

Stratégie de placement

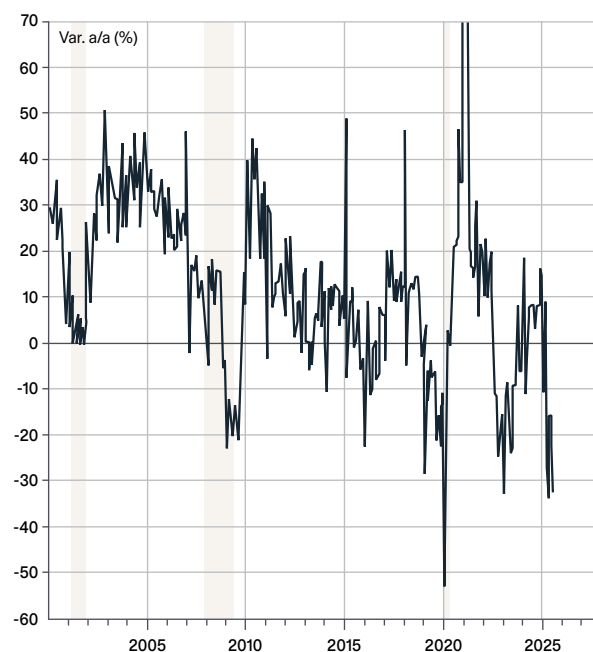
Monde

L'une des ironies associées à la mise en place de politiques protectionnistes par l'administration américaine est que, au lieu d'entraîner un ralentissement immédiat de l'économie mondiale, elle s'est plutôt traduite par une augmentation temporaire des échanges commerciaux et, par extension, de la production industrielle, la demande ayant été stimulée par l'anticipation des commandes des entreprises souhaitant éviter les surtaxes. La conséquence logique de ce processus était que la demande baisserait inévitablement une fois les droits de douane en place. C'est en partie ce qui s'est produit au deuxième trimestre de l'année. Et même si le recul de l'activité a été moins sévère que prévu, il a néanmoins suffi à nuire aux économies les plus dépendantes des exportations. Sans surprise, la Chine arrive en tête de cette liste, ses efforts pour trouver de nouveaux marchés d'exportation n'ayant pas suffi à contrebalancer une baisse marquée des envois vers les États-Unis. Compte tenu de son exposition au commerce extérieur, nous avons toutes les raisons de nous attendre à des résultats économiques tout aussi décevants dans la zone euro, mais la réalité n'a pas été aussi sombre que prévu. La croissance a certes ralenti au deuxième trimestre – l'Allemagne a même enregistré une contraction –, mais elle est restée positive. Plus que l'économie, c'est la politique qui a suscité certaines inquiétudes, un autre gouvernement français étant tombé après avoir échoué à faire passer un budget visant à réduire le déficit.

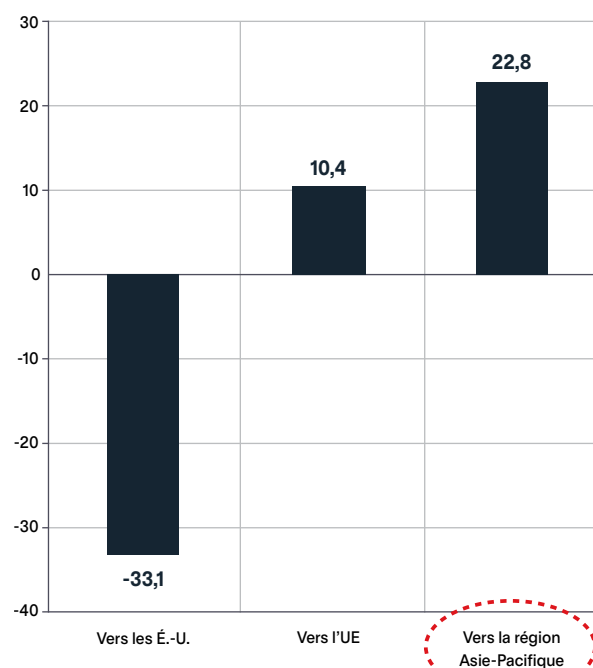
Nous décrivons tout de même nos perspectives de croissance pour la zone euro comme modérément optimistes. En fin de compte, l'inflation dans la zone de la monnaie unique a été ramenée à la cible de la Banque centrale européenne et ce processus ne s'est pas traduit par une hausse du chômage. La baisse des pressions inflationnistes a par ailleurs permis à la banque centrale de réduire considérablement son taux directeur et les effets de cet assouplissement continueront de se répercuter sur l'économie au cours des prochains mois, limitant en partie les impacts de la guerre commerciale. Si nous sommes conscients que l'incertitude reste élevée et que certaines régions du monde fonctionnent encore en deçà de leur potentiel et pourraient continuer ainsi pendant un certain temps, nous estimons néanmoins que l'économie mondiale a mieux résisté que prévu au choc des politiques protectionnistes. Nous ne nous attendons certes pas à une croissance exceptionnelle au cours des 18 prochains mois, mais nous avons néanmoins de plus en plus confiance dans la poursuite de la phase d'expansion économique à moyen terme. Notre scénario de base prévoit une croissance identique du PIB mondial de 3,1% en 2025 et en 2026.

