

Points saillants

- Les marchés boursiers du monde ont terminé 2018 sur une note étonnamment mauvaise, l'indice MSCI TP battant en retraite de 7.4% en décembre. Sur l'ensemble de l'année, il a perdu 9.5%, soit son pire résultat depuis une décennie. Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI TP se négocie à un peu moins de 13 fois les bénéfices prévisionnels, son ratio C/B le plus faible depuis 2013. Le ratio C/B de l'indice MSCI des marchés émergents représente moins de 11 fois les bénéfices prévisionnels. À ce stade-ci, nous continuons de nous attendre à une expansion du PIB mondial de 3.5% en 2019.
- Après le récent dérapage de l'indice S&P 500, les mauvaises nouvelles se reflètent maintenant dans les cours. Pour stabiliser les marchés à partir de là il faut : une économie résiliente, de bons bénéfices, une courbe des rendements plus accentuée, un dollar américain plus faible et plus de visibilité d'un armistice dans le conflit commercial des États-Unis avec la Chine. Après une vague de surprises économiques négatives ces dernières semaines, le rapport sur l'emploi aux États-Unis très important était beaucoup plus vigoureux que prévu pour décembre – affichant un gain de plus 300,000 emplois salariés. S'il est certain que la croissance des emplois ralentira au cours des prochains mois, peu d'indicateurs laissent entrevoir que les entreprises sont sur le point de *comprimer* leurs effectifs (signe infaillible de récession).
- Nous avons expliqué le mois dernier que l'avenir des marchés financiers était devenu moins dépendant de la rhétorique commerciale de la Maison-Blanche (bien qu'un ton plus calme de la présidence serait certainement favorable). Encore faut-il que la Fed intervienne. Le 4 janvier, M. Powell a reconnu qu'une inflation timide lui donne plus de souplesse dans la conduite de sa politique monétaire au cours de l'année. Avec ces commentaires, la courbe des rendements a arrêté de s'aplatir et le dollar américain s'est déprécié. Depuis le plus récent creux de l'indice S&P 500, le 24 décembre, le billet vert a perdu du terrain par rapport à 27 des 31 grandes devises. Un affaiblissement du dollar américain aiderait à stabiliser les marchés financiers mondiaux.
- Au moment de rédiger ces notes, l'indice S&P/TSX se négocie à environ 12 fois les bénéfices prévisionnels, soit son ratio C/B le plus faible en six ans. L'indice de référence canadien n'a pas affiché une telle décote par rapport à l'indice S&P 500 depuis 2002. La compression du ratio C/B a été particulièrement vive pour les banques canadiennes. Elles se négocient maintenant à 9 fois les bénéfices prévisionnels, soit la valorisation la plus faible depuis une décennie.
- À la lumière des derniers événements, nous modifions notre répartition des actifs ce mois-ci. Dans notre édition de décembre du *Mensuel boursier*, nous avons dit que nous serions prêts à déployer une partie plus importante de nos excédents de liquidités, si la Fed préparait le terrain pour une dépréciation du dollar américain et une courbe des rendements obligataires plus pentue en se montrant plus accommodante. Bien que la courbe reste inhabituellement plate, nous pensons que les conditions de son redressement commencent à se mettre en place. Nous réduisons notre position en liquidités et réaffectons des fonds aux actions.
- Nous modifions notre répartition sectorielle ce mois-ci pour refléter notre opinion relativement plus optimiste, en réduisant l'exposition aux secteurs des télécommunications, des services publics, de l'immobilier et de la consommation de base. Nous redéployons le produit aux secteurs des services financiers et de la santé.

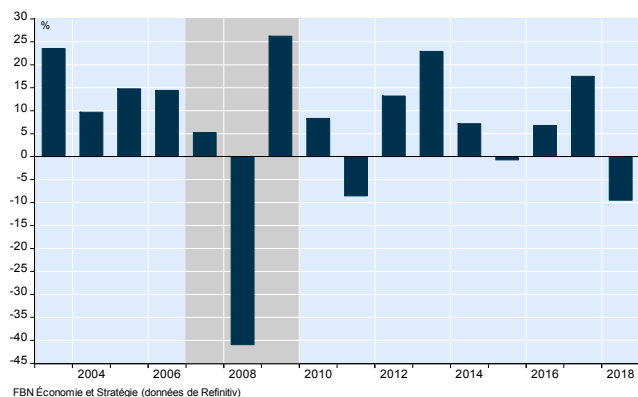
Stéfane Marion
stefane.marion@bnc.ca

Matthieu Arseneau
matthieu.arseneau@bnc.ca

Guerre commerciale = dommages collatéraux

Les marchés boursiers du monde ont terminé 2018 sur une note étonnamment mauvaise, l'indice MSCI TP battant en retraite de 7.4% en décembre. Sur l'ensemble de l'année, il a perdu 9.5%, soit son pire résultat depuis une décennie (graphique).

Monde : 2018, la plus mauvaise année en 10 ans pour les actions mondiales
MSCI TP rendement annuel des cours



Comme le tableau ci-dessous en témoigne, le rendement de 2018 était négatif dans toutes les régions du monde, sauf en Amérique latine. L'alternance récente entre trêve et défi à laquelle se livrent les deux plus grandes économies du monde, doublée d'un ralentissement mondial de la croissance, d'un aplatissement de la courbe des rendements, d'une communication erratique de la Réserve fédérale américaine et de la paralysie de l'administration des États-Unis, éprouve les nerfs des investisseurs. La nervosité était particulièrement élevée sur les marchés du Japon, de l'Asie émergente, de l'Europe et du Canada, qui ont tous terminé l'année sur des pertes de plus de dix pour cent.

