

Alors, est-ce qu'on a atterri ?

Faits saillants

- C'est avec une bonne dose d'optimisme que s'est conclu le troisième trimestre, les marchés financiers accueillant avec enthousiasme la décision de la Fed de livrer une première baisse de taux depuis décembre dernier. Mais est-ce dire que le proverbial « atterrissage en douceur » a été réalisé?
- Si cela semble être le cas en Europe, au Canada, le ralentissement de l'inflation s'est accompagné d'une turbulence beaucoup plus importante sur le marché de l'emploi. Mais aux États-Unis, la situation est plus difficile à définir.
- À première vue, plusieurs éléments de l'économie américaine semblent sur la bonne voie, avec une politique monétaire qui est peut-être déjà au neutre, un marché de l'emploi qui n'a pas dépassé le point de non-retour, et des signaux encourageants pour le secteur manufacturier.
- Toutefois, un retour à la cible pour l'inflation demeure peu probable, l'inflation des services a cessé de ralentir au moment même où le prix des biens et de la nourriture recommence à augmenter, probablement en partie sous l'effet des tarifs.
- En somme, bien que la volatilité risque de faire un retour à un certain moment au T4, nous continuons de penser que la tendance haussière va demeurer dominante, portée par une poursuite de l'expansion économique en contexte de politiques monétaires et fiscales plus accommodantes.
- Au sein des actions, nous avons ajusté à la marge notre positionnement en faveur des marchés émergents, ou une série de signaux encourageants se sont accumulés au courant des derniers mois.

Vues - Répartition de l'actif

Classes d'actifs	-		N		+
Actions	☐	☐	☐	☒	☐
Revenu fixe	☐	☒	☐	☐	☐
Liquidités	☐	☐	☒	☐	☐
Alternatifs	☐	☐	☐	☒	☐
Revenu fixe					
Gouvernement	☐	☒	☐	☐	☐
Crédit	☐	☐	☐	☒	☐
Durée	☐	☐	☒	☐	☐
Actions					
Canada	☐	☐	☐	☒	☐
États-Unis	☐	☒	☐	☐	☐
EAO	☐	☐	☒	☒	☐
Marchés émergents	☐	☐	☒	☒	☐
Alternatifs & devises					
Or	☐	☐	☒	☐	☐
Stratégies non corrélées	☐	☐	☐	☒	☐
Dollar canadien	☐	☐	☒	☐	☐

Bureau du chef des placements

Conclusion: Dans l'ensemble, si un atterrissage complet de l'inflation américaine devra attendre, pour la croissance, les perspectives demeurent positives. Ce contexte milite toujours pour une répartition de l'actif favorable au risque, tout en conservant de la marge de manœuvre pour profiter d'éventuelles meilleures conditions d'achats.



Revue des marchés

Revenu fixe

- L'univers à revenu fixe a dégagé des rendements positifs en septembre, la classe d'actifs bénéficiant du changement de ton de la Banque du Canada et de la Réserve fédérale vers une posture plus prudente. Les obligations canadiennes terminent ainsi le troisième trimestre à la hausse.

Actions

- L'ascension des marchés boursiers mondiaux s'est poursuivie en septembre, avec un leadership marqué des marchés émergents et du Canada. Le S&P/TSX a su bénéficier de sa composition sectorielle plus axée sur les secteurs cycliques tels que les matériaux, l'énergie et la finance. Le TSX termine d'ailleurs le trimestre au top du palmarès des quatre régions boursières avec des gains de 12,5 %.
- Au sein du S&P 500, le rallye boursier du mois a été concentré au sein des trois secteurs des géants technologiques : services de comm., technologies de l'information et consommation discrétionnaire. Outre ces secteurs, l'indice a terminé le mois pratiquement inchangé.

Devises et matières premières

- Les prix du pétrole ont reculé en septembre et au cours du troisième trimestre. En revanche, la montée spectaculaire du prix de l'or n'a montré aucun signe d'essoufflement.
- Le dollar américain a légèrement rebondi au cours du T3 après s'être fortement déprécié au cours des six premiers mois de l'année, supporté entre autres par une économie américaine qui continue de surprendre par sa résilience.