Chine: La baisse des exportations vers les États-Unis fait mal

Exportations à destination des États-Unis



Exportation vers des pays/groupes de pays choisis



BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Dans ce numéro

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

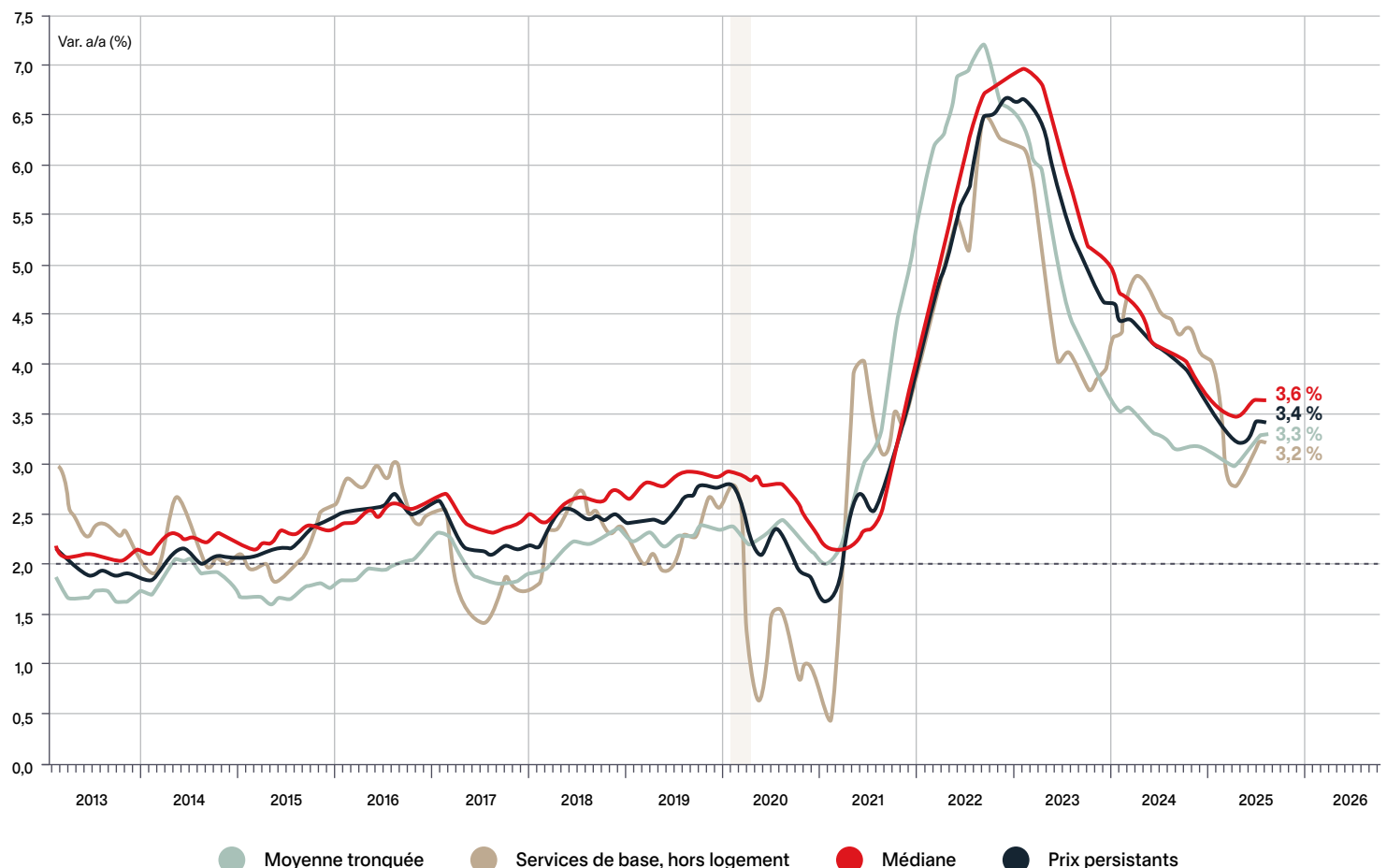
États-Unis

Le ralentissement du marché du travail est certainement le sujet qui a le plus retenu l'attention ces dernières semaines dans la sphère économique. Non seulement la croissance des effectifs salariés non agricoles a été bien inférieure aux prévisions en juillet et août, mais les révisions apportées aux données historiques ont révélé une création d'emploi beaucoup moins vigoureuse qu'initialement anticipée. Sans vouloir minimiser le ralentissement récent, il est néanmoins utile de le replacer dans son contexte. Une baisse de la création d'emplois était après tout inévitable compte tenu du ralentissement marqué de la croissance démographique et, plus précisément, du déclin de la population née à l'étranger. La question est donc de savoir si la création d'emplois a trop ralenti et il y a des raisons de penser que cela pourrait être le cas. C'est d'ailleurs pourquoi la Fed a relancé son cycle d'assouplissement monétaire. Même si nous partageons les craintes des grands argentiers en matière d'emploi, nous continuons de penser que la trajectoire de baisse des taux actuellement escomptée par les marchés est trop ambitieuse. C'est que, exception faite de l'emploi, les données économiques publiées ces derniers temps ont pour la plupart été supérieures aux attentes des économistes. Le comportement des marchés boursiers et, plus généralement, la souplesse des conditions financières n'indique pas non plus un besoin urgent d'assouplissement. Mais surtout, c'est la situation

