

PERSPECTIVES

Pour la période de 12 mois débutant le 1^{er} juillet 2019

Table des matières

Sommaire des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Perspectives des catégories d'actifs	3
Actions mondiales	4
Obligations mondiales	5
Devises	5
Matières premières	6
Tour d'horizon économique régional	7
Autres scénarios	10
Prévisions économiques	11
Rendements à long terme des marchés des capitaux	11

Ils font tout ce qu'ils peuvent

La liste des pays victimes de la guerre commerciale s'allonge rapidement. Pour la première fois en plus d'une décennie, nous projetons un ralentissement prononcé de la croissance mondiale, la croissance du PIB réel de la planète descendant sous les 3 % au cours des douze prochains mois. Les investisseurs mondiaux ont été soulagés de voir les banquiers centraux se montrer plus accommodants, mais la nervosité du marché n'a pas totalement disparu.

Sommaire des catégories d'actifs

Titres à revenu fixe par rapport aux actions : Pour un placement à long terme, les actions ont une prime de risque plus intéressante que les obligations. Mais le passage du court terme au long terme peut être très volatil. Dans ce contexte difficile, nous nous tournons aussi vers des catégories d'actifs non traditionnels comme l'or et les titres de créance des marchés monétaires en monnaie locale.

Actions : L'évaluation des actions canadiennes est légèrement moins intéressante que celle des actions internationales, mais le Canada ne fait pas face à la même croissance structurelle lente. Avec des taux d'intérêt bas, la valorisation des actions américaines est élevée, mais pas excessive.

Revenu fixe : Les taux des obligations du Trésor américain de 10 ans graveront probablement autour de 2 % à 2,50 % au cours des 12 prochains mois, avec une probabilité de plus en plus grande qu'ils descendent sous les 2 %, si le ralentissement mondial persiste.

Devises : Le dollar canadien reste en proie à plus de difficultés fondamentales que les monnaies de la plupart des marchés développés.

Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 30-juin-19	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Canada - Taux des bons du Trésor - 3 mois	1,75 %	1,25 %	1,75 %
Obligations du Canada - 2 ans	1,48 %	1,05 %	1,60 %
Obligations du Canada - 10 ans	1,47 %	1,25 %	1,85 %
États-Unis - Obligations du Trésor- 10 ans	2,00 %	1,75 %	2,50 %
Allemagne - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,32 %	-0,50 %	0,25 %
Japon - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,16 %	-0,25 %	0,30 %
Obligations du Canada - Rendement réel - 10 ans	0,32 %	0,15 %	0,35 %
Canada - Écart, obligations de sociétés, qual. supérieure	1,10 %	0,95 %	1,45 %
États-Unis - Écart, obligations à rendement élevé	4,14 %	3,75 %	4,75 %
Écarts des obligations souveraines de marchés émergents (en USD)	365	290	500
Indice des prix S&P/TSX	16 382	15 900	17 300
Indice des prix S&P 500	2 942	2 750	3 025
Indice des prix Euro Stoxx 50	3 474	3 250	3 590
Indice des prix Topix - Japon	1 551	1 460	1 600
Indice MSCI Marchés émergents	58 072	56 300	61 600
Dollar américain/Dollar canadien	1,3068	1,25	1,43
Euro/Dollar américain	1,1388	1,10	1,24
Dollar américain/Yen japonais	107,74	100,0	115,0
Dollar américain/Yuan chinois extraterritorial	6,87	6,50	7,30
Or	1 412	1 350	1 500
Pétrole WTI (West Texas Intermediate)	58,20	50	60

Perspectives des catégories d'actifs

Aperçu mondial

De « tout ce qui sera nécessaire » à « tout ce qu'ils pourront faire »

Les autorités monétaires du monde entier se montrent préoccupées par l'impact de la guerre commerciale sur l'économie mondiale — et, d'un bel ensemble, manifestent l'intention d'apporter un soulagement par la politique monétaire, si les conditions le justifient. Les grands argentiers du monde ont raison d'être inquiets. La liste des pays victimes de la guerre commerciale s'allonge rapidement. Pour la première fois en plus d'une décennie, nous projetons un ralentissement prononcé de la croissance mondiale, la croissance du PIB réel de la planète descendant sous les 3 % au cours des douze prochains mois. Les investisseurs mondiaux ont été soulagés de voir les banquiers centraux se montrer plus accommodants, mais la nervosité du marché n'a pas totalement disparu. Ce n'est pas surprenant. Alors que les taux d'intérêt sont déjà ultra-bas et que les bilans des banques centrales sont déjà massivement chargés, comment être sûr qu'un ralentissement économique peut être évité ?

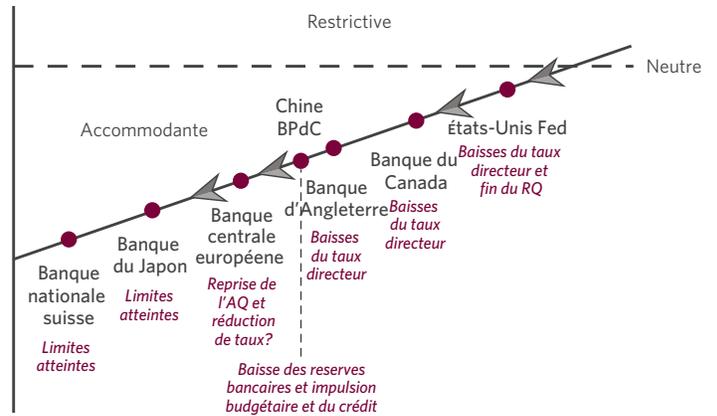
Ce qu'il y a de rassurant, c'est que les efforts déployés actuellement sont réellement mondiaux. Il n'y a pas si longtemps, la plus importante banque centrale du monde développé — la Réserve fédérale américaine (Fed) — était encore en mode de restriction. En changeant de politique dans le sens de la détente, la Fed apportera un soulagement en termes de liquidités dont on a grand besoin à l'échelle planétaire.