Rendement total des marchés

Classes d'actifs	Sep	T3	AAD
Encaisse (S&P Canada T-bill)	0.3%	0.7%	2.2%
Obligations (ICE Univers Canada)	1.8%	1.4%	2.8%
Court terme	0.8%	1.3%	3.4%
Moyen terme	1.7%	1.9%	4.2%
Long terme	3.5%	1.0%	0.3%
Gouvernement fédéral	1.5%	1.2%	2.5%
Sociétés	1.6%	1.8%	4.0%
Trésor É-U (\$ US)	0.9%	1.6%	5.4%
Sociétés É-U (\$ US)	1.4%	2.6%	7.0%
High Yield É-U (\$ US)	0.8%	2.4%	7.1%
Actions canadiennes (S&P/TSX)	5.4%	12.5%	23.9%
Services de communication	-1.8%	7.7%	12.9%
Consommation discrétionnaire	0.9%	3.7%	18.0%
Consommation de base	0.3%	1.6%	5.7%
Énergie	5.6%	12.6%	17.1%
Finance	4.5%	10.6%	22.5%
Santé	3.0%	5.5%	-1.0%
Industrie	-0.8%	-1.4%	4.6%
Technologies de l'information	2.1%	13.2%	19.7%
Matériaux	18.9%	37.8%	79.3%
Immobilier	-1.0%	7.6%	11.1%
Services publics	3.9%	6.9%	17.5%
S&P/TSX Petites capitalisations	8.9%	20.9%	36.3%
Actions É.-U. (S&P 500 \$ US)	3.6%	8.1%	14.8%
Services de communication	5.6%	12.0%	24.5%
Consommation discrétionnaire	3.2%	9.5%	5.3%
Consommation de base	-1.6%	-2.4%	3.9%
Énergie	-0.4%	6.2%	7.0%
Finance	0.1%	3.2%	12.8%
Santé	1.8%	3.8%	2.6%
Industrie	1.9%	5.0%	18.4%
Technologies de l'information	7.2%	13.2%	22.3%
Matériaux	-2.1%	3.1%	9.3%
Immobilier	0.5%	2.6%	6.2%
Services publics	4.2%	7.6%	17.7%
Russell 2000 (\$ US)	3.1%	12.4%	10.4%
Actions monde (MSCI ACWI \$ US)	3.7%	7.7%	18.9%
MSCI EAEO (\$ US)	2.0%	4.8%	25.7%
MSCI Marchés Émergents (\$ US)	7.2%	10.9%	28.2%
Matières premières (GSCI \$ US)	0.6%	4.1%	6.1%
Pétrole WTI (\$ US/baril)	-1.8%	-4.7%	-12.8%
Or (\$ US/once)	11.4%	16.7%	46.0%
Cuivre (\$ US/tonne)	4.1%	1.7%	18.2%
Devises (Indice \$ US DXY)	0.0%	0.9%	-9.9%
USD par EUR	0.4%	0.1%	13.5%
CAD par USD	1.3%	2.3%	-3.2%

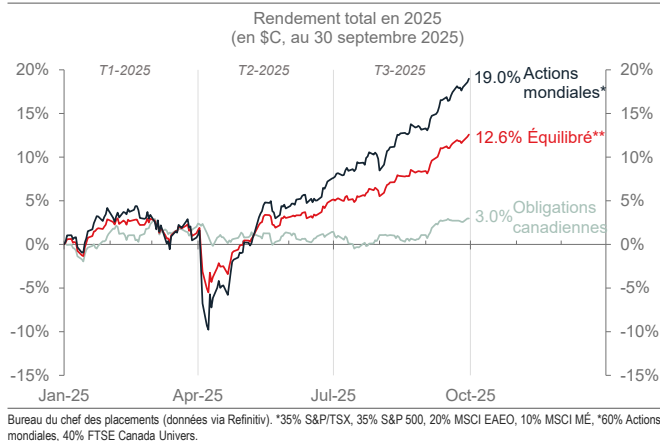
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv, en date du 2025-09-30)



Alors, est-ce qu'on a atterri ?

C'est avec une bonne dose d'optimisme que s'est conclu le troisième trimestre, les actions enchaînant les sommets historiques, accentuant ainsi leur avance sur les obligations qui ont tout de même réussi à enregistrer des gains sur la période (graphique 1).

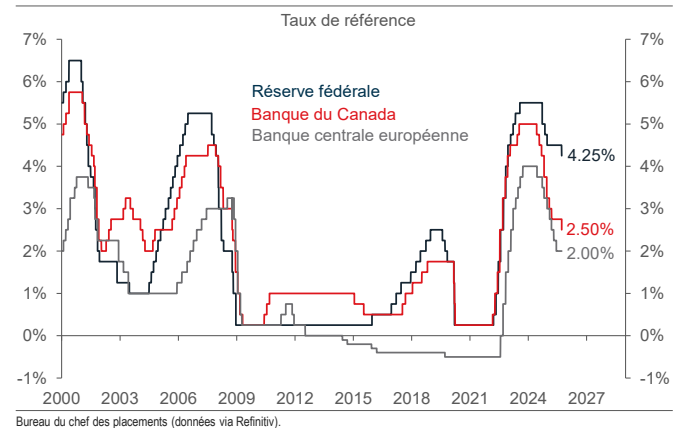
1 | Les marchés boursiers se sont envolés au T3



Visiblement, la décision de la Fed de sortir de son attentisme et baisser les taux d'intérêt pour des raisons de « gestion de risque »¹ en septembre a été accueillie favorablement par les marchés financiers. D'ailleurs, elle n'est pas la seule banque centrale à avoir adopté un ton plus conciliant dernièrement, la Banque du Canada ayant également abaissé son taux de référence en septembre, tandis que la Banque Centrale Européenne a conclu une série ininterrompue de baisses de taux plus tôt cet été (graphique 2).

