

PERSPECTIVES

Pour la période de 12 mois débutant le 1^{er} janvier 2020

Table des matières

Points saillants des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Perspectives des catégories d'actifs	3
Stratégie mondiale	3
Actions mondiales	4
Obligations mondiales	4
Devises	5
Matières premières	6
Tour d'horizon économique régional	6
Autres scénarios	9
Prévisions économiques	10

De nouveaux outils pour une nouvelle croissance

Bien que l'économie mondiale ait clairement ralenti en 2019, les investisseurs sont restés optimistes et ont propulsé les marchés boursiers vers des records historiques. Nous ne nous attendons pas à une année de croissance exceptionnelle en 2020, mais les banques centrales prépareront probablement le terrain pour permettre aux gouvernements d'apporter un soutien budgétaire à la croissance.

Points saillants des catégories d'actifs

Actions : La stabilisation du cycle économique pourrait éloigner les investisseurs des actions américaines en faveur de marchés plus cycliques tels que les actions des marchés émergents.

Obligations : Une croissance économique décevante et le faible risque de tensions inflationnistes pour le secteur de l'énergie devraient plafonner les taux obligataires.

Devises : Nous pensons qu'il est trop tôt pour annoncer un revirement général de la tendance du dollar américain, mais le billet vert subira des pressions accrues en 2020.

Chine : L'apaisement du conflit commercial suivi de la conclusion de la première phase d'un accord soulagera la croissance chinoise dès le T2 2020.

Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 31-dec-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 %	2,00 %
Obligations du Canada - 2 ans	1,69 %	1,15 %	1,95 %
Obligations du Canada - 10 ans	1,70 %	1,15 %	2,10%
États-Unis - Obligations du Trésor- 10 ans	1,92 %	1,35 %	2,30 %
Allemagne - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,19 %	-0,50 %	0,20 %
Japon - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,03 %	-0,25 %	0,30 %
Obligations du Canada - Rendement réel - 10 ans	0,37 %	0,05 %	0,60 %
Canada - Écart, obligations de sociétés, qual. supérieure	1,14 %	0,95 %	1,55 %
États-Unis - Écart, obligations à rendement élevé	3,58 %	3,30 %	4,90 %
Écarts des obligations souveraines de marchés émergents (en USD)	277	250	500
Indice des prix S&P/TSX	17 063	16 300	18 100
Indice des prix S&P 500	3 231	2 975	3 350
Indice des prix Euro Stoxx 50	3 745	3 500	3 900
Indice des prix Topix - Japon	1 721	1 625	1 825
Indice MSCI Marchés émergents	61 467	59 000	66 500
Dollar américain/Dollar canadien	1,2990	1,29	1,36
Euro/Dollar américain	1,1213	1,07	1,18
Dollar américain/Yen japonais	108,61	100,0	112,0
Dollar américain/Yuan chinois extraterritorial	6,96	6,65	7,20
Or	1 517	1 370	1 600
Pétrole WTI (West Texas Intermediate)	61,06	50	60

Perspectives des catégories d'actifs

Aperçu mondial

Un nouveau régime de politique monétaire en vue

L'année 2019 a surtout été marquée par le fait que les investisseurs mondiaux sont toujours restés optimistes, malgré la nette baisse de régime de l'économie mondiale. À la fin de l'année, les marchés boursiers mondiaux atteignaient tous des records historiques, tandis que les écarts de crédit et la volatilité des marchés n'avaient jamais été aussi faibles. Il est vrai que les participants du marché avaient de bonnes raisons d'être plus enthousiastes à la fin de 2019. Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine semblaient finalement s'apaiser avec l'annonce en décembre d'un accord. De plus, les banques centrales du monde entier n'ont pas ménagé leurs efforts, déployant de nouvelles mesures de stimulation pour maintenir l'économie mondiale sur la voie de l'expansion.

Nos perspectives pour 2020 contiennent des zones d'ombre. Nos prévisions tablent sur un ralentissement de la croissance du PIB réel mondial, que nous estimons à 2,8 % sur l'horizon de projection. Avec ces attentes d'une croissance plus faible, 2020 ne ressemblera pas nécessairement à 2019, caractérisée par une volatilité exceptionnellement faible sur des marchés risqués. Côté positif, il est vrai que des progrès ont été réalisés sur le front commercial, les États-Unis et la Chine ayant trouvé un terrain d'entente sur la première phase d'un accord. Cela dit, il est important de reconnaître que cela ne signifie pas que le choc commercial est chose du passé. Les États-Unis réduiront de moitié leurs droits de douane de 15 % sur environ 120 milliards \$ US de marchandises importées de Chine, laissant près de 250 milliards \$ de marchandises taxées à 25 %. En bref, même avec cette première phase d'un accord commercial, le poids des droits de douane américains sur la Chine reste important. Il faut également souligner que, bien que la Chine ait accepté d'augmenter fortement ses importations des États-Unis, elle n'a pas convenu d'une quelconque réduction des droits de douane sur celles-ci.

