

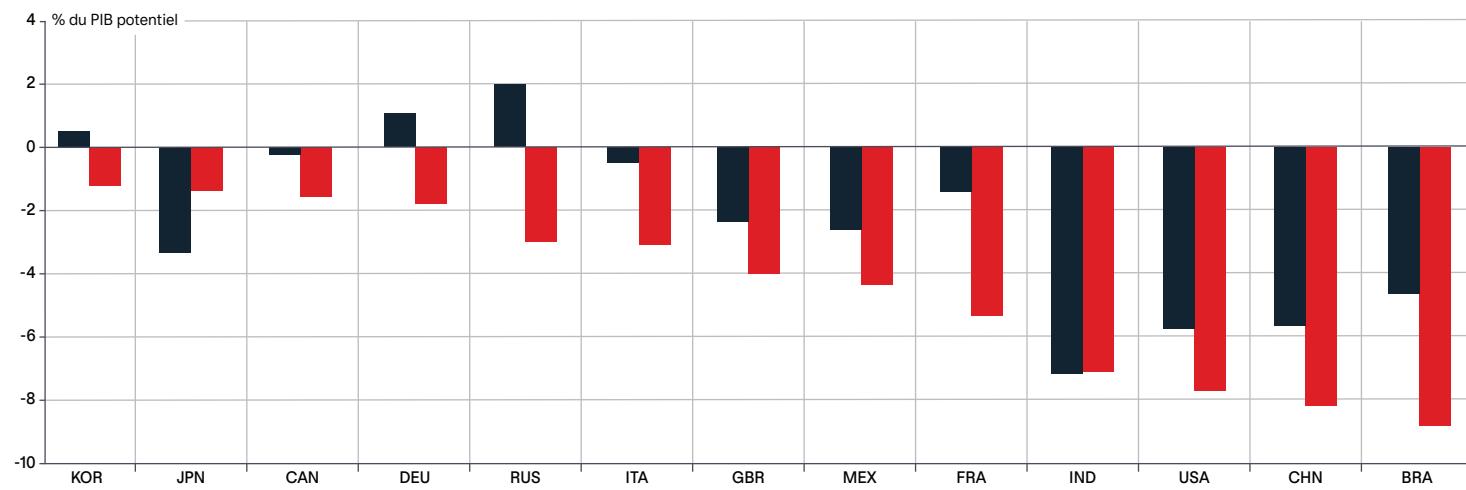
Stratégie de placement

Monde

La pandémie semble avoir ouvert une boîte de Pandore budgétaire à l'échelle internationale, les gouvernements n'hésitant plus à augmenter les dépenses au moindre signe de faiblesse économique. La situation actuelle en est un bon exemple: les États-Unis, le Japon, le Canada et l'Allemagne ont récemment annoncé des mesures de relance budgétaire alors que l'inflation reste supérieure à l'objectif de leur banque centrale. Ne vous y trompez pas: cette propension à dépenser des autorités stimulera la croissance à court terme. À long terme, elle pourrait toutefois engendrer deux risques distincts, mais interdépendants: 1) l'inflation pourrait repartir à la hausse ou, au moins, stagner au niveau élevé actuel; 2) une augmentation corollaire des taux d'intérêt pourrait faire naître des doutes quant aux perspectives budgétaires de certains émetteurs souverains. L'évolution du marché obligataire sera donc l'un des sujets à surveiller en 2026 dans les économies avancées. Qu'en est-il des économies émergentes? Comme toujours, leur destin sera dicté par les développements en Chine, et nous restons prudents à cet égard. La deuxième économie mondiale reste fortement dépendante des exportations de produits manufacturés, la demande intérieure étant jugulée par l'effet de richesse négatif important engendré chez les consommateurs chinois par la chute des prix de l'immobilier. De manière plus générale, la croissance mondiale continuera de dépendre de l'évolution de la politique douanière à Washington, et sur ce point, nous notons quelques signes encourageants. Consciente de l'impopularité des mesures protectionnistes auprès d'une population préoccupée par le coût de la vie, l'administration Trump a récemment levé les droits de douane sur certains produits alimentaires. Même si l'impact de ces mesures sur la surtaxe moyenne imposée aux produits importés sera minime, elles pourraient indiquer une plus grande ouverture au compromis à Washington sur cette question cruciale. Si l'inflation et les taux d'intérêt restent gérables dans les économies avancées, celles-ci devraient croître à un rythme proche de leur potentiel dans les prochains mois et compenser un éventuel ralentissement en Chine. Notre scénario de base prévoit une croissance du PIB mondial de 3,2% en 2025 et de 3,3% en 2026.