Indice composé MSCI : Évolution des cours

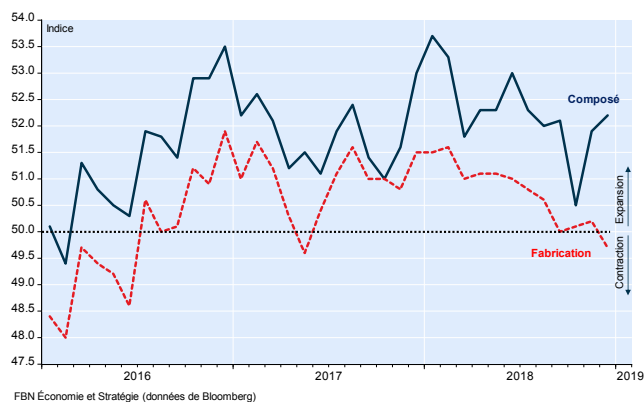
	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
MSCI TP Monde	-7.4	-12.8	-9.5
MSCI Monde	-8.0	-13.5	-9.1
MSCI États-Unis	-9.2	-14.1	-6.3
MSCI Canada	-6.1	-11.1	-11.8
MSCI Europe	-5.4	-11.6	-13.1
MSCI Pacifique hors Jp	-0.1	-7.2	-8.2
MSCI Japon	-10.0	-17.3	-16.8
MSCI MÉ	-2.8	-7.8	-12.3
MSCI MÉ EMOA EMEA	0.4	-3.1	-7.2
MSCI MÉ Amérique latine	-1.7	0.1	0.8
MSCI MÉ Asie	-3.6	-9.9	-15.0

12/31/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

La très forte correction du marché des deux dernières semaines reflète les dommages collatéraux infligés à l'économie mondiale par l'imbroglie commerciale actuel entre la Chine et les États-Unis. En décembre, l'indice PMI mondial de la fabrication a baissé au plus bas niveau en plus de deux ans, 10 des 30 pays affichant une contraction. Mais surtout, bien que la Chine ait aussi fait état d'une activité manufacturière en baisse en décembre, son secteur des services a continué de prendre de l'expansion, assez pour entretenir la croissance globale de l'économie. La situation en Chine reste encore bien meilleure qu'en 2016, où les deux indices PMI, de la fabrication et composé, étaient en contraction (graphique).

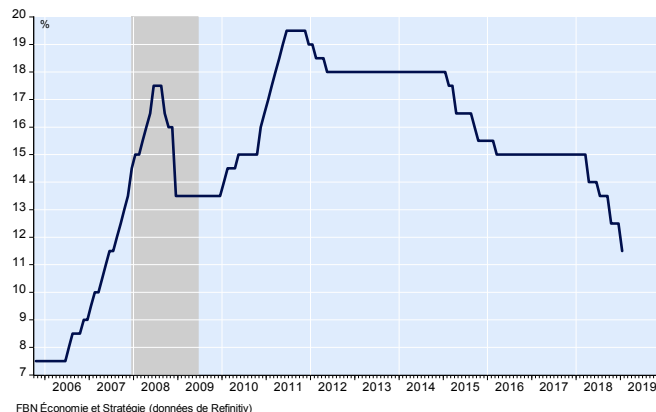
Chine : Contraction de la fabrication, mais l'économie globale croît encore
Indice PMI de Markit (fabrication et composé)



FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Pour renforcer son économie, la banque centrale chinoise a annoncé le 4 janvier qu'elle réduisait les obligations de réserve des banques d'un point de pourcentage, avant la fin du mois. Comme le graphique ci-dessous l'illustre, les réserves obligatoires des petites banques sont maintenant les plus faibles depuis plus d'une décennie. On s'attend à une poursuite de la détente au cours des prochains mois.

Chine : La banque centrale assouplit sa politique monétaire
Réserve obligatoire pour les petites banques



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Que Pékin ne reste pas les bras croisés alors que son économie ralentit est une bonne nouvelle, mais pour que le rebond économique soit plus durable, il faut une issue positive aux négociations commerciales avec Washington. Pendant la trêve actuellement en vigueur, les États-Unis ont suspendu les hausses de tarifs douaniers sur \$200 milliards d'importations chinoises jusqu'en mars. Robert Lighthizer, qui représentait les États-Unis dans la négociation d'un nouvel accord commercial entre les États-Unis, le Canada et le Mexique, doit rencontrer le vice-premier ministre chinois plus tard ce mois. Espérons que les deux pays accompliront suffisamment de progrès pour promouvoir la visibilité des bénéfices des entreprises du monde. Après la récente vague de révisions à la baisse, la croissance prévue du BPA selon le consensus des analystes se situe à 7.7% pour l'indice MSCI TP en 2019 (tableau). Ces prévisions sont raisonnables si les pourparlers commerciaux entre Pékin et Washington progressent, surtout étant donné les récentes baisses des prix du pétrole (ce qui est une bonne nouvelle pour les consommateurs mondiaux) et des taux d'intérêt à long terme ainsi que la fin de l'appréciation de l'USD.

Indice composé MSCI : Évolution du BPA

	2017	2018	2019	2020	Prévision 12 mois
MSCI TP Monde	17.5	15.3	7.7	9.7	7.8
MSCI Monde	16.5	15.9	7.4	9.4	7.6
MSCI États-Unis	11.9	24.0	7.9	10.8	8.1
MSCI Canada	28.8	13.0	9.3	11.4	9.2
MSCI Europe	15.9	6.8	8.4	8.4	8.3
MSCI Pacifique hors Jp	16.5	8.6	5.1	5.7	5.6
MSCI Japon	0.0	38.8	3.3	2.7	2.9
MSCI MÉ	24.0	12.2	9.3	11.4	8.9
MSCI MÉ EMOA	12.4	20.4	9.5	9.2	8.8
MSCI MÉ Amérique latine	19.7	14.6	19.1	8.4	19.1
MSCI MÉ Asie	27.6	10.0	7.9	12.4	7.5

12/31/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Au moment de rédiger ces notes, l'indice MSCI TP se négocie à un peu moins de 13 fois les bénéfices prévisionnels, soit son ratio C/B le plus faible depuis 2013 (graphique). Le ratio C/B de l'indice MSCI des marchés émergents représente moins de 11 fois les bénéfices prévisionnels. À ce stade-ci, nous continuons de nous attendre à une expansion du PIB mondial de 3.5% en 2019.

Monde : Les valorisations à un creux inégalé depuis plusieurs années

Ratio C/B prévisionnel de l'indice MSCI TP



FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv)

Aux États-Unis : marché baissier = récession?

