit un rendement inférieur à celui de l'indice Renaissance IPO Index (qui suit les actions nouvellement émises), de l'indice IPOX SPAC Index (qui suit le rendement après-vente des SAVS) et du FNB ARK Innovation, un FNB à gestion active reconnu pour investir dans des sociétés à forte croissance. Les trois sont considérés comme risqués et spéculatifs par de nombreux participants au marché. L'appétit accru des investisseurs pour le risque devrait ramener une dose d'opportunité sur le marché, en particulier pour les technologies émergentes. Cela pourrait soutenir les activités de fusions et acquisitions d'entreprises et raviver le marché des PAPE. Toutefois, compte tenu de l'incertitude entourant les tarifs douaniers et de leurs répercussions économiques, le marché pourrait s'emballer prématurément.

Les tarifs douaniers, les déficits et même la politique d'immigration affectent également les marchés des titres à revenu fixe. Le 16 mai, Moody's a abaissé la note d'émetteur à long terme du gouvernement des États-Unis, la faisant passer de Aaa, la note la plus élevée, à Aa1. Bien que cette décision soit survenue des années après que les deux autres grandes agences de

Figure 5 : Indice S&P 500 c. indices Renaissance IPO Index, SPAC Index et ARK



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

notation eurent abaissé la note du gouvernement des États-Unis en 2011 et en 2023, elle souligne l'inquiétude grandissante et de longue date à l'égard de la viabilité de la dette publique américaine, et le gouvernement américain n'a toujours pas de plan pour réduire son endettement. De plus, les plus grands investisseurs en titres du Trésor américain sont également les plus importants partenaires commerciaux des États-Unis et mènent actuellement des négociations commerciales difficiles. Si ces relations commerciales changent, il y a un risque que ces pays décident de se départir de leurs titres du Trésor américain. De plus, la hausse des tarifs douaniers et la politique budgétaire favorable à la croissance prévue dans le One Big Beautiful Bill Act pourraient raviver l'inflation. Toute cette dynamique a exercé des pressions haussières sur les taux des titres du Trésor à long terme et les attentes d'inflation. La figure 6 montre que le taux des obligations du Trésor américain à 30 ans a atteint 5 % en mai et qu'il a légèrement diminué depuis, en partie parce

Figure 6 : Taux des obligations du Trésor américain à 30 ans



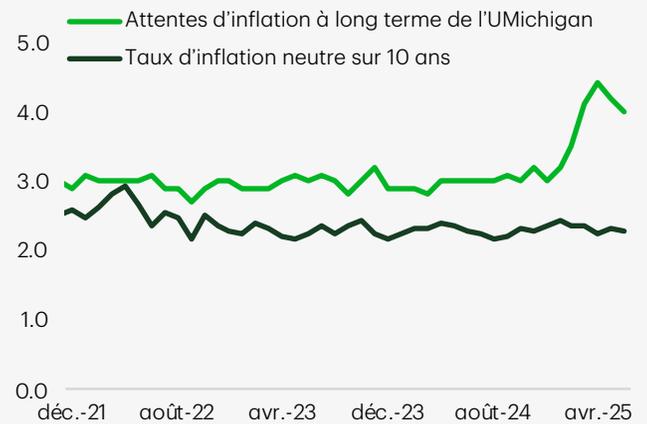
Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

que la question latente de la viabilité de la dette n'est pertinente que pour les titres à très long terme. La figure 7 montre que le marché a laissé entendre que l'inflation neutre sur 10 ans (déterminée par le marché des titres du Trésor) est toujours bien ancrée autour de 2 %, mais que l'attente d'inflation médiane à long terme est de 4 % en juin, selon un sondage sur la confiance des consommateurs mené par l'Université du Michigan. La répartition par revenu montre que les Américains à faible revenu sont touchés de façon disproportionnée par la hausse de l'inflation.

### Des changements vont s'opérer au Canada

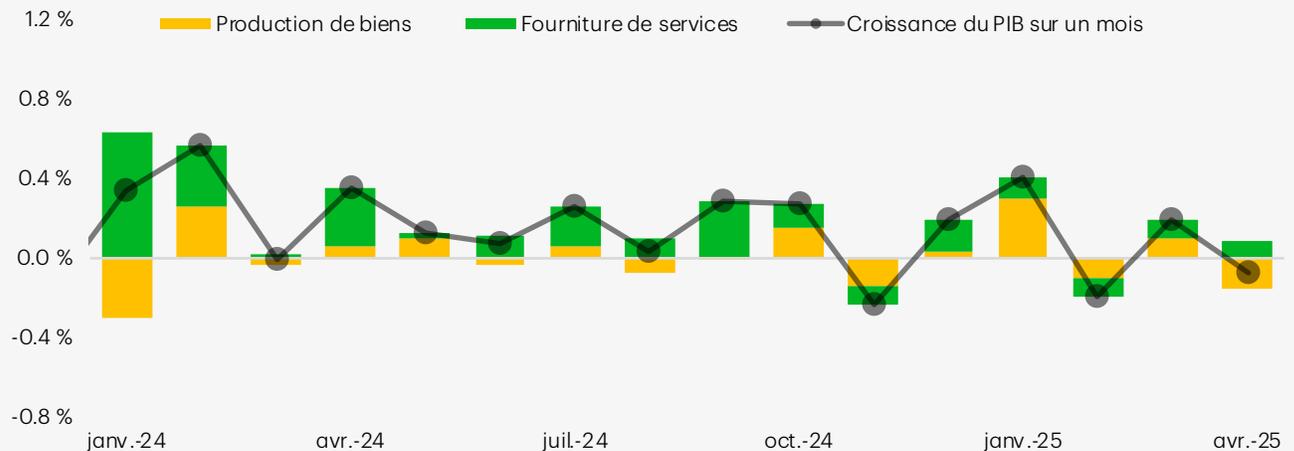
Même si l'élection de Mark Carney a donné un coup de pouce encourageant à l'économie canadienne, le contexte externe n'est pas favorable. Les négociations tarifaires en cours ont pesé sur la croissance. Selon l'estimation mensuelle du PIB, l'économie canadienne a reculé d'environ 0,1 % en avril, en raison du repli de 0,6 % des secteurs de production de biens (figure 8).

Figure 7 : Attentes d'inflation – implicites selon le marché c. sondage



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

Figure 8 : Croissance du PIB du Canada sur un mois



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

Le secteur manufacturier, qui a été le plus durement touché, a reculé de 1,9 % par rapport à mars; les exportations d'automobiles ont diminué, ce qui a nui aux activités manufacturières dans les sous-secteurs connexes. Outre les biens durables, les sous-secteurs des aliments et de l'énergie ont également reculé. Bien que le secteur des services ait enregistré une croissance modeste de 0,1 %, cette croissance n'a pas été suffisante pour compenser le repli plus marqué des secteurs de production de biens.

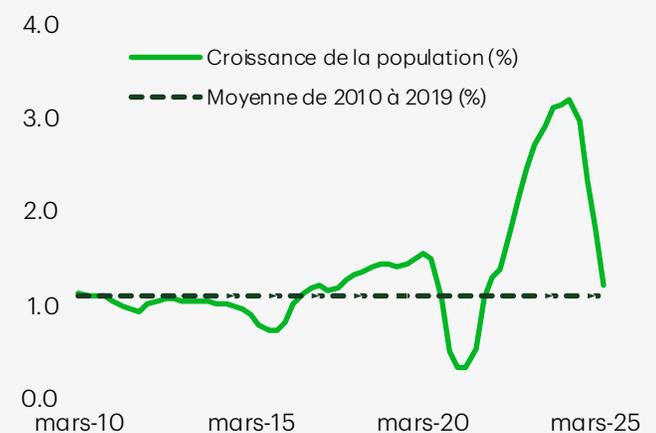
En ce qui concerne l'inflation, plusieurs facteurs doivent être pris en compte. Premièrement, l'inflation de l'IPC global (indice des prix à la consommation) est maîtrisée et est actuellement inférieure à la cible de 2 % fixée par la banque centrale. Toutefois, la Banque du Canada (BdC) examine trois mesures d'inflation privilégiées afin de minimiser les biais. La figure 9 montre que la moyenne des trois mesures d'inflation de base, qui s'établissait à 2,9 % en juin, se déplace dans la mauvaise direction depuis le début de l'année. Cette situation complique la trajectoire du taux directeur, car le risque de stagflation augmente.

Une autre complexité qui assombrit les perspectives de croissance économique du Canada est la forte croissance démographique, qui cause quelques problèmes. Alors que la population a crû de plus de 3 % au sommet, grâce à l'immigration permanente et temporaire, l'économie a profité de l'afflux de consommateurs et de l'offre de main-d'œuvre. Cela a eu un effet positif sur la croissance du PIB et a permis de maintenir la compétitivité des coûts de la main-d'œuvre, en particulier dans les secteurs à faible spécialisation. Toutefois, cela a posé un problème pour la productivité mesurée par unité de main-d'œuvre. Un taux d'immigration élevé peut également masquer

une croissance lente. Même lorsque la croissance du PIB par habitant est négative, une croissance démographique élevée peut la compenser et le PIB peut tout de même afficher une croissance globale positive. Enfin, la croissance démographique a souvent entraîné une hausse rapide des prix de l'immobilier.

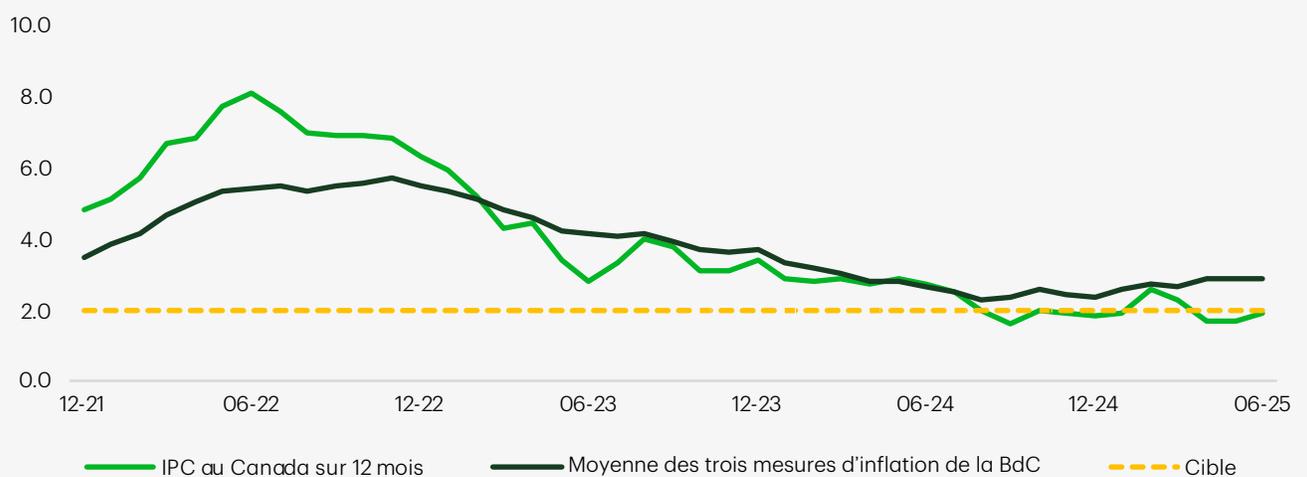
La figure 10 montre que le taux de croissance de la population canadienne a connu quelques cycles. Avant la pandémie de COVID-19 (de 2010 à 2019), elle fluctuait dans une fourchette relativement étroite, avec un taux de croissance moyen de 1,1 % au cours de la période. Pendant et après la pandémie de COVID-19, la politique d'immigration canadienne a suivi un cycle plus volatil. Par conséquent, la croissance de la population a dépassé celle des économies du G7 pour s'établir à 3,2 % au deuxième trimestre de 2024, soit près de 3 fois la moyenne historique. Le gouvernement

Figure 10 : Croissance trimestrielle de la population (sur 12 mois, en %)



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

Figure 9 : Mesure de l'inflation au Canada sur 12 mois par rapport à la cible de la BdC



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

libéral, conscient des répercussions sur le chômage des jeunes et les prix des propriétés, a réduit les quotas d'immigration au début du cycle électoral. Un an plus tard, la croissance de la population s'établit maintenant à 1,2 %, soit près de la moyenne historique. À l'avenir, et en l'absence d'une croissance démographique aussi élevée, la croissance économique globale du Canada sera davantage alignée sur la croissance sous-jacente du PIB par habitant. C'est pourquoi le nouveau gouvernement a mis en œuvre de nombreuses initiatives axées sur la promotion de la recherche et de l'innovation, en espérant qu'elles stimuleront la croissance de la productivité à long terme.

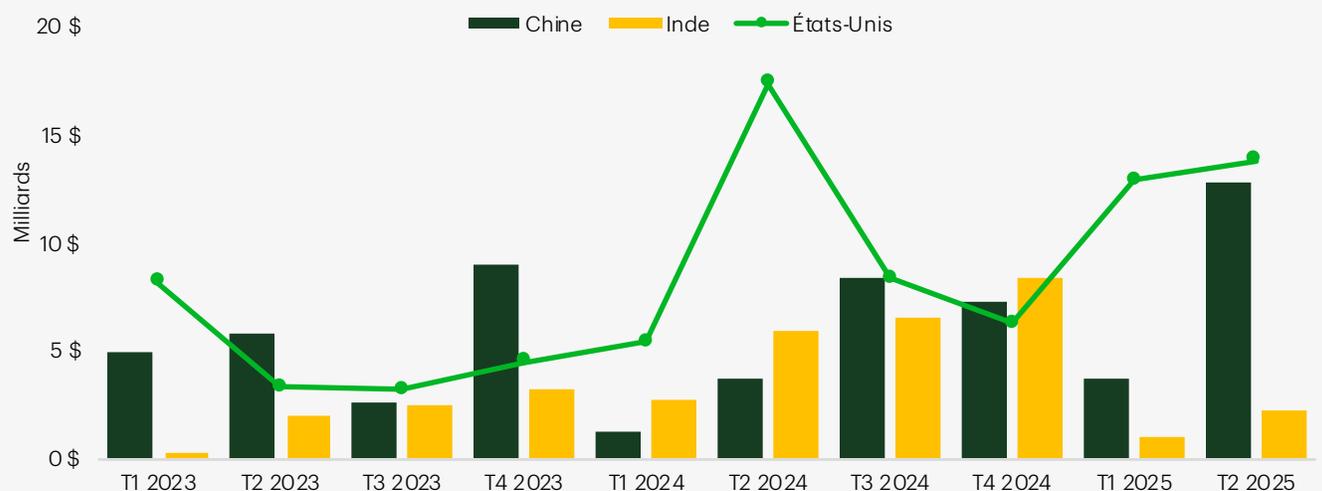
### Marchés des capitaux revigorés en Chine

De nombreux investisseurs sont préoccupés par la Chine, dont l'économie est toujours en difficulté et qui est menacée par une hausse très marquée des tarifs douaniers américains. Toutefois, l'incertitude géopolitique, la démondialisation et l'innovation technologique pourraient offrir de nouvelles occasions de placement. Les investisseurs des marchés publics et privés ont été stupéfaits par DeepSeek, la plus récente innovation en matière d'intelligence artificielle (IA) de la Chine. Ce grand modèle de langage à bas coût offre à la Chine une option viable pour continuer à être concurrentielle dans le domaine de l'IA générative, malgré les restrictions à l'exportation visant les semi-conducteurs de pointe. Au pays, les sociétés technologiques autrefois axées sur le commerce électronique et les médias sociaux ont commencé à se tourner vers l'IA non seulement pour améliorer leur croissance, mais aussi pour trouver des moyens de mieux tirer parti de l'énorme base de données et d'utilisateurs. Cette approche est également plus

alignée sur l'un des objectifs stratégiques de la Chine, qui est de réduire les risques liés à la réglementation des grandes entreprises.

Au deuxième trimestre, le marché américain des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) s'est redressé et celui de la Chine a enregistré son plus grand volume depuis 2023, marquant une reprise. Le 9 juillet, cinq sociétés ont fait leur entrée en bourse à Hong Kong, marquant la journée la plus chargée à la bourse. Après des années d'absence d'activités liées à des PAPE dans un contexte de ralentissement économique et de détérioration de l'intérêt des investisseurs, les fonds de capital-investissement et de capital-risque de la région sont aux prises avec une surabondance de sociétés dans leur portefeuille qui offrent des évaluations attrayantes. L'un des plus importants investisseurs sur le marché privé secondaire (où on procède à la vente et à l'achat de placements privés existants) que nous avons consultés au cours du trimestre a confirmé qu'il voyait des occasions intéressantes sur ce marché, en raison de facteurs complètement idiosyncrasiques par rapport aux États-Unis. Du côté des marchés publics, la pondération des investisseurs étrangers a été faible en raison des risques géopolitiques et de la contre-performance des actions chinoises. Cette réouverture du marché des PAPE offre une occasion aux participants aux marchés privés et publics. La figure 11 montre que le volume des PAPE en Chine au deuxième trimestre a atteint 12,7 milliards de dollars américains, soit seulement un milliard de dollars américains de moins que leur volume aux États-Unis. En revanche, l'Inde, qui affichait le marché des PAPE le plus actif en 2024, a vu son volume diminuer depuis le début de l'année.

Figure 11 : Volume trimestriel des PAPE aux États-Unis, en Chine et en Inde



Source : Macrobond et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

## Diversification plus stable, revenu attrayant

L'inconstance des politiques tarifaires américaines a généré une certaine volatilité des taux d'intérêt. Pour éviter les risques et récolter les bénéfices, les placements en obligations devraient être gérés activement.

Analyste principal, Titres à revenu fixe, Gestion de patrimoine TD

En ce début de deuxième semestre de 2025, nous avons plus de questions que de réponses. Le récent cessez-le-feu dans le conflit entre Israël et l'Iran a un peu atténué les tensions géopolitiques, mais les perspectives mondiales restent pleines d'incertitude. Aux États-Unis, les négociations tarifaires se poursuivent alors que le président Trump pousse son programme commercial, mais certains détails clés sont toujours non résolus. De plus, les répercussions de la nouvelle loi fiscale (projet de loi One Big Beautiful Bill Act) sur la dette américaine ne sont toujours pas claires, ce qui complique le contexte économique. Dans ce contexte, les titres à revenu fixe se sont comportés comme prévu en période de turbulence, la plupart des segments du marché des titres à revenu fixe ayant inscrit un rendement positif au deuxième trimestre.

Les obligations d'État à court terme, moins exposées aux fluctuations des taux d'intérêt, ont le plus profité de la récente accentuation de la courbe des taux. Du côté des obligations de sociétés, les écarts de taux se sont resserrés depuis les ventes massives du début d'avril, en raison de la résilience des données économiques et de l'atténuation des craintes de récession. Le contexte actuel marqué par des taux élevés continue d'offrir un revenu d'intérêts intéressant aux investisseurs en obligations. Historiquement, des taux obligataires plus élevés se traduisent par des rendements plus importants, ce qui rend les perspectives à long terme des obligations attrayantes. En fait, à notre avis, les taux actuels offrent une occasion intéressante de bâtir un portefeuille bien diversifié, malgré la volatilité plus élevée attendue à court terme.