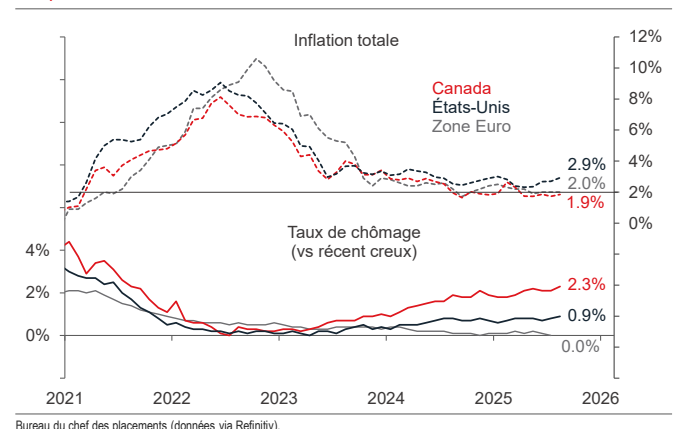
Alors, est-ce que ces ajustements aux taux d'intérêt sont signe que le proverbial « atterrissage en douceur » – défini comme un retour de l'inflation à la cible et un marché de l'emploi équilibré – a été réalisé?

2 | Les taux d'intérêt baissent...



En Europe, cela semble être le cas, avec un taux d'inflation d'exactly 2 % depuis trois mois et un taux de chômage à un creux. Au Canada, l'inflation se trouve également très près de la cible depuis plusieurs mois, bien que cela aura passé par bien plus de turbulence sur le marché de l'emploi. Or, aux États-Unis, la situation est plus difficile à définir, avec une hausse du chômage modeste, mais tout de même significative et surtout, une inflation qui stagne au-dessus de la cible, près de 3 % (graphique 3).

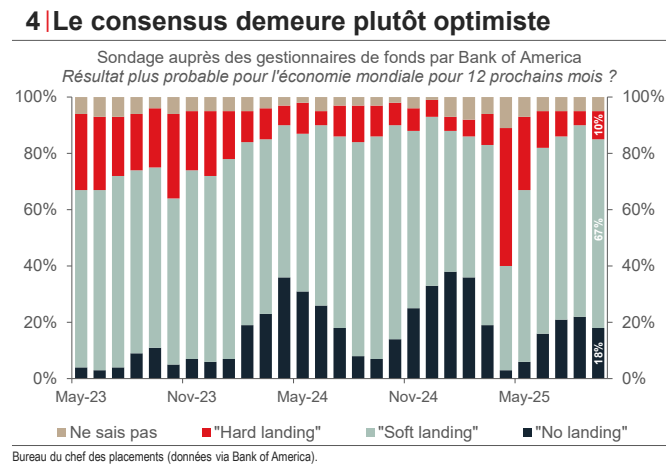
3 | ... l'économie a-t-elle « atterri » ?



¹ The Fed Makes a 'Risk-Management' Rate Cut, and Powell Scores a Win, Bloomberg, 17 septembre 2025.



Quoi qu'il en soit, le consensus semble toujours tabler sur un atterrissage en douceur au cours de la prochaine année, selon un sondage mené auprès de gestionnaires de fonds d'investissement, alors que seul 1 sur 10 s'attend à un atterrissage brutal, ce qui signifie essentiellement une récession (**graphique 4**). Est-ce raisonnable?



Vérifions la liste

Dans notre rapport *Perspectives 2025* publié en décembre dernier, nous listions six conditions quantifiables à suivre pendant l'année, destinées à confirmer (ou infirmer) si l'économie américaine avait atteint un atterrissage en douceur.

En théorie, quatre conditions sur six sont actuellement vérifiées. Mais en réalité, d'importantes nuances s'imposent, alors que plusieurs critères pourraient basculer d'un côté comme de l'autre à tout moment (**graphique 5**).

5 | Oui, non, peut-être?

Liste de contrôle pour un atterrissage en douceur		
Catégorie	Critère	Statut
Monétaire	Taux de la Fed neutre	Oui, mais...
	Courbe de taux ascendante	Non, mais...
Cyclique	Taux de chômage stable	Oui, mais...
	Rebond activité manufacturière	Non, mais...
Inflation	IPC total sous 3%	Oui, mais...
	Croissance des salaires sous 4%	Oui, mais...

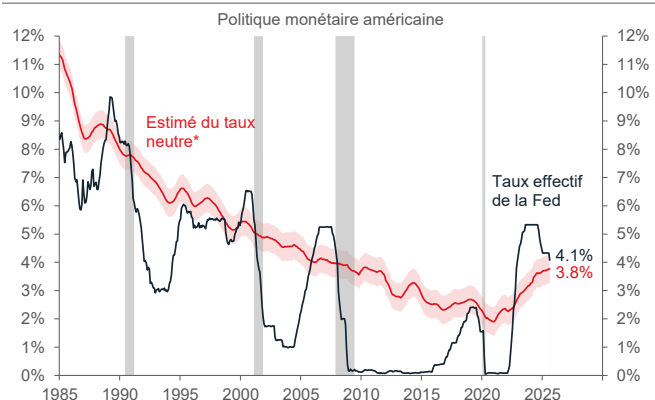
Bureau du chef des placements.

Spécifiquement, avec sa dernière baisse de taux d'intérêt, la Fed vient techniquement de porter sa politique monétaire en zone « neutre » pour la première fois depuis septembre 2022 selon notre modèle basé en partie sur des mesures de marchés (**graphique 6**, page suivante).