La leçon la plus importante tirée de la dernière décennie a clairement été de ne jamais sous-estimer l'ingéniosité des artisans de la politique monétaire. Quand la situation l'exigeait, ils n'ont pas hésité à agir. Dans la plupart des cas, cela s'est soldé par l'adoption de politiques peu orthodoxes (p. ex. taux directeurs inférieurs à zéro et programmes d'achat d'actifs). Demain, nous pourrions de nouveau être surpris de voir jusqu'où ils sont prêts à aller. Si les conditions le justifient, il n'est pas impossible que les taux directeurs soient abaissés davantage sous zéro et que de nombreuses banques centrales adoptent ou reprennent l'assouplissement quantitatif (AQ).

Cela dit, il est apparu clairement, au fil du temps, que les politiques non orthodoxes ont d'importants effets secondaires négatifs. C'est très évident lorsqu'on examine les taux d'intérêt sur l'ensemble du spectre des échéances. Pour la première fois, la courbe des rendements mondiale est inversée dans le contexte de taux directeurs ultra-bas et d'une conjoncture économique de plus en plus négative. Cela promet des

difficultés dans le secteur financier. Plus cette situation durera, plus la pression sur les banques mondiales deviendra intense. Vu sous cet angle, augmenter l'assouplissement quantitatif ou abaisser davantage les taux directeurs, ou faire les deux, n'est probablement pas le bon remède pour remettre l'économie mondiale sur pied. Dans cet environnement, les conditions de navigation resteront probablement difficiles pour les investisseurs mondiaux sur l'horizon de prévision.

Politique monétaire



Source : Thomson Reuters Datastream, Gestion d'actifs CIBC inc.

Stratégie mondiale

Actions contre obligations : Une vision contradictoire de la croissance mondiale?

La reprise de la croissance qui s'esquissait se dissipe. En outre, il est de plus en plus difficile de prédire l'issue de la guerre commerciale. Les attentes concernant le point mort de l'inflation sont descendues sous 1,7 %, ce qui veut dire que le marché s'attend à ce que la Fed ne parvienne pas à atteindre sa cible d'inflation au cours des 10 prochaines années. Avec de telles inquiétudes, il n'est pas étonnant que le taux nominal des obligations de 10 ans du gouvernement américain ait continué de baisser. Avec un taux nominal d'à peine 2 % et un rendement réel de 0,3 %, les obligations américaines se classent toujours au premier rang des obligations des marchés développés qui rapportent le plus. À l'échelle mondiale, il y a maintenant plus de 13 000 milliards de dollars d'obligations à taux nominal négatif — le marché obligataire anticipe clairement dans ses prix un cycle d'assouplissement de la Fed et d'autres banques centrales. À moins que celles-ci n'en fassent plus que ce qui est attendu, il reste peu de possibilités de baisse pour les rendements obligataires. Il faudrait un ralentissement plus prononcé, voire carrément une récession, pour forcer les banquiers centraux à plus de détente encore (c'est-à-dire plus que celle que reflètent déjà les prix du marché). D'autre part, si la croissance se stabilise, les obligations pourraient avoir une année difficile en perspective.

Pendant ce temps, les actions continuent de monter et certains marchés se rapprochent de plus en plus de leurs records absolus et projettent un tableau des perspectives mondiales plus bénin. Les bénéfices des entreprises américaines ralentissent, mais ils ont, jusque-là, été relativement résilients, et les investisseurs semblent à l'aise avec des ratios C/B¹ relativement élevés. La baisse des taux d'intérêt est positive pour les valorisations des actions — tant que la croissance ne trébuche pas. Le résultat est que le marché boursier parie sur le fait que les banques centrales réussiront à maintenir le moteur de la croissance en marche. Cela pourrait bien se produire, mais même si c'est le cas, il semble que ce scénario a déjà été pris en compte par le marché. Par ailleurs, si la croissance ne réagit pas aussi docilement aux mesures d'assouplissement des banques centrales, les actions pourraient avoir une année difficile en perspective.

Pour un horizon de placement éloigné, les actions comportent une prime de risque plus intéressante que les obligations. Mais le passage entre le court terme et le long terme pourrait être relativement volatil. Les actions, la catégorie d'actifs par défaut pour l'appréciation du capital, subissent des pressions cycliques et les obligations, la catégorie d'actifs typiquement défensive, sont chères et reflètent déjà des perspectives cycliques faibles dans leurs prix. D'un point de vue tactique, il s'agit assurément d'un environnement difficile pour la construction de portefeuilles. Par conséquent, nous nous tournons vers des catégories d'actifs non traditionnels comme l'or et les titres de créance des marchés émergents (MÉ) en monnaies locales.

Les pays émergents offrent des taux d'intérêt plus élevés que les États-Unis et rapportent donc plus de revenus. Ils ont aussi des taux d'intérêt réels plus élevés, donnant aux banques centrales la latitude de réduire les taux pour soutenir leurs économies. Alors qu'on s'attend à ce que la Fed réduise ses taux, nous n'anticipons pas une réédition de 2018 où le resserrement de la politique de la Fed a déclenché une forte augmentation du dollar américain et des rendements obligataires et a conduit à une importante contre-performance des marchés émergents. Sur le spectre du risque, les titres de créance des MÉ en monnaie locale se situent entre les actions et les obligations — ils ne sont pas aussi sûrs que les obligations gouvernementales de 10 ans des marchés développés, mais ils sont moins volatils que les actions. La sous-évaluation des monnaies des MÉ ajoute encore à l'attrait de cette catégorie d'actifs.

