

RENDEMENTS ATTENDUS DES MARCHÉS DES CAPITAUX À LONG TERME 2023

Par Éric Morin, Luc de la Durantaye, Vincent Lépine, Francis Thivierge et Erik Franco

Mars 2023

Chaque année, Gestion d'actifs CIBC élabore des prévisions à long terme des marchés des capitaux pour un certain nombre de catégories d'actif afin de guider les investisseurs dans leur répartition stratégique de l'actif. L'équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises prépare les projections à partir des données fournies par nos équipes Actions et Titres à revenu fixe. Notre équipe compte des économistes, des analystes quantitatifs, des stratèges des placements et des gestionnaires de portefeuille.

Principaux points à retenir pour les 10 prochaines années

- **Croissance** : La croissance potentielle du PIB ralentira, sous l'influence de la tendance démographique. La croissance stable de la productivité ne contrebalancera pas la tendance.
- **Inflation** : Des forces défavorables du côté de l'offre devraient faire en sorte que l'inflation demeurera légèrement supérieure à long terme aux cibles des banques centrales. Il s'agit d'un contraste frappant avec la période de faible inflation qui a suivi la grande crise financière et qui a précédé la pandémie de COVID-19.
- **Politique monétaire** : La politique monétaire sera plus difficile à mettre en œuvre dans un contexte d'inflation persistante, ce qui devrait dicter des taux directeurs terminaux supérieurs.
- **Liquidités** : Elles offrent maintenant une solution de rechange raisonnable aux actifs risqués. C'est important, car la prime de risque sur les actifs risqués est exprimée par rapport au rendement des actifs sans risque (c.-à-d. les liquidités). Toutefois, cet attrait est amplifié par les conditions cycliques actuelles : de manière générale, les taux directeurs sont supérieurs à leur valeur terminale à long terme, ce qui stimule temporairement le rendement moyen des liquidités à long terme.
- **Titres à revenu fixe** : Le rendement des titres à revenu fixe mondiaux devrait s'établir à 2,7 % (contre 1,6 % l'an dernier). Les rendements obligataires ont augmenté et procureront donc un revenu plus intéressant. Toutefois, parallèlement à la hausse des rendements obligataires, l'inflation a également fait grimper la juste valeur. L'inversion de la courbe des rendements limitera le potentiel de rendement des titres à revenu fixe.
- **Actions des marchés développés** : Le rendement des actions mondiales devrait s'établir à 5,5 % en \$ CA (contre 4,0 % l'an dernier). Les ventes devraient augmenter conformément au PIB nominal pondéré en fonction des échanges, qui sera plus faible que par le passé. Les marges bénéficiaires ont été soutenues par la mondialisation et la technologie, mais elles sont historiquement élevées et ces vents porteurs vont s'essouffler. Les valorisations ont diminué par rapport aux niveaux surévalués, mais elles demeurent quelque peu élevées.
- **Marchés émergents** : Les pays émergents demeurent la région la plus attrayante, tant pour les actions que pour les titres à revenu fixe. Les marchés émergents affichent de meilleures perspectives de croissance en raison d'indicateurs démographiques plus favorables et d'une progression supérieure de la productivité. Cela dit, l'écart par rapport aux marchés développés se rétrécit à mesure que les économies des marchés émergents rattrapent celles des marchés développés. Les devises sous-évaluées contribueront également aux rendements des catégories d'actif des marchés émergents.
- **Placements non traditionnels** : Les investisseurs devraient envisager d'inclure des placements non traditionnels dans leur portefeuille afin d'améliorer leurs rendements potentiels, ce qui contribue à les protéger contre les risques d'inflation, et d'accroître la diversification. Les placements non traditionnels sur les marchés privés offrent un rendement potentiel supérieur à 6 %. Toutefois, les perspectives sont très hétérogènes et reflètent un risque idiosyncrasique précis et concentré.

Tableau 1 : Rendements attendus à long terme dans certaines devises (du plus élevé au plus faible)