La plupart des banques centrales, y compris la Réserve fédérale américaine (la Fed) et la Banque du Canada (BdC), adoptent une approche prudente en maintenant leur taux directeur inchangé, tandis qu'elles évaluent les répercussions des droits de douane américains sur l'inflation. Nous sommes d'avis que, le cas échéant, les banques centrales ont la marge de manœuvre nécessaire pour abaisser leur taux directeur, ce qui réduirait les taux des obligations d'État à court terme,

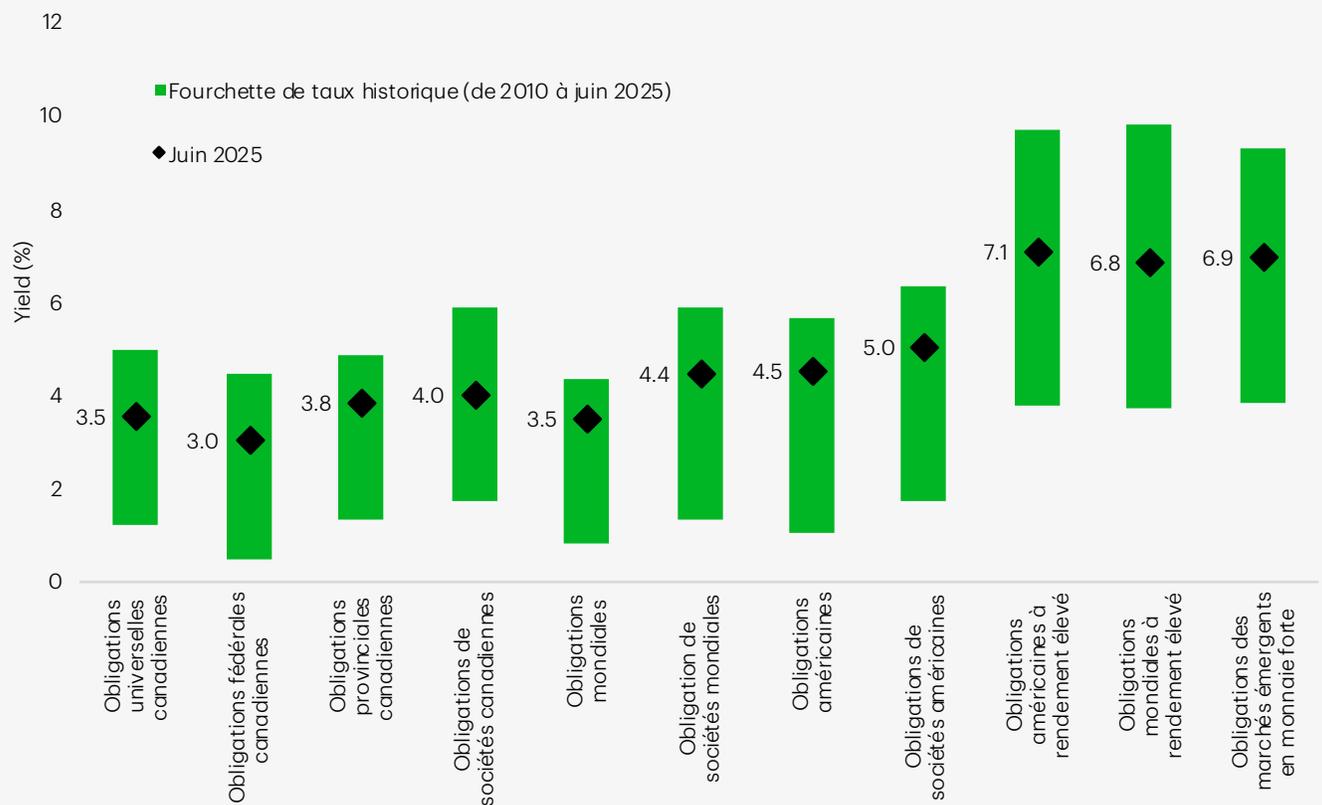
alors qu'elles adoptent une approche expansionniste modeste. Toutefois, le parcours pourrait être difficile. Par ailleurs, la politique monétaire variera d'une région à l'autre, à mesure que les dirigeants des banques centrales évaluent leur situation unique. Bien que nous traversions toujours un cycle de baisses de taux, les fortes fluctuations inscrites récemment par les taux des obligations d'État nous rappellent qu'il faut s'attendre à tout. Étant donné l'ampleur des incertitudes auxquelles sont confrontées les banques centrales, les prévisions relatives au taux directeur sont, au mieux, éphémères. La bonne nouvelle, c'est que les portefeuilles de titres à revenu fixe auront l'occasion de profiter d'une gestion active.

Les taux des obligations d'État demeureront probablement plus élevés qu'avant la pandémie de COVID-19, et ce, pendant plus longtemps que prévu, même si l'on prend en compte le mouvement mondial vers un léger assouplissement. Compte tenu de l'incertitude macroéconomique, les taux obligataires figurent toujours parmi les plus élevés jamais enregistrés (figure 1). Nous croyons que des taux élevés renforcent le rôle positif que jouent les titres à revenu fixe dans un portefeuille largement diversifié, car ils offrent un revenu et une protection contre les baisses.

- Globalement, nous maintenons notre légère sous-pondération des titres à revenu fixe. Nous sommes d'avis que les rendements s'aligneront essentiellement sur les moyennes historiques et seront principalement composés du coupon.

- Nous avons une position neutre à l'égard des obligations d'État canadiennes. Leurs taux actuels les rendent intéressantes, et elles offrent des occasions de production de revenu et de protection contre les baisses, mais nous nous attendons à ce que les taux soient volatils compte tenu des perspectives incertaines. Surtout, les taux des obligations d'État canadiennes demeurent étroitement corrélés à ceux des obligations d'État américaines et des obligations mondiales, qui sont plus volatils.

Figure 1 : Les taux obligataires demeurent attrayants



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025. Obligations mondiales à rendement élevé : indice Bloomberg Global High Yield (couvert en \$ CA). Obligations des marchés émergents en monnaie forte : indice JP Morgan EMBI Global Core (couvert en \$ CA).

- Nous maintenons une légère surpondération des obligations de qualité investissement. Les écarts des obligations de qualité investissement sont historiquement serrés et nous privilégions les obligations de sociétés canadiennes de qualité investissement, dont les écarts sont légèrement plus importants, aux obligations américaines de qualité investissement. En raison de l'incertitude élevée quant à la situation économique mondiale, les écarts de taux pourraient s'élargir davantage, ce qui indique que le marché prend en compte plus de risque. Nous privilégions donc les obligations de sociétés à court terme aux obligations à plus long terme. Nous privilégions toujours les titres de créance de grande qualité, soit les sociétés affichant un solide bilan, et nous nous attendons à ce que les paramètres techniques demeurent favorables et à ce que les taux demeurent sains pour atténuer les pertes attribuables à la volatilité des cours.

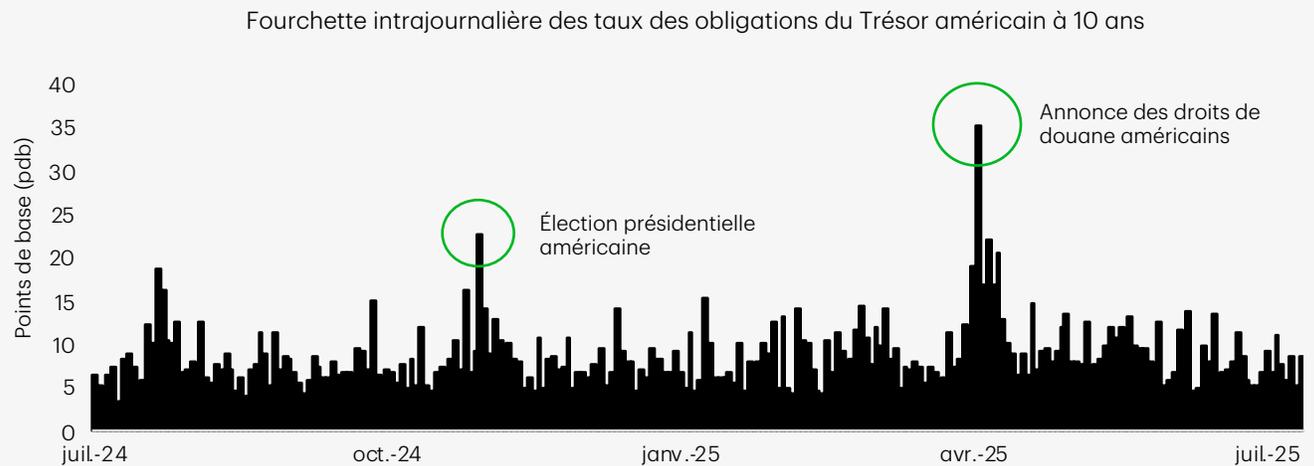
- Nous avons une position neutre à l'égard des obligations à rendement élevé. Elles ont été volatiles en raison de la grande incertitude entourant les politiques commerciales des États-Unis et leurs répercussions sur l'économie mondiale. Les écarts de taux des

obligations à rendement élevé sont serrés, à cause des évaluations élevées des obligations de sociétés et de la faiblesse des taux associés à l'accroissement de l'incertitude économique. Nous nous attendons à ce que les écarts s'élargissent si les perspectives de croissance fléchissent, bien que le risque d'un nouvel élargissement soit limité par un revenu global attrayant. Nous continuons de privilégier les titres de qualité supérieure du marché des obligations à rendement élevé, sachant que les prêts à taux variable (aussi appelés prêts bancaires ou prêts à effet de levier) offrent une meilleure valeur relative que les obligations à rendement élevé à coupon fixe traditionnelles.

### Obligations d'état

Les obligations d'État ont connu des épisodes de volatilité en raison des tensions commerciales, des problèmes géopolitiques et des inquiétudes à l'égard des perspectives budgétaires américaines. Par exemple, le taux des obligations d'État américaines à 10 ans a fluctué dans une fourchette de 60 points de base (pdb) au deuxième trimestre, les fluctuations quotidiennes atteignant un pic de 35 pdb (figure 2). Dans ce contexte, il est difficile d'avoir de fortes

Figure 2 : Les taux des obligations d'État ont connu des épisodes de volatilité



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 11 juillet 2025.

convictions quant à l'orientation des obligations d'État. Les investisseurs devraient se préparer à une volatilité persistante, d'autant plus que de nouvelles données économiques sur l'inflation et l'emploi pourraient apporter un éclairage sur les répercussions des récents changements liés aux politiques aux États-Unis, comme le projet de loi One Big Beautiful Bill Act.

Nous maintenons une position neutre à l'égard des obligations d'État canadiennes. Les taux des obligations canadiennes et ceux des obligations américaines équivalentes divergent depuis 2022, témoignant des reprises économiques contrastées et du rythme des rajustements du taux directeur par les banques centrales de ces pays. À notre avis, cette divergence ne pourra pas prendre plus d'ampleur et demeurera plutôt dans une fourchette, ce qui signifie que les taux des obligations canadiennes seront à la merci des obligations américaines équivalentes plus volatiles. Nous croyons qu'il est toujours préférable d'adopter une perspective à long terme à l'égard des taux des obligations d'État, compte tenu du risque croissant de ralentissement économique au Canada et dans d'autres économies développées. Dans une telle situation, nous croyons que les investisseurs se tourneront de nouveau vers les obligations d'État, considérées comme une valeur refuge. En revanche, un nouveau plan budgétaire (et la hausse des déficits et des émissions d'obligations qui l'accompagneraient) pourrait entraîner une majoration de la prime à l'échéance des obligations d'État. Après la vigueur des derniers trimestres, et en l'absence d'une grave récession, les perspectives des obligations d'État canadiennes sont maintenant plus équilibrées à moyen et à long terme. Étant donné la

volatilité soutenue, nous encourageons toujours les investisseurs à adopter une approche axée sur la gestion des risques à l'égard des obligations d'État et à s'appuyer sur la gestion active. Depuis 2021, seule la stratégie axée sur la durée des taux d'intérêt gérée activement tirant parti des occasions tactiques a porté ses fruits.

#### Principaux thèmes des obligations d'État

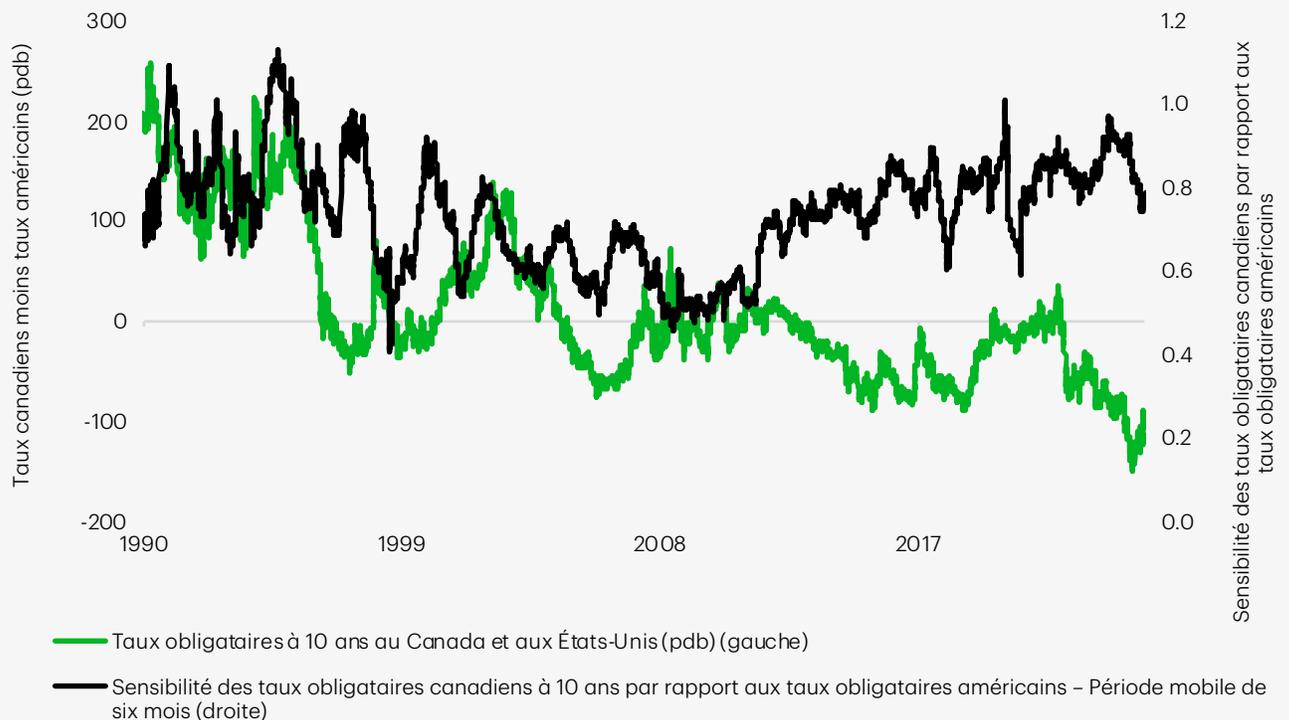
- Politiques du gouvernement américain : Dans l'ensemble, les politiques du gouvernement américain et les négociations commerciales du président Trump continuent d'être un facteur important derrière la hausse de la volatilité des taux des obligations d'État. Bien que les négociations avec certains gouvernements se poursuivent, les droits de douane généralisés de 10 % semblent être le nouveau niveau de base pour de nombreux partenaires commerciaux américains. Les négociations pourraient durer un certain temps, mais l'ampleur et la portée de ces nouveaux droits de douane ont des répercussions incertaines à long terme pour l'économie mondiale. Le président Trump a déclaré que les droits de douane génèrent des revenus qui réduiront le déficit budgétaire global, mais le marché obligataire a exprimé ses réserves au cours de la semaine du 7 avril. La hausse soutenue des émissions de titres du Trésor pèsera sur les cours et justifiera une hausse des primes à l'échéance et des taux des obligations d'État. Les droits de douane pourraient également accroître les préoccupations des consommateurs quant aux pressions inflationnistes. Nous nous attendons à ce que cette volatilité se maintienne jusqu'à ce que nous ayons une idée plus claire des conséquences des politiques américaines sur l'économie mondiale.

- **Prévisions et attentes du marché :** Les changements de politique sous l'administration du président Trump continuent de générer de l'incertitude quant à la politique monétaire américaine. Les attentes par rapport à une hausse de l'inflation pourraient réduire les baisses de taux cette année, et des conflits commerciaux intenses devraient nuire à la croissance économique américaine et mondiale. Par conséquent, la trajectoire du taux directeur de la Fed est devenue plus incertaine et le risque de stagflation augmente, ce qui signifie que la marge d'erreur des prévisions sur le taux directeur pourrait être plus importante. Il est donc crucial d'adopter une approche tactique lorsqu'on investit dans des obligations d'État.

**Taux des obligations américaines et canadiennes :** L'écart entre les taux des obligations d'État canadiennes à long terme et ceux de leurs pendants américains demeure important. À partir de la fin des années 1990 et jusqu'au milieu de 2022, les écarts (les taux canadiens moins les taux américains) ont oscillé autour de zéro ou ont été légèrement positifs (figure 3). Au début de 2023, ces écarts ont connu un revirement extrême, les obligations à 10 ans chutant à environ -150 pdb, avant de se rétablir à -98 pdb le 7 juillet 2023.

Ces écarts plus importants et les taux américains plus élevés s'expliquent par des facteurs observés dans les deux économies : 1) les taux américains ont augmenté en raison des nouvelles préoccupations liées à l'inflation, des inquiétudes budgétaires persistantes, de l'incertitude entourant les droits de douane et des réductions d'impôt ambitieuses; et 2) les principaux facteurs économiques au Canada sont l'inflation persistante et les préoccupations à l'égard des perspectives budgétaires. Nous croyons que les taux canadiens resteront sensibles aux taux américains et évolueront probablement de concert avec eux. Si des facteurs internes font augmenter les taux américains, nous nous attendons à ce que les taux canadiens suivent la même tendance, mais dans une moindre mesure. Si des craintes de récession font baisser les taux américains, les taux canadiens baisseront vraisemblablement aussi, mais moins. L'orientation monétaire plus souple et le taux final plus bas de la BdC limitera la hausse des taux obligataires canadiens, mais ne l'empêchera pas. Cela signifie aussi que la BdC n'aura pas autant de marge de manœuvre que la Fed pour intervenir avec vigueur si des réductions massives sont requises.

Figure 3 : Rendement, sensibilité des taux des obligations d'État canadiennes par rapport aux taux obligataires américains



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 7 juillet 2023.

## Obligations : qualité investissement et qualité inférieure

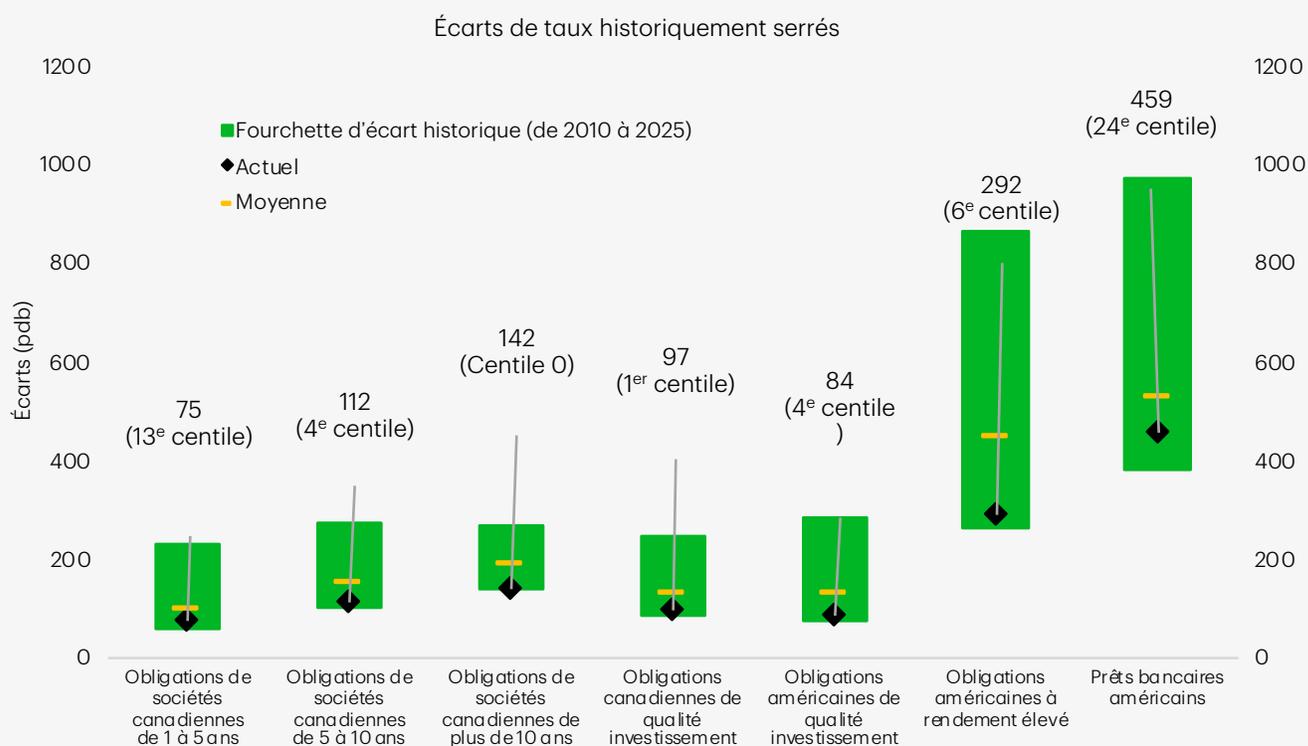
Après les turbulences boursières du début d'avril, les écarts de taux se sont redressés tout au long du trimestre, grâce à la désescalade des droits de douane et aux solides données économiques, qui ont atténué les craintes d'une récession. Les écarts de taux des obligations américaines de qualité investissement se situant maintenant près du 4<sup>e</sup> centile, la possibilité d'une nouvelle compression est limitée (figure 4). Toutefois, les obligations de sociétés continuent d'offrir une valeur intéressante dans le contexte actuel d'incertitude accrue.