Actions mondiales

Canada

Comme le marché américain est la plus importante destination pour les exportations des sociétés canadiennes, un ralentissement des États-Unis implique typiquement

¹Ratio cours/bénéfice

encore plus de faiblesse au Canada. Cependant, dans le cas de l'actuelle guerre commerciale, il semble que le Canada ait réussi à rester hors de la ligne de tir et ait évité de devenir une victime directe. Les données économiques sont meilleures que ce que prévoyait le consensus des analystes, comme en témoigne l'indice Citigroup des surprises économiques. La valorisation n'est pas un obstacle important, comme aux États-Unis. Comparativement aux actions internationales, la valorisation est légèrement moins intéressante, mais le Canada n'a pas à composer avec la même faible croissance structurelle.

États-Unis

La Réserve fédérale américaine a plus de latitude que tout autre pays pour soutenir son économie, et, en ce sens, peut indirectement soutenir le marché boursier. Cependant, elle doit aussi composer avec une économie relativement plus robuste et, de ce fait, n'a pas besoin d'agir énergiquement. L'indice S&P 500 est en hausse de 19 % depuis le début de l'année, essentiellement parce que les ratios C/B ont été dopés par la chute des taux d'intérêt. Avec des taux d'intérêt bas, la valorisation des actions américaines est élevée, mais pas excessive. Bien qu'il y ait des risques de baisse pour nos prévisions, notre scénario principal d'un atterrissage pas très bien contrôlé, c'est-à-dire d'un ralentissement n'allant pas jusqu'à une récession officielle, pourrait amener la Fed à décevoir le marché en réduisant les taux moins qu'espéré. Après tout, les conditions financières se sont déjà améliorées, déchargeant la Fed d'une partie de sa mission. Dans ce scénario, les valorisations passeront d'élevées à excessives.

EAEO

Les actions européennes ont emboîté le pas à leurs contreparties américaines, avec un rendement voisin de 20 % cette année. Comme aux États-Unis, le marché a été poussé à la hausse par les anticipations d'une attitude accommodante de la banque centrale et la chute des taux d'intérêt. Si nous pensons que la Fed a des outils de politique à sa disposition (mais pourraient ne pas les utiliser), nous pensons aussi que la BCE devra assouplir sa politique, mais ne pourra pas le faire autant que les investisseurs l'escomptent. La BCE a déployé des efforts considérables pour rassurer le marché sur le fait qu'il lui reste des options de politique. Cependant, la principale question n'est pas de savoir si elle réussira à proposer quelque chose de créatif, mais plutôt de savoir si cela aura un effet durable. L'autre problème est que, alors qu'aux États-Unis les bénéfices ont ralenti en partant d'un niveau élevé, les sociétés européennes ont vu la croissance de leurs bénéfices devenir négative. Payer plus cher pour moins de bénéfice n'est pas très alléchant.

Marchés émergents

L'attractivité des marchés émergents est structurelle. Avec un potentiel de croissance plus grand, des valorisations

plus faibles et des monnaies sous-évaluées, les actions des marchés émergents offrent de loin les rendements attendus à long terme les plus élevés de toutes les catégories d'actifs que nous couvrons. La guerre commerciale n'altère pas cette équation. Premièrement, on s'attend à ce que l'impact direct des droits de douane sur la croissance soit transitoire et modéré. En d'autres termes, ils n'auront pratiquement aucune incidence sur le potentiel de croissance. Deuxièmement, le principal effet de la guerre commerciale est de miner la confiance, et cet effet est plus cyclique que structurel. Troisièmement, la valorisation est tout au plus devenue un peu plus intéressante depuis le début de la guerre commerciale. Cependant, lorsqu'on considère un horizon plus tactique, il y a clairement un risque pour les marchés émergents. La récente contre-performance des actions des M^É porte la marque de la guerre commerciale. La performance de pays comme la Chine, la Corée et le Mexique, qui sont directement touchés, a laissé à désirer. D'autres, qui ne sont pas affectés directement, comme l'Inde, la Russie et le Brésil, ont en fait très bien tiré leur épingle du jeu. Les risques de baisse à court terme et à moyen terme pour les M^É doivent être mis dans la balance avec le potentiel de hausse. Une résolution ou du moins l'espoir d'une résolution pourraient être un catalyseur très positif pour les M^É. Conclusion, nous sommes prudents à court terme, mais restons constructifs à long terme.

Obligations mondiales

La réévaluation des prix continue

Les taux obligataires des marchés développés ont continué de baisser, ceux des *Treasuries* américaines et des *Bund* allemands atteignant respectivement 2,00 % et -0,33 %, à la fin du trimestre. Les incertitudes liées à la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, le changement de politiques monétaires par les banques centrales, des statistiques économiques en recul dans le monde entier et des tensions inflationnistes timides ont convergé pour amplifier la demande d'obligations servant de valeurs refuges.

En temps normal, les rendements des obligations du Trésor américain devraient se stabiliser autour des niveaux actuels. La plus récente trêve dans la guerre commerciale entre les administrations des États-Unis et de la Chine devrait aider à améliorer la confiance des consommateurs mondiaux et des entreprises. L'effet d'une attitude plus accommodante des banques centrales des marchés développés (MD) et les efforts de relance en Chine au cours des six derniers mois devraient normalement entraîner une amélioration des statistiques économiques mondiales au cours des prochains trimestres. Enfin, alors que le moral est déjà déprimé, la barre des attentes est actuellement placée très bas et les nouvelles données mondiales pourraient facilement dépasser les anticipations. Cette opinion se reflète déjà dans les marchés boursiers et de titres de crédit, mais pas encore dans les marchés obligataires

souverains. Résultat, l'amélioration des conditions financières pourrait soutenir la croissance à l'avenir et les rendements obligataires des MD pourraient reprendre leur trajectoire ascendante.