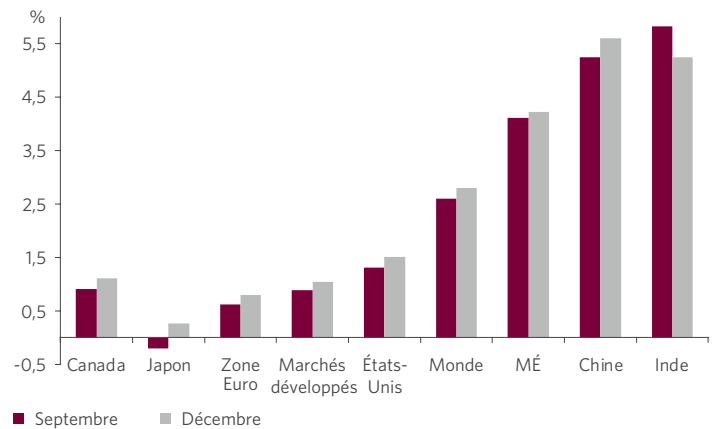
Nous nous inquiétons principalement du fait que les autorités monétaires ne disposent pas de la marge de manœuvre qu'elles avaient lors de précédents épisodes de décélération de la croissance pour amortir le ralentissement. Le problème n'est pas seulement que les taux d'intérêt sont déjà extrêmement bas, mais aussi que les politiques peu orthodoxes (assouplissement quantitatif et taux directeurs inférieurs à zéro) des dernières années ont engendré d'importants effets secondaires négatifs. C'est pourquoi nous pensons que 2020 devrait être principalement marquée par une accélération de la transition vers un nouveau régime par les responsables de la politique monétaire. Dans ce nouveau régime, les banques centrales prépareront le terrain

pour faciliter l'assouplissement de la politique budgétaire de leurs gouvernements respectifs. Pour atteindre cet objectif, elles veilleront à ce que les taux directeurs restent ancrés près de zéro tout en cherchant à redresser la courbe des rendements et en maintenant les programmes d'achat d'actifs pour combler les besoins d'emprunt croissant des gouvernements (monétisation de la dette).

Dans le monde développé, très peu de banques centrales se trouvent dans la position de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque du Canada (BdC), qui disposent encore d'une marge de manœuvre pour réduire leurs taux directeurs. Cependant, celles-ci s'approchent aussi rapidement de la borne zéro. L'évolution de la politique monétaire vers un régime inspiré de la théorie monétaire moderne (TMM) touche toutes les banques centrales. Une telle transition ne sera évidemment pas facile, car elle s'accompagne de risques importants. Ces outils ont le pouvoir de produire des résultats appréciables, mais ils peuvent aussi entraîner des effets désastreux s'ils ne sont pas utilisés de façon responsable. Les droits relatifs à la gouvernance et au pouvoir décisionnel doivent être soigneusement calibrés. Pour les investisseurs du monde, cette transition pourrait être semée d'embûches, de sorte qu'il est moins probable que la volatilité sur les marchés reste à des creux historiques tout au long de 2020.

Projections de la croissance mondiale :

Comparaison des prévisions de GAC pour décembre et septembre



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

Stratégie mondiale

Tour d'horizon 2020

C'est en comprenant d'où l'on vient qu'on sait où on va. Cette maxime se vérifie particulièrement pour les marchés financiers, dont le point de départ (en fait, le prix payé) est crucial pour les rendements futurs. Une rétrospective de 2019 révèle quelque chose de surprenant – une économie mondiale qui ralentit dangereusement, déclenchant une forte reprise des taux obligataires et une inversion de la courbe des taux. Cependant, malgré ces sombres perspectives, le marché boursier a réussi à inscrire de nouveaux records historiques. Cela peut sembler

incohérent, mais ces fluctuations peuvent s'expliquer par une séquence classique du marché : 1° l'économie ralentit (du milieu à la fin de 2018); 2° le marché boursier subit une correction tandis que le marché obligataire remonte par anticipation d'un assouplissement de la politique de la banque centrale (fin 2018); 3° les banques centrales prennent des mesures d'assouplissement et le marché boursier remonte, car on s'attend à ce que l'assouplissement ouvre de meilleures perspectives de croissance (dès le début 2019). Cela dit, il n'y a pas deux cycles identiques – celui-ci était caractérisé par une escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine et par le fait que la politique monétaire est moins efficace que par le passé.

Pour 2020, nous envisageons trois phénomènes possibles, cruciaux pour les rendements des marchés financiers : 1° le cycle économique s'est stabilisé; 2° en grande partie, les marchés tiennent déjà compte de cette reprise embryonnaire; 3° des tendances adverses lourdes limiteront la vigueur potentielle de la reprise.

Les indicateurs économiques donnent des signes d'amélioration des perspectives. La croissance reste assez faible pour le moment, mais les indicateurs prospectifs sont en hausse. L'économie affiche le plein emploi et la consommation reste bonne, de sorte que la contraction du secteur de la fabrication ne devrait avoir que des conséquences limitées sur celui des services et que l'économie mondiale devrait éviter une récession. De plus, les politiques monétaires et budgétaires resteront accommodantes et soutiendront la croissance.

L'incertitude politique a diminué récemment. Premièrement, le Royaume-Uni a trouvé un accord (en attente de signature) avec l'Union européenne réglant leur divorce. Aux élections générales, Boris Johnson, le premier ministre sortant, a remporté une majorité écrasante, ce qui devrait permettre une issue des négociations restant à mener favorable aux marchés. Deuxièmement, les États-Unis et la Chine ont trouvé un terrain d'entente sur la première phase d'un accord commercial. Bien qu'il reste des problèmes à résoudre, les deux pays ont tout à gagner à mettre leurs divergences de côté dans un avenir prévisible.

Toutes choses étant égales par ailleurs, une stabilisation du cycle économique devrait être positive pour le marché boursier, même s'il semble qu'il tienne déjà compte de ce cycle. Comme les rendements élevés de 2019 étaient en grande partie dus aux augmentations des ratios C/B, notre analyse montre que le marché boursier dispose de peu de marge de hausse. Cette affirmation peut sembler un peu trop générale – si certains des grands indices boursiers se sont bien tenus, d'autres segments du marché n'ont pas été aussi performants. Les actions des secteurs de la technologie, de la consommation et de ceux sensibles aux taux d'intérêt ont produit des rendements très solides, mais les actions des sociétés à petite capitalisation et des secteurs hautement cycliques sont restées à la traîne et pourraient encore augmenter en cas d'amélioration du cycle. Nous pourrions aussi citer les prix des

matières premières et les monnaies cycliques comme exemples de marchés qui n'ont pas monté de façon décisive.