Monde: Les gouvernements en mode

Balance structurelle des administrations publiques



BNC Économie et Stratégie (données du FMI)

 2019

 2025

Dans ce numéro

Monde.....	1
États-Unis.....	2
Canada.....	3
Stratégie d'investissement.....	4
Portefeuilles modèles.....	5
Prévisions.....	5

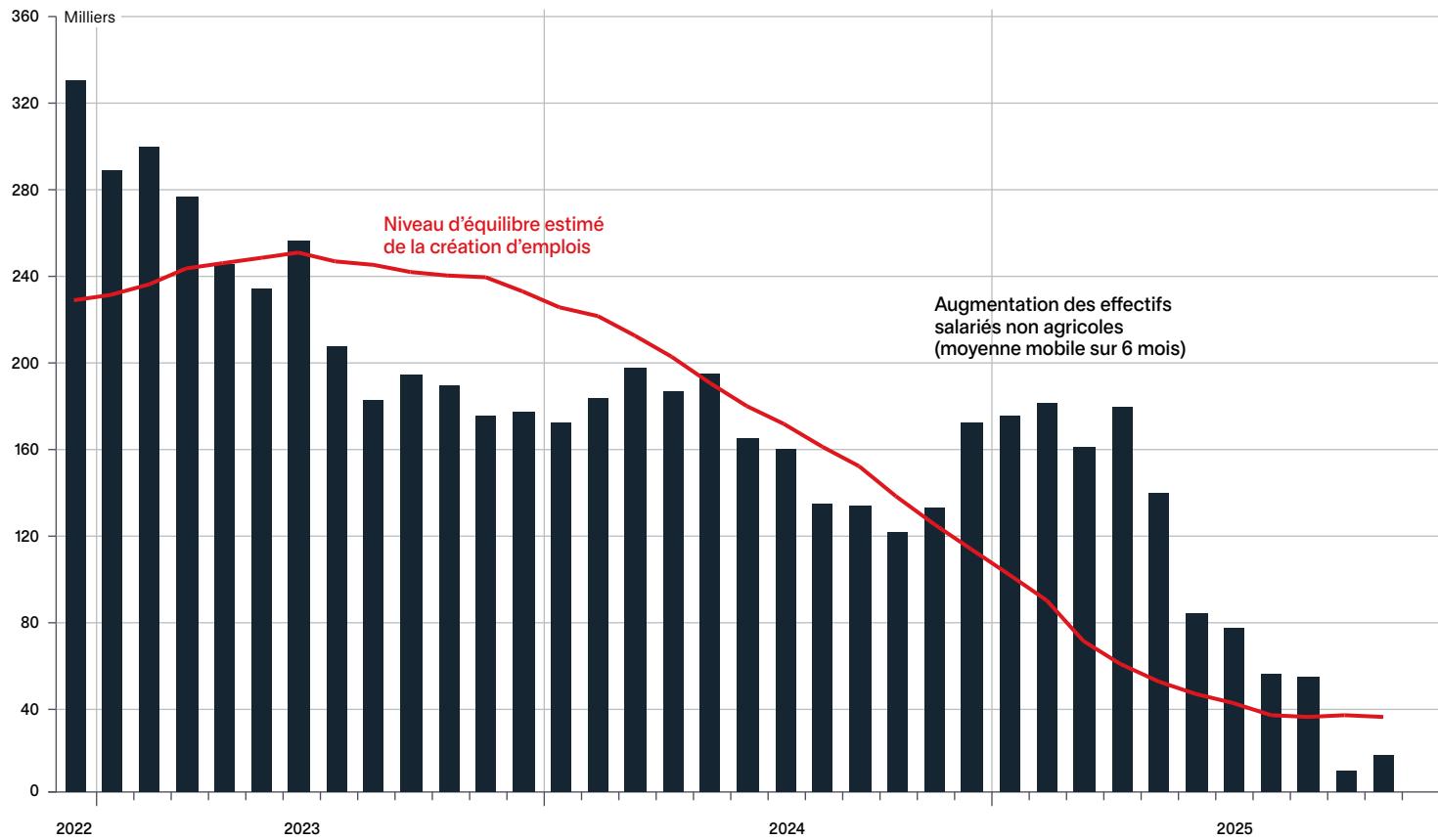
États-Unis

La croissance vigoureuse du PIB américain au T2 et au T3 pourrait laisser penser que les politiques protectionnistes de l'administration Trump n'ont eu aucun impact sur l'économie. Nous ne sommes pas tout à fait d'accord. Même si leur effet a peut-être été moins important que prévu, les droits de douane imposés par Washington ont tout de même contribué à maintenir l'inflation à un niveau plus élevé qu'il ne l'aurait été autrement. Ils ont également eu un impact sur les résultats financiers des petites entreprises, ce qui les a poussés à supprimer 200 000 postes depuis le début de l'année. Ce ralentissement s'est répercute sur l'ensemble du marché du travail comme en témoigne la quasi-stagnation de l'emploi privé dans les six derniers mois et l'augmentation notable du taux de chômage. Sans nier que la création d'emplois ait ralenti récemment aux États-Unis, nous nous demandons tout de même dans quelle mesure ce ralentissement peut être attribué à une baisse de l'offre de main-d'œuvre due à une croissance démographique plus faible. Si les gains d'emplois mensuels ont diminué drastiquement, ils restent néanmoins proches de leur taux «d'équilibre», c'est-à-dire le taux qui permet d'absorber les nouveaux arrivants sur le marché du travail et maintenir le taux de chômage essentiellement stable à long terme. Et même si la croissance de l'emploi devait rester inférieure à ce seuil pendant quelques mois, l'augmentation du taux de chômage qui en résulterait ne serait pas nécessairement