Malheureusement, les temps ne sont peut-être pas normaux. La fin de plus de dix années d'expansion monétaire mondiale et un environnement politique mondial atypique brouillent les cartes — on ne peut pas écarter simplement un autre scénario, « alternatif », plus périlleux. D'ailleurs, plusieurs indicateurs importants ne signalent pas encore de reprise. Les indicateurs avancés mondiaux continuent de se détériorer, le volume du commerce mondial reste en chute libre et les enquêtes auprès des entreprises contiennent peu de motifs de réjouissance. Pendant ce temps, les courbes des rendements inversées aux États-Unis et en Europe annoncent déjà une forte probabilité de récession mondiale. En outre, avec les impulsions budgétaires et de crédit faibles et limitées dans toutes les régions (particulièrement en Europe), le paysage économique mondial pourra difficilement s'améliorer nettement. Cette dynamique est habituellement associée à une pression à la baisse sur les rendements obligataires.

Si notre scénario de base se matérialise, les taux des obligations du Trésor américain de 10 ans oscilleront probablement dans une fourchette de 2,0 % à 2,50 % au cours des 12 prochains mois. Cela dit, nous devons souligner la probabilité accrue que les taux de ces obligations plongent sous les 2,0 % de façon permanente si le ralentissement mondial persiste.

Au Canada, selon notre scénario de base, les taux des obligations souveraines de 10 ans devraient s'établir entre 1,30 % et 1,90 % sur un horizon de 12 mois. Les déséquilibres des ménages et de l'immobilier résidentiel, et plus particulièrement les niveaux d'endettement des entreprises non financières, sont d'importantes sources de préoccupation. Ces points faibles structurels laissent l'économie canadienne dans une situation vulnérable liée à l'actuel ralentissement économique extérieur. Si notre prévision du PIB réel canadien inférieure au consensus se réalise (voir page 7), la Banque du Canada devra réduire les taux d'intérêt plus que ce que le marché n'anticipe actuellement, entraînant les taux obligataires encore plus bas.

Devises

Dollar américain

Comme la Réserve fédérale américaine était la seule grande banque centrale en mode de restriction, le dollar américain a été bien soutenu au cours des trois dernières années. Résultat, le billet vert est maintenant largement surévalué sur la base de la pondération en fonction des échanges. Au cours des 40 dernières années, l'USD n'a été aussi cher qu'actuellement qu'à deux occasions — au milieu des années 1980 et pendant

la première moitié des années 2000. Dans les deux cas, un marché baissier de plusieurs années a suivi pour le billet vert.

Ces deux marchés baissiers pour l'USD ne se sont pas produits parce que la Fed est devenue plus accommodante que d'autres banques centrales. Ils sont apparus en raison de désalignements fondamentaux. En effet, pour qu'une inversion de tendance durable de l'USD se produise, la surévaluation du billet vert doit être préjudiciable à un point tel qu'elle se traduit par un accroissement prononcé du déficit du compte courant américain. Pour le moment, le problème est que le déficit du compte courant américain n'est pas suffisamment grand pour entraîner une dépréciation durable de l'USD. Pour que d'autres monnaies montent de manière décisive par rapport au dollar américain, des autorités monétaires ailleurs dans le monde développé doivent devenir beaucoup plus restrictives. Cela ne se produira sans doute pas de si tôt. Entre-temps, la volatilité du marché des changes devrait rester élevée.

Dollar canadien

Au début de l'été, le dollar canadien a réussi à rattraper un peu du terrain perdu par rapport au dollar américain à la fin de 2018. Son regain de vigueur était essentiellement le résultat d'un changement brutal des attentes relatives du marché par rapport aux politiques monétaires de part et d'autre de la frontière. Aux États-Unis, l'augmentation des probabilités d'un ralentissement économique substantiel a amené le marché à modifier ses attentes et à tabler sur de multiples réductions des taux d'intérêt par la Fed avant la fin de l'année. Par ricochet, cette baisse des attentes à l'égard de la Fed comparativement aux attentes du marché à l'égard de la politique monétaire ailleurs a permis un affaiblissement généralisé du dollar américain. Le dollar canadien y a participé, passant d'environ 0,74 cents US à la fin de mai à plus de 0,76 cents. Est-ce le début d'un marché haussier pour le dollar canadien ? À notre avis, non. Le prix du pétrole va probablement plutôt faiblir qu'augmenter sur l'horizon de prévision et il ne s'écoulera probablement pas beaucoup de temps avant que la BdC n'emboîte le pas à la Fed et n'assouplisse sa politique. Qui plus est, les marchés ont probablement exagéré en intégrant dans leur cours trop de réductions des taux de la Fed avant la fin de l'année. Enfin, le dollar canadien reste une des monnaies connaissant le plus de difficultés fondamentales de notre univers de négociation.

Euro

Pendant près d'une demi-année, l'euro a été très stable par rapport au dollar américain, fluctuant dans une fourchette étroite. Cependant, nous ne croyons pas que cela soit une indication de son comportement futur. Avec une intensification du ralentissement économique et une diminution des attentes d'inflation à long terme, la BCE fera tout ce qu'elle pourra pour relancer l'économie moribonde de

la zone euro. Cependant, comme nous l'avons déjà souligné dans *Perspectives*, la BCE commence à manquer d'options de politique. Si elle décide d'abaisser ses taux encore plus sous zéro ou de reprendre l'assouplissement quantitatif, ou de faire les deux, ce sera dans le but implicite de déprécier l'euro. Le succès possible de cette manœuvre n'est pas garanti, mais nous pensons que l'équilibre des risques penche du côté d'une poursuite de la faiblesse de l'euro.