Vu les tendances adverses lourdes, l'année 2020 ne devrait pas être un cru d'exception pour la croissance. Comme nous l'expliquons dans l'édition 2020 de notre publication « *Rendements des marchés des capitaux à long terme* », nous nous attendons à une décélération progressive de la croissance du PIB potentiel des économies, reflétant des vents contraires de plus en plus forts et un affaiblissement des courants porteurs. L'évolution démographique constituera un obstacle persistant, la croissance de la productivité ne devrait pas reprendre fortement pour la contrebalancer et les tentatives des banques centrales de relever les taux d'intérêt seront au mieux graduelles.

Actions mondiales

Une décennie exceptionnelle pour les États-Unis

Le marché boursier américain a connu une décennie remarquable. Le rendement total annualisé sur 10 ans de l'indice S&P 500 de mars 2009 (le creux après la crise financière) à mars 2019 était de 16 %. Il n'a été supérieur à cela que dans un dixième des 148 dernières années. Non seulement le marché américain s'est bien tenu d'un point de vue historique, mais il a aussi dépassé nettement d'autres marchés boursiers mondiaux. L'étude détaillée des rendements américains montre que les sociétés américaines ont dégagé une croissance des ventes et des rendements en dividendes conformes à ceux des autres marchés. Mais, les actions américaines se sont clairement distinguées par les hausses des marges bénéficiaires et des ratios C/B ainsi que par les rachats d'actions. Plus de la moitié du rendement total provenait de ces trois sources, ce qui explique leurs performances supérieures par rapport aux autres marchés.

Nous pensons que ces facteurs favorables pour les rendements étaient exceptionnels et qu'il est peu probable qu'ils se répètent. Afin de rester porteurs, les marges bénéficiaires et les ratios C/B devraient augmenter année après année, ce qu'ils ne peuvent pas faire indéfiniment. Ils fluctuent autour d'une moyenne et finiront par baisser pour revenir à cette moyenne. Par conséquent, quand le point de départ est élevé, les marges et les ratios C/B ont plus de chances de baisser que de monter. On pourra certainement avancer que les sociétés du secteur de la technologie ont plus de poids sur le marché aujourd'hui et que, leurs marges et leurs ratios C/B étant supérieurs, le marché devrait maintenant afficher des marges bénéficiaires et un ratio C/B supérieurs. Mais, à moins que le poids des sociétés du secteur technologique ne continue d'augmenter en proportion du marché boursier, les marges et les ratios C/B cesseront de soutenir le marché. De plus, après une décennie de taux d'intérêt proches de zéro, la dette des entreprises a fortement augmenté, en partie pour financer les rachats d'actions. Avec un bilan plus endetté et des taux d'intérêt qui devraient augmenter progressivement, il est peu probable que les rachats d'actions jouent un rôle important.

Enfin, une stabilisation du cycle économique devrait entraîner un désintérêt progressif pour les actions américaines, avec leur marché boursier à coefficient bêta faible, en faveur de marchés plus cycliques. L'indice S&P 500 a été résilient tout au long du ralentissement et a rapidement fluctué pour intégrer un revirement potentiel du cycle, malgré un mouvement dû à une partie très limitée de l'indice. Les marchés émergents (MÉ) devraient en profiter. Des facteurs structurels tels que les valorisations et la croissance potentielle constituent déjà et continueront de constituer des atouts pour le rendement supérieur des marchés émergents. En 2018 et 2019, il manquait aux MÉ des perspectives cycliques plus constructives. Notre scénario central qui table sur une stabilisation du cycle économique devrait être favorable aux marchés émergents.

Pour se maintenir, la reprise des marchés boursiers mondiaux devra être soutenue par une bonne croissance, mais pas trop forte, et sans tensions inflationnistes, accompagnée de rendements obligataires stables. Le marché sera vulnérable à toute déception ou tout choc inattendu provenant de la politique monétaire – par exemple, une reprise du conflit commercial. Comme il faut s'attendre à quelques soubresauts dans ce contexte, le marché boursier restera volatil.

Obligations mondiales

Des écueils à l'horizon

Les taux des obligations des marchés développés (MD) ont augmenté pendant le quatrième trimestre, ceux du Trésor américain passant de 1,66 % à 1,92 % et les taux des Bund allemands, de -0,57 % à -0,18 %. La diminution des incertitudes mondiales, après leur flambée au 3T, en était la principale raison. Les informations au sujet des relations commerciales entre les États-Unis et la Chine dénotaient une attitude plus conciliante et les indicateurs économiques du monde étaient devenus plus encourageants. Résultat, la demande d'obligations comme valeurs refuges a baissé et celle d'obligations des marchés émergents (MÉ) plus risquées a augmenté, permettant un resserrement des écarts entre les MÉ et les États-Unis.

À l'avenir, les taux des obligations des MD ne monteront probablement pas beaucoup plus haut. Comme nos prévisions économiques le mentionnent dans les sections précédentes, une croissance économique décevante (comparativement au consensus des analystes) devrait plafonner les taux des obligations. De plus, les risques de tensions inflationnistes provenant du secteur de l'énergie penchent plutôt du côté d'une baisse. Selon notre équipe de recherche, la surabondance d'offre de pétrole ne proviendra pas seulement des États-Unis, mais aussi de membres de l'OPEP, à l'avenir.

Cela dit, pendant la dernière partie de notre horizon de prévision, plusieurs facteurs pourraient recommencer à faire monter les taux des obligations des MD. Les efforts de relance de l'inflation de la plupart des banques centrales des MD et de la Banque populaire de Chine (BPdC), ainsi que les réductions synchronisées de taux

directeurs de la plupart des banques centrales des MÉ, pourraient stabiliser la croissance mondiale et entraîner des surprises positives. Ces mesures d'assouplissement monétaires seront renforcées par l'impact positif de la trêve dans la guerre commerciale actuelle, particulièrement si elles sont prolongées.