catastrophique à notre avis. À condition qu'elle reste progressive, cette détente ne ferait qu'augmenter les chances de la Réserve fédérale d'atteindre l'objectif d'inflation. À plus long terme, nous croyons que la marge de capacité qui s'ouvre présentement sur le marché du travail risque de se résorber en 2026, aidé par des baisses de taux additionnelles de la Réserve fédérale et par les sommes déployées par la loi de finances *One Big Beautiful Bill*, qui commenceront sous peu à percoler dans l'économie. D'ailleurs, quelques indicateurs laissent penser que le pire pourrait déjà être passé en matière de demande de main-d'œuvre. Si une stabilisation du marché du travail se profile effectivement à l'horizon 2026 (notre scénario de base), nous pensons que l'inflation pourrait rapidement réapparaître sur le radar non seulement des investisseurs, mais aussi de la Réserve fédérale. Après une fin d'année en dents de scie due à la paralysie de l'administration fédérale, nous pensons que l'économie américaine se redressera dans la première moitié de 2026. Après avoir atteint un pic de 4,7% au T1, le taux de chômage devrait recommencer à baisser dans un contexte de croissance supérieure au potentiel et atteindre 4,4% à la fin de l'année. Pour ce qui est de l'inflation, elle devrait se maintenir au-dessus de la cible de 2% sur l'ensemble de l'année. Cette prévision se traduit par une croissance du PIB de 2,0% en 2025, 2,4% en 2026 et 2,1% en 2027.