Yen japonais

À en juger par le ton employé dans son plus récent communiqué sur la politique monétaire, la Banque du Japon (BdJ) est de plus en plus préoccupée par les perspectives de croissance de son pays. Tout comme la Fed, la BdJ a laissé entendre qu'elle est prête à apporter les ajustements à sa politique qui seront appropriés. Cependant, alors que les rendements des obligations du Japon de 10 ans se situent bien en dessous de la fourchette cible de contrôle de la courbe des rendements, la BdJ manque d'options pour contrer les menaces qui pèsent sur la croissance. C'est important parce que les conditions de liquidité relative entre les États-Unis et le Japon jouent un rôle clé dans la détermination du taux de change USDJPY depuis 2016. Le vent semble maintenant tourner et la BdJ ralentit fortement l'expansion de sa base monétaire au moment même où la Fed met fin à sa politique de resserrement quantitatif. Bref, les événements sur le front de la liquidité devraient continuer de soutenir davantage le yen japonais.

Matières premières

La parole à l'OPEP

Plusieurs événements intéressants se sont produits à la réunion de l'OPEP en juin. Alors que les réductions de la production existantes sont sur le point d'expirer, les observateurs du marché s'attendaient à leur prolongation jusqu'à la fin de l'année. Mais au lieu de cela, l'OPEP² a annoncé que les réductions resteront en place jusqu'en mars 2020. Bien que cela ait été positif pour les prix du pétrole, après leur reprise au cours des semaines ayant précédé la réunion, le pétrole n'a pas beaucoup réagi à l'annonce officielle. Bien entendu, la demande reste préoccupante alors que les guerres commerciales ont atténué des prévisions de croissance mondiale déjà faibles. Le sommet du G20 semblait avoir rapproché les États-Unis et la Chine d'une résolution. Cependant la rhétorique de la Maison-Blanche qui souffle le chaud et le froid embrouille souvent la situation et pousse à s'interroger sur l'existence de véritables progrès.

Du point de vue de l'offre, la géopolitique joue un rôle majeur. L'offre vénézuélienne continue de chuter alors que le pays reste dans le chaos, sans solution politique évidente en vue. En Iran, la destruction d'un drone de surveillance américain

²L'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), l'Azerbaïdjan, le royaume du Bahreïn, Brunéi Darussalam, Kazakhstan, la Malaisie, le Mexique, le Sultanat d'Oman, la Fédération russe, la République du Soudan, la République du Soudan du Sud.

en juin suivi d'échanges enflammés entre les deux pays a fait grimper les tensions jusqu'au point d'ébullition. Les alliés des États-Unis continuent de se garder d'acheter du pétrole iranien, éliminant pratiquement cette source de l'équation de l'offre.

Plusieurs commentaires du ministre saoudien du Pétrole ont piqué notre curiosité ces dernières semaines. Pour la première fois, le ministre a précisé des niveaux de stocks de pétrole cibles, en mentionnant ceux qui prédominaient entre 2010 et 2014. Ces niveaux sont plus bas que ceux observés au cours des cinq dernières années et nous estimons qu'il faudrait deux années de réduction prolongée de la production pour les atteindre. Le ministre a aussi commenté la production américaine d'hydrocarbures de schistes, un facteur important qui a gonflé l'offre mondiale. Le commentaire semblait minimiser la longévité de l'offre de pétrole de schiste, mentionnant que si la production des bassins est en croissance, l'offre finira par marquer un palier et par baisser. Nous croyons que cela pourrait dénoter une forte propension de l'Arabie Saoudite à attendre que la production de schistes des États-Unis s'épuise. Pour cela, l'OPEP pourrait prolonger les réductions pendant un certain temps dans l'intention de reconquérir des parts de marché une fois que les schistes seront épuisés. Notre analyse se centre davantage sur le fait que les producteurs d'hydrocarbures de schistes américains ont été résilients et innovateurs, et pourraient bien mettre au point une technologie qui prolongerait la durée de vie des bassins existants. Alors que ce jeu pour savoir qui tiendra le plus longtemps pourrait continuer indéfiniment, à court terme, nous nous attendons à ce que les prix du brut WTI évoluent dans une fourchette de 50 à 60 \$ le baril.

Tour d'horizon économique régional

Canada

La BdC dans les pas de la Fed

- La Banque du Canada réduira les taux deux fois sur notre horizon de prévision de 12 mois, suivant la voie tracée par la Fed.
- Nous tablons sur une prévision inférieure au consensus de croissance du PIB réel moyen de +1,0 % au cours des quatre prochains trimestres.

Les Canadiens font face à une économie à deux vitesses à mesure que l'année avance. D'une part, les secteurs producteurs de services croissent à un rythme accéléré. D'autre part, les secteurs producteurs de biens connaissent un sérieux ralentissement. Comme les services représentent près des trois quarts de l'ensemble de l'économie, il est tentant

de conclure qu'il n'y a pas vraiment lieu de s'inquiéter. Mais il existe un risque non négligeable que le ralentissement du secteur producteur de biens soit trop important pour ne pas déborder sur le secteur producteur de services.