Nous maintenons notre légère surpondération des obligations de qualité investissement et notre pondération neutre des obligations à rendement élevé. Dans l'ensemble des obligations de qualité investissement, nous préférons les obligations canadiennes à court terme comme placement de rendement global, car elles présentent toujours des taux globaux très intéressants et une sensibilité plus faible aux taux d'intérêt. Elles devraient également continuer d'offrir de meilleurs rendements excédentaires prévisionnels que les obligations de sociétés à long terme. À la fin de juin, les écarts relatifs aux obligations canadiennes de qualité investissement

à plus court terme, échéant dans 1 à 5 ans s'inscrivaient dans le 13<sup>e</sup> centile, alors que les écarts des obligations de qualité investissement à long terme affichaient des taux plus serrés, les échéances de 5 à 10 ans se situant dans le 4<sup>e</sup> centile. Les échéances de plus de 10 ans se trouvaient quant à elles dans le centile 0. Des taux plus élevés offrent une meilleure protection si les écarts de taux se creusent (la prime de risque augmente) et, surtout, les écarts des titres de créance à court terme de qualité supérieure s'élargiront moins que ceux de l'indice général des obligations de qualité investissement.

Nous nous attendons à ce que les écarts de taux des obligations américaines à rendement élevé se creusent plus que ceux des obligations de qualité investissement si les paramètres fondamentaux se détériorent et si la probabilité de défaut de paiement s'accroît. Parmi les titres de créance à rendement élevé, nous préférons les prêts bancaires américains aux obligations à rendement élevé traditionnelles à coupon fixe. Selon les évaluations actuelles historiquement serrées, et au sein de l'univers élargi des titres à rendement élevé, les prêts bancaires américains, assortis de coupons variables fondés sur le taux à court terme, se négocient dans le 24<sup>e</sup> centile et offrent une marge, ou une prime, supérieure sur le plan des écarts de taux. Globalement,

Figure 4 : Les écarts de taux actuels sont proches des creux historiques



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025. D'après les écarts de fin de mois historiques depuis janvier 2010.

nous favorisons les titres de qualité investissement, dont les perspectives sont meilleures et les bilans sont plus solides que ceux des titres à rendement élevé. Étant donné le large éventail de points de vue sur les perspectives économiques, nous sommes d'avis que les investisseurs en titres de créance devraient miser sur la gestion active professionnelle et les tendances sectorielles.

### Principaux thèmes des titres de créance ou des obligations de sociétés

- Préférence pour les obligations canadiennes de qualité investissement par rapport aux obligations américaines de qualité investissement : Nous nous attendons toujours à ce que les obligations canadiennes de qualité investissement surpassent leurs pendants américains sur le plan relatif. Même si les droits de douane entraînent une hausse de la sensibilité des écarts de taux des obligations canadiennes de qualité investissement par rapport à leurs pendants américains, les obligations canadiennes de qualité investissement demeurent une solution de rechange à bêta plus faible. À la mi-juillet, les émetteurs les plus à risque étaient concentrés dans le secteur de l'automobile (émetteurs/garants à l'étranger) ou dans les obligations à rendement élevé. Par conséquent, les obligations canadiennes de qualité investissement devraient s'avérer être des valeurs refuges relatives et inscrire d'assez bons résultats en cette période houleuse (figure 5).

- Les nouvelles émissions d'obligations devraient soutenir les écarts de taux aux États-Unis : Malgré la récente volatilité des marchés, les émetteurs d'obligations de sociétés de qualité investissement ont réussi à profiter des marchés des titres de créance cette année. Ils ont privilégié les émissions d'obligations à court terme, reflétant l'anticipation stratégique d'une baisse des taux à l'avenir. Cependant, les besoins en matière de refinancement devraient diminuer dans les prochains mois. L'offre nette d'obligations, qui exclut les coupons et le capital refinancé, devrait être plus faible au deuxième semestre de l'année. De plus, les espoirs initiaux d'augmentation des émissions d'obligations liées aux fusions et acquisitions ne se sont pas concrétisés en raison de la fragilité du marché. Bien qu'une réduction de l'offre nette d'obligations ne garantisse pas un resserrement des écarts, ce facteur, ainsi que les solides entrées de capitaux dans la catégorie d'actif, devrait soutenir les écarts de taux à court terme.

- Le marché des obligations à rendement élevé demeure vulnérable : Traditionnellement, les périodes de resserrement des écarts de taux sont souvent suivies d'un élargissement brusque et marqué, et les fortes baisses tendent à correspondre aux récessions, comme la grande crise financière mondiale de 2007 et 2008. Personne ne peut prédire ces fluctuations, mais comprendre les facteurs sous-jacents nous montre comment les écarts de taux pourraient changer.

Figure 5 : Historiquement, les écarts de taux des obligations canadiennes de qualité investissement s'élargissent moins que ceux des obligations américaines équivalentes en période de tension



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 7 juillet 2025.

L'incertitude quant aux politiques budgétaires à venir, l'inflation persistante, la croissance économique anémique ou les préoccupations plus générales comme les annonces relatives aux droits de douane du « jour de la libération » peuvent influencer sur les écarts de taux (figure 6). Les écarts de taux s'approchant de niveaux historiquement serrés, la prime de risque semble relativement faible compte tenu de l'incertitude économique ambiante.

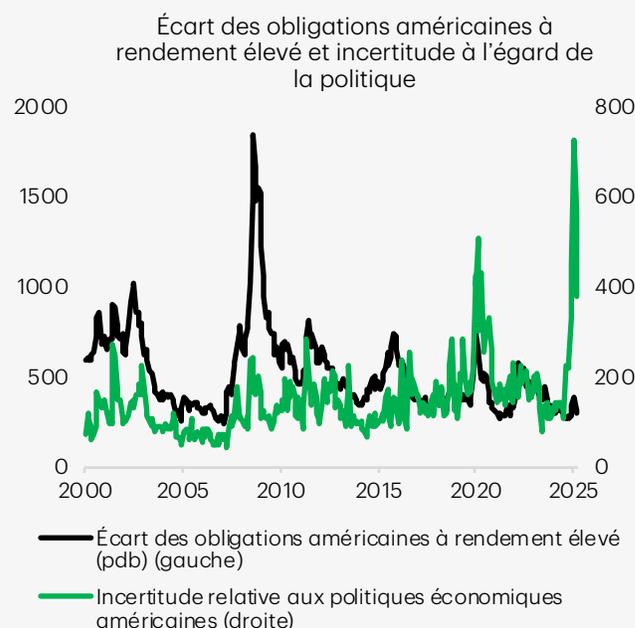
- La gestion active est plus intéressante quand le marché l'est moins : Même si les titres de créance ont commencé 2025 soutenus par les paramètres fondamentaux et techniques, la volatilité élevée et les écarts importants connus lors de la première semaine d'avril environ nous ont montré que rien ne peut être tenu pour acquis. Les évaluations restent difficiles dans le segment des obligations de qualité investissement, alors que les obligations à rendement élevé sont sensibles aux cycles économiques (figure 7). En cette période turbulente, la prudence est de mise et les gestionnaires actifs professionnels seront bien placés pour évaluer correctement le crédit, les positions sur la courbe et les secteurs, et pour établir ou réduire les couvertures de risque de crédit, au moment opportun.

### Taux plus élevés et diversification

Les investisseurs devraient détenir un portefeuille équilibré et diversifié, quel que soit le contexte, et cela est encore plus important aujourd'hui. Nous

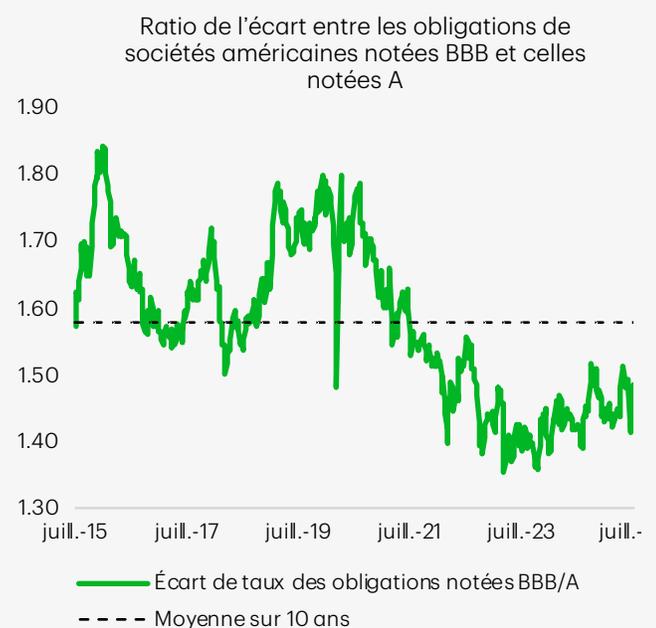
conservons une légère sous-pondération des titres à revenu fixe dans l'ensemble et nous nous attendons à ce que les rendements des titres à revenu fixe canadiens se rapprochent du taux actuel au cours des 12 prochains mois. Nous sommes d'avis que le marché obligataire renouera avec un comportement plus conventionnel une fois les conflits commerciaux réglés et qu'il pourrait même surpasser notre scénario de base si le ralentissement économique est plus prononcé que prévu. Les avantages que procurent les obligations en matière de diversification peuvent prêter à confusion certains jours, comme ce fut le cas au début d'avril, mais les obligations conservent leurs capacités de diversification des risques sur de longues périodes. Les taux actuels demeurent attrayants, procurent une protection contre la volatilité, offrent une diversification et rapportent la notion de revenu dans la composante des titres à revenu fixe. Les taux de départ sont un solide indicateur du rendement des titres à revenu fixe à long terme et, à en juger par les taux obligataires actuellement élevés et les conditions du marché, nous pensons que les titres à revenu fixe qui sont publics, liquides et de grande qualité présentent une valeur intéressante. Une gestion active établissant un équilibre entre la durée et l'exposition aux titres de créance, tout en apportant des ajustements tactiques, aidera les investisseurs à composer avec le large éventail de taux et à obtenir de solides rendements.

Figure 6 : Historiquement, les écarts s'élargissent dans les 12 mois suivants des niveaux serrés



Source : FactSet, indice d'incertitude à l'égard de la politique économique (Economic Policy Uncertainty Index) et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 30 juin 2025.

Figure 7 : Les écarts de taux des obligations notées BBB semblent historiquement chers par rapport aux obligations de sociétés américaines mieux notées



Source : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine. Au 11 juillet 2025. D'après les écarts de fin de semaine historiques depuis juillet 2015.

## « V » pour « courbe en V », « volatilité » et « diVersification »

L'exceptionnalisme américain a entraîné une certaine complaisance ces dernières années, les investisseurs passifs profitant de l'indice de référence dominé par les technologies. Mais dans ce nouveau marché volatil, il vaut mieux adopter une approche active et diversifiée.

Par Christopher Blake, gestionnaire principal de portefeuille; David Beasley, gestionnaire principal de portefeuille; Mansi Desai, analyste principale, Actions; Chadi Richa, analyste principal, Actions; Neelarjo Rakshit, analyste principal, Actions; Nana Yang, analyste principale, Actions | Gestion de patrimoine TD

Depuis le décrochage du marché boursier suivant le « jour de la libération » en avril, qui a fait baisser de 20 % l'indice S&P 500, le faisant passer d'un sommet à un creux, à la montée en flèche de près de 30 % qui a mené l'indice à de nouveaux sommets historiques accompagnant l'adoption de la loi précédemment appelée la « One Big Beautiful Bill Act » (OBBBA) en juillet, les titres des marchés boursiers américains sous Trump 2.0 ont continué de se négocier avec une volatilité bilatérale menée par les manchettes en 2025 (figures 1 et 2).

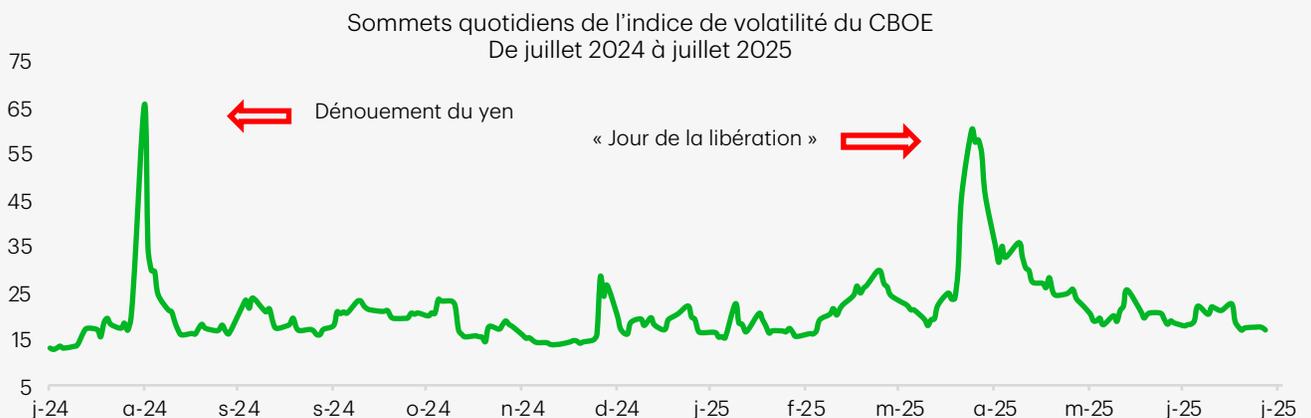
Mettez le tout en contraste avec le marché boursier en 2024, qui semblait être, en rétrospective, un marché de rêve pour les investisseurs, suivant les tendances et axé sur la croissance, dans lequel l'indice S&P 500 a produit un rendement de 25 % avec un seul repli d'environ 10 %. Toutefois, cette baisse de 10 %, quoique relativement faible et de courte durée, a été plutôt violente. Au cours de la période allant de la fin de juillet au début d'août 2024, lorsque les opérations de portage sur le yen japonais (les négociateurs empruntant le yen à de faibles taux d'intérêt pour tirer

Figure 1 : « V » pour une reprise en forme de V des marchés boursiers



Sources : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 4 juillet 2025.

Figure 2 : « V » pour « volatilité »



Sources : FactSet, Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 4 juillet 2025.

parti de l'exposition aux actions de croissance des technologies américaines) ont été réduites en raison de la hausse du cours du yen, nous avons observé une action du marché semblable à celle d'avril 2025, avec, dans un ordre séquentiel, des valeurs à l'ouverture plus faibles et une vente sous l'effet de la panique.

Dans ces deux « mini-krachs » de 2024 et de 2025, la volatilité des marchés boursiers s'est manifestée dans les résultats extrêmes de l'indice de volatilité CBOE (VIX), aussi appelé « indice de la peur ». Dans les deux cas, le VIX a dépassé 60, ce qui ne s'est produit qu'une seule autre fois au cours des 15 dernières années, soit au début de la pandémie en 2020.

### « V » pour « diversification »?

Cette nouvelle normalité de risque de volatilité accru met en lumière l'importance d'une gestion de portefeuille tactique et active et du maintien d'une répartition diversifiée, qui protège contre les risques tout en exploitant les occasions liées aux erreurs d'évaluation découlant des inefficiences à court terme des marchés.

Les paramètres fondamentaux des actions semblent encore contrastés, les principaux facteurs – les tarifs douaniers et les dépenses budgétaires (comme la loi OBBBA) – se livrant un bras de fer dans les perspectives des évaluations boursières. Au moment d'écrire ces lignes (le 16 juillet), le gouvernement des États-Unis devrait imposer des droits de douane globaux à ses partenaires commerciaux à compter du 1er août, nonobstant tout accord commercial conclu d'ici là. Cela aurait vraisemblablement pour effet d'augmenter les coûts pour les exportateurs et les prix pour les consommateurs. Bien que nous ne sachions pas encore quel sera le fardeau le plus lourd pour la chaîne des opérations, nous nous attendons à ce que ces droits de douane aient un effet négatif sur les marges d'exploitation et les bénéfices du côté des coûts, et qu'ils entraînent une réduction des revenus d'exploitation en raison d'une baisse de la demande du côté des prix.

Toutefois, l'adoption de la loi OBBBA signifie que les réductions d'impôt des sociétés de 2017 sont maintenant permanentes, de sorte que le risque pour les bénéficiaires a été éliminé. Cette loi prévoit également plusieurs allègements fiscaux pour les consommateurs de la classe moyenne, y compris une augmentation importante de la déduction au titre de l'impôt des États et des municipalités pour les quatre prochaines années, ainsi qu'une baisse d'impôt sur les pourboires et les heures supplémentaires. Ces éléments stimulent la consommation, la principale composante du PIB du pays, ce qui devrait donner un certain coup de pouce à l'économie.

Par ailleurs, la situation macroéconomique nous semble légèrement contrastée et incertaine. Les données robustes du marché de l'emploi et une légère hausse de l'inflation devraient inciter la Réserve fédérale américaine à s'abstenir de réduire ses taux à court terme, ce qui devrait maintenir la politique monétaire de neutre à serrée, à ses niveaux actuels. Par ailleurs, les mesures de relance budgétaire peuvent être bénéfiques pour certains secteurs, favorisant les dépenses de défense, d'énergie et de sécurité aux frontières, bien qu'elles réduisent les dépenses dans les programmes pour les personnes à faible revenu, y compris Medicaid.

La façon dont ces forces se manifesteront dans les bénéfices des sociétés au cours des prochains trimestres aura une incidence sur l'évolution des cours boursiers. Peut-être principalement en raison de l'incertitude liée aux tarifs douaniers, les analystes ont revu à la baisse leurs estimations au cours de la dernière année, les prévisions consensuelles s'établissant maintenant à une croissance des bénéfices d'environ 10 % pour 2025, puis augmentant à une valeur de 10 à 15 % au cours des deux prochaines années. Avec un ratio cours-bénéfice de 22,3 fois les bénéfices des 12 prochains mois, l'indice S&P 500 semble presque avoir atteint sa pleine valeur, se négociant dans la partie supérieure de sa fourchette d'évaluation postpandémique.

Il est moins important de savoir qu'on assiste toujours à une augmentation de la volatilité bilatérale ou à une reprise soutenue en V que de maximiser les avantages de la capitalisation découlant des placements à long terme plutôt que d'essayer d'anticiper le marché. À cette fin, nous continuons de privilégier une stratégie diversifiée de répartition des actions, assortie d'une exposition équilibrée à des titres à bêta élevé, à une croissance défensive à faible volatilité, à des titres offrant une croissance constante des dividendes et à une répartition géographique diversifiée parmi les actions américaines, canadiennes et internationales.