De plus, 2020 pourraient marquer le début d'un décrochage¹ des taux obligataires mondiaux. Les grands argentiers de l'Union européenne commencent à manquer d'options de politique monétaire face à une croissance économique terne. Ils doivent modifier leur régime de politique monétaire et cibler des taux directeurs à zéro et des courbes des taux à pente plus accentuée pour soulager la pression sur le secteur financier. S'ils y parviennent, cela permettra à certains pays membres de la zone euro de détendre leur politique budgétaire, augmentant ainsi l'offre globale d'obligations. Le cas échéant, le décrochage des taux obligataires pourrait avoir d'importants effets par un débordement sur d'autres marchés obligataires des MD, particulièrement dans le contexte d'une augmentation importante de l'offre d'obligations du Trésor américain (due à l'accroissement du déficit budgétaire des États-Unis).

Compte tenu de tous ces écueils différents à éviter, et comme scénario de base, nous croyons que le taux des obligations du Trésor américain de 10 ans devrait osciller dans une fourchette de 1,35 %-2,30 % sur l'horizon de prévision. Au Canada, les taux des obligations souveraines de 10 ans devraient se situer entre 1,15 % et 2,10 % sur l'horizon de douze mois.

Devises

La transition de la Fed à la détente n'a pas suffi pour provoquer un affaiblissement généralisé du dollar américain en 2019. Il est encore trop tôt pour annoncer le début d'une inversion de tendance large pour l'USD, mais le billet vert subira de plus en plus de pression en 2020.

Dollar américain

Avec le passage de la Fed à la détente, les forces cycliques qui avaient soutenu le dollar américain ces dernières années s'étiolent maintenant rapidement. À l'aube de 2020, les participants du marché s'attendent à ce que la Fed reste sur la touche. Cependant, celle-ci devra probablement assouplir encore plus sa politique monétaire par des réductions de taux directeurs et une expansion de son bilan.

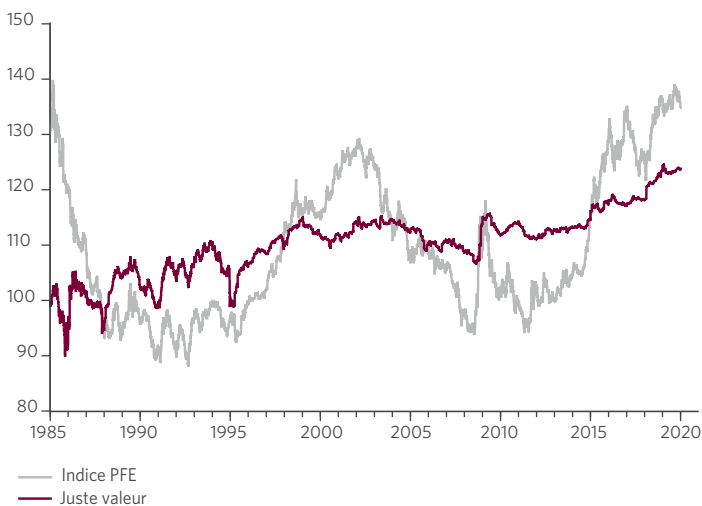
La nécessité d'un nouvel assouplissement de la politique de la Fed n'est pas seulement due au ralentissement de la croissance économique projetée pour les États-Unis. L'autre sujet de préoccupation de la Fed est que le déficit fédéral américain déjà énorme est sur le point d'augmenter encore. Cela devient problématique parce que la courbe des taux américaine est trop plate pour inciter les investisseurs étrangers à acheter les obligations du Trésor américain dont l'offre croît rapidement.

¹S'il n'y a pas d'obligation plus sûre disponible, une obligation peut se négocier à un taux plus bas que ce que justifierait normalement son niveau de risque. La demande de l'obligation monte alors et son taux est « ancré » faute de solutions de rechange. C'est cet ancrage qui peut décrocher.

La Fed doit trouver un moyen de redresser suffisamment la courbe des taux américaine pour résorber la pléthore d'obligations du Trésor. Si elle y parvient, il faut s'attendre à une dépréciation du dollar américain. Il est encore trop tôt pour annoncer le début d'une inversion de tendance large pour l'USD, mais le billet vert subira de plus en plus de pression en 2020.

Inversion de tendance de l'USD en 2020 ?

Indice GAC du dollar US pondéré en fonction des échanges et estimation de la juste valeur



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

Dollar canadien

Le dollar canadien s'est montré remarquablement résilient en 2019, se classant comme la monnaie la plus performante du G10, avec une appréciation de 3,6 % par rapport au dollar américain. Comme cela a été mentionné dans des éditions antérieures de *Perspectives*, nous voyons deux raisons à cela : des prix du pétrole très bien maîtrisés et le virage accommodant de la Fed dans le contexte d'une inaction volontaire de la Banque du Canada. En rétrospective, la décision de la Banque du Canada de ne pas emboîter le pas à la Fed se révèle pleine de bon sens. L'économie canadienne a conservé des bases solides toute l'année. Mais à l'avenir, la vigueur du CAD freinera probablement trop le commerce extérieur du Canada. Cela finira par forcer la BdC à s'engager sur les traces de la Fed et à réduire le taux de financement à un jour.

Les industries productrices de biens canadiennes ont commencé à avoir sur la croissance du PIB réel canadien l'effet d'un boulet à traîner. Cela suffira largement à convaincre les opérateurs du marché que la Banque du Canada est sur le point de devenir plus accommodante, ce qui se traduira par un affaiblissement du dollar canadien.