sur le front de l'inflation qui nous fait douter de la capacité de la Fed à offrir autant de détente que le marché le souhaiterait. Il est vrai que, sur une base annuelle, l'IPC est nettement inférieur à son niveau d'il y a quelques mois à peine, mais nous ne pensons pas que cette comparaison soit valable. Si l'on exclut la période pandémique, l'inflation de base reste à son plus haut niveau depuis le milieu des années 1990. La plupart des autres mesures de base suivies par les économistes véhiculent le même message: non seulement l'inflation sous-jacente est trop élevée, mais elle évolue dans la mauvaise direction depuis quelques mois. Il est donc trop tôt selon nous pour que la Fed puisse baisser sa garde. Sans compter que certaines politiques mises en œuvre à Washington risquent de faire augmenter davantage la pression sur les prix. Dans ce contexte, nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB, qui devrait frôler la stagnation d'ici la fin de l'année, avant de reprendre progressivement de la vitesse à mesure que les effets du One Big Beautiful Bill commenceront à se faire sentir dans l'économie. Le taux de chômage devrait augmenter dans les prochains mois, quoique pas suffisamment pour entraîner une baisse notable de l'inflation, avant de reprendre sa trajectoire baissière à partir du T2 2026. Dans notre scénario de base, tout cela se traduit par un taux de croissance identique de 2,0% en 2025 et 2026.

