



Faits saillants

- Au plancher du 11 février, l'indice MSCI TP avait perdu 19.1% par rapport à son sommet d'avril dernier. Les actions mondiales sont reparties à la hausse depuis. Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde TP avait monté de 5.1% depuis le creux de cette date. Il est d'ailleurs intéressant de noter que tous les grands indices régionaux ont gagné du terrain, les pays émergents ayant progressé de 4.1% grâce à la vigueur d'un bond de 6.2% de l'indice MSCI Chine.
- Pour que cette tendance à la hausse dure, il faudra des mesures de stimulation monétaires ou budgétaires de grande envergure. Pékin a promis de mettre en œuvre les réformes nécessaires, dont une extension du filet de sécurité sociale qui, en permettant aux ménages d'épargner moins, encouragera les consommateurs et suscitera un rééquilibrage plus rapide de l'économie. Tout cela, conjugué au maintien d'une politique de détente monétaire aiderait à éviter le ralentissement brutal tant appréhendé, qui pourrait faire dérailler la croissance sur les marchés émergents.
- Les actions canadiennes, qui ont traîné au bas du classement en 2015, sont en tête des marchés des pays avancés depuis le début de l'année. Au moment de rédiger ces notes, tous les secteurs de l'indice S&P/TSX sauf celui de la santé dépassent l'indice mondial. Cela dit, l'indice a été particulièrement dopé par une hausse de 35% des titres aurifères depuis le début de l'année.
- Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci. Comme nous ne pensons pas que la croissance mondiale soit compromise, nous maintenons notre recommandation de surpondérer les actions par rapport à notre modèle de référence. Nous continuons à prévoir une certaine mollesse de l'USD, ce qui implique un peu de soutien de la part des prix des produits de base au cours des prochains mois.

Stéfane Marion

stefane.marion@nbc.ca

Matthieu Arseneau

matthieu.arseneau@nbc.ca

LE MENSUEL BOURSIER

Reprise des actions mondiales

Les actions mondiales sont reparties à la hausse depuis le 11 février. Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI Monde TP avait monté de 5.1% depuis le creux de cette date. Il est d'ailleurs intéressant de noter que tous les grands indices régionaux ont gagné du terrain, les pays émergents ayant progressé de 4.1% grâce à la vigueur d'un bond de 6.2% de l'indice MSCI Chine.

Au plancher du 11 février, l'indice MSCI TP avait perdu 19.1% par rapport à son sommet d'avril dernier. En d'autres termes, l'indice mondial est reparti à la hausse alors qu'il était au seuil du premier épisode de marché baissier depuis 2011.

Monde : Les actions mondiales ont évité de sombrer dans un marché baissier jusque-là en 2016

MSCI TP



Cela ne veut pas dire que les actions se trouvent de nouveau devant un ciel d'azur. Il faudrait pour cela une amélioration des bénéfices puisque les valorisations ne sont pas basses. L'indice MSCI TP se situe actuellement à 14.5 fois le bénéfice prévisionnel, contre 16.6 en avril dernier, mais encore bien au-dessus des 9.4 de 2011 (graphique).

Monde : Les valorisations boursières en perspective

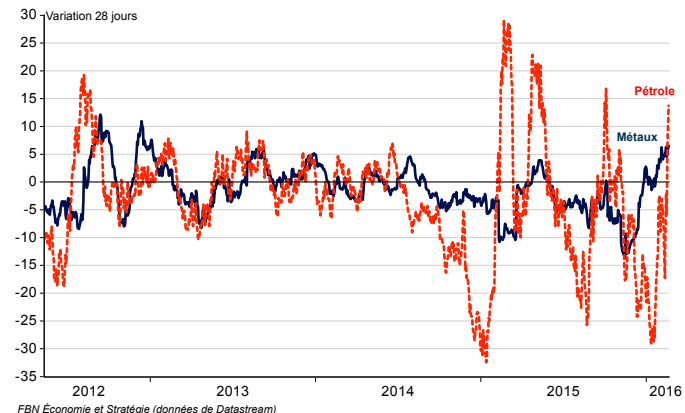
Ratio C/B prévisionnel 12 mois de l'indice MSCI TP



Un peu plus d'inflation embellirait assurément les perspectives de profit, mais cela ne se produira pas à moins que les prix des produits de base n'arrêtent de baisser. Heureusement, les prix du pétrole et des métaux ont remonté un peu au cours du mois écoulé (graphique). Les pourparlers en vue d'un plafonnement de la production ou de réduction de certains des plus grands producteurs de pétrole, plus les propos lénifiants du gouverneur de la Banque populaire de Chine, Zhou Xiaochuan, au sujet des perspectives du yuan, ont évacué l'humeur baissière inspirée par la déflation mondiale.