Alors que l'indice S&P 500 vient de baisser de plus de 19% sous son sommet de septembre, il est intéressant de mettre cela en perspective avec les situations passées suivantes :

1. C'est la 14^e fois depuis 1957 que l'indice S&P 500 a baissé de plus de 19% (ce qu'on appelle un marché baissier).
2. Seuls sept des 13 épisodes précédents (54%) étaient accompagnés ou suivis d'une récession : 1957, 1968, 1973, 1980, 1990, 2000 et 2007. **Un marché baissier ne suffit donc pas pour prédire une récession.** Mais ce qui est intéressant, la récession d'avril 1960 à février 1961 n'a été ni précédée ni accompagnée d'un marché baissier : l'indice S&P 500 n'a reculé que de 13.6% à l'époque (mais la courbe des rendements s'était inversée).
3. Dans deux cas seulement, 1973 et 2000, l'indice S&P 500 avait baissé de plus de 19% quand la récession a commencé. Un marché baissier n'apparaît généralement qu'après que la récession a commencé.
4. La pente de la courbe des rendements (10 ans/3 mois) caractérisée par un écart de moins de 50 points de base au début d'un marché baissier implique généralement qu'une récession a commencé (1957, 1969, 1973, 1981, 2001). Deux exceptions notables à cela : 1966 et 1998.
5. Quand l'indice S&P 500 est en baisse de plus de 19% et que la courbe des rendements traduit un écart de moins de 50 pb, la Réserve fédérale a toujours enclenché une détente. Elle l'a fait en 1966 et en 1998 où les récessions ont été évitées (voir tableau).

6. Il est intéressant de noter que trois fois sur quatre quand l'indice ISM de la fabrication dépassait sa moyenne historique de 53 au début d'un marché baissier (1966, 1976 et 1987), aucune récession ne s'en est suivie. En décembre 2018, l'ISM se situait à 54.
7. Au moment de rédiger ces notes, le repli maximum de l'indice S&P 500 dans l'épisode actuel était de 19.8%, le 24 décembre. Ce jour-là, l'écart 3 mois/10 ans atteignait 37 points de base et les investisseurs ne

s'attendent actuellement pas à ce que la Fed réduise les taux d'intérêt en 2019.

Après le récent dérapage de l'indice S&P 500, les mauvaises nouvelles se reflètent maintenant dans les cours. Pour stabiliser les marchés à partir de là il faut : une économie résiliente, de bons bénéfices, une courbe des rendements plus accentuée, un dollar américain plus faible et plus de visibilité d'un armistice dans le conflit commercial des États-Unis avec la Chine.

États-Unis : Perspective historique des marchés baissiers

Replis de plus de 19% de l'indice S&P 500

Sommet marché	Creux marché	Perte totale %	Durée jours*	ISM au sommet	CR** au creux	Début de la récession	Perte cumul. (%) / début récession	Début du marché baissier	ISM au début marché baissier	CR** au début marché baissier	Date de début réd. taux féd.	Réductions de taux cumul.
1956-08-02	à 1957-10-22	-21,6	446	46	80	août-57	-10,7	1957-10-21	41	37	janv-57	100 pb
1961-12-12	à 1962-06-26	-28,0	196	64	142	aucune	s.o.	1962-05-28	52	121	aucune	aucune
1966-02-09	à 1966-10-07	-22,2	240	66	5	aucune	s.o.	1966-08-29	59	16	janv-67	75 pb
1968-11-29	à 1970-05-26	-36,1	543	58	18	déc-69	-17,7	1970-01-29	49	-12	mars-70	325 pb
1973-01-11	à 1974-10-03	-48,2	630	72	117	nov-73	-22,2	1973-11-27	68	-84	nov-74	500 pb
1976-09-21	à 1978-03-06	-19,4	531	54	262	aucune	s.o.	s.o.	55	172	aucune	aucune
1980-11-28	à 1982-08-12	-27,1	622	58	-180	juil-81	-9,3	1982-02-23	38	-116	sept-81	1000 pb
1987-08-25	à 1987-12-04	-33,5	101	59	252	aucune	s.o.	1987-10-16	61	254	oct-87	75 pb
1990-07-16	à 1990-10-11	-20,0	87	47	87	juil-90	-3,5	1990-10-11	43	170	juin-89	675 pb
1998-07-17	à 1998-08-31	-19,3	45	49	47	aucune	s.o.	s.o.	49	45	sept-98	75 pb
2000-03-24	à 2002-10-09	-49,1	929	55	58	mars-01	-26,8	2001-03-13	43	47	janv-01	550 pb
2007-10-09	à 2009-03-09	-56,8	571	53	56	déc-07	-7,6	2008-07-09	51	228	sept-07	500 pb
2011-04-29	à 2011-10-03	-19,4	157	58	342	aucune	s.o.	s.o.	51	197	Twist (Sept. 2011)	AQ3, AQ4
2018-09-20	à 2018-12-24	-19,8	95	60	84	??	??	??	54	37	??	??
Moyenne (Récessions)		-37	547	55	34		-14		48	39		
Moyenne (Pas de récession)		-24	212	58	175				55	134		

* Le nombre de jours comprend les fins de semaines et les congés

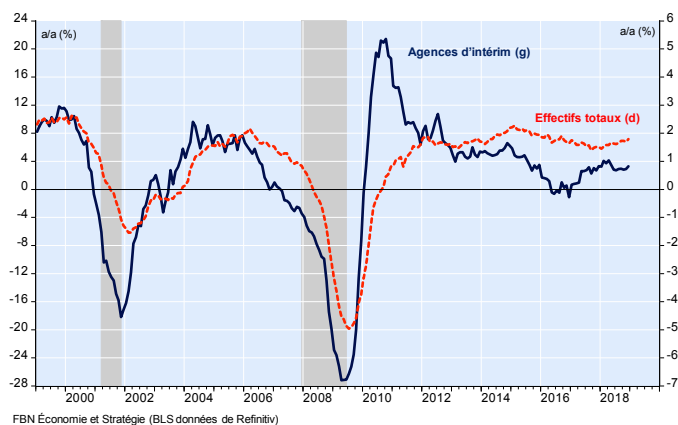
** La courbe des rendements illustre le différentiel entre les taux à 10 ans et à 3 mois, en points de base

FBN Économie et Stratégie (données de Refinitiv, NBER, Yardeni Research)

Après une vague de surprises économiques négatives ces dernières semaines, le rapport sur l'emploi aux États-Unis très important était beaucoup plus vigoureux que prévu pour décembre – affichant un gain de plus 300,000 emplois salariés. S'il est certain que la croissance des emplois ralentira au cours des prochains mois, peu d'indicateurs laissent entrevoir que les entreprises sont sur le point de *comprimer* leurs effectifs (signe infaillible de récession). L'emploi des agences de travail intérimaire, un indicateur avancé des tendances de l'embauche générale, continue de croître à un bon rythme (graphique).