Euro

Depuis 2015, la Banque centrale européenne (BCE) se démène pour que l'euro reste sous-évalué afin d'alimenter l'expansion économique de l'Europe fondée sur les exportations en

comprimant énergiquement les taux d'intérêt et en augmentant massivement son bilan. À première vue, il est tentant de conclure que ces forces sont toujours à l'œuvre. Cependant, en réalité, la BCE a atteint les limites de sa politique. La récente mise en œuvre d'un système à deux paliers pour les réserves excédentaires implique qu'elle met fin à sa politique de taux directeurs négatifs en permettant au taux directeur effectif de remonter plus près de zéro.

L'écart entre les taux directeurs de la BCE et de la Fed se creuse et la Fed augmente son bilan à un rythme plus rapide que la BCE. En d'autres termes, les forces cycliques qui exercent une pression à la baisse sur l'euro par rapport au dollar américain se dissipent. Cela veut dire que le sort de l'euro sera de plus en plus déterminé par l'évolution de la situation sur le front commercial.

Yen japonais

À première vue, le fait que le yen japonais a terminé l'année 2019 sensiblement au même niveau qu'il l'avait commencée (autour de 109 ¥ pour 1 USD) peut sembler banal. Mais en réalité, c'est un événement très important. En rétrospective, les autorités monétaires japonaises doivent être soulagées. Alors que l'économie japonaise flirte avec la récession, la dernière chose qu'il aurait fallu au Japon était un renforcement prononcé du yen, et heureusement cela ne s'est pas produit. Mais comment les autorités monétaires japonaises ont-elles réussi à réduire autant la volatilité du yen ? Si l'apaisement de l'instabilité n'est pas l'apanage du yen, nous soupçonnons que la mise en œuvre d'une politique de contrôle de la courbe des rendements à la fin de 2016 a probablement contribué à la forte diminution de la volatilité de la monnaie japonaise.

À l'avenir, la politique de la Banque du Japon ne changera probablement pas beaucoup. La banque centrale japonaise continuera d'acheter suffisamment d'obligations de l'État nippon pour couvrir les besoins d'emprunt en croissance rapide du gouvernement tout en maintenant les taux à court terme près de zéro et en ciblant des rendements de 0 % pour les obligations souveraines de 10 ans. Cela devrait aider à maintenir le yen dans une fourchette étroite entre 100 et 112.

Matières premières

L'élimination du général Soleimani par les États-Unis en janvier semblait faite sur mesure pour augmenter les craintes des investisseurs au sujet de perturbations des approvisionnements en pétrole du Moyen-Orient. Comme on pouvait s'y attendre, les prix du brut ont bondi dès la parution des premières informations, mais ils ont rapidement battu en retraite quand que les repréailles iraniennes ont paru faibles et n'ont pas coûté de vies américaines. On en peut conclure qu'il s'agit d'une réaction iranienne relativement contenue (particulièrement si on songe aux autres possibilités). Cependant, le bond évanescant des prix du pétrole était très différent de la réaction des marchés à laquelle nous avons assisté parfois quand des incidents déstabilisants se sont produits dans des pays producteurs de pétrole ou à proximité de ces pays.

L'absence de réaction des investisseurs à l'escalade du conflit au Moyen-Orient pourrait témoigner de la vigueur nouvelle des États-Unis comme premier exportateur de pétrole au monde. L'augmentation de la production de pétrole de schiste outre-frontière a modifié la dynamique pétrolière mondiale et l'Amérique se trouve en position beaucoup moins vulnérable en ce qui concerne les perturbations d'approvisionnement en brut. Étant le premier consommateur de pétrole au monde, les États-Unis sont maintenant beaucoup plus autosuffisants grâce à la poussée technologique qui a permis l'avènement de la production d'hydrocarbures de schiste.

À mesure que de plus en plus de pays s'industrialisent, les demandes d'énergie augmentent et la demande mondiale de pétrole croît encore sur une base absolue. Le taux de croissance mondial finira par ralentir, mais on ne peut pas oublier que le pétrole est un intrant clé de la fabrication de plastique – une de ses utilisations finales qui ne peuvent pas être remplacées par les alternatives solaires ou éoliennes. Les voitures électriques finiront par faire baisser la demande d'essence, mais il faudra probablement du temps avant qu'elles soient largement adoptées. Elles sont non seulement relativement chères, mais les postes de recharge indispensables ne sont pas disponibles partout et les batteries actuelles n'offrent une autonomie que de quelques centaines de kilomètres. Ce sont là quelques-uns des enjeux que nous prenons en considération dans nos prévisions de la demande d'énergie à long terme. Pour le court terme, compte tenu des tendances adverses mondiales et de la situation actuelle de l'offre, nous maintenons notre fourchette de prévision de 50 à 60 \$ US pour le baril de WTI* pour la prochaine année.

Tour d'horizon économique régional

Canada

Pendant combien de temps encore la BdC restera-t-elle sur la touche?

- La croissance du PIB réel canadien devrait ralentir de 1,6 % actuellement à 1,1 % sur l'horizon de prévision.
- Dans un environnement mondial de plus en plus hostile, la Banque du Canada devra adopter une attitude plus accommodante en 2020.

L'économie canadienne est restée étonnamment résiliente en 2019, mais elle doit maintenant faire face à des tendances adverses de plus en plus sérieuses en matière de commerce international. Les secteurs canadiens de la fabrication et du commerce extérieur ont subi un dur coup, comme dans le reste du monde, et les industries productrices de biens ont commencé à brider fortement la croissance du PIB réel du Canada. La question est de savoir si, comme nous le pensons, ces effets négatifs se propageront aux

secteurs producteurs de services au cours des prochains trimestres. En un mot, la compression continue des bénéfices des sociétés non financières (SNF) canadiennes devrait entraîner un ralentissement de la création d'emplois et, partant, une plus faible contribution des dépenses de consommation à la croissance.