É.-U.: La création d'emplois a ralenti, mais reste proche du taux neutre

Créations mensuelles d'emploi au point d'équilibre* estimées par la Fed de Dallas comparativement à l'augmentation moyenne des effectifs salariés non agricoles des 6 derniers mois



*Créations d'emplois mensuelles nécessaires pour maintenir un taux de chômage stable à long terme
BNC Économie et Stratégie (données de la Fed de Dallas et de Refinitiv)

Canada

À l'aube de 2026, l'incertitude macroéconomique qui a caractérisé l'année écoulée reste élevée et les négociations commerciales entre le Canada et les États-Unis sont toujours en suspens. Malgré cette instabilité, il est réconfortant de constater que l'économie canadienne se porte mieux que prévu. Le PIB a rebondi au troisième trimestre, après un deuxième trimestre difficile, et la demande domestique finale est restée stagnante. Selon l'Enquête sur la population active (EPA), le marché du travail affiche un redressement spectaculaire. En effet, grâce à trois mois consécutifs de croissance impressionnante de l'emploi, le taux de chômage est passé de 7,1% en août à 6,5% en novembre, soit en deçà de son niveau de février, au début des tensions commerciales. Pour certains, cela soulève la question de la pertinence des baisses de taux d'intérêt effectuées par la banque centrale cet automne, ainsi que celle d'un éventuel renversement à court terme. Nous ne partageons pas cet avis et anticipons que les prochaines hausses de taux d'intérêt ne surviendront pas avant le quatrième trimestre de 2026. D'abord, l'ampleur du redressement du marché du travail reste à confirmer, car une autre enquête sur l'emploi (EERH, réalisée auprès des entreprises) indique des résultats moins favorables, et les sondages effectués auprès des entreprises révèlent des intentions

d'embauche moroses. De plus, nous pensons que les taux d'intérêt continuent d'exercer une pression sur l'économie actuelle. Il est à noter que les récentes baisses du taux directeur, annoncées en septembre et en octobre, n'ont pas eu d'impact sur les taux à 5 ans, sur lesquels sont basés de nombreux emprunts des ménages et des entreprises. Il suffit de constater la faiblesse du secteur immobilier dans le pays et la croissance modérée du crédit des ménages pour conclure que les taux ne sont pas si stimulants dans le contexte actuel toujours incertain. Sans compter que les emprunteurs hypothécaires doivent composer, en moyenne, avec un choc de paiement d'intérêts non négligeable en 2026. Nous anticipons une croissance du PIB limitée à 1,2% en 2026, freinée par la démographie, après 1,7% en 2025. Ce scénario intègre une faiblesse économique au quatrième trimestre, mais prévoit une embellie graduelle l'an prochain (croissance de 1,7% T4/T4). Cette embellie suppose toutefois une désescalade des tensions commerciales qui permettrait un rebond de l'investissement, stimulé par les nouvelles orientations d'Ottawa, telles que la déréglementation, l'amortissement accéléré et l'ouverture à l'exploitation des ressources naturelles.

Canada: Une économie surprenamment résiliente malgré l'incertitude

Indice Citi des surprises économiques pour le Canada et les États-Unis



Stratégie d'investissement

Les actions mondiales ont poursuivi leur tendance haussière au quatrième trimestre, malgré une volatilité accrue et des rendements plus modestes par rapport aux gains robustes enregistrés pendant les mois d'été. Les actions canadiennes ont une fois de plus surperformé, soutenues par les solides performances des banques et des aurifères. En revanche, les gains des actions américaines ont été plus modérés, l'enthousiasme suscité par l'intelligence artificielle s'étant quelque peu atténué, les investisseurs se tournant vers des titres à valorisation plus attrayante, notamment dans le secteur de la santé. Au sein du revenu fixe, l'univers canadien a terminé le trimestre en légère baisse, les taux obligataires ayant grimpé à la suite d'une série de données sur l'emploi meilleures que prévu.

En ce qui concerne le contexte macroéconomique, l'environnement actuel est devenu particulièrement difficile à gérer pour les décideurs politiques américains. Alors que l'inflation reste obstinément supérieure à la cible en raison des droits de douane, le marché du travail s'est clairement affaibli ; la création d'emplois a ralenti et le taux de chômage a atteint son niveau le plus élevé depuis 2021. Pour compliquer encore davantage la situation, le marché de l'emploi est également influencé par des forces structurelles, telles que le resserrement des politiques d'immigration, qui limite l'offre de main-d'œuvre, et l'adoption croissante de l'intelligence artificielle, qui pourrait déjà freiner la demande de travailleurs.