États-Unis : Le rapport sur l'emploi fait preuve de résilience

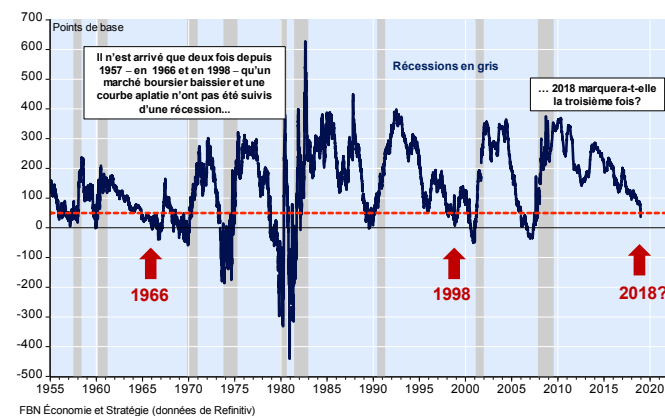
Variation sur 12 mois du total des emplois salariés et emplois des agences de placement temporaire



Mais même si l'économie continue de créer des emplois, la courbe des rendements continue, elle, de s'aplatir. Au moment de rédiger ces notes, le différentiel 10 ans/3 mois se maintient à moins de 50 points de base, niveau qui se révélait historiquement difficile pour les marchés boursiers. Il n'est arrivé que deux fois, en 1966 et en 1998, que la courbe se soit aplatie autant qu'actuellement sans qu'il y ait eu de récession (graphique). Cet épisode-ci marquera-t-il la troisième fois? Peut-être, mais encore faut-il que la courbe se redresse.

États-Unis : Courbe des rendements et cycles économiques

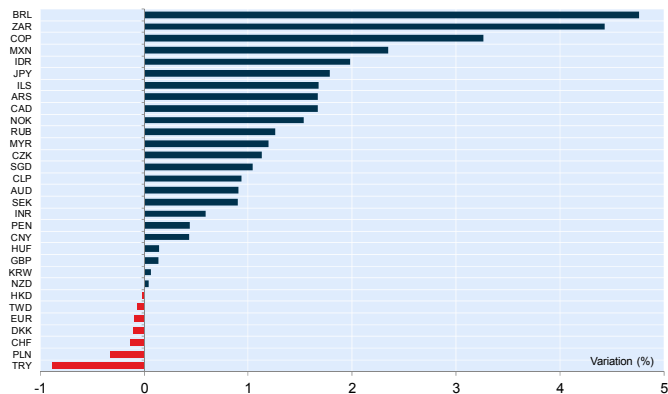
Taux des obligations du Trésor de 10 ans moins taux des BT de 3 mois



Nous avons expliqué le mois dernier que l'avenir des marchés financiers était devenu moins dépendant de la rhétorique commerciale de la Maison-Blanche (bien qu'un ton plus calme de la présidence serait certainement favorable). Encore faut-il que la Fed intervienne. Le président de la Fed, Jerome Powell, après une tentative avortée le 19 décembre de communiquer ses intentions – qui a fini par précipiter un aplatissement de la courbe des rendements et un dérapage des marchés boursiers –, a enfin changé de discours le 4 janvier, adoptant un ton beaucoup plus conciliant. La Fed ne suit plus un rythme programmé de hausses des taux et d'élagage de son bilan. Au lieu de cela, M. Powell reconnaît maintenant qu'une inflation timide lui donne plus de souplesse dans la conduite de sa politique monétaire au cours de l'année : « Nous serons prêts à ajuster rapidement la politique et en souplesse et à utiliser tous les outils à notre disposition pour soutenir l'économie si c'est indiqué ». Avec ces commentaires, la courbe des rendements a arrêté de s'aplatir et le dollar américain s'est déprécié. Depuis le plus récent creux de l'indice S&P 500, le 24 décembre, le billet vert a perdu du terrain par rapport à 27 des 31 grandes devises (graphique).

Monde : Le dollar US faiblit en fin

Rendement au comptant par rapport à l'USD depuis le 24 décembre (au 4 janvier)

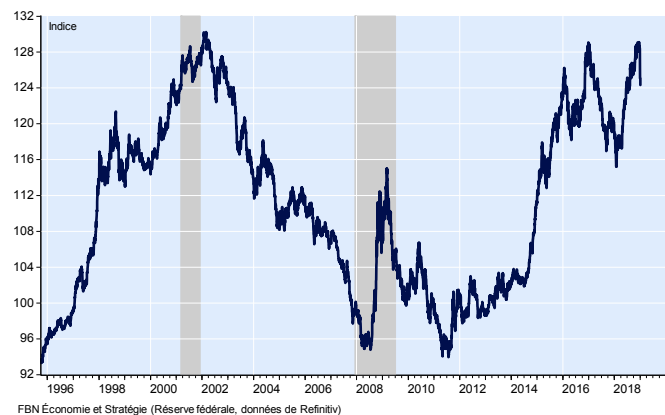


FBN Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Nous avons fait valoir ces derniers mois qu'un affaiblissement du dollar américain aiderait à stabiliser les marchés financiers mondiaux en (1) assouplissant les contraintes imposées à un certain nombre de marchés émergents où les dettes sont principalement contractées en dollars US, (2) limitant la baisse des prix des matières premières et augmentant les prévisions d'inflation et (3) stabilisant les prévisions de bénéfices des entreprises américaines pour 2019 et les écarts de taux des obligations de sociétés, puisque les marchés étrangers représentent 44% des ventes de l'indice S&P 500.

États-Unis : Le billet vert se replie

Indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges (par rapport à un panier de 26 devises)



FBN Économie et Stratégie (Réserve fédérale, données de Refinitiv)

Les analystes continuent de réviser à la baisse leurs prévisions de bénéfices pour la plupart des industries américaines (tableau). Leurs projections doivent se stabiliser pour que la confiance des investisseurs revienne.

