



## Faits saillants

- Les actions mondiales continuent d'écoper. Au troisième trimestre, l'indice MSCI TP a enregistré un deuxième trimestre de suite de recul – une première en quatre ans. La détérioration des bénéfices exacerbe la pression à la baisse sur l'indice.
- Nous pensons qu'une croissance des bénéfices est possible en 2016, sous réserve que quelques éléments coopèrent. Premièrement, l'économie mondiale doit sortir de sa léthargie. Après un premier semestre difficile, la production mondiale repart. Par ailleurs, l'appréciation de l'USD doit être maîtrisée pour mettre fin à la tendance à la désinflation qui bride actuellement les prévisions de bénéfices. Malgré la menace d'une hausse des taux par la Fed, d'autres politiques pourraient compenser la vigueur de l'USD. L'une d'elles pourrait être l'inclusion du yuan chinois dans le panier des monnaies de réserve du FMI.
- Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci, les actions demeurant surpondérées par rapport aux obligations, avec un penchant régional en faveur des États-Unis. La clé pour éviter un marché baissier est une poursuite de la croissance américaine combinée à un environnement caractérisé par une inflation faible qui permet une normalisation monétaire selon une trajectoire graduelle. C'est la conjoncture qui règne en ce moment et nous sommes d'avis qu'elle pourrait persister un certain temps. Nous pourrions revoir notre répartition des actifs si les écarts sur le marché du crédit devaient augmenter au point de miner les perspectives de bénéfice pour 2016.
- Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci. Nous gardons confiance dans notre recommandation actuelle de surpondérer les actions des banques puisque l'économie canadienne a retrouvé le chemin de la croissance et que les gains d'emplois à temps plein continuent de supporter le marché de l'immobilier.

**Stéfane Marion**

*stefane.marion@nbc.ca*

**Matthieu Arseneau**

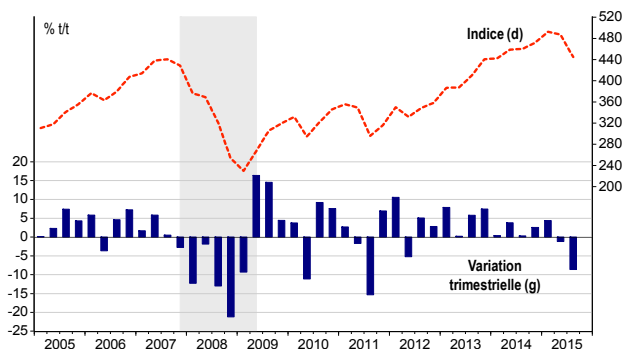
*matthieu.arseneau@nbc.ca*

# LE MENSUEL BOURSIER

## Les profits rebondiront-ils?

Les actions mondiales continuent d'écooper. Au troisième trimestre, l'indice MSCI TP a enregistré un deuxième trimestre de suite de recul – une première en quatre ans.

### Monde : Les actions en baisse deux trimestres de suite MSCI TP

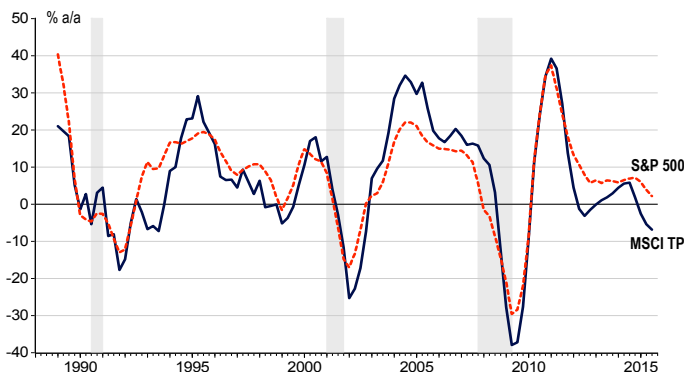


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

La détérioration des bénéfices exacerbe la pression à la baisse sur l'indice. Comme le graphique suivant l'illustre, les profits des 12 derniers mois sont en baisse de 7% depuis un an ce qui est l'équivalent de la plus mauvaise performance de tous les temps en dehors d'une récession (T3 1993). À l'époque aussi, il y a 22 ans, la Fed s'apprêtait à amorcer une campagne de resserrement de la politique monétaire, celle de 1994. L'histoire semble vouloir bégayer. La présidente de la Fed, Janet Yellen, a reconnu pour la première fois la semaine dernière qu'elle fait partie de la majorité du FOMC qui prévoit une hausse des taux d'intérêt encore cette année, ce qui, dit-elle, devrait être suivi d'un rythme de resserrement graduel.