### Exposition calculée à la croissance à bêta élevé

La pondération des actions technologiques est une source importante de croissance boursière, mais elle s'accompagne d'une volatilité du portefeuille supérieure à la moyenne. Après deux ans de leadership sur le marché haussier, au cours desquels l'indice composé Nasdaq a presque doublé par rapport à ses creux de la fin de 2022 jusqu'à la fin de 2024, les actions technologiques américaines (en particulier celles des chefs de file du secteur de l'intelligence artificielle) ont contribué aux turbulences boursières de 2025. La thèse de construction de centres de données, qui ont

permis aux actions concernées de réaliser des gains massifs, a été confrontée à des préoccupations liées à l'épuisement potentiel de la vague anticyclique des dépenses en immobilisations. Les champions de l'IA dans le secteur des semi-conducteurs, comme NVIDIA et Broadcom, avaient perdu près de la moitié de leur valeur aux creux d'avril, avant d'atteindre de nouveaux sommets historiques en juillet. Cette volatilité extrême a exacerbé la faiblesse du marché alimentée par les tarifs douaniers.

Il existe de nombreux titres technologiques de grande qualité comme ceux-ci qui peuvent être considérés comme des placements de base à long terme, mais comme les évaluations sont maintenant revenues à des sommets cycliques, et que le portrait est contrasté quant à la poursuite des dépenses en immobilisations (compte tenu des coupes effectuées par Microsoft, par opposition aux nouveaux laboratoires d'intelligence artificielle de haut niveau de Meta), nous pensons que le contexte actuel nécessite une exposition calculée, plutôt qu'une surpondération, aux titres technologiques de croissance à bêta élevé.

#### **Placements dans des titres de croissance défensive à faible volatilité**

En période de ralentissement économique, voire de récession, nous nous attendons à ce que les consommateurs se tournent vers des détaillants dont les prix sont plus concurrentiels. Historiquement, les grands détaillants, les épiceries et les magasins à un dollar qui profitent de leur envergure se font concurrence sur le plan des prix. Les détaillants de ce type ont tendance à voir leur part de marché augmenter en période de récession, soutenue par une croissance des ventes nettement supérieure à celle de sociétés comparables. Cette situation devrait permettre aux joueurs les plus robustes de ce secteur défensif de continuer d'accroître leur présence à travers de nouveaux magasins, ce qui cimentera davantage leur position de chefs de file.

De plus, ces grands détaillants profiteront du très rentable domaine des données sur la publicité (connue sous le nom de « médias de détail »), principalement parce qu'ils ont une vaste clientèle, des activités de commerce électronique en croissance et d'énormes quantités de données précieuses, ce qui les place dans une position unique pour tirer parti de ces données et cibler des clients au moyen de la publicité. Les médias de détail devraient améliorer la rentabilité du commerce électronique pour ces sociétés et renforcer structurellement la qualité des bénéfices au cours des prochaines années.

Dans le secteur des soins de santé, nous continuons de voir d'un bon œil le sous-secteur des technologies médicales pour sa croissance défensive. À première vue, le secteur des soins de santé a été l'un des moins performants depuis le début de l'année; au sein de l'indice S&P 500, ce secteur a affiché une baisse de 0,6%, ce qui représente un rendement inférieur par rapport à la hausse de 6,9 % enregistrée par l'indice S&P 500 dans son ensemble. Toutefois, ce rendement est global et, compte tenu du large éventail de rendements du secteur des soins de santé, les sociétés individuelles mériteraient un examen plus approfondi. Sur le plan des sous-secteurs, le segment que nous privilégions, celui des technologies médicales défensives à faible volatilité, a enregistré un rendement moyen de 9,7 % depuis le début de l'année.

Nous croyons que les technologies médicales peuvent générer de la croissance dans divers contextes économiques. Après tout, un ralentissement économique ne changera pas le moment où un patient a besoin d'une arthroplastie de la hanche ou du genou ou d'une intervention chirurgicale cardiaque. Nous adoptons une perspective plus prudente à l'égard du secteur pharmaceutique, étant donné que bon nombre des grandes sociétés pharmaceutiques font face à la perte de l'exclusivité de leurs principaux médicaments dans un contexte où leurs brevets tirent à leur fin. Le sous-secteur des produits pharmaceutiques a inscrit un rendement de 3 % depuis le début de l'année, contre 6,9 % pour l'ensemble du marché.

#### **Sociétés qui augmentent régulièrement leurs dividendes**

En ce qui concerne les actions à dividendes croissants, ce sont les grandes banques canadiennes qui dominent. Les six grandes banques sont prêtes à traverser le ralentissement prévu grâce à de solides provisions pour pertes sur créances et à des niveaux de capital et de liquidité bien supérieurs aux exigences réglementaires. Bien que cela pèse sur la rentabilité (rendement des capitaux propres), cette approche prudente devrait permettre aux banques de continuer à remettre du capital aux actionnaires tout en augmentant confortablement les prêts. De plus, même si 60 % de tous les prêts hypothécaires en cours devraient être renouvelés en 2025 ou en 2026, nous ne nous attendons pas à ce que cela entraîne une détérioration grave de la santé financière des emprunteurs touchés, en supposant que le marché de l'emploi ne se détériore pas de façon importante. Selon une évaluation de la Banque du Canada, la plupart des emprunteurs auront probablement des

revenus plus élevés au moment du renouvellement et devraient avoir droit à des taux d'intérêt inférieurs à ceux ayant précédemment servi à la simulation de crise.

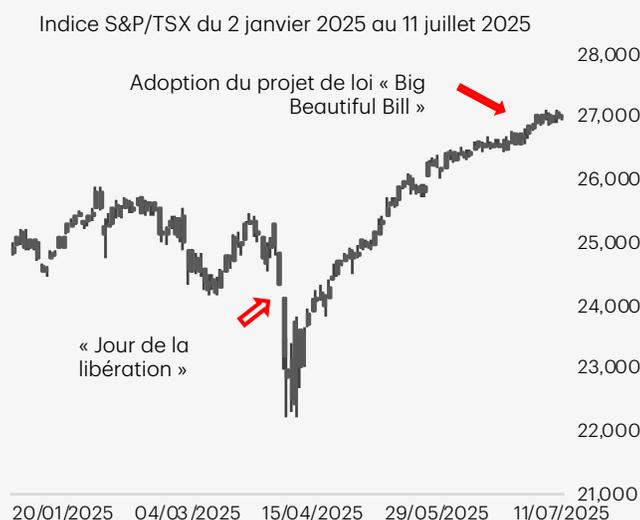
Par ailleurs, les sociétés de services publics et de pipelines profitent de portefeuilles d'actifs assortis de coûts fixes élevés. Elles bénéficient de barrières à l'entrée élevées et de coûts d'exploitation et d'entretien plus faibles, ce qui se traduit par de solides marges. Compte tenu de la nature axée sur les besoins des actifs de services publics et de pipelines, la demande ne fluctue généralement pas en fonction des prix, ce qui rend ces sociétés fondamentalement plus résistantes aux cycles économiques. De plus, les contrats à long terme des actifs des services publics et des pipelines favorisent l'obtention d'une marge stable ainsi qu'un profil de flux de trésorerie très prévisible. Ces particularités, combinées à des rendements en dividendes stables et croissants, donnent à penser que les services publics et les pipelines pourraient constituer une option de placement stable en période d'incertitude du marché.

### Actions canadiennes : prêtes à affronter ce qui s'en vient

L'indice de référence canadien, l'indice composé S&P/TSX, suit une trajectoire fortement corrélée avec l'indice S&P 500 aux États-Unis (figure 3). Rien de surprenant. Les relations commerciales avec les États-Unis sont très importantes pour l'économie canadienne, et les nouvelles économiques au sud de la frontière ont une grande influence sur le marché canadien.

Le Canada demeure une zone idéale pour les actions génératrices de revenu. Dans l'ensemble, le TSX se négocie à près de 16,1 fois les prévisions des bénéfices des 12 prochains mois, ce qui est légèrement supérieur aux moyennes sur 5 ans et sur 10 ans de 14,5 fois et de 15,0 fois, respectivement. Par conséquent, le marché n'est pas bon marché, mais comme la fourchette a été de 10,8 fois à 21,6 fois au cours des 10 dernières années, l'évaluation est plus proche de la moyenne qu'excessive (figure 4). Nous surveillons plusieurs secteurs dont les évaluations vont de raisonnables à justes et qui versent des dividendes supérieurs au taux des obligations canadiennes à 10 ans (au début de

Figure 3 : Un portrait familial



Sources : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 11 juillet 2025.

Figure 4 : Statistiques choisies de l'indice S&P/TSX

	Deuxième trimestre		Depuis le début de l'année			C/B - DPM
	Rendement des cours	Rendement global	Rendement des cours	Rendement global	Taux	
<b>Indice composé S&amp;P/TSX (Canada)</b>					<b>2.85 %</b>	<b>16.08</b>
Indice S&P/TSX plafonné/biens de consommation de base	6.59 %	6.94 %	9.29 %	10.07 %	1.24 %	18.40
Indice S&P/TSX plafonné/énergie	-3.62 %	-2.57 %	-0.88 %	1.30 %	2.12 %	13.01
Indice S&P/TSX plafonné/services financiers	11.14 %	12.14 %	8.73 %	10.75 %	3.80 %	12.36
Indice S&P/TSX plafonné/soins de santé	-4.24 %	-3.68 %	-18.42 %	-17.43 %	1.88 %	4.24
Indice S&P/TSX plafonné/produits industriels	7.83 %	8.14 %	5.40 %	6.01 %	1.63 %	23.15
Indice S&P/TSX plafonné/technologies de l'information	14.94 %	15.04 %	5.62 %	5.80 %	0.88 %	32.18
Indice S&P/TSX plafonné/matériaux	7.74 %	8.12 %	29.21 %	30.10 %	1.24 %	16.43
Indice S&P/TSX plafonné/immobilier	3.90 %	4.95 %	1.22 %	3.24 %	5.06 %	14.32
Indice S&P/TSX plafonné/services de communication	3.49 %	4.97 %	4.50 %	7.86 %	3.84 %	11.87
Indice S&P/TSX plafonné/services publics	3.75 %	4.85 %	7.63 %	9.96 %	4.17 %	20.16
Indice S&P/TSX plafonné/consommation discrétionnaire	12.92 %	13.65 %	9.56 %	10.98 %	2.23 %	15.32

Sources : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 11 juillet 2025.

juillet, 3,38 %). La croissance des dividendes pour les actions de l'indice composé S&P/TSX s'est établie en moyenne à 7,6 % au cours de la dernière décennie, et les rachats d'actions ont contribué à cette croissance.

De toute évidence, l'imposition de tarifs douaniers américains accroît le niveau d'incertitude pour une économie qui destine jusqu'à 75 % de ses exportations au marché des États-Unis. Selon les estimations du Congressional Research Service des États-Unis, en 2024, 38 % des marchandises canadiennes exportées aux États-Unis étaient désignées au titre de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) même si, selon le Service des délégués commerciaux du gouvernement du Canada, un pourcentage nettement plus élevé des exportations canadiennes serait admissible en vertu des règles d'origine de l'ACEUM.

De nombreux exportateurs ne se sont conformés au cadre réglementaire de l'ACEUM; plutôt que de suivre le processus de certification de l'origine, ils ont eu tendance à s'appuyer sur le statut du Canada en tant que « nation la plus favorisée » en vertu de l'Organisation mondiale du commerce. Toutefois, au cours des derniers mois, les sociétés ont dû se démener pour démontrer la conformité de leurs biens aux règles d'origine de l'ACEUM, et en avril, on estimait que 57 % des marchandises exportées aux États-Unis étaient conformes.

Bien que l'effet complet du nouveau régime tarifaire aux États-Unis demeure inconnu, de nombreux secteurs au Canada se sont déjà dégradés en raison de l'impact ou de la menace de l'impact des droits de douane. Paradoxalement, cela rassure quelque peu les investisseurs, étant donné que les nouvelles sont déjà prises en compte sur le marché et que les évaluations tiennent compte de la majeure partie des répercussions. Pour traverser cette période difficile, il sera essentiel de rester diversifié sur le marché boursier canadien et de continuer à mettre l'accent sur certaines des entreprises canadiennes stables qui continuent d'afficher une croissance des dividendes soutenue par un solide rendement financier.

### Actions internationales : la croissance en contexte de tarifs douaniers

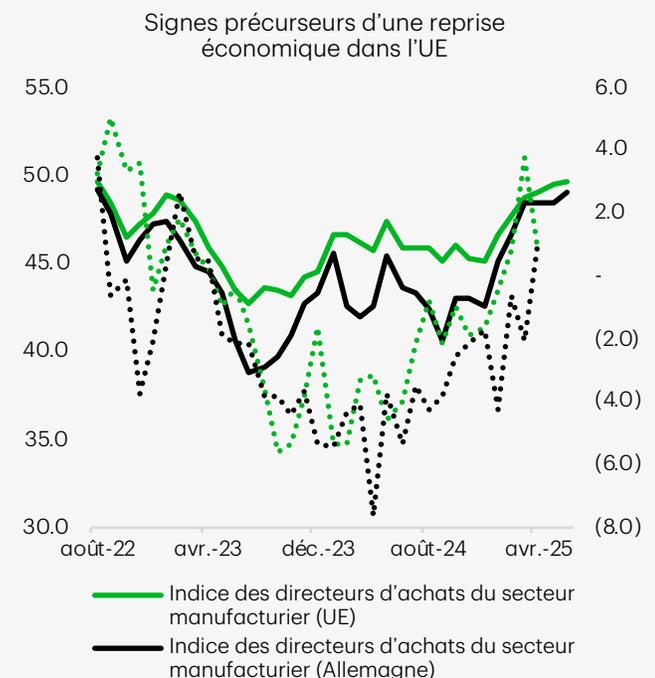
Après avoir surpassé les actions américaines de 6,8 % au premier trimestre (pour l'ensemble des rendements en monnaie locale), les actions internationales ont reculé au deuxième trimestre, accusant un retard de 6,1 %. Ce rendement inférieur est principalement attribuable aux risques potentiels pour la croissance des bénéficiaires dans un contexte de menaces tarifaires provenant des États-Unis. Le 8 juillet, l'administration

américaine a imposé des droits de douane de 25 % sur toutes les importations japonaises. Par ailleurs, l'UE est assujettie à des droits de douane de 10 % sur toutes les exportations vers les États-Unis, en plus des droits de douane de 25 % sur l'acier et les voitures.

Bien qu'on pense que les États-Unis pourraient bientôt conclure des accords avec l'UE et le Japon, jusqu'à présent (au 10 juillet), les négociations commerciales avec ces pays ont pris plus de temps que ce que les marchés avaient prévu. Étant donné qu'environ 23 % et 17 % des revenus des indices MSCI Europe et MSCI Japon proviennent des États-Unis, la hausse des tarifs douaniers ou la prolongation des négociations commerciales placent les actions internationales dans une position vulnérable.

Ces derniers temps, l'économie européenne, après avoir enregistré une croissance faible depuis 2023, montre des signes de reprise, l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier ayant augmenté de façon constante de décembre 2024 à juin 2025 (pour atteindre 49,5). Par ailleurs, la production industrielle est entrée en territoire positif après 21 mois de contraction. Nous observons de premiers signes positifs semblables en Allemagne, où l'indice des directeurs d'achats du secteur manufacturier a constamment augmenté de janvier 2025 à juin 2025 (pour atteindre 49,0). La production industrielle y a enregistré une croissance positive de 1,0 % après un recul de 23 mois (figure 5).

Figure 5 : Premiers signes de reprise dans l'UE



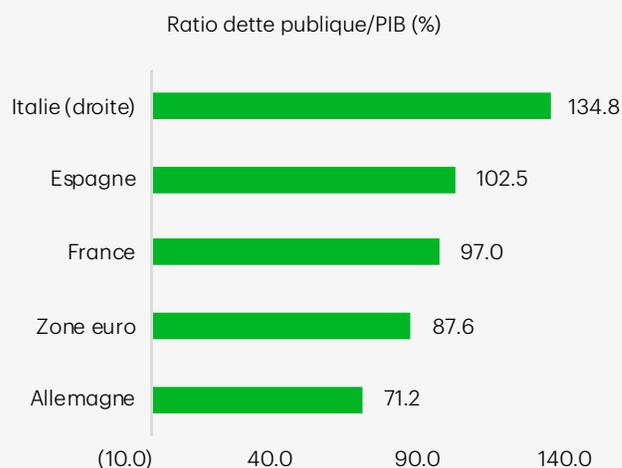
Sources : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin 2025.

Les dépenses de consommation se sont également considérablement améliorées en Europe. Les ventes au détail ont augmenté en moyenne de 2,1 % après avoir enregistré une croissance négative pendant 20 mois. L'un des principaux moteurs de la reprise économique en Europe a été la politique expansionniste de la Banque centrale européenne (BCE), qui a réduit son taux directeur, le faisant passer de 4,5 % en mai 2024 à 2,15 % en juin 2025. Toutefois, ce début de reprise pourrait s'arrêter brutalement si l'administration américaine adoptait une position audacieuse à l'égard des droits de douane sur les importations.

L'une des façons dont l'Europe apaise son allié américain au sein de l'OTAN est d'augmenter les dépenses de défense. En juin, les pays de l'OTAN ont accepté d'augmenter leurs dépenses en défense à 5 % de leur PIB d'ici 2035. Un engagement aussi sérieux à l'égard de la défense pourrait créer des conditions structurelles favorables pour les actions de ce secteur. Toutefois, c'est plus facile à dire qu'à faire. Bien que l'Europe soit maintenant disposée à engager des dépenses de défense beaucoup plus élevées qu'au cours des deux dernières décennies, la question clé est de savoir si elle est en mesure de le faire.

Les ratios dette publique/PIB des principaux pays de l'UE, comme la France, l'Espagne et l'Italie, s'établissent à 113,1 %, à 101,8 % et à 135,3 % (figure 6). Après la redoutable crise de la dette souveraine qui a duré près d'une décennie en Europe, certains pays hésiteront à augmenter davantage leur dette pour financer un engagement budgétaire aussi important (bien que la prudence budgétaire de l'Allemagne la place dans une bien meilleure posture pour investir). De plus, le secteur de la défense en Europe est balkanisé :

Figure 6 : L'Europe peut-elle consacrer 5 % de son PIB à la défense?



Sources : Banque mondiale et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin 2025.

chaque pays fait principalement ses achats auprès de ses joueurs de défense nationaux, ce qui a entraîné la création d'une multitude de produits de défense – contrairement aux États-Unis, qui ont des produits de défense normalisés. L'Europe compte plus de 170 systèmes d'armes différents et 12 types de chars d'assaut, contre 30 systèmes d'armes et un type de char d'assaut aux États-Unis.

Ces obstacles offrent toutefois à l'UE une rare occasion de s'unir davantage. Au cours des derniers mois, plusieurs propositions ont été faites, comme une Banque européenne de réarmement et le Mécanisme européen de défense, dans le but unique de financer les dépenses en défense sans accroître l'effet de levier sur les bilans gouvernementaux et d'établir un programme centralisé d'achat de matériel de défense qui permet de réaliser des économies d'échelle et de favoriser l'unification de ce secteur actuellement fragmenté.

Il faudra du temps pour adopter une proposition. Étant donné qu'environ 64 % des importations de l'Europe dans le secteur de la défense proviennent des États-Unis et qu'elles dépendent fortement de systèmes essentiels comme la défense antimissile, les moteurs d'aéronefs et les drones, il faudra quelques années avant que les acteurs de la défense en Europe puissent tirer pleinement parti de l'engagement de dépenses de défense de l'UE. À long terme, nous nous attendons à ce que le produit des dépenses en défense profite aux acteurs du secteur de l'aérospatiale et d'autres secteurs, aux fournisseurs de technologies de pointe et de logiciels, ainsi qu'aux sociétés d'infrastructures.