Monde : Prix des produits de base en perspective

Indice CRB des métaux et brut de Brent



Nous remarquons que le prix de référence du minerai de fer livré à la Chine a annulé une partie de sa baisse ces dernières semaines (graphique). Bien qu'il soit encore très déprimé, c'est la première année depuis 2013 que le prix du 19 février a été plus élevé que le cours à la fin de l'année précédente.

LE MENSUEL BOURSIER

Monde : Le prix du minerai de fer donne des signes de stabilisation

Minerai de fer 62% Fe (Port de Tianjin)

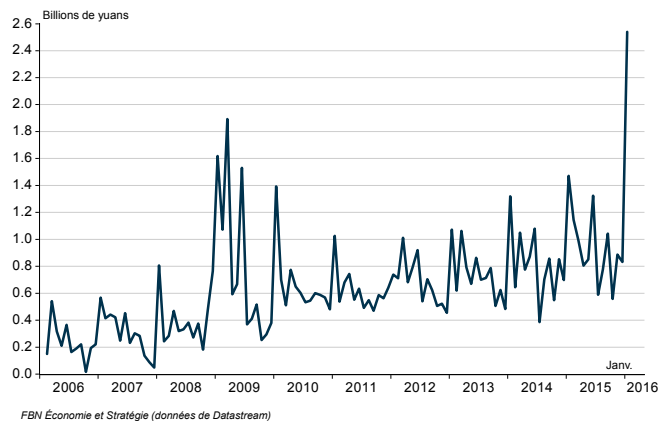


Pour que cette tendance à la hausse dure, il faudra des mesures de stimulation monétaires ou budgétaires de grande envergure. Pékin a promis de mettre en œuvre les réformes nécessaires, dont une extension du filet de sécurité sociale qui, en permettant aux ménages d'épargner moins, encouragera les consommateurs et suscitera un rééquilibrage plus rapide de l'économie. Les autorités chinoises se sont aussi engagées à augmenter la couverture des régimes de retraite et de l'assurance-maladie ainsi qu'à éliminer graduellement les restrictions qui privent actuellement les travailleurs migrants de tout accès aux services sociaux dans les villes où ils travaillent. La fin de la politique de l'enfant unique par famille tombe également bien pour une population en âge de travailler qui vieillit. Mais des mesures budgétaires plus énergiques seront aussi nécessaires pour doper la demande intérieure.

Tout cela, conjugué au maintien d'une politique de détente monétaire aiderait à éviter le ralentissement brutal tant appréhendé, qui pourrait faire dérailler la croissance sur les marchés émergents. Mais même avant le dévoilement du plan quinquennal (autour du 12 mars), on notait déjà des signes encourageants pour la croissance. L'augmentation la plus forte à ce jour des prêts bancaires classiques en janvier accélère une tendance et est de bon augure pour l'économie au premier trimestre. Avec les États-Unis dont le PIB devrait croître de 2% environ au premier trimestre et le regain de vigueur de la Chine, les craintes d'une récession mondiale devraient se dissiper.