S&P 500 : Variation du bénéfice prévisionnel sur 12 mois

	Variation 3 mois		Variation 1 mois		Diffusion sur 1 mois (% en hausse)	
	Variation 3 mois	Moyenne historique 10 ans	Variation 1 mois	Moyenne historique 10 ans	Diffusion sur 1 mois	Moyenne historique 10 ans
S&P 500	-2.0	-1.2	-1.0	-0.3	35%	48%
ÉNERGIE	-11.7	-5.3	-10.8	-1.9	3%	41%
MATÉRIAUX	-3.3	-2.7	-0.6	-0.8	35%	44%
INDUSTRIE	-1.8	-1.2	0.2	-0.3	38%	47%
CONS. DISC.	-0.8	-1.1	0.2	-0.3	48%	50%
CONS. DE BASE	-1.2	-0.9	-0.3	-0.2	23%	47%
SANTÉ	0.1	-0.1	0.0	0.0	47%	52%
FINANCE	-0.5	-1.9	-0.5	-0.5	18%	48%
TI	-2.4	0.4	-1.0	0.1	27%	53%
TÉLÉCOM	-2.9	-1.4	0.1	-0.4	48%	38%
SERV. PUBLICS	0.8	-0.6	0.1	-0.1	52%	46%
IMMOBILIER	-3.1	NA	0.2	S.O.	54%	S.O.

1/4/2019

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Canada : De moins en moins cher

L'indice S&P/TSX a connu une année 2018 désastreuse, avec un repli de 11.6%. Tous les secteurs étaient en baisse sur l'ensemble de l'année à part ceux de la consommation de base et des TI (tableau). Les secteurs de l'énergie (18% de l'indice) et des banques (23%) ont traversé une passe particulièrement difficile au T4.

Indice composé S&P/TSX : Évolution des cours

	Depuis le début		
	du mois	du trimestre	de l'année
S&P TSX	-5.8	-10.9	-11.6
MATÉRIAUX	5.4	0.4	-10.6
CONS. DE BASE	-1.3	5.4	0.6
SERV. PUBLICS	-3.5	-2.6	-13.4
TÉLÉCOM	-3.7	0.8	-5.3
IMMOBILIER	-4.8	-7.8	-2.8
TI	-5.2	-10.4	12.5
BANQUES	-6.8	-12.7	-11.4
ÉNERGIE	-7.2	-18.2	-21.5
FINANCE	-7.5	-12.3	-12.6
CONS. DISC.	-8.7	-12.3	-17.7
INDUSTRIE	-9.5	-13.7	-3.9
SANTÉ	-16.7	-35.4	-16.6

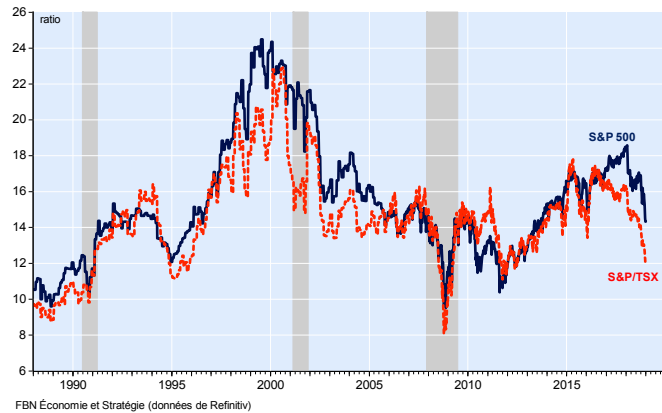
12/31/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Au moment de rédiger ces notes, l'indice S&P/TSX se négocie à environ 12 fois les bénéfices prévisionnels, soit son ratio C/B le plus faible en six ans. L'indice de référence canadien n'avait pas affiché une telle décote par rapport à l'indice S&P 500 depuis 2002 (graphique).

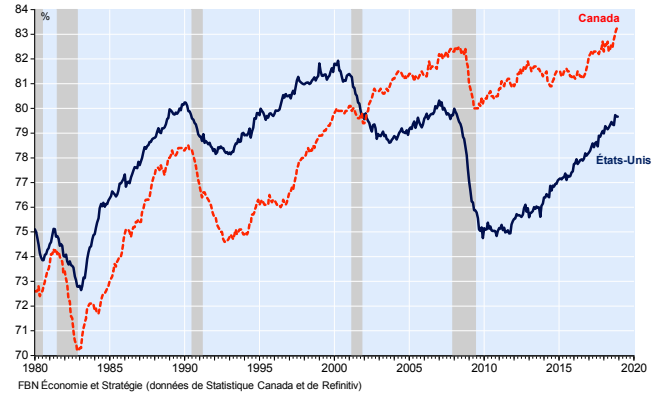
Canada : Forte décote de l'indice S&P/TSX

Ratio C/B prévisionnel, S&P/TSX et S&P 500



Canada : Emploi record pour les travailleurs de la principale catégorie d'âge

Ratio emploi/population des personnes âgées de 25 à 54 ans



La compression du ratio C/B a été particulièrement vive pour les banques canadiennes. Celles-ci se négocient maintenant à 9 fois les bénéfices prévisionnels, soit la valorisation la plus faible depuis une décennie (graphique). Le récent aplatissement de la courbe des rendements doublé de l'incertitude au sujet de la croissance intérieure vu le ralentissement de la croissance du crédit à la consommation pousse les investisseurs à se méfier des bénéfices des banques. Mais le taux de chômage se maintient à un creux historique, avec un ratio emploi/population de travailleurs de la principale catégorie en âge de travailler nettement plus élevé qu'aux États-Unis (graphique). Par consensus, les analystes boursiers projettent une croissance du BPA de 5.8% seulement en 2019, ce qui est un chiffre relativement prudent (tableau).

Indice composé S&P/TSX : Évolution du BPA

	2017	2018	2019	2020	Prévision 12 mois
S&P TSX	30.0	12.4	11.4	12.3	11.1
ÉNERGIE	414.9	25.5	26.3	16.9	26.3
MATÉRIAUX	66.3	-0.5	16.3	21.9	16.3
INDUSTRIE	16.6	5.8	18.0	18.0	18.0
CONS. DISC.	15.0	15.1	10.4	10.7	10.5
CONS. DE BASE	12.0	11.1	8.7	11.9	10.2
SANTÉ	-30.2	-27.7	73.3	15.6	30.4
FINANCE	15.4	13.5	5.6	8.7	5.7
BANQUES	10.4	12.2	5.8	6.8	6.0
TI	13.2	17.6	13.6	13.5	13.8
TÉLÉCOM	5.9	7.4	7.6	7.3	7.1
SERV. PUBLICS	-8.4	9.0	15.3	9.1	15.3
IMMOBILIER	21.0	14.5	-11.0	7.7	-11.0

12/31/2018

FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Canada : Plus faible valorisation des banques canadiennes en 10 ans