Les actions japonaises ont surpassé l'indice MSCI EAEO de plus de deux points de pourcentage au deuxième trimestre. L'impact économique des tarifs douaniers sur les importations est plus faible au Japon qu'en Europe, car les exportations du Japon vers les États-Unis représentent 4,4 % du PIB, tandis qu'en Europe, elles en représentent 10,4 %. Néanmoins, le 8 juillet, l'administration américaine a imposé des droits de douane de 25 % sur toutes les importations japonaises à compter du 1er août, ce qui pourrait être défavorable aux entreprises axées sur les exportations si aucun accord commercial n'est conclu bientôt.

De plus, la Banque du Japon se trouve maintenant dans une situation précaire, puisqu'une hausse constante de l'inflation nuit désormais à la croissance de la consommation. La Banque du Japon doit toutefois faire preuve de prudence avant de relever les taux davantage, car la dépréciation du dollar américain entraîne déjà une appréciation du yen. Historiquement, la faiblesse du yen a stimulé la croissance des revenus

de nombreuses sociétés exportatrices au Japon; une appréciation importante du yen entraverait les perspectives de croissance des actions japonaises et rendrait les paiements d'intérêts plus coûteux sur sa dette publique, qui s'établit à 215,9 % du PIB en 2022.

À long terme, toutefois, nous restons optimistes à l'égard des actions japonaises, compte tenu des réformes des sociétés, de la participation croissante des ménages aux actions, de la reflation et de la position dominante du pays dans le secteur de l'automatisation industrielle, qui produit 45 % des robots industriels à l'échelle mondiale.

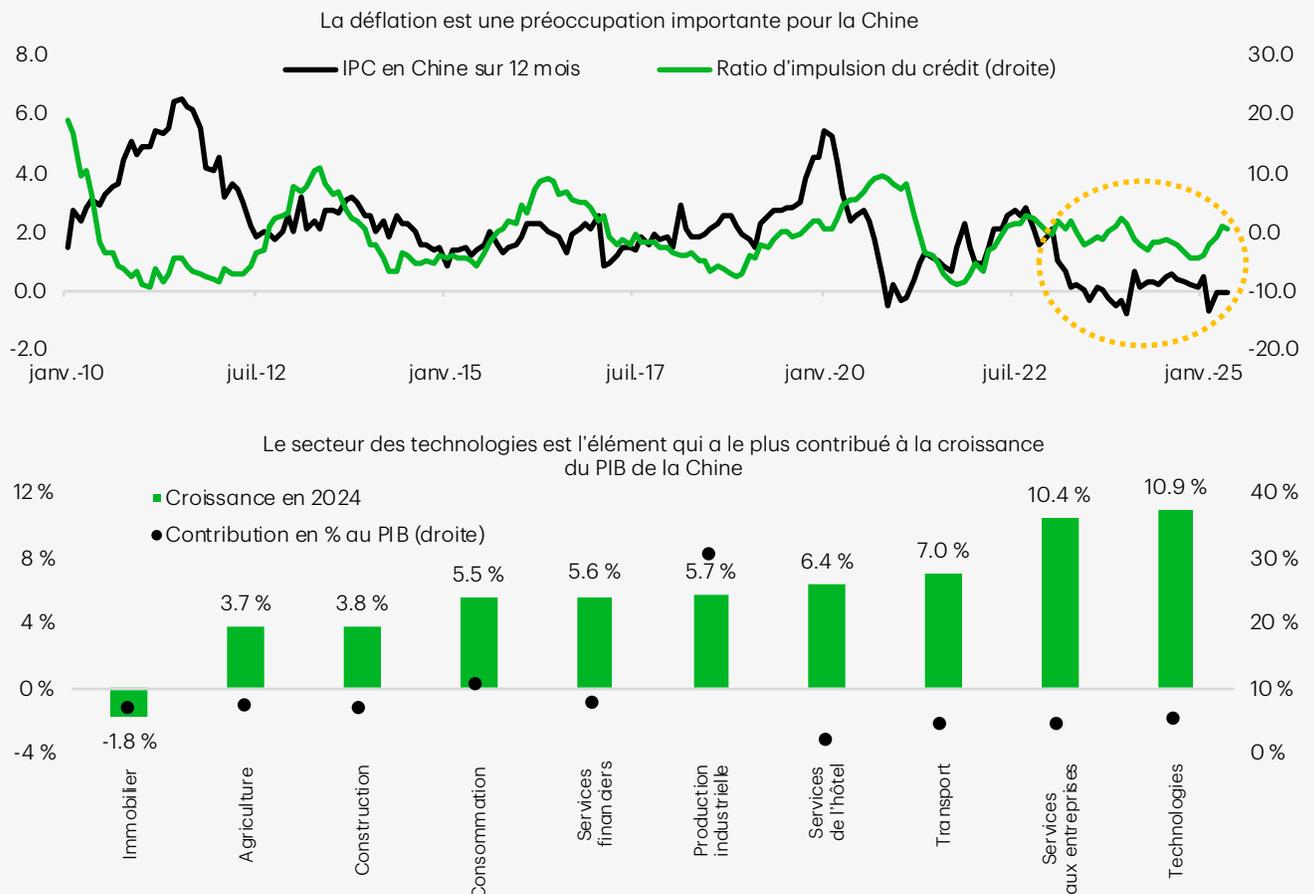
Les actions chinoises, après avoir surpassé l'indice MSCI Marchés émergents de 12 points de pourcentage au premier trimestre, ont de nouveau été à la traîne au deuxième trimestre, accusant un retard de 9,4 points. Ce rendement inférieur est principalement attribuable à la guerre commerciale musclée avec les États-Unis et à ses répercussions potentielles sur les échanges commerciaux entre les deux plus grandes économies mondiales. Au paroxysme de l'escarmouche commerciale d'avril, un tarif douanier de 145 % a été appliqué à la Chine, ce qui aurait pu mettre fin aux échanges commerciaux entre les deux pays.

Après le « jour de la libération », bien que les indices des directeurs d'achats du secteur manufacturier et les nouvelles commandes destinées à l'exportation aient chuté à 49,0 et à 44,7 en avril, contre 50,0 et 49,0 en mars, ils se sont redressés à 49,7 et à 47,7, respectivement, en juin, après que les deux pays ont convenu d'un apaisement en mai, et les États-Unis ont réduit le taux tarifaire de 145 % à 30 %.

Même si l'incertitude commerciale persistante assombriera les perspectives de croissance de la Chine, l'économie a réduit au fil des ans sa part d'exportations vers les États-Unis, qui est passée de 20 % au début des années 2000 à 15 % actuellement, réduisant ainsi sa vulnérabilité à une guerre commerciale avec les États-Unis. Une préoccupation plus grave pour la Chine demeure la reprise lente de son secteur immobilier, qui a pesé sur les dépenses de consommation et entraîne ainsi un risque déflationniste pour l'économie, l'inflation étant proche de 0,1 % depuis avril 2023 (figure 7).

Après la percée en matière d'efficacité de DeepSeek, pionnier chinois de l'IA, la Chine a démontré sa capacité à lancer des modèles d'IA rentables. De plus, l'écart de rendement avec les États-Unis s'amenuise

Figure 7 : La déflation pèse sur la consommation en Chine



Sources : FactSet et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin 2025.

rapidement; les différences entre le rendement des principaux indices de référence se rapprochent maintenant de la parité. Bien que le secteur des technologies ne représente que 5 % du PIB de la Chine, il s'agit du secteur qui croît le plus rapidement, comme le démontre sa croissance de 10 % en 2024 (figure 7). Par conséquent, même si la Chine est aux prises avec un ralentissement structurel, elle se dote également de nouvelles sources de croissance économique.

Au cours des prochains mois, l'incertitude commerciale planera sur les perspectives de croissance des actions du monde entier. Il est important de noter que l'impact sur la croissance économique peut différer considérablement de celle sur les actions. Pour de

nombreux pays émergents, l'impact de la guerre tarifaire en cours pourrait être relativement faible sur leurs actions en raison de la plus faible contribution aux revenus provenant des États-Unis, tandis que les répercussions sur l'économie pourraient être plus importantes, comme c'est le cas pour le Mexique (figure 8). Les restrictions à l'exportation auront également des répercussions sur les États-Unis. Au fil des ans, les sociétés de l'indice S&P 500 sont devenues des entreprises mondiales, générant 41 % de leurs revenus à l'extérieur des États-Unis. La croissance des bénéfices sous-jacents pourrait donc aussi être vulnérable pour les actions américaines.

Figure 8 : Les actions américaines sont tout aussi vulnérables, sinon plus

Pays	Exportations/PIB (%)	Exportations vers les États-Unis (%)	Exportations américaines en % du PIB	% des revenus provenant des États-Unis
Mexique	36.0 %	83.0 %	29.9 %	10.0 %
Canada	33.4 %	76.4 %	25.5 %	33.0 %
Taiïwan	70.0 %	23.5 %	16.4 %	43.0 %
Europe	50.5 %	20.6 %	10.4 %	23.0 %
Corée du Sud	44.0 %	18.6 %	8.2 %	14.0 %
Royaume-Uni	31.7 %	15.5 %	4.9 %	27.0 %
Japon	21.8 %	20.0 %	4.4 %	17.0 %
Inde	21.8 %	17.4 %	3.8 %	8.0 %
Chine	19.7 %	15.0 %	3.0 %	3.0 %
États-Unis*	10.9 %		10.9 %	41.4 %

Sources : FactSet, Banque mondiale et Bureau des placements, Gestion de patrimoine, au 30 juin 2025. Pour les États-Unis, le pourcentage des revenus générés à l'extérieur des États-Unis est pris en compte.

## Où trouver des aspects positifs?

Les occasions abondent toujours dans le cas des marchés secondaires, des participations dans des commandités, de la gestion du passif et des installations d'énergie solaire déjà en place.

Par Shezhan Shariff, P.Eng., CFA, gestionnaire, Marchés privés | Gestion de patrimoine TD

Les opérations de placement privé continuent d'être en difficultés : 1 000 milliards de dollars (dollars américains uniquement) de sociétés sous-jacentes financées par capital-risque étant invendues et détenues depuis plus de cinq ans. Malgré des signaux de reprise sur le marché des premiers appels publics à l'épargne (PAPE), y compris le retour des sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS), les distributions demeurent limitées. Cela renforce les arguments en faveur de l'excellence opérationnelle pour stimuler les paramètres fondamentaux des sociétés, mais les commandités doivent maintenant obtenir près de trois fois plus de croissance des bénéficiaires pour générer des taux de rendement internes (TRI) selon le scénario de base en raison du resserrement des conditions monétaires et de périodes de détention plus longues. Nous sommes prudents en ce qui concerne la hausse du recours aux prêts à valeur liquidative (VL), mais nous continuons de mettre l'accent sur les marchés secondaires, en particulier ceux menés par les commanditaires, les instruments de continuité, les structures d'actions privilégiées et les participations dans les commandités, comme moyens de générer cette liquidité tant recherchée.

Comme les écarts de taux des sociétés à rendement élevé cotées B se résorbent tranquillement après l'élargissement constaté par suite de l'imposition des droits de douane à l'occasion du « jour de la libération » pour descendre sous la barre des 300 points de base (pdb), l'évaluation du risque de défaut par le marché pourrait ne pas tenir compte des tentatives de restructuration proactive. Lorsque l'on ajoute la forte hausse des exercices de gestion du passif au volume des défauts de paiement traditionnels, le marché des prêts largement syndiqués affiche un taux de défaut supérieur à sa moyenne historique. En raison des taux d'intérêt de base élevés et de la faiblesse des engagements de crédit, le secteur du crédit privé pourrait connaître des difficultés. Les créanciers défensifs et opportunistes devraient briller.

La One Big Beautiful Bill Act, qui a récemment été adoptée par le Congrès américain, supprime les crédits d'impôt à l'investissement dans l'énergie solaire pour les projets dont la construction n'a pas encore commencé



### Pourquoi ajouter des placements alternatifs à son portefeuille?

Dans le cas d'un horizon de placement à long terme, il peut être avantageux d'inclure des placements alternatifs dans son portefeuille, notamment des placements privés, du crédit privé, des actifs réels non cotés (comme l'immobilier et les infrastructures) et des fonds de couverture. Les placements alternatifs peuvent améliorer les rendements ajustés au risque d'un portefeuille grâce à des flux de trésorerie et à des facteurs d'évaluation qui sont différents, de par leur nature, de ceux offerts par les sociétés qui émettent des actions cotées en bourse et des titres à revenu fixe. De plus, les actifs réels non cotés procurent aux investisseurs des flux de revenus qui augmentent en fonction de l'inflation, contrairement aux dividendes nominaux et aux paiements d'intérêts, qui proviennent habituellement d'actions et d'obligations.

Les actifs privés contribuent généralement à réduire la volatilité du portefeuille, car ils sont moins touchés par les perturbations qui secouent parfois les marchés publics au fil des cycles de marché. En plus d'une exposition plus large aux facteurs de risque systématiques, les marchés privés offrent des occasions de profiter de primes de risque supplémentaires fondées sur les compétences et de générer des rendements absolus intéressants. Cela s'explique par une plus grande valorisation des capacités de montage spécialisées en raison de l'efficacité moindre de l'information, par une propriété active qui permet une intervention opérationnelle et une optimisation de la structure du capital, ainsi que par l'illiquidité du marché qui favorise l'accumulation du capital à long terme.

Gestion de patrimoine TD maintient une légère surpondération des placements alternatifs.

ou qui n'ont pas encore obtenu de contrats à long terme. La demande excédentaire dans de multiples regroupements régionaux d'installations énergétiques demeure – exacerbée par l'inflationnisme et l'intelligence artificielle – et est de bon augure pour les promoteurs qui possèdent une expertise éprouvée dans l'exploitation et l'expansion de parcs solaires commerciaux, ainsi que pour les fonds d'infrastructures dont la valeur liquidative est composée d'actifs bien établis.

### Placements privés

Les commandités de placements privés ont investi près de 3 000 milliards de dollars dans environ 30 000 sociétés, dont 30 % (soit près de 1 000 milliards de dollars) demeurent invendues et sont détenues depuis plus de cinq ans. Cela dépasse le délai habituel de déploiement de capitaux, de génération de profits et de récolte du fruit des placements des promoteurs financiers, et découle de la diminution du volume des opérations de fusions et acquisitions et des PAPE – en raison du coût du capital relativement élevé, des risques géopolitiques et de l'incertitude entourant les tarifs douaniers et les politiques fiscales. Cela signifie en fin de compte que le capital qui aurait normalement été remis aux clients (les commanditaires), est bloqué et ne peut pas être réinvesti dans des utilisations productives.

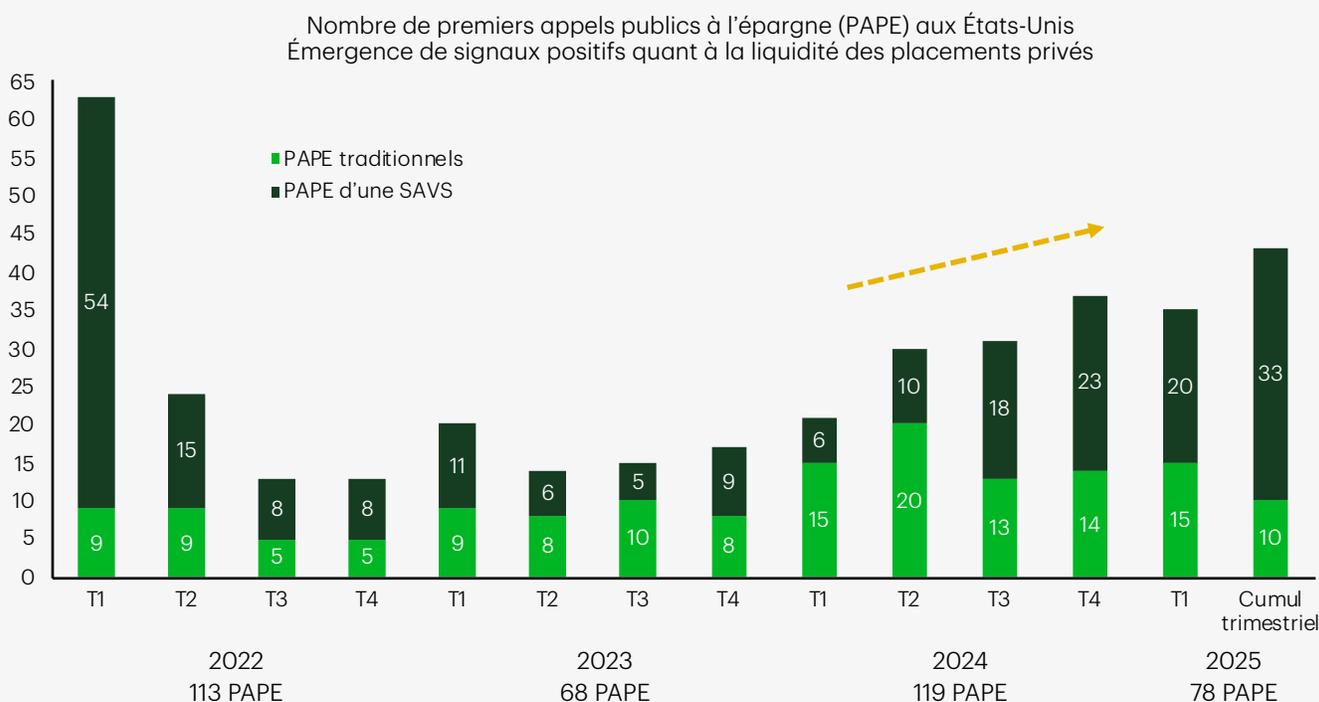
Le volume d'opérations de fusion et acquisitions jusqu'en mai 2025 est demeuré stable sur 12 mois, s'établissant à 4 535 opérations d'une valeur totale de 567 milliards de dollars. Par conséquent, les gestionnaires de fonds se

tournent vers des stratégies créatives d'amélioration de la valeur. Celles-ci comprennent la scission de divisions commerciales (afin d'augmenter la valeur dans les cas où les segments ainsi détachés font l'objet de ratios d'évaluation autonomes plus élevés) et les ventes secondaires opportunistes à des acheteurs stratégiques ou financiers. Ce qui précède constitue en fait des transactions entre promoteurs qui peuvent comprendre des transferts entre différents fonds offerts dans le cadre d'une plateforme unique de commandités. Dans de tels cas, il est prudent de s'assurer que des opinions objectives de tiers sur l'équité traduisent la confiance à l'égard des évaluations et des modalités des opérations qui, dans l'ensemble, constituent la valeur liquidative (VL) du fonds.

La figure 1 montre que le marché des PAPE a continué de se redresser, créant ainsi des occasions de liquidité pour les placements privés. Vingt-cinq inscriptions traditionnelles ont permis d'amasser 11 milliards de dollars depuis le début de l'année jusqu'en mai, contre 12,7 milliards de dollars au cours de la même période en 2024. Comme on s'y attendait, le mois d'avril a été marqué par une pause en raison de l'imposition des droits de douane à l'occasion du jour de la libération, mais les activités ont repris depuis.

Consumer fintech Chime est un cas intéressant en ce qui concerne le contexte actuel des PAPE. La société a amassé 864 millions de dollars à la mi-juin, dont 165 millions de dollars ont été vendus par des actionnaires

Figure 1 : Des signaux positifs émergent quant aux occasions de liquidité dans les placements privés



Source : Bureau des placements, Gestion de patrimoine; FactSet et Prequin. Au 31 mai 2025. SAVS = société d'acquisition à vocation spécifique.

actuels, y compris des employés, à une valorisation de 11,6 milliards de dollars. L'émission d'actions sur le marché primaire de Chime a représenté une baisse marquée par rapport à sa dernière évaluation de 25 milliards de dollars sur le marché privé en 2021, qui comprenait des investissements en capital de risque et en capital de croissance par des sociétés bien connues comme General Atlantic, SoftBank, Tiger Global, Sequoia Capital et ICONIQ Capital.

Un point à retenir est que les sociétés sont maintenant évaluées de façon plus prudente en fonction de taux de croissance et de rentabilité à long terme durables comparativement à une évaluation fondée sur un potentiel de croissance audacieux des revenus, comme ce fut le cas au cours de la plus récente période de taux d'intérêt extrêmement bas et d'assouplissement quantitatif. Les écarts entre les cours acheteur et vendeur pourraient également se rétrécir, les initiés des sociétés étant prêts à accepter des prix conformes aux conditions monétaires actuelles.