Chine : Montée en flèche du crédit au début de 2016

Nouveaux prêts bancaires

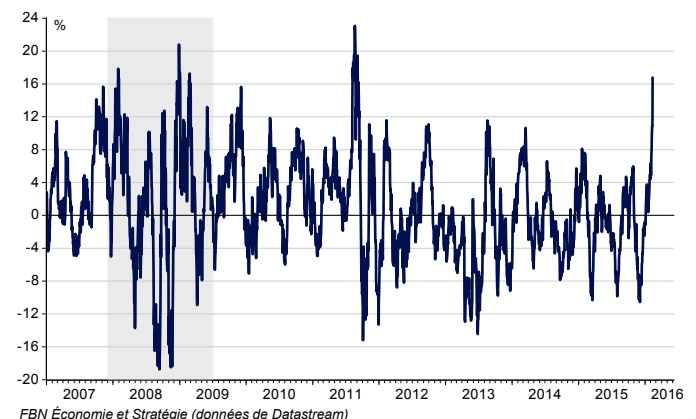


S&P/TSX : Une recette pas si secrète

Les actions canadiennes, qui ont traîné au bas du classement en 2015, sont en tête des marchés des pays avancés depuis le début de l'année. Au moment de rédiger ces notes, tous les secteurs de l'indice S&P/TSX sauf celui de la santé dépassent l'indice mondial. Cela dit, l'indice a été particulièrement dopé par une hausse de 35% des titres aurifères depuis le début de l'année. Le lingot d'or a tendance à briller quand la tourmente s'empare des marchés, et il vient de le confirmer à nouveau. L'or a atteint un récent sommet à \$1,247 l'once le 11 février, soit une hausse de 17% sur une période de 30 jours de bourse. Comme le graphique ci-dessous l'illustre, c'est la meilleure performance depuis 2011, année qui était aussi caractérisée par des tensions financières importantes.

La plus forte hausse du lingot d'or depuis 2011

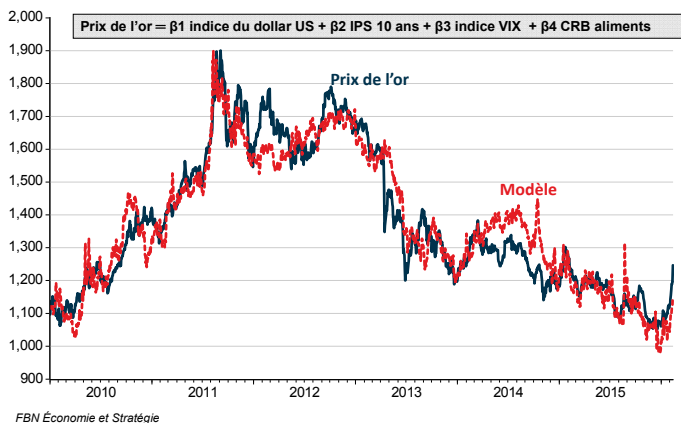
Variation sur 30 jours du prix de l'or



LE MENSUEL BOURSIER

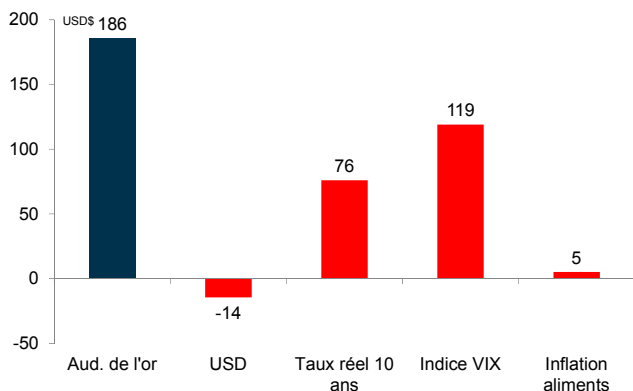
Nous avons découvert que le cours de l'or s'explique essentiellement par quatre caractéristiques clés : le dollar américain (indice large de l'USD), la volatilité du marché boursier (indice VIX), les taux d'intérêt réels (TIPS de 10 ans) et l'inflation (indice CRB des aliments)¹. Comme le graphique ci-dessous le montre, une équation permet de suivre relativement bien l'évolution du lingot.

Modèle FBN du prix de l'or : 2010 à 2016 (données quotidiennes)



La vigueur de la hausse de l'or était entièrement attribuable à l'indice VIX (pour 60% environ) et à la baisse des taux d'intérêt réels (pour 40% environ). On notera que le dollar US n'a pratiquement joué aucun rôle.