Toutefois, étant tout juste à la frontière supérieure de la marge d'erreur, on ne peut certainement pas affirmer que la politique monétaire soit neutre hors de tout doute, d'autant plus que selon Jerome



6 | Le taux de la Fed est potentiellement neutre...



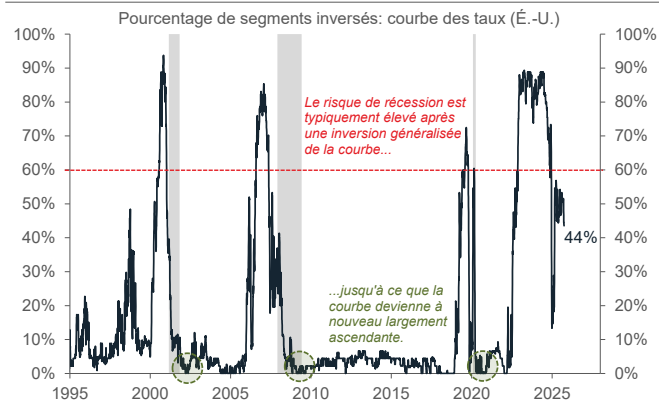
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv). *Moyenne de la projection du taux directeur à long terme du FOMC et des taux obligataires à terme 5 ans dans 5 ans.

Powell, les taux d'intérêt sont encore « modérément restrictifs »².

D'ailleurs, la forme de la courbe de taux d'intérêt semble effectivement indiquer qu'il y a encore du chemin à parcourir avant de retrouver une certaine normalité sur le plan monétaire. Typiquement, un retour à une courbe de taux pentue positivement dans son entièreté (c'est-à-dire lorsque plus le terme est long, plus le taux est élevé) est un bon indice que c'est le cas. À moins d'un changement drastique dans le contexte économique, cela devra probablement attendre que la Fed livre encore deux à trois autres baisses de taux (**graphique 7**).

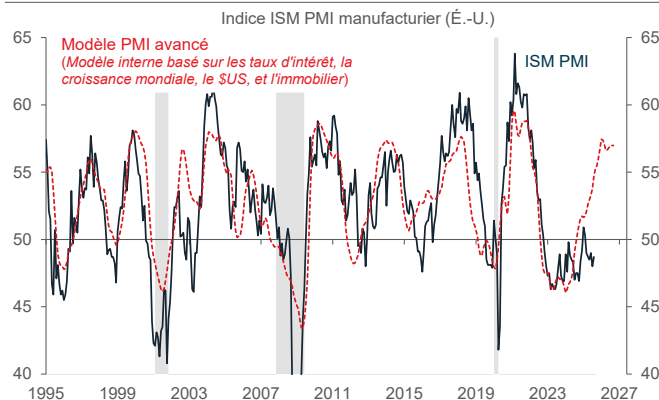
En parallèle, après avoir amorcé l'année du bon pied, l'activité manufacturière s'est vite contractée devant le rebrassage tarifaire des derniers mois. Il sera intéressant de suivre comment ce secteur va évoluer, mais il y a toujours des raisons de croire que l'indice ISM PMI manufacturier pourrait renouer avec la croissance (>50) dans les prochains mois (**graphique 8**), surtout lorsqu'on prend en compte l'entrée en vigueur du plan fiscal de l'administration Trump en 2026, lequel devrait bénéficier aux

7 | ... mais la courbe de taux demeure atypique



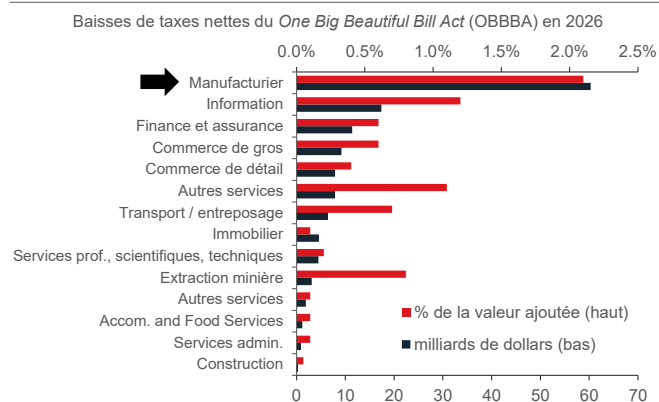
Bureau du chef des placements (données via Refinitiv).

8 | Ne sous-estimez pas l'activité manufacturière...



Bureau du chef des placements (données via Tax Foundation). <https://taxfoundation.org/blog/one-big-beautiful-bill-tax-us-manufacturing/>

9 | ... surtout en 2026



Bureau du chef des placements (données via Tax Foundation). <https://taxfoundation.org/blog/one-big-beautiful-bill-tax-us-manufacturing/>

entreprises manufacturières plus qu'à tout autre secteur de l'économie (**graphique 9**).