De plus, les SAVS sont revenues dans le giron, avec plus de 50 de ces sociétés coquilles créées pour réunir plus de 9,5 milliards de dollars depuis le début de l'année jusqu'en mai. En comparaison, seulement neuf SAVS avaient mobilisé 1,2 milliard de dollars à la même période l'an dernier. Souvenez-vous qu'une opération de dissolution d'une SAVS, soit l'étape après l'inscription initiale, se produit quand une société ouverte fusionne avec une SAVS pour devenir une société cotée,

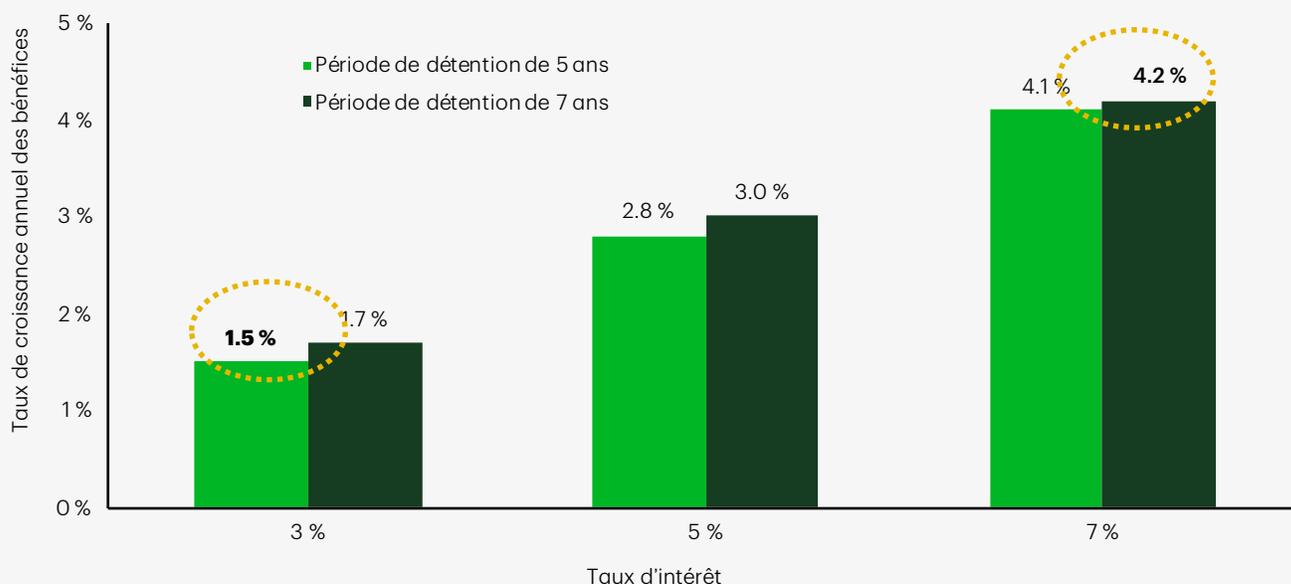
contournant ainsi le processus traditionnel de PAPE. Les exemples les plus remarquables de transactions liées à une SAVS dans le passé comprennent DraftKings, Virgin Galactic, Lucid Motors, 23andMe et SoFi.

Compte tenu des conditions de sortie difficiles qui prévalent depuis trois ans maintenant pour les sociétés de portefeuille détenues par des sociétés de capital-investissement, il est utile de souligner de nouveau l'importance de pouvoir tirer parti des capacités d'un commandité – en particulier, la réalisation d'une intervention opérationnelle pour faire croître les revenus, la stimulation des marges bénéficiaires et la génération de flux de trésorerie d'exploitation – plutôt que de dépendre uniquement de l'expansion des ratios d'évaluation. Cette dernière se produit lorsque les taux d'intérêt sur l'ensemble des échéances diminuent considérablement et demeurent faibles, comme ce fut le cas pendant plus d'une décennie après la crise financière mondiale jusqu'en 2022.

Malgré un grand intérêt de la part des investisseurs et leur désir de faire fructifier le capital, de nombreux promoteurs financiers peinent à trouver des moyens de dégager de la valeur. La figure 2 montre l'effet des périodes de détention prolongées et des taux d'intérêt plus élevés sur la croissance des bénéfices requise pour atteindre un taux de rendement interne (TRI) de 20 %, une cible typique avant déduction des frais pour tout fonds de capital-investissement digne de ce nom. Dans un contexte où les coûts d'emprunt globaux sont

Figure 2 : Scénarios pour obtenir un taux de rendement interne de 20 %

Scénarios pour atteindre un taux de rendement interne de 20 %. Une augmentation du coût du capital et une détention plus longue nécessitent environ trois fois la croissance des bénéfices.



plus élevés de 4 % et où la société de portefeuille est détenue deux années de plus, les commandités doivent accroître leurs bénéfices de 4,2 % par année. C'est près de trois fois plus que ce à quoi les opérateurs seraient autrement habitués.

Pour un gestionnaire de patrimoine privé, il y a deux principaux points à retenir du point de vue de la répartition de l'actif. Premièrement, il est possible de surpondérer les commandités qui adoptent une approche thématique et concentrée en repérant les secteurs qui correspondent aux tendances de croissance à long terme et qui offrent des modèles d'affaires exigeant peu d'actifs générant des flux de trésorerie résilients. Ces promoteurs financiers disposent habituellement d'un capital et d'une envergure géographique importants qui leur donnent accès à des ensembles de données exclusifs et au privilège de pouvoir faire preuve de patience.

Deuxièmement, il faut reconnaître la pression accrue sur les commandités pour qu'ils gèrent activement les portefeuilles vieillissants lorsque les trajectoires de sortie traditionnelles demeurent difficiles, ainsi que sur les commanditaires lorsque les distributions se tarissent. Dans les deux cas, des occasions intéressantes se présentent pour les investisseurs qui déploient des capitaux judicieusement et qui souhaitent acquérir des actifs sous-jacents de grande qualité à des conditions favorables au moyen de solutions de financement de portefeuille, comme des placements sur le marché secondaire menés par des commanditaires, des instruments de continuité et des structures d'actions privilégiées.

### **Prêts à la valeur liquidative**

Un autre effet du gel des opérations sur les marchés est que les régimes de retraite, les fonds de dotation et d'autres grands investisseurs institutionnels se sont tournés vers les prêts à la valeur liquidative. Ces commanditaires empruntent sur leurs portefeuilles de capital-investissement – en donnant en garantie leurs participations dans les fonds – pour réunir des liquidités en raison du manque de distributions. Cette pratique est habituellement utilisée par les commandités pour générer des liquidités et financer des acquisitions ou des versements de dividendes. Les commanditaires ont adopté cette approche pour éviter de vendre leurs parts sur le marché secondaire à un cours inférieur à la valeur liquidative.

Les escomptes pour les placements sur le marché secondaire menés par des commanditaires qui sont axés sur les rachats ont atteint en moyenne 9 % au cours des trois dernières années et, en 2024, ils ont atteint en moyenne 4 % pour les fonds âgés de quatre à six ans,

et plus de 20 % pour les fonds âgés de plus de dix ans. Les prêts à la valeur liquidative ont habituellement une durée de près de cinq ans et un rapport prêt-valeur de 20 %, et selon la garantie sous-jacente, ils peuvent intéresser les investisseurs institutionnels réglementés, comme les sociétés d'assurance, du point de vue de la pondération en fonction des risques et de la charge de capital. Cela signifie que des fonds sont disponibles, peu importe à quel point les bilans des banques sont serrés en raison d'une surveillance macroprudentielle visant à assurer la stabilité du système financier.

La décision de placement d'un commanditaire envisageant un prêt à la valeur liquidative comporte deux volets. D'une part, le commanditaire peut obtenir un escompte ponctuel en se déchargeant d'une participation entière dans un fonds sur le marché secondaire, ce qui lui permet ainsi d'accéder à une liquidité immédiate pour quelques cents par dollar, mais qui le force à abandonner les flux de trésorerie futurs à mesure que les sociétés de portefeuille sous-jacentes sont vendues et que le produit est remis aux investisseurs. D'autre part, le commanditaire peut choisir de recevoir une distribution aujourd'hui en échange du versement d'intérêts sur un prêt à la valeur liquidative à moyen terme, dans le but de conserver sa participation et de réaliser éventuellement le potentiel de hausse du fonds une fois que les marchés des opérations se seront redressés. On suppose ici qu'il n'y aura aucun problème avec les sociétés de portefeuille sous-jacentes qui ont été données en garantie.

Ce type de financement est controversé à Wall Street, car il accroît l'effet de levier en ajoutant un troisième niveau d'emprunt au-delà du niveau du fonds en vigueur et des bilans des actifs sous-jacents. Nous avons l'habitude d'être déçus lorsque les commandités utilisent des prêts à la valeur liquidative pour préserver les taux de versement, car ils gonflent ainsi artificiellement les distributions versées en capital ainsi que les mesures de rendement, comme le taux de rendement interne et le multiple sur l'argent investi. Notre préoccupation, lorsque les commanditaires utilisent des prêts à la valeur liquidative, est que ce type d'aménagement financier peut constituer une mesure provisoire pour consolider un rendement sous-jacent qui pourrait ne jamais se concrétiser, auquel cas le risque systémique pourrait être amplifié par l'endettement supplémentaire.

### **Participations dans des commandités**

Dans un contexte où la conclusion d'opérations de capital-investissement et la collecte de fonds de capital-investissement ralentissent, les commandités de petite taille et émergents vendent des participations en actions minoritaires et passives pour débloquer des

capitaux afin d'étendre leurs activités et de diversifier leurs revenus sans renoncer au contrôle. Les ventes de participations de commandités offrent aux fondateurs et aux partenaires des liquidités tandis que les acheteurs sont en mesure de tirer un revenu récurrent des frais de gestion et des intérêts reportés. Blackstone cherche à réunir plus de 5 milliards de dollars pour sa plus récente participation dans un fonds de commandités, qui devrait égaler la taille de son fonds prédécesseur de 2021, où l'équipe de placement ciblait des commandités dont les actifs gérés équivalaient à au moins 5 milliards de dollars. D'autres joueurs notables comprennent Petershill Partners (exploité par Goldman Sachs Asset Management) et Blue Owl Capital. Selon un récent sondage mené par McKinsey & Company, 43 % des commanditaires investissent maintenant dans des participations de commandités, attirés par le potentiel de rendement résilient et axé sur le revenu tout au long du cycle économique. De ce nombre, 56 % envisagent d'acheter des participations directes dans des commandités, principalement des fonds souverains ayant un horizon de placement à très long terme.

### Crédit privé

Nous continuons de plaider en faveur de la sélection des gestionnaires, une décision cruciale en matière de crédit privé. En effet, le rendement global est dominé par les revenus tirés des coupons, plus que sur les marchés liquides riches en information, comme ceux où se négocient des obligations à rendement élevé et des prêts largement syndiqués. Ces titres peuvent changer de mains avec un escompte par rapport à la valeur nominale lorsque les taux de base augmentent

ou que les écarts de taux s'élargissent – en raison d'un risque de défaut perçu plus élevé – par rapport au prix de l'émission initiale.

En termes simples, cela signifie que les commandités à qui nous confions le capital de nos clients doivent faire les bons choix et faire preuve de prudence en matière de souscription, de stabilité des actifs et de solidité des protections des prêteurs dans leur quête d'obtenir des distributions en espèces intéressantes et constantes. Une fois qu'un émetteur a l'état « non comptabilisé », qu'il a épuisé ses paiements en nature ou qu'il n'a plus de possibilité de modification ou de prolongation et qu'il est sous tension et donc évalué à la valeur du marché en conséquence, ce n'est qu'une question de temps avant que ne soient effectués des exercices de gestion du passif, définis comme des échanges forcés de prêts en difficulté avec des modalités autres que celles du marché, afin d'éviter la faillite.

L'examen des prêts largement syndiqués qui sont également des prêts à taux variable mesurés au taux de financement à un jour garanti (taux SOFR) peut nous donner un potentiel signal d'alarme. La prise en compte du risque de défaut par les marchés publics, que l'on peut évaluer par les écarts de taux, peut être complaisante en raison du « biais de survie » et de l'incapacité à tenir compte des restructurations proactives du capital. La figure 3 illustre l'écart rajusté en fonction des options des titres de créance de sociétés de qualité inférieure libellés en dollars américains émis sur le marché des obligations américaines à rendement élevé : plus précisément, tous les titres assortis d'une cote de crédit de B donnée par les agences S&P, Moody's et Fitch.

Figure 3 : Prise en compte favorable du risque de défaut pour les sociétés du marché intermédiaire de base



Source : Bureau des placements, Gestion de patrimoine; Réserve fédérale de St. Louis, en date du 12 juillet 2025.

Nous pouvons voir que les écarts sont près d'un resserrement générationnel et qu'ils se sont remis du choc de l'imposition des droits de douane à l'occasion du jour de la libération pour se négocier de nouveau à moins de 300 pdb. Bien que les sociétés de l'indice S&P 500 aient tendance à être de très grandes sociétés ayant une capitalisation boursière médiane de plus de 30 milliards de dollars et un bilan impeccable, les sociétés qui font partie du groupe des emprunteurs ayant une cote de B ont en moyenne environ le dixième de la taille des très grandes sociétés, et comprennent des sociétés ouvertes endettées et des sociétés fermées récemment acquises dans le cadre d'un rachat par un promoteur financier.

Ce qui peut sembler être de la complaisance de la part des marchés du crédit pourrait plutôt refléter une bifurcation. Les écarts serrés des emprunteurs ayant une cote de B reflètent généralement un solide rendement. Les entreprises qui affichent une forte croissance des bénéficiaires et un endettement relativement faible continuent d'accéder au marché à des conditions favorables. Bien que les versements de dividendes aient compté pour 12 % des financements à effet de levier cette année, un sommet record, seulement 7 % de ces opérations ont porté sur des emprunteurs dont le ratio de la dette par rapport au BAIIA est supérieur à 6 fois. Il s'agit d'une baisse par rapport au taux de 46 % enregistré en 2021, lorsque les émissions servant à financer le versement de dividendes étaient souvent le signe d'une stratégie de crédit audacieuse. Les emprunteurs jonglant avec des taux d'intérêt élevés ont eu une expérience différente. Les prêts déclassés à CCC ou D (cas de défaut) – et, par conséquent, ne faisant

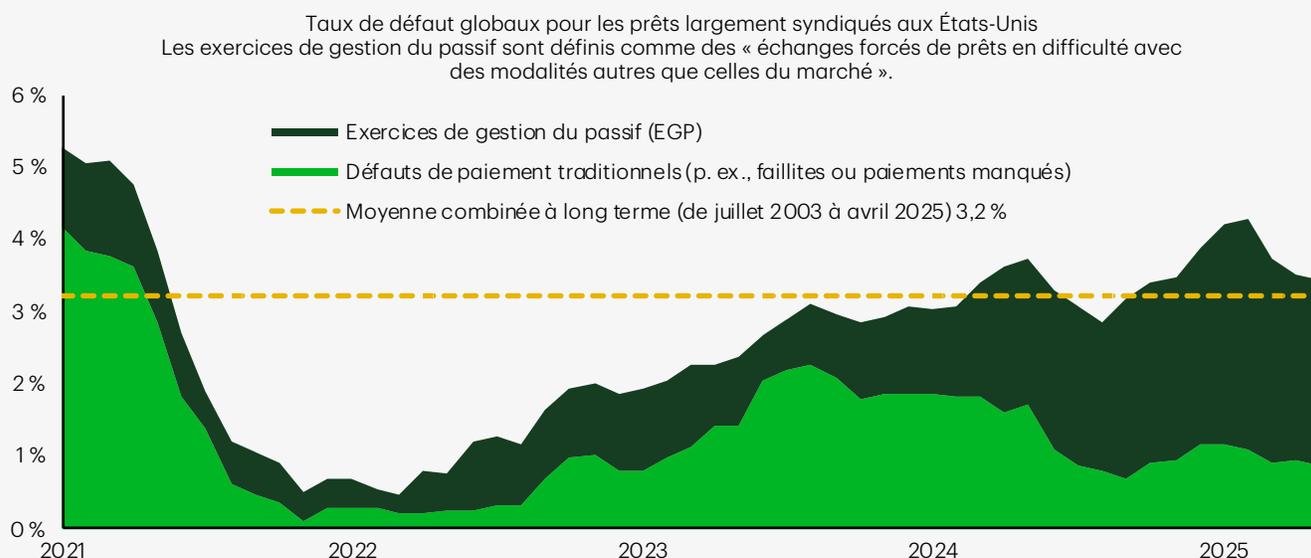
plus partie du groupe des emprunteurs ayant une cote de B, ne sont pas pris en compte dans la figure 3. Ils se négocient habituellement à moins de 80 cents par dollar de la valeur nominale.

Bien que les défauts de paiement traditionnels, par exemple les faillites ou les paiements manqués, demeurent faibles, comme le montre la figure 4, les exercices de gestion du passif, ou restructurations opportunistes de dettes ont connu une hausse marquée. Si l'on tient compte des exercices de gestion du passif, le taux de défaut des prêts largement syndiqués a déjà dépassé sa moyenne à long terme de 3,2 % atteinte à l'été 2003, ce qui indique généralement un changement dans le cycle de crédit.

Des dynamiques semblables sont évidentes dans la sous-catégorie des actifs de prêts directs du crédit privé, où les taux de défaut demeurent faibles, en partie parce que les créanciers ont converti les coupons payés en espèces des emprunteurs en difficulté en paiements en nature, où les intérêts non perçus s'ajoutent au capital. Selon un récent sondage, le ratio prêt-valeur (RPV) de ces conversions est passé de 49 % au moment de la clôture à 86 % à la fin de mars.

L'augmentation du nombre d'exercices de gestion du passif à la figure 4 est survenue en raison des taux de base élevés, de la faiblesse des engagements de crédit, de la vague d'échéances à venir et des promoteurs financiers recherchant activement une valeur nette dans un contexte de liquidité paralysée. Bien que la majeure partie de l'univers des titres de créance de qualité inférieure demeure solide (pour les obligations à rendement élevé, les prêts largement syndiqués et

Figure 4 : Taux de défaut globaux pour les prêts largement syndiqués aux États-Unis



le crédit privé), la grande quantité de titres de créance en circulation signifie que même un taux de défaut potentiel relativement faible peut donner lieu à un volume important d'exercices de gestion du passif.

Les exercices de gestion du passif demeurent mal définis, mais comprennent généralement les mesures prises par un emprunteur en difficulté pour restructurer sa dette hors du cadre judiciaire plutôt que dans un processus de faillite en bonne et due forme ou pour mobiliser des capitaux par des moyens non conventionnels afin de répondre à un besoin de liquidités. Le recours à un exercice de gestion du passif peut créer la marge de manœuvre nécessaire pour éviter ou reporter un défaut de paiement, mais elle peut aussi entraîner des résultats divergents pour les investisseurs qui détiennent le même instrument. C'est là où la sélection du gestionnaire revêt une importance capitale, encore une fois, non seulement pour une souscription prudente, mais aussi pour sa compétence à mener avec succès une restructuration de la dette si les choses tournent mal.

Les exercices de gestion du passif prennent principalement deux formes. Dans certains cas, lorsque de nouveaux titres de créance sont émis, les nouveaux créanciers se voient accorder un rang supérieur à celui des créanciers existants. La nouvelle portion de la dette bénéficiant d'un rang encore plus élevé est fournie par les prêteurs existants qui ont la possibilité d'élever le rang de priorité de l'ensemble de leurs créances sur les garanties existantes. Ceux qui ne participent pas à la nouvelle émission sont subordonnés, et c'est là que l'abondance des liquidités et la capacité à mobiliser des fonds deviennent importantes.