É.-U. : Les mesures de l'inflation de base ont cessé de baisser

Inflation selon l'IPC, mesures de l'inflation de base choisies



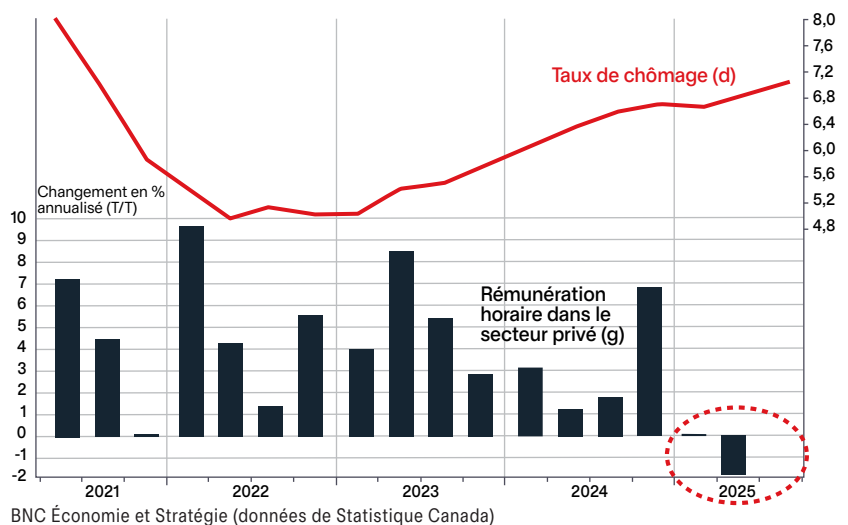
Canada

Le conflit commercial avec les États-Unis continue de faire la une de l'actualité économique. Si les multiples tarifs officiellement imposés au Canada peuvent sembler significatifs, la réalité est moins préoccupante. Il s'avère en effet que l'accord de libre-échange (CUSMA) limite la portée de certains tarifs, notamment ceux liés aux enjeux de sécurité et à l'automobile. En juillet, près de 85 % des biens importés par les États-Unis étaient désormais conformes au CUSMA, et nous sommes confortables avec notre estimation selon laquelle, aux conditions actuelles, le taux de tarif effectif ne dépasse pas 5 %, ce qui est bien inférieur aux 19 % imposés en moyenne par Washington à ses partenaires commerciaux. Il n'en demeure pas moins que certains secteurs doivent composer avec des tarifs prohibitifs, dont l'impact direct est indéniable. De plus, l'ensemble de l'économie canadienne est plombé par l'incertitude, les dirigeants d'entreprise redoutant de nouvelles mesures de l'administration américaine, voire une issue indésirable des négociations en vue de la révision de l'accord de libre-échange. Le PIB s'est contracté au deuxième trimestre, les exportations et les investissements ayant connu des baisses drastiques. La paralysie des entreprises se reflète également sur le marché du travail, qui continue de se détériorer, le taux de chômage dépassant désormais les 7 %. Les pertes d'emploi ne se limitent pas aux seuls secteurs sensibles au commerce avec les États-Unis. Sur les 250 industries du secteur privé, seules 36 % ont enregistré une hausse de l'emploi sur 6 mois, une proportion habituellement observée en période de récession.

La détérioration du marché du travail se reflète également dans les pressions salariales, très faibles depuis le début de l'année. Dans un tel contexte, la Banque du Canada a recommencé à baisser les taux d'intérêt en septembre et pourrait faire de même en octobre pour redonner un peu d'oxygène à une économie vacillante. Cela devrait contribuer à ce que le rebond d'activité dans le secteur résidentiel soit pérenne et à limiter le choc du paiement des intérêts que doivent composer de nombreux détenteurs d'hypothèque. Par la suite, la Banque du Canada devra adapter ses actions en fonction de l'évolution de la situation commerciale, mais également du budget fédéral de novembre, qui pourrait également stimuler l'économie canadienne. Dans un contexte de faible croissance démographique, nous prévoyons une croissance du PIB limitée à 1,2 % en 2025 et 2026. Cela incorpore des faiblesses économiques qui perdureraient d'ici la fin de l'année et une potentielle embellie l'an prochain en supposant une désescalade des tensions commerciales avec les États-Unis.

Canada: Taux de chômage monte, les pressions salariales s'estompent

Taux de chômage et rémunération horaire dans le secteur des entreprises (compte de la productivité)



Stratégie d'investissement

Les marchés ont maintenu leur élan au troisième trimestre, les marchés émergents et les actions canadiennes menant la charge, ces dernières profitant de la vigueur relative des secteurs cycliques tels que la finance, l'énergie et surtout les matériaux. Au sud de la frontière, les actions américaines ont également progressé, mais les gains ont été plus modestes dans un contexte de valorisations déjà très élevées. Enfin, l'univers à revenu fixe canadien a affiché des rendements légèrement positifs, bénéficiant d'une baisse des taux obligataires en fin de période.

Au cours de l'été, les conditions macroéconomiques sont restées relativement stables, l'inflation se maintenant à près de 2 % au Canada et à un niveau légèrement supérieur, autour de 3 %, aux États-Unis. Cependant, le vent semble avoir commencé à tourner du côté du marché du travail, où des signes plus sérieux de ralentissement s'observent avec une création d'emplois moindre et un taux de chômage à son plus haut depuis 2021. Cette évolution a incité les banques centrales à réajuster leur orientation politique, la Banque du Canada et la Réserve fédérale ayant toutes deux réduit leur taux de référence en septembre et laissé entendre que davantage d'assouplissement était désormais envisageable.