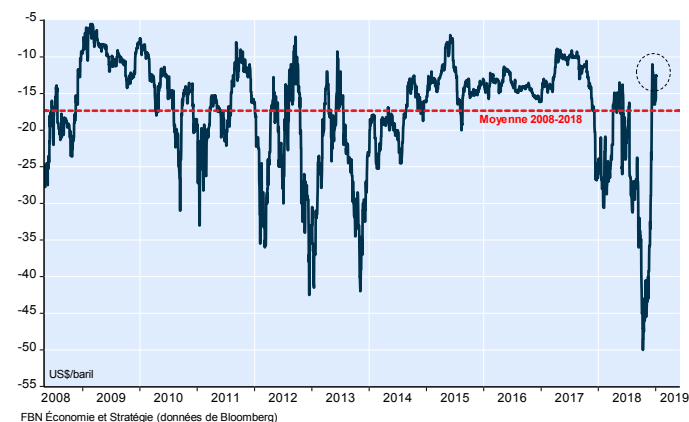
Ratio C/B prévisionnel de l'indice S&P/TSX banques



Sur le front de l'énergie, l'écart entre le brut WTI et le brut WCS s'est réduit considérablement ces dernières semaines avec la fin des arrêts temporaires de raffineries clés aux États-Unis et les réductions de production ordonnées par le gouvernement de l'Alberta (graphique). Tout cela, plus les récentes réductions de production annoncées par l'OPEP et un ton plus accommodant de la Fed, pourrait contribuer nettement à la stabilisation des prix du pétrole canadien. Il peut encore y avoir une lueur au bout du tunnel.

Canada : L'écart entre le WCS et le WTI de retour à la normale

Prix du brut Western Canada Select moins le WTI



Répartition des actifs FBN			
	Indice de référence (%)	Recommandation FBN (%)	Variation (%)
Marché boursier			
Actions canadiennes	20	24	
Actions américaines	20	18	2
Actions étrangères (EAEO)	5	8	
Marchés émergents	5	6	
Marché obligataire			
	45	39	
Liquidités			
	5	5	-2
Total	100	100	

FBN Économie et Stratégie

Répartition des actifs

À la lumière des derniers événements, nous modifions notre répartition des actifs ce mois-ci. Dans notre édition de décembre du *Mensuel boursier*, nous avons dit que nous serions prêts à déployer une partie plus importante de nos excédents de liquidités, si la Fed préparait le terrain pour une dépréciation du dollar américain et une courbe des rendements obligataires plus pentue en se montrant plus accommodante. Bien que la courbe reste inhabituellement plate, nous pensons que les conditions de son redressement commencent à se mettre en place.

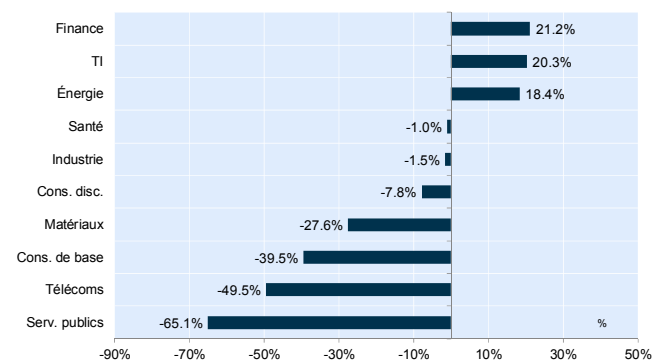
Nous transférons 2% de notre portefeuille des liquidités aux actions américaines, mais ces dernières restent sous-pondérées par rapport à notre modèle de référence parce que nous prévoyons une légère appréciation du dollar canadien. Notre position en liquidités est réduite au niveau neutre. Les prochains mois pourraient être volatils, mais nous continuons de penser que l'expansion mondiale peut encore continuer et qu'une grande partie des mauvaises nouvelles est déjà reflétée dans les valorisations boursières actuelles.

Rotation sectorielle

Nous modifions notre répartition sectorielle ce mois-ci pour refléter notre opinion relativement plus optimiste, en réduisant l'exposition aux secteurs des télécommunications, des services publics, de l'immobilier et de la consommation de base. Ces secteurs sont plus vulnérables à un rebond à long terme des taux d'intérêt que nous prévoyons actuellement – voir les détails dans notre *Mensuel obligataire*. Nous redéployons le produit dans les banques (passant de neutre à surpondérer) puisque les augmentations de l'emploi de la principale catégorie en âge de travailler contredisent une détérioration nette de la solvabilité des ménages. Le secteur de la santé est aussi révisée à la hausse de sous-pondéré à neutre après la baisse de ce secteur de 35% au T4.

S&P TSX : Impact des taux d'intérêt sur les secteurs

Corrélation du rendement relatif avec les obligations du Trésor US de 10 ans, 10 dernières années



FBN Économie et Stratégie (données de Datastream)

Prévisions FBN		
Canada		
	<i>Actuel</i>	<i>Cible</i>
Niveau de l'indice	1/7/2019	T4-2019est.)
S&P/TSX	14 504	16 200
Hypothèses		T4-2019est.)
Niveau: Bénéfices	1040	1100
Dividendes	489	517
Ratio C/B passé	13.9	14.7
Obligations 10 ans	1.96	2.68

* 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	1/7/2019	T4-2019est.)
S&P 500	2 550	2 840
Hypothèses		T4-2019est.)
Niveau: Bénéfices	160	169
Dividendes	54	58
Ratio C/B passé	16.0	16.8
Obligations 10 ans	2.68	3.34

* Bénéfices opérationnels du S&P, approche ascendante.