### Monde : Évolution des bénéfices depuis 1988

Évolution des bénéfices passés, MSCI TP et S&P 500



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Une phase de resserrement de la politique de la Fed s'accompagne normalement de volatilité, surtout si la vigueur de l'USD mine les perspectives de bénéfices. Le consensus actuel des analystes (méthode ascendante) table sur un

rebond des bénéfices de 7.4% pour les composantes de l'indice S&P 500 au cours des 12 prochains mois (tableau) et d'environ 8% pour l'indice MSCI TP. Mais celui-ci se matérialisera-t-il?

### Indice composé S&P 500 : Évolution du BPA

	2014	2015	2016	2017	Croissance 12 prochains mois
S&P 500	7.6	1.0	9.6	12.5	7.4
ÉNERGIE	0.9	-58.9	10.0	43.8	-20.6
MATÉRIAUX	8.0	-1.9	15.5	13.0	11.0
INDUSTRIE	11.6	3.5	7.9	10.4	7.0
CONS. DISC.	6.9	11.8	15.2	14.5	14.5
CONS. DE BASE	4.5	-0.1	7.4	10.0	6.5
SANTÉ	17.2	10.0	10.5	12.2	10.4
FINANCE	-0.4	16.9	8.9	10.2	10.7
TI	12.2	7.5	9.1	11.8	7.7
TÉLÉCOM.	11.2	8.9	4.5	3.0	5.5
SERVICES PUBLICS	8.1	-0.3	4.5	3.7	3.3

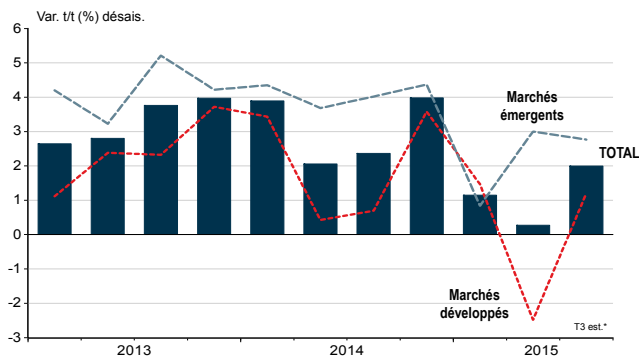
9/30/2015

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Nous pensons qu'une croissance des bénéfices est possible en 2016, sous réserve que quelques éléments coopèrent. Premièrement, l'économie mondiale doit sortir de sa léthargie. Après un premier semestre difficile, la production mondiale repart. Le CPB fait état de bons gains en juillet, plaçant la production industrielle du T3 en bonne voie pour afficher la meilleure croissance trimestrielle depuis l'an dernier. Le rebond observé de l'activité industrielle de l'OCDE, grâce aux États-Unis et à la zone euro, marque un pas dans la bonne direction.

### Monde : La production industrielle augmente

Production industrielle mondiale

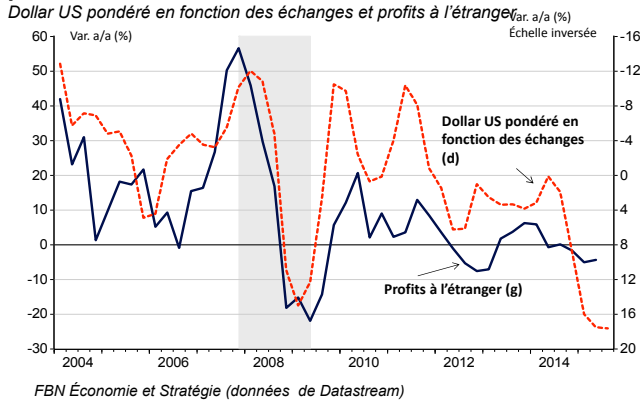


\* À supposer qu'il n'y ait pas de changements en août et en septembre (et aucune révision des chiffres des mois précédents)  
FBN Économie et Stratégie (CPB données de Datastream)

## Le yuan monnaie de réserve?

Deuxièmement, l'appréciation de l'USD doit être maîtrisée pour mettre fin à la tendance à la désinflation qui bride actuellement les prévisions de bénéfices (graphique).