Les données des comptes nationaux montrent que la croissance des bénéfices opérationnels a ralenti ou est devenue négative dans la plupart des secteurs. La hausse des salaires et les rémunérations élevées, conséquence d'un marché du travail étriqué, ainsi qu'une demande extérieure timide continueront de nuire à la rentabilité des SNF. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que les entreprises canadiennes embauchent et investissent plus lentement, contribuant ainsi au ralentissement prévu de la croissance.

Malheureusement, ce scénario se déroulera dans un contexte de forte hausse des coûts du service de la dette des ménages, qui reflète l'effet à retardement de hausses des taux d'intérêt antérieures. En pourcentage du PIB, les coûts du service de la dette des ménages dépassent maintenant les pics observés pendant la dernière campagne de resserrement monétaire il y a plus de dix ans. En bref, les ménages canadiens n'ont aucune marge pour accentuer le rythme de croissance de la consommation, en particulier dans un contexte de ralentissement de la création d'emplois et de taux d'épargne faibles.

Nous tablons sur une prévision du PIB réel moyen de 1,1 %, inférieure à celle qui fait consensus au cours des quatre prochains trimestres. Dans ce contexte, la BdC ne pourra pas rester inactive trop longtemps et finira par suivre l'exemple de la Fed en assouplissant sa politique monétaire par une baisse de son taux directeur.

États-Unis

Un ralentissement de la croissance en 2020

- En 2020, la croissance du PIB réel américain devrait encore décélérer pour s'établir à 1,5 % en moyenne sur l'horizon de prévision.
- Le revers pour la rentabilité sera trop fort pour éviter qu'il ne déborde sur les ménages américains.

L'économie américaine a fortement ralenti l'année dernière en raison de deux chocs négatifs dont ont pâti les sociétés non financières américaines, à savoir l'intensification des entraves au commerce international et une forte baisse de la rentabilité due à un faible pouvoir sur les prix, une augmentation rapide des coûts du travail, la vigueur du dollar américain et un ralentissement de la croissance de la productivité. Ces deux chocs expliquent en grande partie pourquoi la croissance du PIB réel des États-Unis a ralenti de plus de 3 % en 2018 à 2,1 % à la fin de 2019, mais aussi pourquoi il est très difficile d'imaginer une réaccélération de la croissance économique américaine en 2020.

*West Texas Intermediate

La réalité est que les sociétés non financières américaines sont aux prises avec une compression de leurs marges bénéficiaires depuis cinq ans. Jusqu'à ce jour, l'effet était gérable, car les marges bénéficiaires redescendaient de niveaux assez élevés. Pour amortir le choc, les sociétés non financières américaines ont pris deux mesures. D'abord, elles ont emprunté beaucoup aux banques et sur les marchés obligataires. De ce fait, le fardeau global de leur dette a considérablement augmenté et représente maintenant près de 150 % du PIB des sociétés non financières américaines, ce qui les rend particulièrement vulnérables à tout resserrement des conditions de crédit. Ensuite, elles ont sous-investi, ce qui a entraîné un net ralentissement des dépenses en immobilisations. La contribution à la croissance du PIB réel des dépenses d'investissement non résidentiel est passée de 0,9 % en 2018 à moins de 0,2 % en 2019.

À partir de là, toute nouvelle contraction des marges bénéficiaires sera plus difficile à gérer. Malheureusement, la baisse de rentabilité des sociétés non financières devrait encore s'intensifier en 2020 en raison de la croissance rapide des coûts unitaires de main-d'œuvre et de la baisse de l'inflation de l'IPP. Pour amortir ce choc, les sociétés non financières devront réduire encore leurs dépenses d'investissement tout en ralentissant le rythme de leurs embauches. Les dépenses d'investissement, qui donnent aujourd'hui un coup de pouce modeste à l'économie américaine, pourraient devenir un facteur de ralentissement en 2020. Les répercussions négatives sur les ménages devraient bientôt commencer à se faire sentir, avec un ralentissement de la croissance de l'emploi et un soutien moins marqué des dépenses de consommation à la croissance du PIB.

Devant la détérioration des perspectives de croissance, la Réserve fédérale n'a pas tardé à revenir à une attitude plus accommodante dans la deuxième partie de l'année 2019. La Fed ne semble pas pressée d'assouplir davantage sa politique pour le moment. Cependant, nous pensons qu'une plus grande détente monétaire sera nécessaire sur l'horizon de prévision sous la forme de nouvelles baisses des taux d'intérêt, d'expansion accrue de son bilan et d'une nouvelle facilité de prise en pension.

En conclusion, il semble que la contraction de la rentabilité sera probablement trop forte pour empêcher un effet négatif sur les ménages américains. De ce fait, la croissance du PIB réel des États-Unis devrait continuer de ralentir pour être de 1,5 % en moyenne sur l'horizon de prévision.

Europe

Une guerre commerciale entre les États-Unis et l'Union européenne en 2020?

- L'expansion économique de la zone euro devrait continuer de décevoir, avec une croissance du PIB réel moyenne de 0,8 % en 2020.

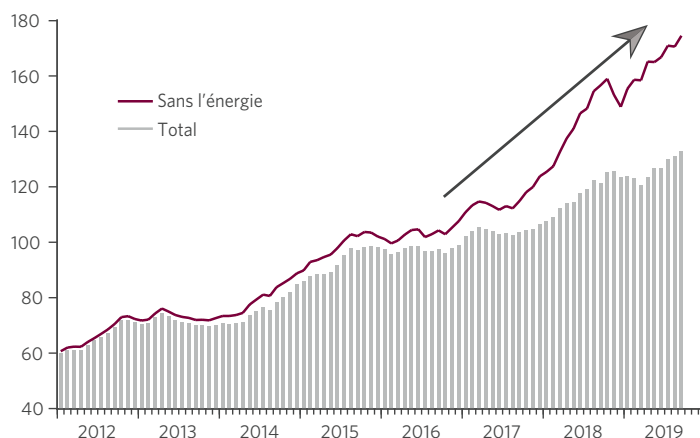
- Les tensions commerciales entre les États-Unis et l'Union européenne s'intensifient et les autorités de la zone euro travaillent sur une nouvelle stratégie commerciale pour combattre le feu par le feu.