Dans ces conditions, les deux banques centrales nord-américaines ont choisi de réduire de manière proactive leur taux directeur, et la Réserve fédérale devrait procéder à deux baisses supplémentaires en 2026, afin de ramener progressivement sa politique monétaire en zone neutre. Sur le plan budgétaire, l'impact positif du *One Big Beautiful Bill* devrait commencer à se faire sentir de manière plus tangible en début d'année, grâce à la réduction de la charge fiscale des ménages et aux incitatifs à l'investissement des entreprises.

Pour la suite, notre scénario de base prévoit une croissance économique soutenue en 2026, favorisée par l'assouplissement monétaire et les mesures fiscales expansionnistes. Cependant, des risques demeurent, à la baisse comme à la hausse. Du côté négatif, une détérioration supplémentaire du marché du travail s'avérerait problématique, en particulier si la dynamique actuelle de « faibles embauches et faibles licenciements » évoluait vers des mises à pied plus importantes. Du côté positif, des gains de productivité supérieurs aux prévisions grâce aux investissements dans l'intelligence artificielle pourraient soutenir la croissance économique tout en contenant les pressions inflationnistes. Cependant, avec autant de mesures accommodantes en cours, toute déception sur le front de la productivité pourrait raviver les craintes de surchauffe économique. Quoi qu'il en soit, l'incertitude politique – alimentée par les prochaines élections de mi-mandat aux États-Unis et le changement de direction à la Réserve fédérale – devrait maintenir la volatilité des marchés à un niveau relativement élevé tout au long de l'année, comme ce fut le cas au dernier trimestre de 2025.

Dans ce contexte, nous avons maintenu notre position modérément favorable au risque à travers une surpondération des actions par rapport aux titres à revenu fixe. Au sein des actions, nous avons réduit notre allocation à la région EAO et augmenté celle aux États-Unis, ces derniers bénéficiant d'un historique plus solide et de perspectives plus favorables en matière de croissance des bénéfices, qui sera un facteur clé l'an prochain. Enfin, nous restons surpondérés en actions du Canada et des marchés émergents, reflétant un fort momentum relatif, des perspectives de bénéfices positives et une composition sectorielle bien adaptée à l'environnement actuel.