Modèle du prix de l'or : Principaux inducteurs de la hausse à US\$1,247 l'once en 2016



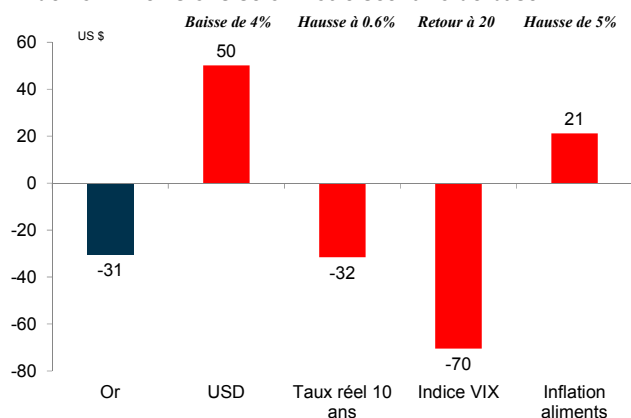
FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Alors quelles sont les perspectives pour le métal jaune après cette forte hausse? À supposer que les

¹ Nous utilisons l'indice CRB des aliments comme indicateur de la dynamique de l'inflation puisque les aliments sont une composante

conditions du marché commencent à se normaliser au cours des prochaines semaines une fois que la Chine aura dévoilé son plan quinquennal (autour du 12 mars) et que la Fed reconnaîtra que sa campagne de resserrement de la politique monétaire marque une pause (le 16 mars), nous nous attendons à ce que le prix du lingot redescende d'un peu plus de \$30 en raison d'une diminution de la volatilité et de l'augmentation des taux d'intérêt réels qui compensent largement l'effet positif de la dépréciation de l'USD et de l'augmentation de l'inflation.

Prix de l'or : Prévisions selon notre scénario de base



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

À noter que ce résultat produirait un cours du lingot d'or d'environ \$1,220 l'once, c.-à-d. environ 10% de plus que ce que prévoyaient les analystes par consensus pour le deuxième trimestre (voir tableau).

Prévision de prix des matières premières

Hypothèses des analystes

	Cuivre	Or	Brut	Gaz naturel
Prix actuel	4694	1222	30	1.79
Hypothèses des analystes				
T+2	4900	1124	42	2.53
T+4	5141	1150	47	3.00
Croissance (T _t /T ₀)				
T+2	4.4%	-8.1%	39.8%	41.7%
T+4	9.5%	-5.9%	54.7%	68.1%

Prix à terme actuels

	Cuivre	Or	Brut	Gaz naturel
Prix actuel	4694	1222	30	1.79
Prix à terme				
T+2	4689	1211	39	2.15
T+4	4688	1213	41	2.48
Croissance (T _t /T ₀)				
T+2	-0.1%	-0.9%	28.3%	20.4%
T+4	-0.1%	-0.7%	37.2%	38.9%

2/23/2016

FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

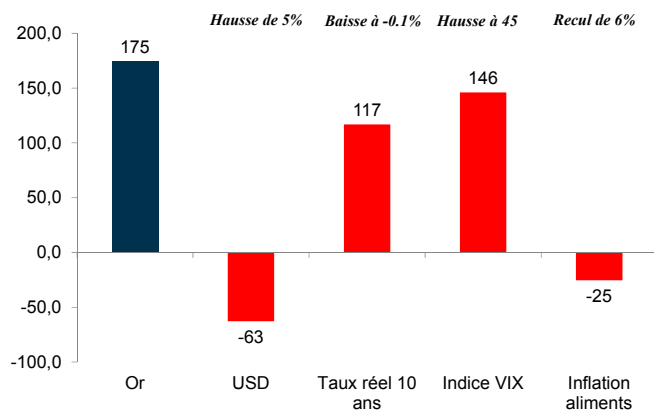
Il s'agit là de notre prévision de base, mais il reste quelques semaines avant la mi-mars. Il peut se passer

importante du panier de l'IPC dans la plupart des pays. De plus, l'indice CRB est aussi disponible quotidiennement.

LE MENSUEL BOURSIER

beaucoup de choses d'ici là. Et si la situation continuait de se détériorer? Si le marché craignait une récession semblable à celle de 2011, nous nous attendrions à ce que l'indice VIX augmente à 45 et à ce que les TIPS de 10 ans deviennent à nouveau négatifs. Cela compenserait largement l'effet négatif de l'appréciation de l'USD et de la diminution de l'inflation. Dans un scénario de type 2011, le prix de l'or augmenterait de \$175 (graphique).