Il y a un an, la plupart des prévisionnistes étaient assez enthousiastes pour les perspectives de croissance de l'économie de la zone euro. Cependant, 2019 a été une grande déception, avec une décélération considérable de la croissance du PIB réel. Pour 2020, ils conviennent par consensus que la croissance économique de la zone euro se stabilisera autour de 1 % grâce au renforcement de la demande étrangère. Nous ne partageons pas cet avis. Selon nous, la croissance continuera probablement de décevoir, forçant les autorités à s'orienter vers une nouvelle politique inspirée par la théorie monétaire moderne.

La seule bonne nouvelle pour la zone euro en 2019, c'est que l'effet ralentisseur provenant de la diminution de la demande chinoise a été largement contrebalancé par la vigueur de la demande américaine. L'année dernière, les exportations de l'Union européenne vers les États-Unis ont ajouté 0,2 point de pourcentage à la croissance du PIB nominal, ce qui a largement compensé la baisse de la contribution à la croissance des exportations vers la Chine. L'excédent commercial hors énergie avec les États-Unis a donc atteint un record historique de 174 milliards €, soit +1,5 % du PIB.

Le seul point brillant

Balance commerciale de la zone euro avec les États-Unis (G EUR)



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

Les déséquilibres commerciaux entre les États-Unis et la zone euro atteignent maintenant des niveaux inédits – assez importants pour alerter l'administration américaine. Il ne s'agit pas seulement du déséquilibre entre les deux superpuissances. Depuis 2015, la BCE fait tout pour que l'euro reste sous-évalué et pour stimuler l'expansion économique de l'Europe nourrie par les exportations en baissant fortement les taux d'intérêt et en faisant croître massivement son bilan. Grâce aux efforts ainsi déployés, l'euro est largement sous-évalué par rapport au dollar américain (sous-

évaluation de 11,6 %). Bref, l'administration américaine ne manque pas d'arguments pour justifier l'adoption de nouvelles mesures de rétorsion contre la zone euro en 2020, comme elle l'a fait avec la Chine en 2019.

Les autorités de la zone euro sont pleinement conscientes du risque. Elles savent aussi que la BCE a atteint les limites de sa politique monétaire. Par conséquent, pour éviter de perdre des parts de marché (c.-à-d. que le commerce extérieur se transforme en boulet), une nouvelle arme économique est créée - la possibilité de répondre à des hausses de droits de douane américains par des hausses de droits de l'UE équivalentes. Pendant ce temps, la BCE modifie son régime de politique monétaire en ciblant des taux directeurs de zéro et des courbes de taux plus pentues pour soulager la pression sur le secteur financier. Si elle réussit, cela permettra aux pays membres de la zone euro d'assouplir leurs politiques monétaires.

En résumé, tout renforcement de la demande d'Asie sera probablement compensé par une croissance plus faible des exportations vers les États-Unis. C'est pourquoi la croissance de la zone euro continuera probablement de décevoir, avec une augmentation moyenne du PIB de 0,8 % en 2020.

Chine

Le ralentissement de la Chine n'est pas seulement dû à la guerre commerciale

- La désescalade dans le conflit commercial ainsi que la conclusion de la première phase d'un accord commercial soulageront quelque peu la croissance chinoise à partir du T2 2020. Nous relevons donc notre prévision de croissance du PIB, que nous estimons à 5,6 % en moyenne en 2020.
- La Chine continuera de soutenir la croissance, principalement par la politique budgétaire, mais n'assouplira que très peu sa politique monétaire au premier semestre de l'année.
- L'inflation des prix à la consommation devrait culminer au T1 2020, près de 5 %, avant de redescendre sous 3 % au deuxième semestre de l'année.

En 2019, l'économie chinoise a enregistré sa plus faible croissance en plus de trois décennies. Le ralentissement résulte de plusieurs facteurs, notamment des restrictions constantes de la croissance du crédit dans le système financier non traditionnel, une forte décélération de l'activité des usines et un choc significatif de la demande extérieure. À l'aube de la nouvelle année, nous devrions constater une stabilisation de la croissance, mais nous ne nous attendons pas à une forte reprise de celle-ci. Notre pronostic d'une stabilisation de la croissance est soutenu par la récente désescalade de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, après la conclusion de la première phase d'un accord commercial.

De ce fait, les échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine devraient rebondir en 2020, après une année de fortes baisses dans ces activités entre les deux pays. De plus, la levée de certains droits de douane soulagera les consommateurs et suscitera l'optimisme des agents économiques. Cela dit, tous les obstacles à la demande extérieure ne disparaîtront pas. La faiblesse constante anticipée de la zone euro est un choc négatif qui contrebalance en partie l'issue positive de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine.

La consommation chinoise représente une part importante des perspectives de la demande intérieure. Les indicateurs d'inclination aux dépenses des consommateurs, notamment dans le commerce de détail et particulièrement les achats de voitures, sont décevants. Cela pourrait en partie s'expliquer par une baisse des dépenses discrétionnaires après une forte hausse des prix des aliments, qui ont augmenté de 19 % sur douze mois (a/a). De plus, les perspectives à long terme des dépenses des ménages s'assombrissent en raison de la hausse de l'endettement. Les emprunts des ménages sont très élevés ces dernières années, le crédit croissant à vive allure, à plus de 10 %. Cependant, comme le ratio de la dette des ménages au revenu disponible a atteint 100 %, il est de moins en moins probable que les consommateurs puissent continuer d'emprunter au même rythme que ces dernières années.