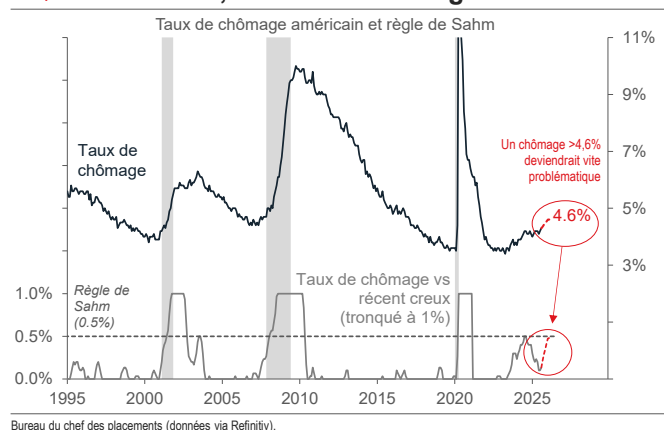
² Powell Describes Rates as 'Modestly Restrictive,' Keeping Door Open to Cuts, Wall Street Journal, 23 septembre 2025.



Cela dit, à court terme, il faudra surtout suivre l'évolution de marché de l'emploi, la récente hausse du taux de chômage à 4,3 % – son plus haut niveau depuis octobre 2021 – suscitant l'inquiétude.

Pour être clair, le chômage peut encore augmenter sans que ce soit forcément problématique, comme la Fed le projette, d'ailleurs³. Toutefois, une augmentation au-dessus 4,6 % deviendrait rapidement plus inquiétante, alors que la règle de Sahm serait probablement déclenchée à nouveau (**graphique 10**).

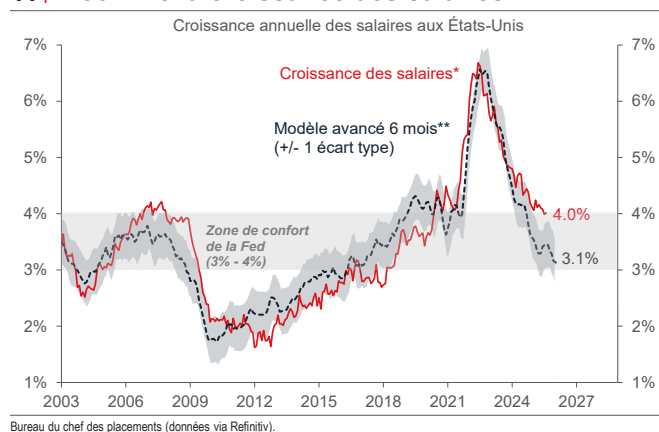
10 | Pour l'instant, le taux de chômage est « OK »...



En contrepartie, les implications pour la croissance des salaires seront également à surveiller de près. À ce titre, le scénario idéal en est un où les salaires augmentent suffisamment pour voir le pouvoir d'achat des consommateurs s'améliorer, mais pas trop qu'ils risquent de déclencher une spirale inflationniste : une fourchette qu'on peut estimer comme étant approximativement entre 3 % et 4 % (2 % d'inflation + 1 % à 2 % de croissance de la productivité du travail).

À l'heure actuelle, la croissance des salaires se tient tout juste sur la frontière supérieure de cette zone de confort, à 4 %. Ainsi, bien que notre modèle suggère que ce chiffre pourrait ralentir légèrement, pour l'instant, cela nous laisse bien près de niveaux potentiellement plus inflationnistes (**graphique 11**).

11 | ... comme la croissance des salaires...



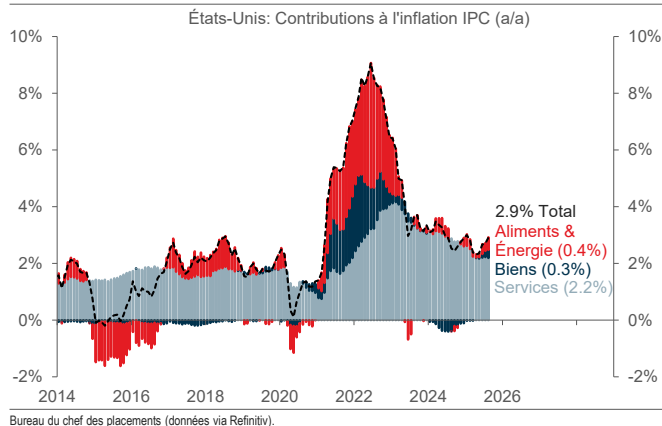
Et justement, si l'inflation totale respecte actuellement la condition somme toute arbitraire d'être « sous les 3 % », un taux de 2,9 % n'est pas particulièrement confortable, alors que l'inflation des services a cessé de ralentir au moment même où l'inflation des biens et de la nourriture recommence à augmenter, probablement en partie sous l'effet des tarifs (**graphique 12**, page suivante).

Pour le moment, les marchés semblent avoir accepté une période de prolongation avec une inflation autour de 3 %, ce que la Fed projette également³. Néanmoins, une convergence plus près de 4 % créerait certainement des remous, ce qu'on ne peut pas complètement exclure pour 2026 au vu des tendances récentes (**graphique 13**, page suivante).