Modèle du prix de l'or : Stress comparable à l'épisode de 2011



FBN Économie et Stratégie

Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci. Comme nous ne pensons pas que la croissance mondiale soit compromise, nous maintenons notre recommandation de surpondérer les actions par rapport à notre modèle de référence. Avec le resserrement récent des conditions financières, nous doutons que le FOMC soit en mesure de hausser quatre fois les taux en 2016 comme il l'indiquait en

décembre dans les prévisions médianes des participants, tant s'en faut. Nous continuons en conséquence à prévoir une certaine mollesse de l'USD, ce qui implique un peu de soutien de la part des prix des produits de base au cours des prochains mois. Cela, ajouté à un important programme de stimulation budgétaire de la Chine, constituerait une bonne nouvelle pour les actions canadiennes et celles des marchés émergents. Étant donné nos perspectives pour le dollar américain et notre conviction que la production de pétrole sera réduite un peu, nous tablons sur un prix du baril de WTI à \$40 d'ici la fin de l'année.

Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle pour l'indice S&P TSX est inchangée ce mois-ci. Nous restons relativement à l'aise avec notre recommandation de surpondérer les actions des banques puisque l'augmentation de l'emploi à temps plein en Ontario, au Québec et en Colombie-Britannique continue de soutenir le marché de l'immobilier résidentiel, empêchant une détérioration sensible de la solvabilité des ménages.

NBF Asset Allocation			
	Benchmark (%)	NBF Recommendation (%)	Change (pp)
Equities			
Canadian Equities	20	23	
U.S. Equities	20	20	
Foreign Equities (EAFE)	5	7	
Emerging markets	5	8	
Fixed Income	45	37	
Cash	5	5	
Total	100	100	

NBF Economics and Strategy

LE MENSUEL BOURSIER

Prévisions FBN Canada		
	<i>Actuel</i>	<i>Cible</i>
Niveau de l'indice	2/24/2016	T4-2016(est.)
S&P/TSX	12 740	14 700
Hypothèses		T4-2016(est.)
Niveau: Bénéfices	769	850
Dividendes	422	466
Ratio C/B passé	16.6	17.3
Bons du Trésor (91 jours)	0.46	0.46
Obligations 10 ans	1.15	1.66

* Avant éléments extraordinaires selon Thomson
FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Prévisions FBN États-Unis		
	<i>Actuel</i>	<i>Cible</i>
Niveau de l'indice	2/24/2016	T4-2016(est.)
S&P 500	1 930	2 200
Hypothèses		T4-2016(est.)
Niveau: Bénéfices	117	126
Dividendes	45	48
Ratio C/B passé	16.5	17.5
Bons du Trésor (91 jours)	0.33	0.80
Obligations 10 ans	1.74	2.17

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

LE MENSUEL BOURSIER

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Mars 2016

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Équipondérer	18.2%
Équipements et services pour l'énergie	Équipondérer	0.6%
Pétrole, gaz et combustibles	Équipondérer	17.6%
Matériaux	Équipondérer	11.2%
Produits chimiques	Sous-pondérer	2.5%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	1.9%
Or	Équipondérer	6.0%
Papier et industrie du bois	Surpondérer	0.5%
Industrie	Équipondérer	8.3%
Biens d'équipement	Surpondérer	1.7%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	0.8%
Transports	Équipondérer	5.8%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	6.6%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.4%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.6%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.0%
Médias	Équipondérer	2.2%
Distribution	Sous-pondérer	1.5%
Biens de consommation de base	Sous-pondérer	4.8%
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	3.9%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.9%
Santé	Équipondérer	2.7%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	2.5%
Finance	Surpondérer	36.8%
Banques	Surpondérer	22.5%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	1.6%
Assurance	Surpondérer	7.3%
Immobilier	Équipondérer	5.5%
Technologies de l'information	Surpondérer	3.1%
Logiciels et services	Surpondérer	2.6%
Matériel et équipement informatique	Équipondérer	0.5%
Télécommunications	Sous-pondérer	5.9%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	2.4%

* Métaux et minerais excluant la sous-industrie de l'Or.