Il y a un an, nous prévoyions que les deux moteurs de la croissance du Canada — le secteur de l'énergie et celui de la construction — tomberaient probablement en panne à l'aube de 2019. Nos projections se sont bien matérialisées, mais nous avons été surpris par la sévérité du choc. La principale préoccupation se rapporte au ralentissement en cours de l'activité immobilière résidentielle canadienne. La contraction de l'activité de construction est maintenant aussi forte que celle vécue il y a 10 ans. À l'époque, l'effet sur l'immobilier canadien avec la tourmente financière mondiale exacerbée avait précipité la Banque du Canada en mode de panique et elle avait rapidement administré plusieurs réductions des taux d'intérêt. Cette fois-ci, le gouverneur Stephen Poloz et son équipe essaieront probablement de garder leur sang-froid et d'éviter de basculer du mode restriction au mode détente — à moins que la perte de vitesse encore circonscrite se propage au reste de l'économie. Nous n'en sommes pas encore là, mais le ralentissement se généralise. Au début de 2019, l'effet ralentisseur de l'énergie et de la construction était partiellement contrebalancé par la poursuite de l'expansion du secteur canadien de la fabrication. Cependant, les indicateurs avancés signalent maintenant une contraction de l'activité manufacturière canadienne.

Ce ralentissement de l'activité se produit au plus mauvais moment. Les sociétés non financières canadiennes sont grevées de dette. Ces dernières années, elles ont lourdement emprunté aux banques canadiennes tout en émettant aussi beaucoup d'obligations. Cela a fait passer le fardeau global de leur dette à 114 % du PIB canadien. Résultat, elles sont maintenant plus vulnérables que jamais à un revers de conjoncture. À notre avis, le contrecoup pour les revenus des sociétés non financières sera probablement trop fort pour éviter un débordement sur le reste de l'économie. Nous tablons sur une prévision inférieure au consensus de croissance du PIB réel moyen de +1,0 % au cours des quatre prochains trimestres. Dans ces conditions la BdC devra suivre la voie tracée par la Fed et administrer deux réductions de taux sur l'horizon prévisions.

États-Unis

De nouveaux secours de la Fed arrivent

- L'économie américaine se dirige vers un ralentissement pas très bien contrôlé et une inflation inférieure à l'objectif, justifiant un nouveau soutien par la politique de la Fed.
- Sur l'horizon de prévision, la croissance du PIB réel américain devrait être de +1,5 % en moyenne.

La Réserve fédérale américaine a administré sa dernière hausse de taux il y a six mois à peine en prévision d'une poursuite de l'expansion économique américaine. Six mois plus tard, la courbe des rendements américaine (c'est-à-dire l'écart entre le taux des obligations du Trésor de 10 ans et le taux des bons du Trésor de trois mois) s'est inversée, impliquant une augmentation des probabilités d'une récession américaine en 2020. Faut-il prendre ce signal au sérieux ? Les participants du marché semblent penser que oui puisqu'ils s'attendent maintenant à ce que la Fed procède à des réductions de taux au deuxième semestre de cette année. Les autorités monétaires américaines semblent aussi prendre l'inversion de la courbe des rendements au sérieux, reconnaissant l'augmentation de l'incertitude au sujet des perspectives économiques américaines et se tenant prêtes à assouplir la politique si c'est approprié.

En ce qui concerne les perspectives économiques des États-Unis, beaucoup de prévisionnistes croient qu'un léger ralentissement sera le seul scénario probable. L'économie américaine reste saine et le choc commercial dû aux représailles de la Chine pâlit en comparaison de celui infligé à la Chine. Les États-Unis pourraient-ils être sur le point de connaître un ralentissement brutal plutôt que contrôlé ? Le risque d'un ralentissement plus prononcé est plus apparent lorsqu'on se concentre sur les sociétés non financières américaines. Aux États-Unis, le PIB non financier représente près de la moitié de l'économie. L'an dernier, c'était le moteur de la croissance de l'Amérique, le PIB réel de ces sociétés croissant pratiquement au rythme de 5 %. Depuis, la croissance de leur PIB réel a nettement décéléré, s'établissant à +3,1 % au 1T de cette année.

Cette décélération devrait être un motif de préoccupation. Au cours des deux dernières récessions américaines, la contraction de l'activité a été beaucoup plus forte dans les sociétés non financières que dans le reste de l'économie. Pendant la récession de 2001 — qu'on peut qualifier de légère —, la croissance globale du PIB réel est restée positive (+0,6 % en moyenne), mais la croissance du PIB réel des sociétés non financières est devenue négative (-0,2 % en moyenne). En 2001, les sociétés non financières n'ont pas licencié beaucoup de personnel pour résister aux chocs. Mais, les heures de travail ont été considérablement réduites par le raccourcissement des semaines de travail. Le résultat final était le même : l'impact sur les sociétés non financières a débordé sur la consommation et a entraîné une récession généralisée. La même chose pourrait très bien se produire cette fois-ci, avec potentiellement un impact du commerce international plus important que généralement attendu sur les sociétés non financières américaines. Dans ce contexte, l'économie américaine se dirige probablement vers un ralentissement pas très contrôlé qui se produira dans le contexte d'une inflation plus faible que voulu et nécessitera

de nouvelles mesures d'aide de la Fed. Sur l'horizon de prévision, la croissance du PIB réel américain devrait être de +1,5 % en moyenne.

Les exportateurs américains déjà fortement affectés

Exportations des États-Unis vers la Chine – Cumul sur 12 mois



Source : Thomson Reuters Datastream, Gestion d'actifs CIBC inc.

Europe

La BCE reprendra-t-elle l'assouplissement quantitatif?

- La BCE prétend avoir encore beaucoup de marge de manœuvre. Nous ne sommes pas d'accord.
- L'économie de la zone euro restera embourbée parce que la BCE manque d'options pour relancer une économie qui faiblit.
- Nous prévoyons une croissance du PIB réel inférieure à la moyenne qui fait consensus dans la zone euro (+0,7 %), avec un risque élevé de rebasculer dans une récession.