## États-Unis : L'appréciation de l'USD mauvaise pour les profits



Malgré la menace d'une hausse des taux par la Fed, d'autres politiques pourraient compenser la vigueur de l'USD. L'une d'elles pourrait être l'inclusion du yuan chinois dans le panier des monnaies de réserve du FMI. À la suite de la rencontre du président des États-Unis, Barack Obama, avec le président chinois Xi Jinping à Washington le 25 septembre, les deux parties ont émis un communiqué disant que les États-Unis soutiennent l'inclusion du CNY dans le panier des droits de tirage spéciaux (DTS) du FMI, « sous réserve que la monnaie respecte les critères existants du FMI lors de son réexamen des DTS ».

Le FMI réexamine officiellement la composition et la valorisation un panier des DTS tous les cinq ans. La prochaine révision doit avoir lieu d'ici la fin de cette année, les décisions touchant le panier existant (actuellement composé de USD, EUR, JPY et GBP) devant entrer en vigueur en octobre 2016.

Comment une monnaie devient-elle monnaie de réserve? Selon le FMI :

Les critères actuellement utilisés mis à jour en 2000 établissent que le panier de DTS se compose des quatre monnaies émises par les pays membres ou unions monétaires dont les exportations de biens et de services avaient la plus grande valeur au cours d'une période de cinq ans et qui ont été jugées « librement utilisables » par le FMI. Le critère relatif aux exportations vise à garantir que les devises qui composent le panier sont celles de pays membres ou unions monétaires qui jouent un rôle central dans l'économie mondiale.

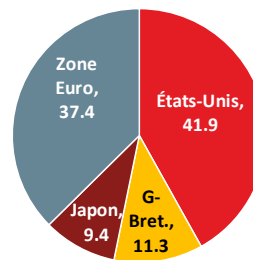
Les monnaies doivent aussi être librement utilisables. Ce deuxième critère a été ajouté en 2000 pour rendre officiellement compte de l'importance des transactions financières dans la méthode de valorisation du panier de DTS. Le concept de libre utilisation de la monnaie renvoie aux emplois et aux échanges effectifs qui en sont faits sur les marchés internationaux, et se distingue de la notion de flottement libre ou de pleine convertibilité. *En d'autres termes, une monnaie peut être largement utilisée et*

*couramment échangée même si elle fait l'objet de certaines restrictions de compte de capital. À l'inverse, une monnaie pleinement convertible n'est pas nécessairement largement utilisée et couramment échangée (en raison de la taille et de l'importance relative de l'économie considérée dans les transactions internationales).*

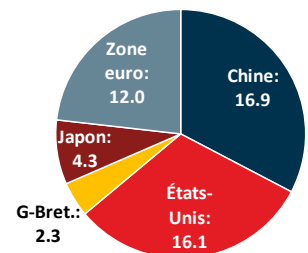
Sur la foi de ces critères, nous nous attendons à ce que le FMI décide d'accorder au yuan le statut de monnaie de réserve cette année. Il est anormal que la Chine soit exclue du panier de DTS alors qu'elle représente près de 20% de l'économie mondiale. Nous estimons que la pondération du CNY devrait au moins être égale à celles du JPY et de la GBP (graphique).

## Il est anormal que la Chine soit exclue de DTS

Pondérations du panier de DTS en décembre 2010



Part du PIB mondial en 2015 (basée sur la parité du pouvoir d'achat)

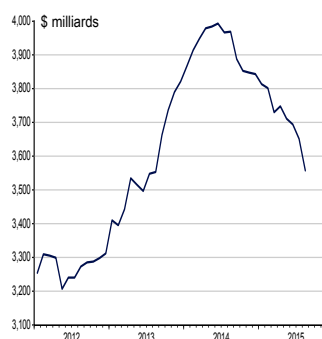


FBN Économie et Stratégie (données du FMI)

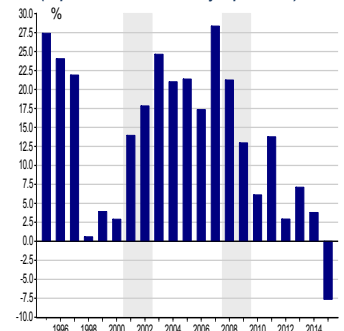
Ne pas ajouter la Chine au panier de DTS pourrait déclencher une nouvelle dévaluation du yuan. La Chine continue de dépenser pour défendre sa monnaie – \$100 milliards au cours du seul mois d'août. Comme le graphique suivant l'illustre, ses réserves de change ont fondu de 7.5% au cours des huit premiers mois de l'année, soit le pire recul du genre enregistré à ce jour.