Rotation sectorielle fondamentale FBN - Janvier 2019

Nom (secteur/industrie)	Recommandation	Pondération S&P/TSX
Énergie	Surpondérer	17.8%
Équipements et services pour l'énergie	Surpondérer	0.4%
Pétrole, gaz et combustibles	Surpondérer	17.4%
Matériaux	Surpondérer	11.3%
Produits chimiques	Équipondérer	2.3%
Emballage et conditionnement	Équipondérer	0.5%
Métaux et minerais *	Surpondérer	2.6%
Or	Surpondérer	5.4%
Papier et industrie du bois	Équipondérer	0.5%
Industrie	Sous-pondérer	10.8%
Biens d'équipement	Équipondérer	2.1%
Services aux entreprises	Sous-pondérer	2.6%
Transports	Sous-pondérer	6.1%
Consommation discrétionnaire	Sous-pondérer	4.3%
Automobiles et composants automobiles	Sous-pondérer	1.1%
Biens de consommation durables et habillement	Surpondérer	0.8%
Services aux consommateurs	Sous-pondérer	1.3%
Distribution	Sous-pondérer	1.0%
Biens de consommation de base	Équipondérer	4.0%
Distribution alimentaire et pharmacie	Équipondérer	3.2%
Produits alimentaires, boisson et tabac	Équipondérer	0.8%
Santé	Équipondérer	1.6%
Équipements et services de santé	Équipondérer	0.2%
Produits pharmaceutiques et biotechnologie	Équipondérer	1.4%
Finance	Surpondérer	32.9%
Banques	Surpondérer	23.4%
Services financiers diversifiés	Équipondérer	3.3%
Assurance	Surpondérer	6.2%
Technologies de l'information	Sous-pondérer	4.0%
Logiciels et services	Sous-pondérer	3.9%
Matériel et équipement informatique	Sous-pondérer	0.1%
Télécommunications	Sous-pondérer	6.0%
Services aux collectivités	Sous-pondérer	4.1%
Immobilier	Sous-pondérer	3.2%

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

Économie et Stratégie

Bureau Montréal 514 879-2529

Stéfane Marion

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

Matthieu Arseneau

Chef économiste adjoint
matthieu.arseneau@bnc.ca

Krishen Rangasamy

Économiste principal
krishen.rangasamy@bnc.ca

Paul-André Pinsonnault

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

Marc Pinsonneault

Économiste principal
marc.pinsonneault@bnc.ca

Kyle Dahms

Économiste
kyle.dahms@bnc.ca

Jocelyn Paquet

Économiste
jocelyn.paquet@bnc.ca

Angelo Katsoras

Analyste géopolitique
angelo.katsoras@bnc.ca

Bureau Toronto 416 869-8598

Warren Lovely

DG RF, Chef Recherche et stratégie,
Dette publique
warren.lovely@bnc.ca

Général

Le présent rapport a été élaboré par Financière Banque Nationale inc. (FBN), (courtier en valeurs mobilières canadien, membre de l'OCRCVM), filiale en propriété exclusive indirecte de la Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la Bourse de Toronto.

Les renseignements contenus aux présentes ont été obtenus de sources que nous croyons fiables, mais ils ne sont pas garantis, peuvent être incomplets et modifiés sans préavis. Les renseignements sont à jour à la date indiquée dans le présent document. Ni le ou les auteurs ni FBN n'assument quelque obligation que ce soit de mettre ces renseignements à jour ou de communiquer tout fait nouveau concernant les sujets ou les titres évoqués. Les opinions exprimées sont fondées sur l'analyse et l'interprétation du ou des auteurs de ces renseignements, 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, et rien dans le présent rapport ne constitue une déclaration selon laquelle toute stratégie ou recommandation de placement contenue aux présentes convient à la situation individuelle d'un destinataire. Dans tous les cas, les investisseurs doivent mener leurs propres vérifications et analyses de ces renseignements avant de prendre ou d'omettre de prendre toute mesure que ce soit en lien avec les titres ou les marchés qui sont analysés dans le présent rapport. Il importe de ne pas fonder de décisions de placement sur ce seul rapport, qui ne remplace pas un contrôle préalable ou les travaux d'analyse exigés de votre part pour motiver une décision de placement.

Le présent rapport ne peut être distribué que dans les cas permis par la loi applicable. Le présent rapport ne s'adresse pas à vous si FBN ou toute société affiliée distribuant le présent rapport fait l'objet d'interdiction ou de restriction de le mettre à votre disposition par quelque loi ou règlement que ce soit dans quelque territoire que ce soit. Avant de lire le présent rapport, vous devriez vous assurer que FBN a l'autorisation de vous le fournir en vertu des lois et règlements en vigueur.

Marchés financiers Banque Nationale du Canada est une marque de commerce utilisée par Financière Banque Nationale et National Bank of Canada Financial Inc.

Financière Banque Nationale inc., ou un membre de son groupe, détient ou contrôle une participation dans TMX Group Limited (« Groupe TMX ») et a nommé un administrateur au conseil d'administration du Groupe TMX. En vertu de son implication dans le Groupe TMX, chaque agent en placements peut être considéré comme ayant un intérêt économique dans la cotation des titres sur une bourse appartenant au Groupe TMX ou exploitée par celui-ci, y compris la Bourse de Toronto, la Bourse de croissance TSX et la Bourse Alpha. Aucune personne ou entreprise n'est contrainte à acheter des produits ou des services du Groupe TMX ou de ses filiales comme condition à toute offre de produit ou de prestation de service de la part d'un courtier, ou comme condition au maintien d'une offre de produit ou d'un service.

Résidents du Canada

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent appliquer toute stratégie de négociation décrite dans les présentes pour leur propre compte ou sur une base discrétionnaire pour le compte de certains clients; elles peuvent, à mesure que les conditions du marché changent, modifier leur stratégie de placement, notamment en procédant à un désinvestissement intégral. Les positions de négociation de FBN et de ses sociétés affiliées peuvent également être contrares aux opinions exprimées dans le présent rapport.

FBN ou ses sociétés affiliées peuvent intervenir comme conseillers financiers, placeurs pour compte ou preneurs fermes pour certains émetteurs mentionnés dans les présentes et recevoir une rémunération pour ces services. De plus, FBN et ses sociétés affiliées, leurs dirigeants, administrateurs, représentants ou adjoints peuvent détenir une position sur les titres mentionnés dans les présentes et effectuer des achats ou des ventes de ces titres à l'occasion, sur les marchés publics ou autrement. FBN, ses sociétés affiliées peuvent agir à titre de teneurs de marché relativement aux titres mentionnés dans le présent rapport. Le présent rapport ne peut pas être considéré comme indépendant des intérêts exclusifs de FBN et de ses sociétés affiliées.

Le présent rapport n'est pas considéré comme un produit de recherche en vertu des lois et règlements canadiens. Par conséquent, ce document n'est pas régi par les règles applicables à la publication et à la distribution de rapports de recherche, notamment les restrictions ou renseignements à fournir pertinents qui doivent être inclus dans les rapports de recherche.