De plus, il y a des transferts d'actifs, aussi appelés des liquidations d'actifs, où l'emprunteur transfère sa garantie dans une filiale non restreinte contre laquelle les prêteurs majoritaires n'ont aucune créance. Cette autre entité peut ensuite contracter une nouvelle dette de premier rang garantie par les actifs transférés. Une telle violence entre créanciers est rare dans le crédit privé, en particulier lorsque des prêts syndiqués en circuit fermé impliquent un petit syndicat, et deviennent totalement inexistantes si un commandité donné agit comme chef de file et souscrit l'intégralité de l'émission à lui seul. Les taux de pertes de la plateforme et les mesures des prêteurs principaux deviennent alors importants.

### **Actifs réels**

Dans le dernier numéro de la Stratégie de portefeuille trimestrielle, nous avons souligné le rendement de diverses sous-catégories d'actif dans l'immobilier privé et mis en évidence des segments que nous trouvons

intéressants. Nous continuons de réaffirmer notre conviction à l'égard de l'approche en amont pour tirer parti de l'infonuagique et de l'intelligence artificielle, notamment par l'intermédiaire des centres de données et de la production d'électricité connexe. L'une des sources de cette production est l'énergie solaire, qui occupe une place importante dans l'actualité ce trimestre, compte tenu de l'adoption récente par le Congrès américain de la One Big Beautiful Bill Act (OBBBA).

La nouvelle loi prévoit que les projets d'énergie solaire perdront leurs crédits d'impôt à l'investissement s'ils ne sont pas mis en service d'ici la fin de 2027 ou si leur construction n'est pas commencée au cours de l'année suivante. Un crédit d'impôt à l'investissement est essentiellement un mécanisme de récupération anticipée des impôts, qui réduit le coût de construction d'une centrale solaire, ce qui permet à un promoteur d'établir un prix concurrentiel pour l'électricité. Ce crédit est habituellement capitalisé comme une mesure d'équité fiscale dans le bilan d'une société. Cela vient augmenter les sources traditionnelles de titres de créance et de capitaux propres qui sont utilisés pour bâtir des actifs à long terme.

Au moment d'évaluer un fonds ayant une exposition concentrée au thème de la production d'électricité à partir de l'énergie solaire, il peut être utile d'analyser le processus de valorisation et le portefeuille de projets qui sous-tendent la valeur liquidative. Il existe trois sources de flux de trésorerie : les projets existants qui font l'objet de contrats à long terme, les projets en construction assortis d'accords d'achat d'électricité signés et les projets pour lesquels pareil accord n'a pas encore été signé.

Les projets existants ne sont pas du tout touchés par l'OBBBA, étant donné qu'ils sont opérationnels, que les crédits d'impôt à l'investissement ont été récupérés et que l'électricité est vendue dans le cadre de contrats conclus avec des acheteurs solvables. Par ailleurs, les projets assortis d'accords d'achat d'électricité signés doivent respecter l'échéance pour bénéficier de la protection de la loi en raison du principe de sauvegarde lorsque les projets satisfont aux exigences minimales du critère « en construction ».

Ce sont les accords non signés qui représentent la majeure partie du risque, étant donné que des négociations pourraient se poursuivre à un stade avancé et que la construction pourrait ne pas commencer au cours des 12 prochains mois. Sans crédit d'impôt à l'investissement, il faudra augmenter les prix de l'électricité pour préserver la rentabilité ou le coût actualisé de l'énergie. Cela dit, sur certains marchés,

l'énergie solaire pourrait demeurer la forme d'énergie la plus abordable, même en excluant le crédit d'impôt à l'investissement, d'autant plus que la construction de centrales au gaz naturel prend plus de temps que l'aménagement de parcs solaires et qu'il faudra attendre encore plusieurs années pour les éoliennes. Une approche par rapport à l'OBBBA consisterait, pour les évaluateurs tiers, à tenir compte d'une part prudente de réalisations en développement – par exemple, de 40 % à 60 % plutôt que 100 % pour un carnet de projets en attente – ou à augmenter les taux d'actualisation pour s'assurer de valorisations réalistes au moment d'actualiser les flux de trésorerie à long terme.

Ces changements feront des gagnants et des perdants dans le secteur américain de l'énergie renouvelable. Malgré l'incertitude à court terme, le déséquilibre fondamental entre l'offre et la demande sur l'ensemble du marché de l'électricité continue de favoriser l'énergie solaire – avec ou sans le crédit d'impôt à l'investissement – dans certains marchés où de solides promoteurs disposent d'importants actifs opérationnels et contractuels.

#### **Événements notables du deuxième trimestre de 2025**

L'Université Yale procède à une vente secondaire d'intérêts en capital-investissement dirigée par un commanditaire et estimée à 2,5 milliards de dollars. Le fonds de dotation de l'Ivy League est à un stade avancé des négociations avec les acheteurs, et les investisseurs s'attendent à un escompte inférieur à 10 % par rapport à la valeur liquidative. Yale affiche une pondération d'environ 40 % pour les marchés privés et est bien connue pour ses engagements précoces et de taille dans des fonds du marché privé au cours des dernières décennies. L'investisseur institutionnel cherche à rééquilibrer son portefeuille dans un contexte d'évolution des besoins en liquidités. L'opération est structurée comme une opération en mosaïque, ce qui permet aux acheteurs d'acquérir de façon sélective des intérêts dans le fonds plutôt que d'acheter l'ensemble du portefeuille. Cette approche est de plus en plus populaire dans les opérations secondaires de grande envergure, car elle permet aux acheteurs de cibler des stratégies ou des gestionnaires qui correspondent à leurs mandats. Les géants du marché secondaire Lexington Partners et HarbourVest Partners font partie des sociétés qui ont évalué le portefeuille. De même, l'Université Harvard cherche à se débarrasser de participations dans des fonds de capital-investissement d'une valeur d'un milliard de dollars. La pondération des placements privés dans le fonds de dotation était de 39 % en 2024, contre 34 % en 2021 – la même année où l'université a conclu une entente semblable.

Meta est en pourparlers avec des sociétés de crédit privé de premier plan, dont Apollo, KKR, Brookfield, Carlyle et PIMCO, en vue d'amasser jusqu'à 29 milliards de dollars pour financer le déploiement intensif de centres de données aux États-Unis axés sur l'intelligence artificielle. Le géant des médias sociaux vise à obtenir des capitaux propres d'environ 3 milliards de dollars ainsi qu'une dette de 26 milliards de dollars. La société débat activement de la meilleure façon de structurer l'augmentation historique de sa dette, qui serait l'une des plus importantes campagnes de financement privé du genre. Meta a récemment fourni des orientations pour des dépenses en immobilisations pour l'année 2025 de 64 à 72 milliards de dollars – une augmentation par rapport à leur fourchette précédente de 60 à 65 milliards de dollars – en raison d'investissements supplémentaires dans des centres de données pour soutenir ses efforts dans le domaine de l'intelligence artificielle et de la hausse des coûts du matériel d'infrastructure.

Les Lakers de Los Angeles ont accepté de vendre une participation majoritaire à TWG Global, une société de portefeuille diversifiée, à une évaluation s'élevant à 10 milliards de dollars – il s'agit de la dernière décision de placement privé très médiatisée visant à remodeler la propriété des sports professionnels de premier ordre. L'opération positionne les Lakers comme la franchise sportive ayant la plus grande valeur au monde, surpassant la récente opération record de 6,1 milliards de dollars conclue par un consortium dirigé par STG Partners pour l'acquisition des Celtics de Boston. La nouvelle participation majoritaire devrait injecter de nouveaux capitaux dans les Lakers, qui doivent s'adapter à une nouvelle convention collective visant à favoriser un alignement plus jeune et moins coûteux. Le passage de la propriété familiale à la propriété institutionnelle marque une transition générationnelle. La famille Buss, qui a acheté les Lakers pour 67,5 millions de dollars en 1979, est propriétaire de l'équipe depuis 46 ans, soit la plus longue période jamais enregistrée par une franchise de la NBA.

Virgin Australia a grimpé de 11 % dès son lancement sur le marché à la fin de juin, propulsant sa capitalisation boursière à 2,6 milliards de dollars australiens (la valeur de l'entreprise se chiffrant à 3,6 milliards de dollars australiens) à ce moment-là. Le PAPE a marqué le retour de la compagnie aérienne à la Bourse des valeurs mobilières de l'Australie, après une absence de quatre ans, sous la propriété de Bain Capital. Le succès de l'inscription pourrait raviver le dynamisme du marché australien des PAPE, qui est actuellement inerte. Bain Capital, qui a acquis Virgin Australia pour la somme

de 3,5 milliards de dollars australiens, passif inclus, au cours de sa restructuration de 2020, a réduit sa participation, la faisant passer de près de 70 % à 39,4 % dans le cadre du PAPE. Qatar Airways, qui a récemment investi dans Virgin, conserve une participation de 23 %. La forte orientation de la société sur le marché intérieur, qui représente 90 % de ses activités, l'a aidée à se protéger contre la volatilité géopolitique généralisée. Avec une part de 34,4 % du marché intérieur par rapport à 37,5 % pour Qantas, Virgin se positionne pour devenir un concurrent plus solide après l'inscription, tandis que Bain Capital conserve un potentiel de hausse important.

BlackRock s'attend à lancer un nouveau fonds à date cible au début de 2026 qui inclura des placements privés et du crédit privé, en utilisant sa trajectoire d'ajustement progressif exclusive. En partenariat avec Great Gray Trust, un fournisseur de régimes de retraite qui gère des actifs de plus de 210 milliards de dollars, la nouvelle offre de BlackRock représente une étape importante dans la réorganisation des portefeuilles de retraite, traditionnellement dominés par les actions et les obligations cotées en bourse. La nouvelle stratégie à date cible intégrera une pondération de 5 % à 20 % dans les marchés privés, selon l'âge de l'investisseur. BlackRock estime que cela pourrait stimuler les rendements annuels jusqu'à 50 pdb, tout en s'alignant sur son modèle de portefeuille à long terme composé à 50 % d'actions cotées en bourse, à 30 % de titres à revenu fixe et à 20 % de placements sur les marchés privés.

Vista Equity Partners a finalisé un instrument de continuité de 5,6 milliards de dollars dirigé par un commandité pour élargir sa participation dans Cloud Software Group, la société mère de Citrix et de TIBCO. L'opération constitue l'une des plus importantes opérations de continuité d'actifs individuels à ce jour. L'opération a attiré 2,7 milliards de dollars en nouveaux capitaux d'investisseurs du marché secondaire, ainsi que 2,2 milliards de dollars en engagements des fonds VII et VIII existants de Vista. Les intérêts restants ont été transférés du Fonds V, qui détenait auparavant l'actif. Les investisseurs du Fonds V qui ont opté pour la liquidité ont obtenu un rendement de 4,1 fois. Cloud Software Group a été créé en 2022 après le rachat de Citrix et de TIBCO par Vista pour 16,5 milliards de dollars. L'actif sera maintenant transféré dans le fonds prorogé à un cours inférieur de 5 % à son évaluation du premier trimestre de 2024. Coller Capital fait partie des nouveaux commanditaires. L'entente souligne l'utilisation croissante des instruments de continuité comme solution de rechange aux sorties traditionnelles dans un contexte limité de fusions et acquisitions et de PAPE.

Apollo Global Management et Blackstone dirigent une facilité de crédit privé de 4 milliards de dollars pour soutenir l'acquisition par Thoma Bravo de la division d'aviation numérique de Boeing pour 10,6 milliards de dollars, dans le cadre de l'une des plus importantes opérations de prêt direct de l'année. Le prêt de sept ans versé en une seule tranche, qui regroupe les titres de créance de premier et de deuxième rang en une seule structure, devrait afficher un cours de 475 pdb supérieur au taux de financement à un jour garanti de l'indice de référence (qui se situe actuellement dans la fourchette cible de 4,25 % à 4,5 % des fonds fédéraux). Le syndicat de prêteurs comprend également Ares Management, Blue Owl Capital, KKR et la division de crédit privé de J.P. Morgan. Dans le cadre de cette opération, Thoma Bravo acquerra les activités de navigation aérienne Jeppesen de Boeing, ainsi que d'autres actifs numériques, dont ForeFlight, AerData et OzRunways.

3G Capital a accepté de faire l'acquisition de Skechers dans le cadre d'une opération de privatisation d'une valeur de 9,4 milliards de dollars, soit le plus important rachat de l'histoire de l'industrie de la chaussure. L'entente repose sur la relation de longue date de 3G Capital avec la famille Greenberg, qui a fondé la marque et qui participe toujours activement aux activités quotidiennes. Robert Greenberg, fondateur et chef de la direction de Skechers, qui est âgé de 85 ans, continuera de diriger la société, aux côtés de Michael Greenberg, président, et de David Weinberg, chef de l'exploitation. Fondée en 1992, Skechers est passée d'une marque de mode urbaine à une puissance mondiale de la chaussure de sport d'abord axée sur le confort, en concurrence avec des géants comme Nike et Adidas. Sa stratégie d'établissement des prix et sa présence dans le commerce de détail à l'échelle internationale – avec près de 5 000 magasins dans plus de 120 pays – l'ont aidée à maintenir sa pertinence malgré une concurrence féroce.

GTCR, dont le siège social est situé à Chicago, est bien placé pour remettre plus de 5 milliards de dollars à ses commanditaires en 2025, faisant fi des difficultés et des pressions sur les liquidités de l'ensemble des marchés. La vague de distributions est alimentée par une série de sorties de capitaux fructueuses. GTCR a généré un rendement de deux fois à partir de la vente de 24 milliards de dollars de Worldpay à Global Payments, après avoir acquis une participation de 55 % en 2023. GTCR a également liquidé des placements dans plusieurs sociétés de renom, notamment ITEL Laboratories, un fournisseur de données et d'analyses du secteur de l'assurance de dommages, pour plus de 1,3 milliard de dollars, dette incluse, et le courtier d'assurance indépendant AssuredPartners à Arthur

J. Gallagher & Co., pour la somme de 13,45 milliards de dollars au comptant. Le moment où surviennent ces opérations place GTCR parmi un petit groupe de commandités qui génèrent des liquidités importantes pour les commandités, ce qui démontre une capacité à contre-courant d'effectuer des monétisations en temps opportun.

La Financial Conduct Authority (FCA) du Royaume-Uni déploie le Private Intermittent Securities and Capital Exchange System, ou PISCES, un nouveau type de marché boursier privé qui reliera les acheteurs et les vendeurs d'actions de sociétés privées lors d'événements de négociation intermittents. Les sociétés qui utilisent la plateforme PISCES seront en mesure de contrôler le moment où leurs actions peuvent être négociées, qui peut acheter leurs actions, le prix plancher ou plafond de ses actions et qui obtient des renseignements sur la société ou les opérations effectuées sur ses actions. La plateforme PISCES peut être utilisée par des investisseurs, des sociétés privées situées au Royaume-Uni ou à l'étranger, des intermédiaires financiers, des employés et des fiduciaires. La FCA a publié ses règles finales en juin et accepte actuellement les demandes des entreprises qui souhaitent exploiter une plateforme PISCES. Le Trésor britannique doit faire rapport à son Parlement pour déterminer si la plateforme fonctionne comme prévu d'ici juin 2030. D'ici là, la FCA testera le cadre réglementaire du PISCES dans un environnement encadré et sécurisé.

Google a conclu une entente de 3 milliards de dollars pour obtenir de l'énergie hydroélectrique de la division des énergies renouvelables de Brookfield afin de répondre à la demande liée à l'infonuagique et à l'IA. Les deux accords d'achat d'électricité d'une durée de 20 ans constituent la plus importante entente du genre en matière d'énergie propre et prévoient d'abord la livraison de 670 mégawatts par les installations Holtwood et Safe Harbor de Brookfield, en Pennsylvanie, acquises au milieu des années 2010. Google aura la possibilité de se procurer un total de trois gigawatts dans le cadre de projets et de mises à niveau futurs. L'accent mis sur ce mode de production reflète un virage politique et réglementaire vers des sources d'énergie renouvelable solides, qui fournissent un approvisionnement constant en électricité, peu importe les conditions météorologiques ou l'heure du jour. De même, Meta a récemment accepté d'acheter de Constellation Energy la production de 1 121 mégawatts d'une centrale nucléaire en Illinois sur une période de 20 ans à compter de 2027. La loi OBBBA a maintenu les crédits d'impôt à la production et à l'investissement pour l'hydroélectricité jusqu'en 2036, tandis que les projets éoliens et solaires perdront ces crédits à moins

qu'ils ne soient mis en service d'ici la fin de 2027 ou que la construction soit commencée au cours de l'année suivante. D'ici 2030, les États-Unis devraient consommer plus d'énergie pour le traitement des données que les secteurs de la fabrication de l'aluminium, de l'acier, du ciment et des produits chimiques combinés.

Coller Capital a mobilisé un montant record de 6,8 milliards de dollars pour sa plateforme du marché secondaire des titres de créances privés, qui gère maintenant 10,1 milliards de dollars. Coller Capital Opportunities II (CCO II) ciblera les prêts directs de premier rang et les placements en titres de créance performants de grande qualité, dans le cadre d'opérations sur le marché secondaire dirigées par des commanditaires et des commandités. Le succès de la mobilisation des capitaux fait suite au premier fonds de crédit de 1,4 milliard de dollars de la société, CCO I, qui avait précédemment établi l'indice de référence comme le plus important fonds de crédit privé du marché secondaire à ce moment-là. Le marché secondaire du crédit privé a considérablement augmenté, en raison de la demande des investisseurs pour des solutions de liquidité et d'une exposition diversifiée aux actifs de crédit de qualité supérieure, ainsi que de l'échéance et de l'établissement de la catégorie d'actif du crédit privé.

## La volatilité n'a pas assombri les perspectives à long terme

Les produits de base se sont bien comportés cette année, les investisseurs cherchant à tirer parti des avantages de la diversification dans un contexte de volatilité.

Hussein Allidina, directeur général et chef, Produits de base | Gestion de Placements TD

Humza Hussain, vice-président et directeur, Produits de base | Gestion de Placements TD

La volatilité que nous avons connue sur les marchés au deuxième trimestre a été la plus élevée des 10 dernières années, en dehors de la pandémie de COVID-19. Les annonces faites par le président Trump le 2 avril à l'occasion du « jour de la libération » ont révélé que l'administration américaine prenait au sérieux l'idée d'un niveau élevé de tarifs douaniers, ce qui a entraîné des turbulences sur les marchés. Alors que les craintes liées à la croissance – découlant de l'incertitude de la politique tarifaire – atteignaient un sommet, l'incertitude géopolitique s'est également accentuée avec l'attaque de l'Iran par Israël, puis par les États-Unis.

Toutefois, ce trimestre n'était qu'un prolongement naturel de la direction vers laquelle le monde s'est orienté ces dernières années, à savoir une plus grande volatilité sur les marchés et un risque géopolitique accru. Depuis le début de l'année (cumul annuel), l'indice Bloomberg des produits de base est en hausse de plus de 5 % et la catégorie d'actif a continué de jouer son rôle au sein des portefeuilles bien diversifiés en offrant des avantages en matière de diversification et de protection contre l'inflation.

Au cours des derniers mois, les marchés se sont beaucoup concentrés sur les tarifs douaniers, leur attention ayant été brièvement interrompue par l'éclatement des tensions entre Israël, les États-Unis et l'Iran, qui se sont depuis apaisées. Nous avons toujours été d'avis qu'il n'était dans l'intérêt d'aucun intervenant de perturber le flux du pétrole brut, comme en témoigne le fait que les infrastructures pétrolières ont été largement épargnées.