## Chine : Défendre sa monnaie coûte cher

Réserves de change chinoises



Évolution des réserves de change, (depuis le début de l'année jusqu'en août)



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

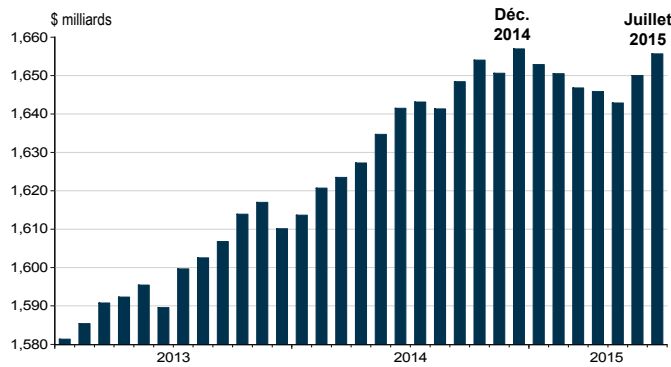
# LE MENSUEL BOURSIER

## Canada : Récession ou expansion?

L'état de l'économie canadienne a fait couler beaucoup d'encre ces dernières semaines. Si le Canada était en récession au premier semestre, il en est définitivement sorti au troisième trimestre. Grâce à un solide rebond des industries productrices de biens et à la résilience de celles productrices de services, le PIB du Canada est revenu essentiellement à son sommet antérieur en juillet (graphique)

### Canada : Le PIB est remonté quasiment à son sommet

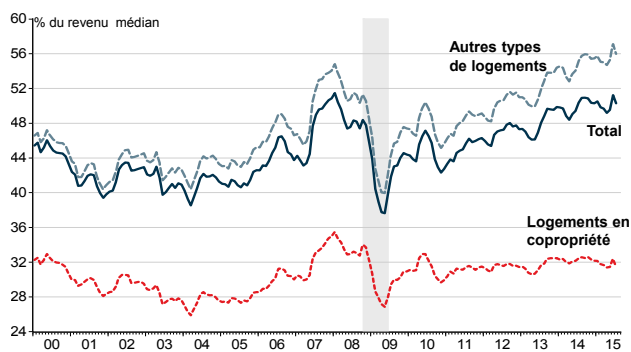
PIB réel mensuel



# LE MENSUEL BOURSIER

## Toronto : Perspective sur l'accessibilité au logement

Paiement hypothécaire mensuel pour un logement moyen (amortissement 25 ans)



FBN Économie et Stratégie (données de Statistique Canada, CREA, Teranet-Banque Nationale)

Dans ces circonstances, nous gardons confiance dans notre recommandation actuelle de surpondérer les actions de banques.

## Répartition des actifs

Notre répartition des actifs est inchangée ce mois-ci, les actions demeurant surpondérées par rapport aux obligations, avec un penchant régional en faveur des États-Unis. La clé pour éviter un marché baissier est une poursuite de la croissance américaine combinée à un environnement caractérisé par une inflation faible qui permet une normalisation monétaire selon une trajectoire graduelle. C'est la conjoncture qui règne en ce moment et nous sommes d'avis qu'elle pourrait persister un certain temps. Nous pourrions revoir notre répartition des actifs si les écarts sur le marché du crédit devaient augmenter au point de miner les perspectives de bénéfice pour 2016.

## États-Unis : Les marchés du crédit encore réceptifs

Écarts ajustés en fonction des options entre BoA Merrill Lynch BBB et les titres du Trésor américain



FBN Économie et Stratégie (données de la Fed de St. Louis)

## Indice composé S&P TSX : Évolution du BPA

	2014	2015	2016	2017	Croissance 12 prochains mois
S&P TSX	13.1	-3.8	8.7	6.9	5.7
ÉNERGIE	12.4	-19.7	11.5	11.9	2.3
MATÉRIAUX	1.3	-0.5	6.0	6.7	4.3
INDUSTRIE	9.0	3.1	4.2	5.5	4.0
CONS. DISC.	7.6	2.7	6.5	5.1	5.5
CONS. DE BASE	6.2	7.0	4.9	5.2	5.2
SANTÉ	19.0	28.5	21.9	7.6	23.2
FINANCE	29.5	-5.2	12.5	6.1	8.6
BANQUE	8.2	3.8	5.6	3.8	5.4
TI	-7.9	-0.2	4.5	0.1	3.1
TÉLÉCOM	3.0	3.0	2.1	1.8	2.4
SERVICES PUBLICS	13.5	2.5	10.3	16.6	8.5

9/30/2015

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

## Rotation sectorielle

Notre répartition sectorielle est inchangée ce mois-ci.