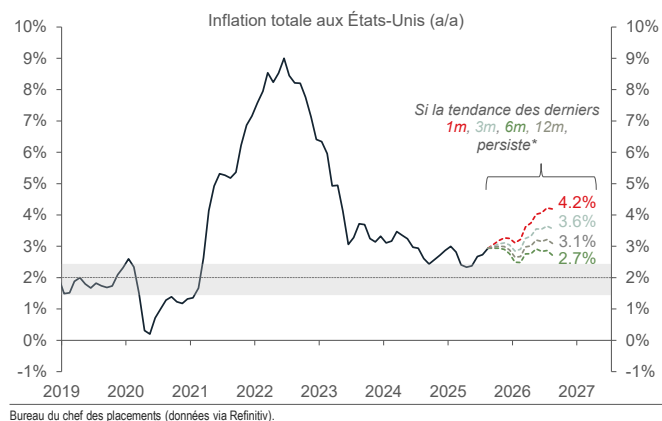
³ Dans son plus récent résumé des projections économiques, la projection médiane de taux de chômage des membres du comité sur la politique monétaire de la Fed était de 4,5 % pour 2025. Pour l'inflation, la projection médiane était de 3,0 % en 2025 et 2,6 % en 2026.



12 | ... mais l'inflation a cessé de ralentir



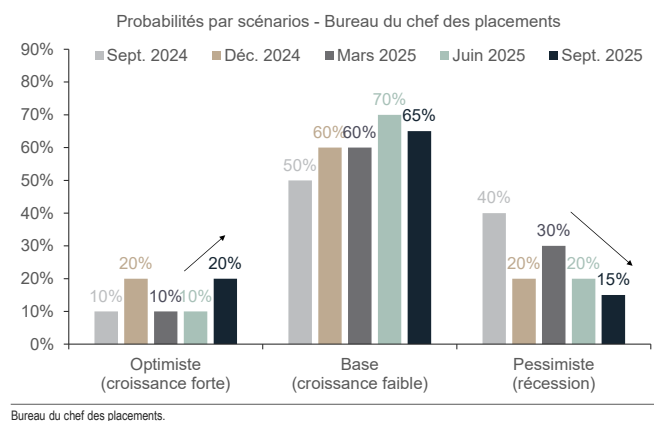
13 | Un retour à la cible devra visiblement attendre



Conclusion

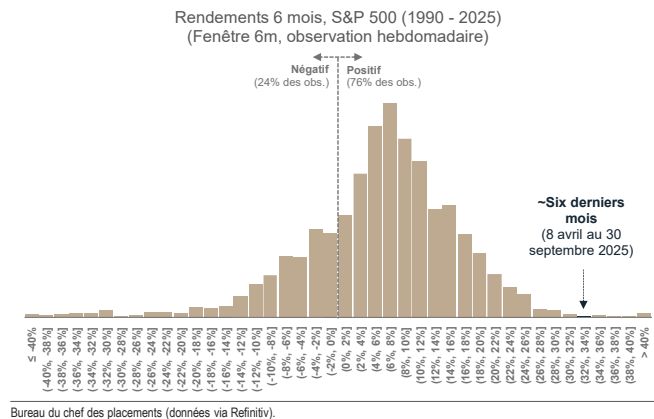
Dans l'ensemble, si un atterrissage complet de l'inflation américaine devra attendre, pour la croissance, les perspectives demeurent positives avec un risque de récession que nous avons à nouveau réduit dans la dernière mise à jour de notre scénario de base trimestriel (graphique 14).

14 | La balance des risques s'améliore



Pour les marchés boursiers, cela ne veut pas dire que la hausse spectaculaire enregistrée depuis les creux de début avril – l'une des meilleures périodes de six mois pour le S&P 500 en plus de 30 ans (graphique 15) – va nécessairement se poursuivre sans relâche.

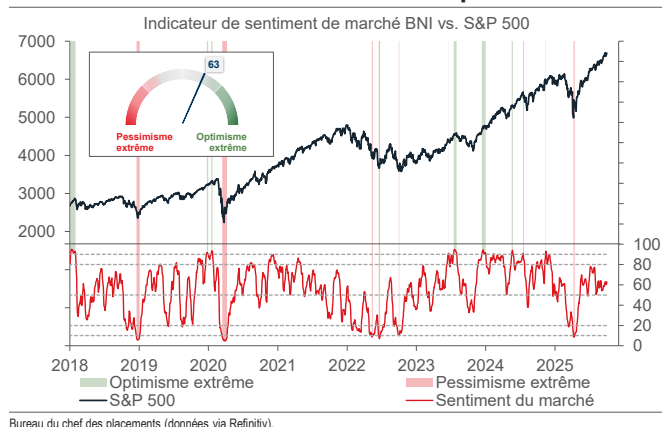
15 | Un rebond boursier de cette ampleur est rare...





Toutefois, malgré ce qu'on pourrait croire, notre indicateur de sentiment demeure loin des seuils traduisant un excès d'optimisme (**graphique 16**), plusieurs investisseurs paraissant toujours hésitants devant un contexte qui demeure effectivement teinté d'incertitudes.

16 | ... mais en l'absence d'excès d'optimisme...