Portefeuilles modèles	Portefeuille revenu	Catégorie d'actifs	Minimum/maximum	Pondération recommandée	Variation par rapport au trimestre précédent
			Repère		
Profil de l'investisseur: Vous voulez préserver votre capital ou vous constituer une source de revenus périodiques pour financer des dépenses courantes. La volatilité du marché boursier ne vous attire pas, mais vous n'êtes pas contre l'idée d'investir une petite partie de votre portefeuille dans des actions, principalement pour contrer les effets de l'inflation. Votre tolérance au risque est faible.		Encaisse	0% à 20%	5,0%	3,00%
		Revenu fixe (durée: 6,0 ans) ¹	60% à 100%	70,0%	69,00%
		Actions - Canada		8,0%	9,50%
		Actions - États-Unis	0% à 30%	8,0%	9,00%
		Actions - Pays étrangers		4,0%	4,50%
		Placements alternatifs ²	0% à 20%	5,0%	5,0%
Profil de l'investisseur: Vous voulez principalement que votre portefeuille soit investi dans les titres à revenu fixe. Même si vous pouvez composer avec une volatilité restreinte pour faire fructifier votre actif, vous préférez que votre portefeuille soit surtout constitué de placements à revenu fixe pour des raisons de stabilité. Votre tolérance au risque est faible.		Encaisse	0% à 20%	5,0%	3,0%
		Revenu fixe (durée: 6,0 ans) ¹	45% à 80%	55,0%	53,0%
		Actions - Canada		14,0%	16,0%
		Actions - États-Unis	20% à 45%	14,0%	15,5%
		Actions - Pays étrangers		7,0%	7,5%
		Placements alternatifs ²	0% à 20%	5,0%	5,0%
Profil de l'investisseur: Vous accordez une importance égale à l'atteinte de la croissance dans vos placements et à la production d'un revenu. Vous pouvez tolérer des changements modérés dans la valeur marchande pour assurer la croissance, mais vous préférez avoir une composition mixte de placements à revenu fixe et de titres de participation pour des raisons de stabilité.		Encaisse	0% à 20%	5,0%	3,0%
		Revenu fixe (durée: 6,0 ans) ¹	30% à 65%	40,0%	38,0%
		Actions - Canada		18,0%	20,0%
		Actions - États-Unis	30% à 65%	18,0%	19,5%
		Actions - Pays étrangers		9,0%	9,5%
		Placements alternatifs ²	0% à 25%	10,0%	10,0%
Profil de l'investisseur: Vous recherchez principalement la croissance du capital. Même si vous pouvez composer avec une grande volatilité de la valeur de vos placements, vous n'êtes pas disposé à investir en bourse la totalité de votre portefeuille. Votre tolérance au risque est élevée.		Encaisse	0% à 25%	5,0%	3,0%
		Revenu fixe (durée: 6,0 ans) ¹	20% à 45%	30,0%	28,0%
		Actions - Canada		22,0%	24,0%
		Actions - États-Unis	40% à 75%	22,0%	23,5%
		Actions - Pays étrangers		11,0%	11,5%
		Placements alternatifs ²	0% à 25%	10,0%	10,0%
Profil de l'investisseur: Vous voulez maximiser le rendement éventuel de votre capital en investissant la totalité ou la quasi-totalité de votre portefeuille sur le marché boursier. Ce faisant, vous acceptez que le rendement de vos placements soit très volatil dans l'espoir qu'il soit beaucoup plus élevé. Votre tolérance au risque est élevée.		Encaisse	0% à 30%	5,0%	2,5%
		Revenu fixe (durée: 6,0 ans) ¹	0% à 30%	15,0%	14,00%
		Actions - Canada		26,0%	28,00%
		Actions - États-Unis	55% à 100%	26,0%	27,00%
		Actions - Pays étrangers		13,0%	13,5%
		Placements alternatifs ²	0% à 30%	15,0%	15,0%

1 Durée suggérée.

2 Indice de référence : Bons du trésor 3 mois, infrastructure internationale et l'or

Prévisions	Prévisions				Décembre 2025		Juin 2026		Décembre 2026	
	2023	2024	2025	2026	Canada	États-Unis	Canada	États-Unis	Canada	États-Unis
	Produit intérieur brut %				Taux %					
Canada	2,0	2,0	1,7	1,2	Court terme (Bons du Trésor, 91 jours)	2,19	3,54	2,25	3,30	2,60
États-Unis	2,9	2,8	2,0	2,4	Obligataire 10 ans	3,44	4,19	3,35	4,15	3,35
Inflation %				Obligataire 30 ans	3,88	4,86	3,75	4,75	3,75	4,90
Canada	3,9	2,4	2,1	2,3	Dollar canadien	0,73\$ US		0,73\$ US		0,76\$ US
États-Unis	4,1	3,0	2,7	2,8						

Financière Banque Nationale Gestion de patrimoine est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale inc. (FBN). FBN inc. est une filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (TSX: NA). Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ne sont pas garantis par nous et pourraient être incomplets. Les opinions exprimées sont basées sur notre analyse et notre interprétation de ces renseignements et ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation d'offre d'achat ou de vente des valeurs dont il pourrait être fait mention dans le présent document. La Firme peut agir à titre de conseiller financier, d'agent fiscal ou de souscripteur pour certaines des compagnies mentionnées aux présentes et peut recevoir une rémunération pour ses services. La Firme et/ou ses officiers, administrateurs, représentants, associés peuvent être détenteurs des valeurs mentionnées aux présentes et peuvent exécuter des achats et/ou des ventes de ces valeurs de temps à autre sur le marché ou autrement. La Firme est membre du Fonds canadien de protection des investisseurs (FCPI).