### Répartition des actifs FBN

	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
<b>Marché boursier</b>			
Actions canadiennes	20	20	
Actions américaines	20	26	
Actions étrangères (EAEO)	5	7	
Marchés émergents	5	5	
<b>Marché obligataire</b>	45	37	
<b>Liquidités</b>	5	5	
<b>Total</b>	100	100	

FBN Économie et Stratégie

# LE MENSUEL BOURSIER

Prévisions FBN Canada		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>9/30/2015</b>	<b>T3-2016(est.)</b>
S&P/TSX	13 307	15 000
<b>Hypothèses</b>		T3-2016(est.)
Niveau: Bénéfices	829	870
Dividendes	430	451
Ratio C/B passé	16.0	17.2
Bons du Trésor (91 jours)	0.42	0.46
Obligations 10 ans	1.43	2.03

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

Prévisions FBN États-Unis		
	Actuel	Cible
<b>Niveau de l'indice</b>	<b>9/30/2015</b>	<b>T3-2016(est.)</b>
S&P 500	1 920	2 200
<b>Hypothèses</b>		T3-2016(est.)
Niveau: Bénéfices	117	122
Dividendes	44	46
Ratio C/B passé	16.4	18.0
Bons du Trésor (91 jours)	-0.01	1.07
Obligations 10 ans	2.06	2.54

\* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

## Rotation sectorielle fondamentale FBN - Octobre 2015

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
<b>Énergie</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>18.5%</b>
Équipements et services pour l'énergie	Équipondérer	0.7%
Pétrole, gaz et combustibles	Équipondérer	17.8%
<b>Matériaux</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>9.0%</b>
Produits chimiques	Sous-pondérer	2.7%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.4%
Métaux et minerais *	Équipondérer	1.7%
Or	Équipondérer	3.8%
Papier et industrie du bois	Surpondérer	0.5%
<b>Industrie</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>8.3%</b>
Biens d'équipement	Surpondérer	1.7%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	0.8%
Transports	Équipondérer	5.9%
<b>Consommation discrétionnaire</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>7.2%</b>
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.8%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.7%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	0.9%
Médias	Équipondérer	2.3%
Distribution	Sous-pondérer	1.5%
<b>Biens de consommation de base</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>4.4%</b>
Distribution alimentaire et pharmacie	Sous-pondérer	3.8%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Sous-pondérer	0.7%
<b>Santé</b>	<b>Équipondérer</b>	<b>4.9%</b>
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	4.7%
<b>Finance</b>	<b>Surpondérer</b>	<b>37.2%</b>
Banques	Surpondérer	22.8%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	1.6%
Assurance	Surpondérer	7.4%
Immobilier	Équipondérer	5.3%
<b>Technologies de l'information</b>	<b>Surpondérer</b>	<b>2.8%</b>
Logiciels et services	Surpondérer	2.3%
Matériel et équipement informatique	Équipondérer	0.5%
<b>Télécommunications</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>5.4%</b>
<b>Services aux collectivités</b>	<b>Sous-pondérer</b>	<b>2.3%</b>

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

# LE MENSUEL BOURSIER

## ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

**Bureau Montréal**  
514 879-2529

**Bureau Toronto**  
416 869-8598

**Stéfane Marion**  
*Économiste et stratège en chef*  
stefane.marion@bnc.ca

**Marc Pinsonneault**  
*Économiste principal*  
marc.pinsonneault@bnc.ca

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

**Paul-André Pinsonnault**  
*Économiste principal, Revenu fixe*  
paulandre.pinsonnault@bnc.ca

**Matthieu Arseneau**  
*Économiste principal*  
matthieu.arseneau@bnc.ca

**Krishen Rangasamy**  
*Économiste principal*  
krishen.rangasamy@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 des analystes de recherche et la négociation de valeurs mobilières détenues dans le compte d'un analyste de recherche. Toutes les opinions exprimées dans ce rapport de recherche reflètent fidèlement les opinions personnelles des analystes de recherche concernant l'ensemble des valeurs mobilières et des émetteurs en question. Aucune partie de la rémunération des analystes n'a été, n'est ou ne sera, directement ou indirectement, liée aux recommandations ou aux points de vue particuliers qu'ils ont exprimés dans cette étude. L'analyste responsable de la production de ce rapport atteste que les opinions exprimées dans les présentes 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.