Les autorités continueront de soutenir la croissance grâce à des mesures de stimulation, et principalement des dépenses budgétaires. Contrairement à 2019, des baisses d'impôts sont peu probables cette année, car les recettes fiscales décevantes laissent peu de marge de manœuvre de ce côté-là. Au lieu de cela, les mesures de stimulation prendront principalement la forme d'une augmentation des émissions d'obligations spéciales des collectivités locales. La politique monétaire devrait jouer un rôle limité sous la forme de nouvelles mesures de détente pour l'activité économique. Les autorités souhaitent en effet forcer le secteur bancaire parallèle à se désendetter davantage et limiter les éventuelles répercussions de la forte hausse de l'inflation de cette année. Nous nous attendons à voir la Banque populaire de Chine (BPdC) continuer à injecter activement des liquidités en réduisant les taux de réserves obligatoires en 2020. Sur une note positive, les tensions inflationnistes devraient s'apaiser, la croissance de l'IPC descendant en dessous de 3 % (a/a) d'ici le T4 2020, comparativement à 4,5 % (a/a) actuellement. La banque centrale disposerait ainsi de plus de flexibilité pour être plus proactive si cela était nécessaire plus tard cette année.

Autres scénarios

Reflation mondiale (probabilité de 20 %)

Après une forte dose de stimulation monétaire, la montée des tensions inflationnistes est suffisamment forte pour convaincre les banquiers centraux de « lever le pied de l'accélérateur », ce qui implique une reprise du resserrement de la politique monétaire 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 pourrait 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.

Même si les taux obligataires ont remonté ces derniers mois, les taux mondiaux restent très bas et ne concordent pas avec un redressement plus fort que prévu du cycle économique. Avec l'augmentation des tensions inflationnistes, cela serait fatal pour le marché obligataire. Les implications pour le marché boursier sont moins directes. L'augmentation des taux d'intérêt nuirait aux valorisations, mais l'amélioration des perspectives de croissance soutiendrait le marché. Les actions des marchés émergents ont plus à gagner dans ce contexte, n'ayant pas à surmonter le handicap de leurs valorisations.

Récession mondiale (probabilité de 30 %)

Nous estimons que c'est en Asie et/ou en Europe que le risque de récession a le plus de chances de se matérialiser. 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 y a d'importants risques que les mesures de stimulation par la politique adoptées ne suffisent pas pour éviter un ralentissement économique plus prononcé avec des effets de débordement 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.

Dans ce scénario, les actifs cycliques et à risque subiront une importante correction. Le marché boursier s'est bien comporté l'année dernière, porté par la conviction que l'abaissement des taux d'intérêt était une justification raisonnable de l'augmentation des valorisations et par la prévision que la croissance des bénéfices demeurerait résiliente. Ces hypothèses seraient sérieusement remises en question en cas de récession mondiale. Étant donné qu'une grande partie du marché obligataire mondial affiche déjà des rendements négatifs, seuls quelques pays auraient la latitude de faire baisser leurs taux obligataires et les valeurs refuges telles que l'or bondiraient.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Reflation mondiale (probabilité de 20 %)	Obligations internationales Obligations canadiennes Obligations du Trésor américain	Actions des marchés émergents d'Asie Actions des secteurs cycliques Matières premières
Récession mondiale (probabilité de 30 %)	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 ⁴	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ⁵	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	1,7 % ⁶	1,6 % ⁶	1,1 %	2,2 %	1,9 %	1,6 %	-25 pb
États-Unis	2,1 %	1,8 %	1,5 %	2,1 %	2,1 %	2,0 %	-50 pb
Zone euro	1,2 %	1,0 %	0,8 %	1,0 %	1,3 %	1,0 %	-
Chine	6,0 %	5,9 %	5,6 %	4,5 %	3,1 %	3,6 %	-
Japon	1,7 %	0,3 %	0,3 %	0,5 %	0,8 %	0,3 %	-
Monde	3,1 %	3,1 %	2,8 %	3,1 %	3,0 %	3,1 %	-

⁴Croissance du PIB reel (a/a %)

⁵année/année (%)

⁶Implicite (converti d'une base T/T)

Données du décembre 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.

Des forces économiques majeures à action lente façonneront l'économie mondiale et influenceront sur les marchés des capitaux à long terme. L'évolution démographique constituera un obstacle persistant pour la croissance économique, mais la croissance de la productivité ne devrait pas s'améliorer suffisamment pour la contrebalancer et les tentatives des banques centrales de relever les taux d'intérêt auront des effets négatifs sur la croissance économique. Par rapport aux économies avancées, les effets de ces tendances adverses seront moins perceptibles dans les économies émergentes, où la croissance économique est à la hausse et l'endettement, à la baisse.

Le point à retenir de ce rapport est que les catégories d'actifs des économies émergentes sont les plus intéressantes à long terme, en raison de leurs taux d'intérêt plus élevés (obligations) et de leur croissance des bénéficiers (actions) supérieure, de leurs valorisations plus intéressantes et des meilleures perspectives d'évolution de leurs devises à long terme. Les deux derniers facteurs rendent les actions américaines peu intéressantes d'un point de vue canadien – la valorisation est étirée comparativement aux caractéristiques fondamentales à long terme et nous nous attendons à ce que le dollar américain se déprécie à long terme.

En ce qui concerne le risque, les économies de MÉ sont devenues structurellement plus résilientes face à des conditions économiques défavorables. Cela reflète de moins grandes vulnérabilités du compte courant et un rôle de plus en plus grand de la consommation comme moteur de la croissance — une source de croissance plus stable. L'inflation structurelle et les taux d'intérêt faibles des économies développées feront également que les pressions à la baisse sur les catégories d'actifs des MÉ seront relativement limitées. De ce fait, les actifs des MÉ en général semblent être devenus moins risqués que dans les cycles antérieurs.

Pour en savoir plus, demandez l'étude « Rendements des marchés des capitaux à long terme 2020 ».

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. 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.