Dans ce contexte, notre scénario de base anticipant une croissance économique modérée et une inflation supérieure à la cible aux États-Unis demeure largement inchangé. Si des défis demeurent, l'activité mondiale devrait être soutenue par l'amélioration des conditions financières et un contexte budgétaire et monétaire plus favorable au cours des prochains trimestres. En termes de risques clés, une détérioration plus importante du marché de l'emploi ne peut être exclue, tandis qu'une accélération de l'inflation pourrait rapidement venir remettre en question les attentes du marché quant aux baisses de taux de la Fed. Ainsi, après un été remarquablement calme, la volatilité pourrait s'accroître au cours des prochains mois, les marchés digérant des contextes économiques et géopolitiques en constante évolution.

Dans ces conditions, nous avons maintenu notre position modérément favorable au risque via une surpondération des actions en contrepartie des obligations. Au sein des actions, nous continuons de privilégier le Canada par rapport aux États-Unis, car nous estimons que les marchés canadiens offrent une composition sectorielle plus intéressante et des valorisations moins contraignantes dans le contexte actuel. Enfin, malgré le biais favorable aux baisses de taux d'intérêt des banques centrales, les obligations risquent de continuer d'évoluer sans direction, confrontées au manque de visibilité sur la trajectoire de l'inflation et des déficits budgétaires à plus long terme.

	Portefeuille revenu	Catégorie d'actifs	Minimum/ Maximum	Repère	Pondération recommandée	Variation par rapport au trimestre précédent
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%	3,0%	0,0%
		Revenu fixe (durée: 6,5 ans) ¹	60% à 100%	70,0%	70,5%	0,0%
		Actions – Canada		8,0%	9,0%	0,0%
		Actions – États-Unis	0% à 30%	8,0%	8,5%	0,0%
		Actions – Pays étrangers		4,0%	4,0%	0,0%
		Placements alternatifs ²	0% à 20%	5,0%	5,0%	0,0%
Portefeuille conservateur						
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%	0,0%
		Revenu fixe (durée: 6,5 ans) ¹	45% à 80%	55,0%	55,5%	0,0%
		Actions – Canada		14,0%	15,0%	0,0%
		Actions – États-Unis	20% à 45%	14,0%	14,5%	0,0%
		Actions – Pays étrangers		7,0%	7,0%	0,0%
		Placements alternatifs ²	0% à 20%	5,0%	5,0%	0,0%
Portefeuille équilibré						
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%	0,0%
		Revenu fixe (durée: 6,5 ans) ¹	30% à 65%	40,0%	40,5%	0,0%
		Actions – Canada		18,0%	19,0%	0,0%
		Actions – États-Unis	30% à 65%	18,0%	18,5%	0,0%
		Actions – Pays étrangers		9,0%	9,0%	0,0%
		Placements alternatifs ²	0% à 25%	10,0%	10,0%	0,0%
Portefeuille de croissance						
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%	0,0%
		Revenu fixe (durée: 6,5 ans) ¹	20% à 45%	30,0%	30,5%	0,0%
		Actions – Canada		22,0%	23,0%	0,0%
		Actions – États-Unis	40% à 75%	22,0%	22,5%	0,0%
		Actions – Pays étrangers		11,0%	11,0%	0,0%
		Placements alternatifs ²	0% à 25%	10,0%	10,0%	0,0%
Portefeuille croissance maximale						
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%	3,0%	0,0%
		Revenu fixe (durée: 6,5 ans) ¹	0% à 30%	15,0%	16,0%	0,0%
		Actions – Canada		26,0%	27,0%	0,0%
		Actions – États-Unis	55% à 100%	26,0%	26,0%	0,0%
		Actions – Pays étrangers		13,0%	13,0%	0,0%
		Placements alternatifs ²	0% à 30%	15,0%	15,0%	0,0%

1 Indice FTSE TMX Canada Univers
2 Comprend les bons du Trésor 3 mois, l'infrastructure internationale et l'or

		Prévisions				Septembre 2025		Décembre 2025		Décembre 2026	
		2023	2024	2025	2026	Canada	États-Unis	Canada	États-Unis	Canada	États-Unis
Prévisions	Produit intérieur brut %					Taux %					
	Canada	1,5	1,6	1,2	1,2	Court terme (Bons du Trésor, 91 jours)					
	États-Unis	2,9	2,8	2,0	2,0						
	Inflation %					Obligataire 10 ans					
	Canada	3,9	2,4	2,0	2,1						
	États-Unis	4,1	3,0	2,7	2,9	Obligataire 30 ans					
						Dollar canadien					
						0,72\$ US		0,72\$ US		0,77\$ US	

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).