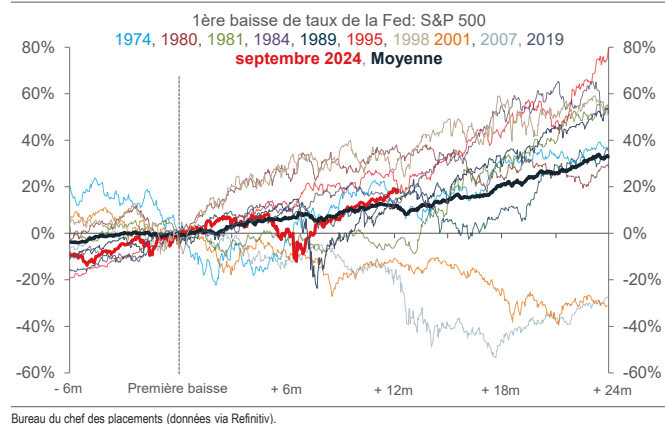


Ainsi, bien que la volatilité risque de faire un retour à un certain moment au quatrième trimestre, nous continuons de penser que la tendance haussière va demeurer dominante, portée par une poursuite de l'expansion économique en contexte de politiques monétaires et fiscales plus accommodantes.

D'ailleurs, n'oublions pas que cela fait déjà douze mois que la Fed a amorcé un cycle de baisses de taux d'intérêt. De ce point de vue, on constate que le marché haussier actuel est en réalité plutôt dans la moyenne un an après le début de baisses de taux, une analyse qui rappelle que l'éclatement de la bulle technologique et la crise financière constituent des exceptions plutôt que la règle (**graphique 17**).

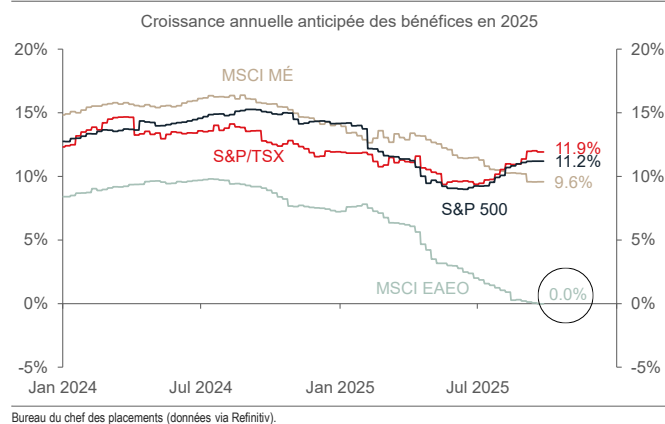
Géographiquement au sein des actions, si on pense que la tendance favorable au Canada peut se poursuivre, la reprise relative de la région EAEO

17 | ... la tendance haussière devrait se poursuivre



semble plutôt s'être essouffée au courant des derniers mois, freinée par une croissance des profits moindres (**graphique 18**) et l'instabilité politique en France.

18 | Croître les bénéfices n'est jamais facile en EAEO

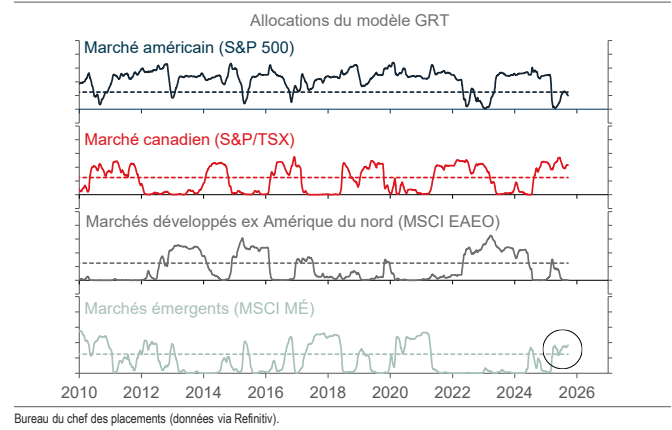


À l'inverse, une tendance plus positive s'est récemment développée sur les marchés émergents (**graphique 19**, page suivante).

Dans ce contexte, nous avons ajusté à la marge notre positionnement en actions, réduisant la région EAEO au point neutre en contrepartie d'une légère surpondération dans les marchés émergents. En plus d'un momentum favorable, la faiblesse du

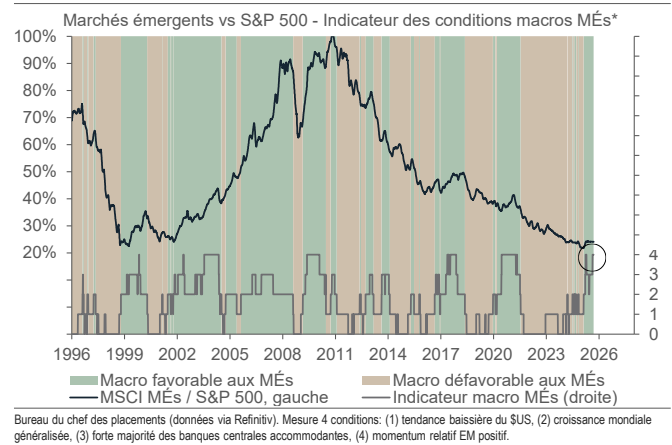


19 | Une tendance positive s'installe en MÉ...



dollar américain, des banques centrales plus accommodantes, et une croissance mondiale qui prend du mieux sont typiquement de bon augure pour la région, comme mesurée par notre modèle (graphique 20).