Résidents du Royaume-Uni

Le présent rapport est un document de marketing. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences prévues par les lois de l'Union européenne établies pour promouvoir l'indépendance de la recherche en matière de placement, et il ne fait l'objet d'aucune interdiction concernant la négociation préalable à la diffusion de la recherche en matière de placement. FBN a approuvé le contenu du présent rapport, dans le cadre de sa distribution aux résidents du Royaume-Uni (notamment pour l'application, au besoin, du paragraphe 21(1) de la *Financial Services and Markets Act 2000*). Le présent rapport est fourni à titre indicatif seulement et ne constitue en aucun cas une recommandation personnalisée ni des conseils juridiques, fiscaux ou de placement. FBN et sa société mère, ou des sociétés de la Banque Nationale du Canada ou membres du même groupe qu'elle, ou leurs administrateurs, dirigeants et employés peuvent détenir des participations ou des positions vendeur ou acheteur à l'égard des placements ou des placements 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 ou des achats à l'égard des placements ou placements connexes en question, que ce soit à titre de contrepartistes ou de mandataires. Elles peuvent agir à titre de teneurs de marché pour ces placements connexes ou avoir déjà agi à ce titre, ou peuvent agir à titre de banque d'investissement ou de banque commerciale à l'égard de ceux-ci ou avoir déjà agi à ce titre. La valeur des placements et les revenus qui en découlent peuvent autant baisser qu'augmenter, et il se peut que vous ne récupériez pas la somme investie. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur. Si un placement est libellé en devises, les variations de change peuvent avoir un effet défavorable sur la valeur du placement. Il peut s'avérer difficile de vendre ou de réaliser des placements non liquides, ainsi que d'obtenir de l'information fiable concernant leur valeur ou l'étendue des risques auxquels ils sont exposés. Certaines opérations, notamment celles qui concernent les contrats à terme, les swaps, et autres produits dérivés, soulèvent un risque sérieux et ne conviennent pas à tous les investisseurs. Les placements prévus dans le présent rapport ne sont pas offerts aux clients particuliers, et le présent rapport ne doit pas leur être distribué (au sens des règles de la Financial Conduct Authority). Les clients particuliers ne devraient pas agir en fonction des renseignements contenus dans le présent rapport ou s'y fier. 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.

Les présents renseignements ne doivent être communiqués qu'aux contreparties admissibles et clients professionnels du Royaume-Uni au sens des règles de la Financial Conduct Authority. FBN est autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni, et a son siège social au 71 Fenchurch Street, Londres, EC3M 4HD.

FBN n'est pas autorisée par la Prudential Regulation Authority ou par la Financial Conduct Authority à accepter des dépôts au Royaume-Uni.

Résidents des États-Unis

En ce qui concerne la distribution du présent rapport aux États-Unis, National Bank of Canada Financial Inc. (« NBCFI ») qui est réglementée par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) et est membre de la Securities Investor Protection Corporation (SIPC), membre du groupe de FBN, endosse la responsabilité du contenu du présent rapport, sous réserve des modalités susmentionnées. Pour obtenir de plus amples renseignements au sujet du présent rapport, les résidents des États-Unis doivent communiquer avec leur représentant inscrit de NBCFI.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche et ne s'adresse qu'aux grands investisseurs institutionnels des États-Unis. Ce rapport n'est pas assujéti aux normes d'indépendance et d'informations à fournir aux États-Unis applicables aux rapports de recherche.

Résidents de HK

En ce qui concerne la diffusion de ce document à Hong Kong par NBC Financial Markets Asia Limited (« NBCFMA »), titulaire d'un permis de la Securities and Futures Commission (« SFC ») qui l'autorise à mener des activités réglementées de type 1 (négociation de valeurs mobilières) et de type 3 (négociation avec effet de levier sur le marché de change), le contenu de cette publication est uniquement présenté à titre d'information. Il n'a pas été approuvé, examiné ni vérifié par aucune autorité de réglementation de Hong Kong, ni n'a été déposé auprès d'une telle autorité. Rien dans ce document ne constitue une recommandation, un avis, une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un produit ou d'un service, ni une confirmation officielle d'aucune transaction. Aucun des émetteurs de produits, ni NBCFMA ni aucun membre de son groupe, ni aucune autre personne ou entité désignée dans les présentes n'est obligé de vous aviser de modifications de quelque information que ce soit et aucun des susmentionnés n'assume aucune perte que vous auriez subie en vous en fondant sur ces informations.

Ce document peut contenir des informations au sujet de produits de placement dont l'offre au public de Hong Kong n'est pas autorisée par la SFC et ces informations seront uniquement mises à la disposition de personnes qui sont des investisseurs professionnels [au sens de « Professional Investors », tel que défini par la Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (« SFO »)]. Si vous avez des doutes quant à votre statut, vous devriez consulter un conseiller financier ou communiquer avec nous. Ce document n'est pas un document de marketing et n'est pas destiné à une distribution publique. Veuillez noter que ni ce document ni le produit qui y est mentionné ne sont visés par une autorisation de vente de la SFC. Prière de vous reporter au prospectus du produit pour des renseignements plus détaillés.

Des conflits d'intérêts concernant NBCFMA ou les activités de membres de son groupe sont possibles. Ces activités et intérêts comprennent des intérêts multiples en termes de conseils, transactionnels et financiers, dans les valeurs mobilières et instruments qui peuvent être achetés ou vendus par NBCFMA ou les membres de son groupe, ou dans d'autres instruments de placement qui sont gérés par NBCFMA ou les membres de son groupe qui peuvent acheter ou vendre de telles valeurs mobilières ou de tels instruments. Aucune autre entité au sein du groupe de la Banque Nationale du Canada, y compris la Banque Nationale du Canada et Financière Banque Nationale Inc., n'est titulaire d'un permis de la SCF ni n'est inscrite auprès de la SFC. Par conséquent, ces entités et leurs employés ne sont pas autorisés à ni n'ont l'intention de : (i) se livrer à une activité réglementée à Hong Kong; (ii) se présenter comme s'ils se livraient à une activité réglementée à Hong Kong; (iii) commercialiser activement leurs services auprès du public de Hong Kong.

Droits d'auteur

Le présent rapport ne peut être reproduit en totalité ou en partie, ni distribué, publié ou mentionné de quelque manière que ce soit, ni ne le peuvent les renseignements, les opinions ou les conclusions qu'il contient sans, dans chaque cas, obtenir le consentement préalable et écrit de la FBN.