Comme nous le craignons, l'économie de la zone euro a nettement rétrogradé. Ce que les prévisionnistes considéraient initialement comme un passage à vide est en fait devenu un marasme économique de plus longue durée et plus largement répandu. Les dirigeants de la BCE continuent de porter des lunettes roses et parient sur une poursuite de l'expansion économique de la zone euro. Cependant, ils ont aussi indiqué clairement qu'ils sont prêts à agir en utilisant tous les instruments, comme cela sera approprié, à moins que la situation économique de la zone euro ne s'améliore. Mario Draghi et ses collègues prétendent qu'il reste encore beaucoup de marge inutilisée dans le programme d'achat d'actifs et que de nouvelles réductions des taux directeurs continuent de faire partie de la boîte à outils de la BCE.

Nous disons depuis un certain temps déjà que la BCE commence à manquer d'options de politique. Si elle le souhaite, elle pourra réduire davantage les taux d'intérêt sous zéro et reprendre le programme d'assouplissement quantitatif. Mais de tels gestes pourraient faire plus de mal que de bien.

Alors que l'économie allemande est en panne, les excédents budgétaires de l'Allemagne se transformeront probablement en déficits budgétaires. Si l'Allemagne émet davantage de *Bund*, la BCE pourrait être en mesure d'en racheter plus sans dépasser la limite qu'elle s'est auto-imposée et qu'elle a déjà atteinte (c.-à-d. 33 % du montant des obligations gouvernementales allemandes en circulation) et elle ouvrirait la porte à l'achat d'obligations gouvernementales dans toute la zone euro. Cette option pourrait aussi apporter à l'Italie un ballon d'oxygène dont elle a grand besoin, puisque la BCE pourrait acheter suffisamment d'obligations du gouvernement italien pour combler les besoins d'emprunt croissant de ce dernier. Cependant l'achat de plus d'obligations par la BCE exercerait aussi davantage de pression à la baisse sur les rendements des obligations de la zone euro déjà très déprimés et aplattirait ou inverserait la courbe des rendements.

Des taux à court terme négatifs et des courbes des rendements horizontales ou inversées sont très problématiques pour les banques de la zone euro, puisqu'ils se traduisent par une diminution des marges d'intérêt. Selon M. Draghi, l'impact de la politique de la BCE sur la rentabilité des banques a jusque-là été généralement neutre, la compression des marges nettes d'intérêts étant compensée par l'amélioration de la conjoncture économique. Cependant, à la lumière de l'importante reprise à l'extrémité éloignée du spectre des échéances et de la détérioration du paysage économique, il est clair que le système bancaire de la zone euro subit une pression qui s'intensifie. Vu sous cet angle, il n'est pas du tout évident qu'une baisse plus forte des taux d'intérêt sous zéro et/ou l'achat de plus d'obligations gouvernementales soient le bon remède.

On peut en conclure que l'économie de la zone euro restera embourbée parce que la BCE manque d'options pour relancer une économie qui faiblit. Nous prévoyons une croissance du PIB réel inférieure à la moyenne qui fait consensus dans la zone euro (+0,7 %), avec un risque élevé de rebasculer dans une récession.

Chine

Contre le choc de la guerre commerciale, il faut plus de soutien de la politique

- Selon les prévisions, le PIB réel chinois croîtra de moins de 6 % au cours des quatre prochains trimestres, soit le plus bas taux depuis plus de trois décennies.
- Le ralentissement de la croissance est le résultat des droits de douane supplémentaires sur les exportations chinoises à destination des États-Unis en combinaison avec un ralentissement de la conjoncture mondiale. Cela ouvre la possibilité à l'introduction de mesures additionnelles de stimulation par la politique en Chine au deuxième semestre de 2019.

- L'inflation devrait rester bien maîtrisée (inférieure à l'objectif de 3 %), conférant plus de marge de manœuvre aux autorités monétaires chinoises.

Les prévisions de croissance du PIB au cours des quatre prochains trimestres s'établissent à 5,7 %, en raison d'une importante déception de la croissance au deuxième semestre de 2019. La croissance du PIB réel restera inférieure à la fourchette cible du gouvernement central, en grande partie en raison de l'augmentation de la pression imputable à la guerre commerciale avec les États-Unis. L'imposition de nouveaux droits de douane vers la fin du 2T 2019 a provoqué un nouveau choc pour l'économie chinoise. Cela freinera l'activité de fabrication et engendrera un effet secondaire négatif sur d'autres pans de l'économie, dont la consommation.

Jusqu'à cette année, il y a eu des indices clairs d'un ralentissement de la croissance provoqué par les droits de douane imposés en septembre 2018. Cela comprend une détérioration de l'activité commerciale, particulièrement avec les États-Unis. Historiquement, ce genre de contraction des exportations de la Chine vers les États-Unis s'observait généralement dans les périodes de ralentissement important de la croissance. Par conséquent, nous constatons une activité de la production industrielle plutôt faible et un ralentissement de la croissance des investissements en immobilisations reliées à la fabrication. Avec les droits additionnels imposés en juin 2019, l'économie chinoise fait de nouveau face à un choc de croissance qui sera probablement un peu plus dommageable que celui de la première vague de tarifs douaniers. Notre scénario de croissance ne prévoit pas d'annulation de ces tarifs en 2019, mais une nouvelle escalade n'est pas attendue non plus. En fait, nous constaterons probablement un esprit de coopération des deux protagonistes qui essaieront d'avancer vers un accord mutuellement acceptable. Cela dit, nous ne pouvons pas exclure un autre scénario dans lequel les droits de douane imposés actuellement seraient retirés ou un scénario marqué par une nouvelle escalade. Cela laisse de la place à un important risque à la hausse ou à la baisse pour la croissance au cours de la prochaine année.