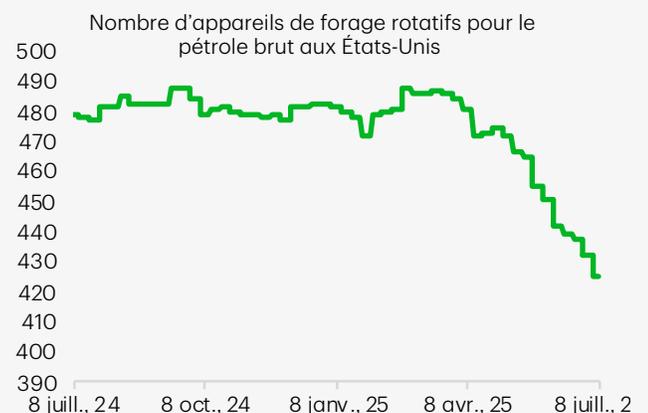
Maintenant que le conflit est derrière nous (du moins pour l'instant), l'attention des marchés se porte à nouveau sur l'équilibre des fondamentaux. Les prévisions consensuelles à l'égard du pétrole ont été baissières pendant la majeure partie des 16 derniers mois, une opinion à laquelle nous n'avons pas souscrit. Même si l'on prévoit que les stocks s'accumuleront plus tard cette année en raison des attentes quant à une augmentation de la production de l'OPEP et à un ralentissement de la demande, ils demeurent

limités et les paramètres fondamentaux restent sains, comme en témoigne le déport encore important (les prix futurs du pétrole sont inférieurs aux prix actuels) observé sur les marchés du pétrole brut et des produits connexes. Il est important de noter que, même si les prix du WTI et du Brent ont reculé de près de 2 % et de 4 %, respectivement, en cumul annuel, les rendements totaux des deux pétroles bruts sont positifs en raison du portage positif associé au resserrement des marchés (les rendements du portage sont réalisés lorsque les marchés sont serrés et en situation de déport, et que les cours ne diminuent pas autant que prévu sur la courbe des contrats à terme). Néanmoins, l'anticipation des surplus contribue à contenir les prix, ce qui freine les dépenses en immobilisations nécessaires.

L'aspect le plus impressionnant de la situation est peut-être le fait que les produits de base sont en hausse sur l'année, malgré un rendement décevant du segment de l'énergie.

Au deuxième trimestre, le secteur agricole a été fortement influencé non seulement par les tarifs douaniers, mais aussi par les rétorsions tarifaires. Comme les États-Unis sont le plus important exportateur de produits agricoles (ou le deuxième en importance

Figure 1 : La baisse du nombre d'appareils de forage pétrolier aux États-Unis laisse entrevoir une chute de l'offre



Source : Gestion de Placements TD, au 8 juillet 2025.

selon l'année), il est logique que les autres pays ciblent certains des principaux produits d'exportation américains. Les prix du maïs, du soya et du blé ont connu de fortes fluctuations au cours des derniers mois en fonction de l'imposition des tarifs douaniers, des contre-mesures tarifaires, des accords et des annonces de refus de négociations. Le soya a été ciblé par la Chine, avant même le début des négociations tarifaires, la Chine n'ayant jamais importé aussi peu de soya des États-Unis depuis dix ans. Plus récemment, les tarifs douaniers de 50 % imposés par le président Trump sur tout ce qui provient de l'UE, qui ont depuis été reportés, ont fait chuter les prix du maïs en raison de la possibilité que l'UE cible les importations de maïs en provenance des États-Unis. Au-delà des questions tarifaires, les récoltes aux États-Unis, au Brésil et en Argentine – qui représentent la majorité de la production mondiale – continuent de surpasser les attentes, ce qui devrait alimenter davantage la faiblesse à l'approche de la saison des récoltes aux États-Unis.

Nos perspectives de début d'année étaient prudemment optimistes à l'égard des métaux, compte tenu de paramètres fondamentaux favorables, mais tempérées par les inquiétudes liées à la demande découlant de l'incertitude tarifaire. Le rendement en cumul annuel a dépassé les attentes, grâce à une forte demande dans les infrastructures, les exportations, les véhicules électriques (VE) et les appareils électroménagers. À plus long terme, les paramètres fondamentaux demeurent solides, mais l'incertitude macroéconomique – en particulier en ce qui concerne les tarifs douaniers – pourrait freiner l'activité économique et la demande de métaux industriels. L'offre sera un important facteur de rendement à l'avenir, car on s'attend à ce que l'offre de zinc se rétablisse et à ce que la dynamique de l'offre plus large devienne un facteur de différenciation clé pour les métaux à court terme. Notre point de vue global demeure positif d'un point de vue structurel, soutenu par

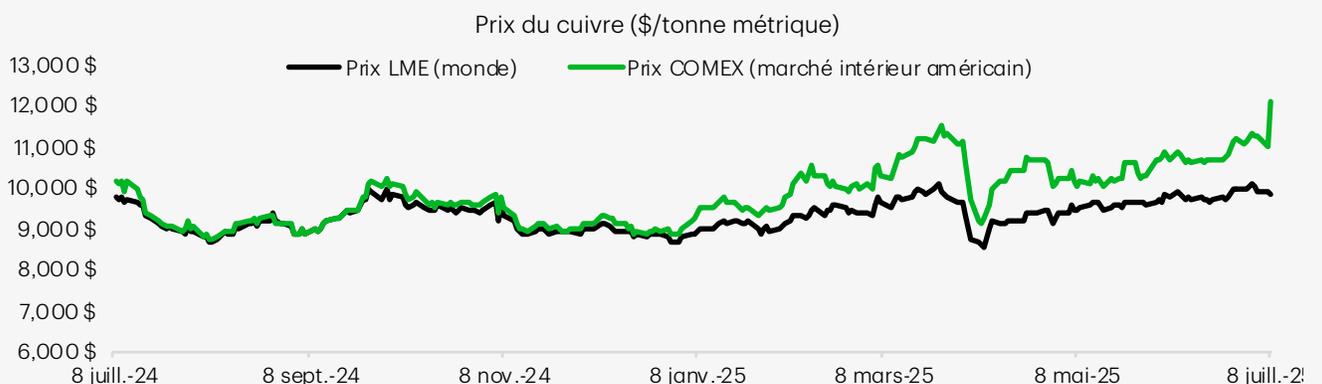
une offre négligée, en particulier pour le cuivre, et par des perspectives de demande positive (électrification et croissance de la demande d'électricité). En dehors des métaux précieux, le sous-secteur des métaux industriels a été le plus performant et reste positif sur l'année.

Nous restons optimistes à l'égard des métaux précieux en général et de l'or en particulier, malgré de très solides rendements en cumul annuel. La faiblesse qu'a affichée l'or dernièrement reflète en grande partie la vigueur récente des actions. Du point de vue structurel, l'offre est limitée et les banques centrales, en particulier dans les pays du Sud, devraient rester de solides acheteurs. Les stocks de platine et de palladium se resserrent en raison d'une demande soutenue et d'une offre limitée.

Malgré toute l'agitation et la réévaluation au niveau des attentes de croissance, les paramètres fondamentaux des produits de base sont demeurés positifs. Dans l'ensemble, les stocks sont serrés et les données en temps réel ne laissent pas encore entrevoir de signes de capitulation de l'activité économique. Les préoccupations entourant les évaluations des actions et des titres à revenu fixe, conjuguées à l'inflation accrue ainsi qu'à l'endettement et aux déficits à l'échelle mondiale, incitent les investisseurs à continuer de s'intéresser aux produits de base et à y investir.

Bien que certains produits de base puissent connaître des difficultés à court terme en raison de la probabilité d'une concentration de l'activité en amont des tarifs douaniers, nous maintenons dans l'ensemble des perspectives positives sur plusieurs années en ce qui concerne le secteur. Nous croyons que le contexte macroéconomique mondial positif, combiné aux paramètres fondamentaux sous-jacents intéressants de l'offre et de la demande pour les produits de base, sera favorable aux prix à long terme.

Figure 2 : Les tarifs douaniers font grimper le prix du cuivre aux États-Unis par rapport aux prix mondiaux



# L'incertitude budgétaire et politique pèse sur le dollar américain

L'administration américaine semble déterminée à bousculer l'ordre économique mondial. Or, cela n'est pas sans conséquence sur le rôle de monnaie de réserve du dollar américain.

---

Stratégie mondiale relative aux taux, aux opérations de change et aux produits de base, Valeurs Mobilières TD

### Faits saillants

- Récemment, le thème de la rupture s'est centré autour du dollar américain, dans un contexte caractérisé par l'objectif du président Trump de perturber les acquis des vingt dernières années d'hypermondialisation. Cependant, cette première phase n'a pas vraiment ressemblé à une phase puisqu'elle était ancrée dans un rajustement de positionnement et un changement du discours.
- Nous sommes clairement passés à la phase suivante et nous examinons actuellement des questions plus approfondies sur les perspectives à moyen terme du dollar américain. La deuxième phase commence par des rajustements de couverture et s'intensifiera probablement avec une réinitialisation des flux de répartition des actifs.
- Nous prévoyons toujours un rajustement structurel plus approfondi du dollar américain et un « retour à la valeur » dans l'ensemble des stratégies de change, ce qui signifierait une nouvelle baisse d'environ 3% au deuxième semestre de 2025. Il ne s'agira pas d'une évolution en ligne droite, mais nous pensons que les creux seront brefs et peu importants.
- Les États-Unis sont sur une trajectoire insoutenable en raison des dépenses budgétaires, de l'augmentation des déficits budgétaires et d'une inflation persistante, avec des risques à la hausse. Les déficits budgétaires augmentent dans l'ensemble des pays du G7, témoignant de l'effondrement de l'ordre géopolitique et de la politique étrangère en place, qui incite les gouvernements à dépenser. Comment s'en sortir? Des courbes plus accentuées et des taux de change plus faibles semblent être la solution.

---

### Dollar américain

L'effondrement du dollar américain a traversé plusieurs phases. La première phase, au premier trimestre, a été rapide et tumultueuse, marquée par un rajustement rapide de la confiance et du positionnement. La deuxième et plus récente baisse a été lente, mais constante. Compte tenu du faible taux d'épargne au pays, l'économie américaine dépend de l'épargne étrangère, de sorte que la surévaluation de longue date du dollar américain s'est trouvée en phase avec la détention accrue d'actions américaines par des étrangers.

Petit à petit, nous avons vu l'incertitude budgétaire et politique à l'échelle locale éroder le statut de valeur refuge du dollar américain. Les pressions politiques exercées sur le président de la Réserve fédérale

américaine (la Fed), Jerome Powell, et les négociations tarifaires continuent de mettre en évidence l'imprévisibilité des politiques et des tactiques de l'administration actuelle. La corrélation entre le dollar américain et la plupart des autres catégories d'actif a été rompue au cours des derniers mois. Plus l'incertitude persiste à l'égard du commerce, de l'avenir du président de la Fed et de la situation géopolitique, plus il est probable que le dollar américain connaisse un nouveau repli.

À court terme, nous nous attendons à voir des opérations dans une fourchette étroite, alors que le dollar américain compose avec les pressions structurelles à la baisse et les conditions de survie – sur fond de données techniques tendues – ce qui laisse entrevoir une hausse. Néanmoins, nous prévoyons toujours un rajustement structurel plus approfondi

du dollar américain et un « retour à la valeur » dans l'ensemble du marché des changes, ce qui entraînerait une baisse de 3 % au deuxième semestre de cette année. Il ne s'agira pas d'une évolution en ligne droite, mais nous pensons que les creux seront brefs et peu importants.

### Dollar canadien

Le Canada est le principal détenteur d'actions américaines et, d'après nos recherches informelles, il semble que les ratios de couverture demeurent faibles. Après que la vigueur du dollar américain a contribué aux gains enregistrés par les investisseurs étrangers au niveau des actifs américains, nous avons assisté depuis le début de l'année à un renversement de la tendance, la faiblesse du dollar américain ayant nui aux rendements des actifs américains. Nous croyons que la troisième phase de la dépréciation structurelle du dollar américain consistera en un rapatriement et un désinvestissement des actifs américains, ce qui exercera davantage de pressions sur le billet vert. Nous en voyons les premiers signes et suivons de près l'évolution de la situation.

Les marchés américains ont dépassé les attentes économiques au cours des dernières années. L'économie américaine représente environ 28 % du produit intérieur brut (PIB) mondial, mais les marchés boursiers américains représentent environ les deux tiers de la capitalisation boursière mondiale. L'investisseur mondial moyen a également tendance à surpondérer les actifs américains, en particulier les actions, dans son portefeuille, surtout depuis la pandémie de COVID-19.

Nous pensons que le dollar américain sera rapporté à un niveau plus égal à celui de ses pairs, reflétant la divergence qui s'est produite avec le reste du monde. Nous croyons que le dollar canadien profitera de cette évolution.

Figure 1 : Prévisions relatives aux opérations de change

	2025			
	21-Jul-25	T2	Est. T3	Est. T4
USD/JPY	148	145	140	137
EUR/USD	1.17	1.15	1.17	1.20
GBP/USD	1.35	1.35	1.38	1.40
USD/CHF	0.80	0.81	0.81	0.80
USD/CAD	1.37	1.37	1.34	1.31
AUD/USD	0.65	0.65	0.67	0.68
NZD/USD	0.60	0.61	0.62	0.63
BBDXY	1202	1210	1183	1157

Source : Valeurs Mobilières TD. Au 21 juillet 2024.

## Rendement des marchés

		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
<b>Rendement des indices canadiens (\$ CA)</b>	<b>Indice</b>	<b>1 mois</b>	<b>3 mois</b>	<b>Cum. annuel</b>	<b>1 an</b>	<b>3 ans</b>	<b>5 ans</b>	<b>10 ans</b>	<b>20 ans</b>
Indice composé S&P/TSX (RT)	112 624	2.91	8.53	10.17	26.37	16.09	15.02	9.61	8.22
Indice composé S&P/TSX (RC)	26 857	2.61	7.78	8.61	22.77	12.50	11.60	6.32	5.12
S&P/TSX 60 (RT)	5 483	2.24	7.59	9.46	26.31	15.48	14.95	9.98	8.53
S&P/TSX petites sociétés (RT)	1 697	6.18	11.75	12.74	23.10	14.06	15.06	7.18	4.86
Indice des actions privilégiées S&P/TSX (RG)	2 262	2.77	4.59	7.30	17.17	8.80	10.62	4.71	3.29
<b>Rendement des indices américains (\$ US)</b>									
S&P 500 (RT)	13 713	5.09	10.94	6.20	15.16	19.71	16.64	13.65	10.73
S&P 500 (RC)	6 205	4.96	10.57	5.50	13.63	17.91	14.89	11.64	8.60
Dow Jones des valeurs industrielles (RC)	44 095	4.32	4.98	3.64	12.72	12.74	11.30	9.61	7.55
NASDAQ composé (RC)	20 370	6.57	17.75	5.48	14.87	22.69	15.16	15.11	12.15
Russell 2000 (RT)	11 845	5.44	8.50	-1.78	7.68	10.00	10.04	7.12	7.76
<b>Rendement des indices américains (\$ CA)</b>									
S&P 500 (RT)	18 685	4.08	5.15	0.56	14.75	22.00	16.66	14.65	11.31
S&P 500 (RC)	8 455	3.96	4.80	-0.10	13.23	20.17	14.90	12.62	9.17
Dow Jones des valeurs industrielles (RC)	60 084	3.32	-0.49	-1.86	12.32	14.90	11.32	10.57	8.12
NASDAQ composé (RC)	27 756	5.56	11.61	-0.12	14.46	25.04	15.17	16.12	12.74
Russell 2000 (RT)	16 140	4.43	2.84	-7.00	7.30	12.11	10.05	8.07	8.33
<b>Rendement global des indices MSCI (\$ US)</b>									
Monde	19 044	4.35	11.63	9.75	16.76	18.87	15.09	11.23	9.08
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	13 380	2.22	12.07	19.92	18.33	16.57	11.72	7.03	6.31
MÉ (marchés émergents)	3 298	6.14	12.20	15.57	15.97	10.23	7.26	5.23	6.83
<b>Rendement global des indices MSCI (\$ CA)</b>									
Monde	25 949	3.36	5.81	3.92	16.35	21.15	15.10	12.21	9.65
EAO (Europe, Australasie et Extrême-Orient)	18 232	1.25	6.22	13.56	17.91	18.80	11.74	7.97	6.87
MÉ (marchés émergents)	4 493	5.13	6.34	9.43	15.55	12.34	7.28	6.16	7.39
<b>Devises</b>									
Dollar canadien (\$ US/\$ CA)	1.36	-0.95	-5.41	-5.39	-0.52	1.87	0.05	0.86	0.53
<b>Indices régionaux (en monnaie locale, RC)</b>									
FTSE 100 de Londres (R.-U.)	8 761	-0.13	2.08	7.19	7.31	6.91	7.26	3.00	2.73
Hang Seng (Hong Kong)	24 072	3.36	4.12	20.00	35.86	3.27	-0.29	-0.86	2.67
Nikkei 225 (Japon)	40 487	6.64	13.67	1.49	2.28	15.33	12.68	7.18	6.46
<b>Taux des obligations de référence</b>									
		3 mois		5 ans		10 ans		30 ans	
Obligations du gouvernement du Canada		2.67		2.83		3.27		3.56	
Obligations du Trésor américain		4.30		3.80		4.23		4.78	
<b>Indices obligataires (couverts en \$ CA, rendement global)</b>									
	<b>Indice</b>	<b>1 mois (%)</b>	<b>3 mois (%)</b>	<b>Cum. annuel (%)</b>	<b>1 an (%)</b>	<b>3 ans (%)</b>	<b>5 ans (%)</b>	<b>10 ans (%)</b>	
Indice des bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada	479	0.22	0.64	1.48	3.82	4.22	2.62	1.82	
Indice des obligations universelles FTSE Canada	1 186	0.06	-0.57	1.44	6.13	4.31	-0.38	1.88	
Indice des obligations gouvernementales FTSE Canada	1 107	-0.01	-0.90	1.17	5.47	3.65	-1.10	1.48	
Indice obligataire toutes les sociétés FTSE Canada	1 472	0.29	0.45	2.28	8.15	6.27	1.69	3.04	
Indice Bloomberg US Corporate High Yield Bond	314	1.68	3.07	3.74	8.75	8.85	5.21	4.57	
Indice Bloomberg Global Aggregate Bond	264	0.80	1.13	1.94	4.61	2.61	-0.34	1.81	
Indice JPM EMBI Global Core	554	2.32	3.00	4.75	8.19	7.40	0.70	2.57	
Indice de rendement total privilégié S&P/TSX	2 262	2.77	4.59	7.30	17.17	8.80	10.62	4.71	

Sources : Valeurs Mobilières TD Inc., Bloomberg Finance L.P. RT : rendement total, RC : rendement du cours.  
En date du 30 juin 2025.

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de patrimoine TD à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun.

Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer », ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers et le contexte économique général; on suppose que les lois et les règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, du fait de leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives.

Gestion de patrimoine TD représente les produits et services offerts par TD Waterhouse Canada Inc., Gestion privée TD Waterhouse Inc., Services bancaires privés, Gestion de patrimoine TD (offerts par La Banque Toronto-Dominion) et Services fiduciaires, Gestion de patrimoine TD (offerts par La Société Canada Trust).

Source : London Stock Exchange Group plc et les entreprises du groupe (collectivement, le « groupe LSE »). © Groupe LSE 2025. FTSE Russell est le nom commercial de certaines des sociétés membres du groupe LSE. « FTSE® », « Russell® » et « FTSE Russell® » sont des marques de commerce des sociétés membres du groupe LSE concernées et sont utilisées sous licence par toute autre société membre du groupe LSE. « TMXMD » est une marque de commerce de TSX Inc. et est utilisée sous licence par le groupe LSE. Tous les droits à l'égard des données et des indices de FTSE Russell sont acquis auprès de la société membre du groupe LSE concernée à qui appartiennent les indices ou les données. Ni le groupe LSE ni ses concédants n'acceptent de responsabilité pour les erreurs ou les omissions dans les indices ou les données contenues dans le présent document. Aucune autre diffusion des données du groupe LSE n'est autorisée sans l'accord écrit de la société membre du groupe LSE concernée. Le groupe LSE ne recommande et ne parraine pas le contenu de la présente communication ni n'en fait la promotion.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés.

Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs.

MD Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion.