LE MENSUEL BOURSIER

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Bureau Montréal

514 879-2529

Stéfane Marion

Économiste et stratège en chef
stefane.marion@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

Économiste principal, Revenu fixe
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Matthieu Arseneau

Économiste principal
matthieu.arseneau@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste associé, géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto

416 869-8598

Warren Lovely

DG, recherche et stratégie secteurs publics
warren.lovely@bnc.ca

Généralités : Banque Nationale Marchés financiers est une unité de Financière Banque Nationale Inc. (FBN), filiale en propriété exclusive indirecte et division de la Banque Nationale du Canada. Ce rapport a été produit par FBN. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la cote des bourses canadiennes. • Les informations contenues dans les présentes proviennent de sources que nous jugeons fiables, toutefois nous n'offrons aucune garantie à l'égard de ces informations qui pourraient s'avérer incomplètes. Les opinions exprimées sont fondées sur notre analyse et notre interprétation de ces informations et elles ne doivent pas être interprétées comme une sollicitation ou une offre visant l'achat ou la vente des titres mentionnés dans les présentes.

• **Résidents du Canada :** À l'égard de la distribution du présent rapport au Canada, FBN endosse la responsabilité de son contenu. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport ou pour effectuer une opération, les résidents du Canada doivent communiquer avec leur conseiller en placement FBN.

• **Résidents des États-Unis :** En ce qui concerne la distribution de ce rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC). Ce rapport a été préparé en tout ou en partie par des analystes de recherche employés par des membres du groupe de NBCFI hors des États-Unis qui ne sont pas inscrits comme courtiers aux États-Unis. Ces analystes de recherche hors des États-Unis ne sont pas inscrits comme des personnes ayant un lien avec NBCFI et ne détiennent aucun permis ni aucune qualification comme analystes de recherche de la FINRA ou de toute autre autorité de réglementation aux États-Unis et, par conséquent, ne peuvent pas être assujettis (entre autres) aux restrictions de la FINRA concernant les communications par un analyste de recherche avec une société visée, les apparitions publiques reflètent exactement son appréciation personnelle et technique au moment de la publication. Comme les opinions des analystes peuvent différer, des membres du Groupe Financière Banque Nationale peuvent avoir publié ou pourraient publier à l'avenir des rapports qui ne concordent pas avec ce rapport-ci ou qui parviennent à des conclusions différentes de celles de ce rapport-ci. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis sont invités à communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI. • **Résidents du Royaume-Uni :** Eu égard à la distribution du présent rapport aux résidents du Royaume-Uni, Financière Banque Nationale Inc. a autorisé le contenu (y compris, là où c'est nécessaire, aux fins du paragraphe 21(1) de la loi intitulée Financial Services and Markets Act 2000). Financière Banque Nationale Inc. et sa société mère ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle et/ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des titres ou des instruments financiers connexes qui font l'objet du présent rapport, ou ils peuvent avoir détenu de telles participations ou positions. Ces personnes peuvent à tout moment effectuer des ventes et/ou des achats à l'égard des titres ou instruments financiers connexes en question, que ce soit à titre de mandataire ou pour leur propre compte. Elles peuvent agir dans la tenue d'un marché pour ces titres ou instruments financiers connexes ou avoir déjà agi à ce titre ou peuvent agir à titre de banque d'investissement et/ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements peut baisser ou augmenter. Le rendement passé ne se répétera pas nécessairement à l'avenir. Les placements mentionnés dans le présent rapport ne sont pas disponibles pour les clients du secteur détail. Le présent rapport ne constitue pas une offre de vente ou de souscription ni la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription des titres décrits dans les présentes ni n'en fait partie. On ne doit pas non plus se fonder sur le présent rapport dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quelconque et il ne sert pas, ni ne servira, de base ou de fondement pour de tels contrats ou engagements. La présente information ne doit être distribuée qu'aux contreparties admissibles (Eligible Counterparties) et clients professionnels (Professional Clients) du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. Financière Banque Nationale Inc. est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD. Financière Banque Nationale Inc. n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority et la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni. • **Droits d'auteur :** Le présent rapport ne peut pas être reproduit que ce soit en totalité ou en partie. Il ne doit pas être distribué ou publié ou faire l'objet d'une mention de quelque manière que ce soit. Aucune mention des informations, des opinions et des conclusions qu'il contient ne peut être faite sans que le consentement écrit préalable de la Financière Banque Nationale n'ait été à chaque fois obtenu.



**BANQUE
NATIONALE**

MARCHÉS FINANCIERS

Une division de la Banque Nationale du Canada