À moins qu'un accord commercial soit conclu au 3T, l'économie chinoise aura probablement besoin d'un soutien supplémentaire de la politique. Cela pourrait se faire sous forme d'une dépréciation de la monnaie, d'un soutien additionnel à la liquidité dans le système bancaire et de nouvelles mesures de stimulation budgétaires. Cependant comme les plus récentes mesures de soutien du 1T 2019, le programme sera mesuré et ciblé. Dans ce contexte, tout soutien supplémentaire par la politique donnera un coup de pouce limité à l'impulsion générale du crédit, juste suffisant pour arrêter la décélération, mais qui aura peu de chances de promouvoir une relance importante de la croissance en Chine. Sur cette toile de fond économique peu reluisante, l'inflation devrait rester bien maîtrisée et bien inférieure à l'objectif de 3 %, laissant une marge de manœuvre aux autorités monétaires chinoises.

Autres scénarios

Reflation mondiale

La montée des tensions inflationnistes devient suffisamment forte pour convaincre davantage de banquiers centraux de « lever le pied de l'accélérateur ». Pour ceux qui ont déjà amorcé un resserrement, cela implique des tours de vis plus énergiques sur l'horizon de prévision. Une croissance plus forte des bénéfices compenserait la montée des taux d'intérêt, soutenant les valorisations boursières et assurant des rendements plus importants que prévu pour les actions, mais plus faibles pour les titres à revenu fixe. La poursuite des efforts de détente chinois et des événements politiques constructifs en Italie pourraient entraîner un regain de confiance des entreprises et des consommateurs et un renforcement de l'activité économique plus important que ce que dénote notre scénario central.

Récession mondiale

Nous estimons que c'est en Asie ou en Europe, ou dans les deux régions, que le risque de récession a le plus de chances de se manifester. Les deux régions font actuellement face à un ralentissement cyclique de la croissance. Étant donné les efforts d'aide déployés par les autorités, la croissance économique sera le plus probablement stabilisée sur l'horizon de prévision. Cependant il existe un risque important que les mesures de stimulation par la politique adoptées ne suffisent pas pour éviter un ralentissement économique plus prononcé dont les effets déborderaient sur le reste du monde. Cela pourrait produire un resserrement non négligeable des conditions financières mondiales et éventuellement une propagation à des économies émergentes plus faibles, entraînant davantage de contagion et de risques pour la stabilité financière.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Reflation mondiale	Obligations internationales Obligations canadiennes Obligations du Trésor américain à long terme	Actions des marchés émergents d'Asie Actions européennes Matières premières
Récession mondiale	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Monnaies des marchés émergents	Or Obligations du Trésor américain Yen japonais



Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel ³	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ⁴	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	1,3 %	1,8 % ⁵	1,0 %	2,4 %	2,0 %	2,1 %	-50 pb
États-Unis	3,2 %	2,0 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,2 %	-75 pb
Zone euro	1,2 %	1,3 %	0,7 %	1,2 %	1,3 %	1,1 %	-10 pb + AQ
Chine	6,4 %	6,2 %	5,7 %	2,7 %	2,5 %	2,4 %	Stimulation budgétaire + monétaire
Japon	0,9 %	0,6 %	0,5 %	0,8 %	0,8 %	0,5 %	-
Monde	3,2 %	-	2,9 %	-	-	-	-

³Croissance du PIB reel (a/a %)

⁴année/année (%)

⁵Implicite (converti d'une base T/T)

Données du 8 juillet 2019

Source : Datastream, Bloomberg, calculs de Gestion d'actifs CIBC

Rendements à long terme des marchés des capitaux (10 ans)

Les rendements moyens projetés des grandes catégories d'actifs des marchés financiers au cours des 10 prochaines années, basés sur nos études macroéconomiques internes, représentent une donnée de base clé dans notre processus d'investissement.

Bien que cela soit contraire à l'intuition dans l'environnement actuel, des taux directeurs plus élevés seront nécessaires au cours des 10 prochaines années pour créer la capacité de faire face à tout ralentissement économique. Des taux plus élevés éviteraient aussi l'accumulation de déséquilibres financiers associés à des taux d'intérêt trop faibles pendant trop longtemps. Avec un ralentissement de la croissance du potentiel économique, des taux directeurs plus élevés auraient un effet ralentisseur mondial latent, particulièrement là où l'endettement est élevé.

Dans une optique relative, les économies émergentes ont de meilleures perspectives macro-économiques à long terme (croissance économique tendancielle plus élevée, moins de dette), ont plus de marge de manœuvre politique pour stimuler la croissance au besoin (moins de déficit budgétaire, taux directeurs plus élevés) et sont devenues moins risquées (dépendent plus des services intérieurs, meilleures institutions, réformes structurelles).

Résultat, les catégories d'actifs des marchés émergents sont plus intéressantes dans une perspective de longue durée. Alors que les catégories d'actifs des marchés développés auront de la difficulté à dépasser un rendement annuel moyen de 5 % au cours des 10 prochaines années, nous projetons que les obligations gouvernementales et les actions des marchés émergents produiront des rendements de 8 % et 12 %, respectivement.

Pour en savoir plus, demandez l'étude « Rendements à long terme des marchés des capitaux 2019 ».

Le présent document a pour but d'informer nos clients ; il ne faut pas le considérer comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre, d'un produit ou d'un service quelconque ni l'interpréter comme un conseil de placement précis. L'information qui s'y trouve provient de sources jugées fiables, mais nous ne pouvons en garantir l'exhaustivité, l'exhaustivité, ni la fiabilité. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses différentes plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Répartition de l'actif et peuvent différer des opinions des autres équipes, au sein de la plateforme de placement intégrée de la Banque CIBC.