20 | ... qui bénéficient de plusieurs vents favorables





Bureau du chef des placements
CIO-Office@bnc.ca

Martin Lefebvre
Chef des placements
martin.lefebvre@bnc.ca

Louis Lajoie
Directeur principal
Stratégie d'investissement
louis.lajoie@bnc.ca

Simon-Carl Dunberry
Directeur principal
Stratégie de portefeuille
simon-carl.dunberry@bnc.ca

Nicolas Charlton
Directeur
Stratégie quantitative
nicolas.charlton@bnc.ca

Mikhael Deutsch-Heng
Directeur
Stratégie d'investissement
mikhael.deutschheng@bnc.ca

Zaid Shoufan
Associé
Stratégie de portefeuille
zaid.shoufan@bnc.ca

Julien Gordon
Analyste
Stratégie quantitative
julien.gordon@bnc.ca

Général

Les renseignements et les données fournis dans le présent document, y compris ceux fournis par des tiers, sont considérés exacts au moment de leur impression et ont été obtenus de sources que nous avons jugées fiables. Nous nous réservons le droit de les modifier sans préavis. Ces renseignements et données vous sont fournis à titre informatif uniquement. Aucune représentation ni garantie, explicite ou implicite, n'est faite quant à l'exactitude, la qualité et le caractère complet de ces renseignements et de ces données. Les opinions exprimées ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des parts mentionnées aux présentes et ne devraient pas être considérées comme une recommandation.

Les hypothèses ou les opinions exprimées sur une société, un titre, une industrie, un secteur du marché en particulier, des événements futurs (comme les conditions du marché ou l'évolution de l'économie), le rendement d'une société ou d'un titre, le placement futur de produits ou d'autres prévisions représentent celles du Bureau du Chef des placements à un moment donné et ne constituent pas nécessairement celles de la Banque Nationale du Canada et ses filiales (la « Banque »). Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, qui peuvent faire en sorte que les résultats réels diffèrent considérablement de ce que le Bureau du Chef des placements anticipe ou prévoit actuellement. La Banque décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces opinions. En outre, celles-ci ne peuvent pas être considérées comme des recommandations d'achat et de vente ni comme des conseils en placement.

Ces fournisseurs d'indices peuvent être inclus dans le présent document : BofA Merrill Lynch, Standard & Poor's, FTSE, Nasdaq, Russell et MSCI. Ces fournisseurs d'indices permettent l'utilisation de leurs indices et des données reliées « tels quels », ne donnent aucune garantie à leur sujet, ne garantissent pas la convenance, la qualité, l'actualité ou l'exhaustivité des indices ni d'aucune donnée incluse dans ceux-ci, qui y serait reliée ou qui en serait dérivée, n'assument aucune responsabilité à l'égard de l'utilisation de ce qui précède et ne parrainent pas, n'avalisent pas ni ne recommandent Banque Nationale Investissements ni aucun de ses produits ou services. Les fournisseurs d'indices ci-dessus ne garantissent pas l'exactitude de tout indice ou modèle de référence mixte créé par Banque Nationale Investissements, utilisant un de ces indices. Aucune responsabilité ni aucune obligation n'incombe à aucun membre des fournisseurs d'indices ni à leurs administrateurs, dirigeants, employés, associés ou concédants de licence respectifs pour des erreurs ou des pertes dues à l'utilisation de cette publication ou de tout renseignement ou donnée qu'elle contient. En aucun cas, les fournisseurs d'indices ci-dessus ne seront redevables envers aucune partie de dommages-intérêts directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, particuliers ou consécutifs, de coûts, de frais, notamment de justice, ou de pertes (y compris, sans aucune limite, de perte de revenu ou de profits et de coûts de renonciation) en lien avec l'utilisation du contenu, même s'ils ont été avisés de la possibilité de tels préjudices.

Les indices FTSE/TMX sont des marques de commerce de LSE Group. Les indices S&P sont des marques de commerce de S&P Dow Jones Indices LLC, division de S&P Global. Les indices MSCI sont des marques de commerce de MSCI inc. Les indices BofA sont des marques de commerce de Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated (« BofAML »). L'indice Nasdaq est une marque de commerce de Nasdaq Inc. Russell 2000 ® est une marque déposée de Frank Russell Company, utilisée sous licence.

© Banque Nationale Investissements inc., 2025. Tous droits réservés. Toute reproduction totale ou partielle est strictement interdite sans l'autorisation préalable écrite de Banque Nationale Investissements inc.

MD BANQUE NATIONALE INVESTISSEMENTS est une marque déposée de la Banque Nationale du Canada, utilisée sous licence par Banque Nationale Investissements inc.

Banque Nationale Investissements est signataire des Principes pour l'investissement responsable des Nations Unies, membre de l'Association pour l'Investissement Responsable du Canada et participant fondateur de l'initiative Engagement Climatique Canada.