Catégories d'actifs	\$ CA (%)	\$ US (%)	Vol. en \$ CA (%)
MSCI Marchés émergents Asie	10,9	12,0	14,2
Indice MSCI MÉ	10,6	11,7	13,3
MSCI MÉ Amérique latine	9,7	10,8	23,9
Obligations d'État MÉ JPM	8,3	9,3	7,8
MSCI Japon	8,1	9,2	12,3
MSCI MÉ Europe	8,0	9,1	39,9
Canada - S&P/TSX	6,8	7,8	12,5
Indice MSCI EAEO	6,6	7,7	11,9
Indice immobilier des marchés développés NAREIT	6,4	7,6	16,3
Titres de créance de sociétés fermées	6,3	7,4	10,4
Infrastructures privées	6,3	7,3	14,9
Infrastructures mondiales Brookfield	5,9	7,0	14,9
Immobilier de base privé	5,9	7,0	14,7
Indice MSCI Europe	5,8	6,9	13,2
Marchandises	5,7	6,8	29,4
MSCI Monde tous pays	5,5	6,6	11,3
Obligations de sociétés can.	5,2	6,3	5,3
Obligations amér. à rend. élevé	5,0	6,1	7,4
Obligations de sociétés amér.	4,2	5,3	8,4
É.-U. - S&P 500	4,1	5,2	12,2
Obligations universelles canadiennes	3,5	4,6	4,9
Obligations canadiennes à 2 ans	3,0	4,0	1,2
JPM Monde hors Canada	2,7	3,8	8,3
Obligations du gouvernement du Canada à 10 ans	2,7	3,8	6,6
Obligations du Trésor américain à 10 ans	2,3	3,4	11,1
Inflation locale moyenne	2,1	2,2	
Taux directeur terminal local	2,3	3,0	
Liquidité moyenne locale	3,7	3,9	

■ Placements non traditionnels ■ Revenu fixe MD ■ Actions des MD ■ Revenu fixe MÉ ■ Actions des MÉ

Source : Calculs de Gestion d'actifs CIBC (projections fondées sur les données disponibles au 31 janvier 2023).

Les principales forces qui façonneront l'économie mondiale

La main-d'œuvre et sa productivité sont les deux facteurs de croissance du PIB potentiel du point de vue de l'offre. Au cours des 10 prochaines années, la croissance ralentie de la population, voire sa décroissance, pèsera sur la croissance du PIB potentiel, et il est peu probable qu'une hausse de la productivité de la main-d'œuvre soit en mesure de contrebalancer entièrement cette incidence négative. Par conséquent, la croissance réelle du PIB potentiel continuera de diminuer à un rythme lent, mais régulier, en particulier dans les pays marqués par des facteurs démographiques plus défavorables et un vieillissement plus rapide.

La plupart des marchés émergents devraient continuer d'afficher une croissance de la productivité supérieure à celle des marchés développés, ce qui leur permettra généralement de conserver un écart de croissance positif par rapport aux marchés développés.

Du côté des prix, nous nous attendons à ce que plusieurs forces du côté de l'offre maintiennent l'inflation un peu au-dessus de la cible des banques centrales. Cette situation complique la conduite de la politique monétaire dans un contexte d'endettement élevé et de politique budgétaire accommodante.

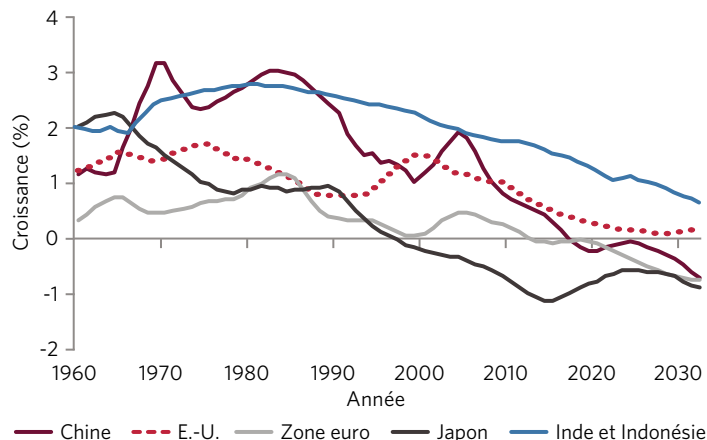
Première force affectant le PIB potentiel : difficultés démographiques croissantes, mais inégales

La décroissance de la main-d'œuvre a été un facteur de ralentissement de la croissance dans la plupart des pays au cours des dernières années, contrairement aux décennies précédentes où la main-d'œuvre a apporté un soutien relativement constant et raisonnable. Les prévisions à long terme font ressortir d'autres facteurs défavorables ou des tendances à la baisse dans ce domaine.

La **figure 1** présente des exemples de perspectives inégales parmi les économies les plus peuplées. La Chine et la zone euro font partie d'une longue liste d'économies qui connaîtront un déclin de leur population, à la façon du Japon. Pour la toute première fois, les deuxième, troisième et quatrième économies les plus importantes au monde verront la taille de leur main-d'œuvre reculer. D'autres pays manufacturiers, comme la Corée, Taïwan, la Thaïlande et les pays d'Europe de l'Est, connaîtront, eux aussi, une contraction.

Figure 1 - Données démographiques : un facteur négatif persistant, mais inégal

Croissance de la population d'âge actif, projections des Nations Unies



Sources : Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

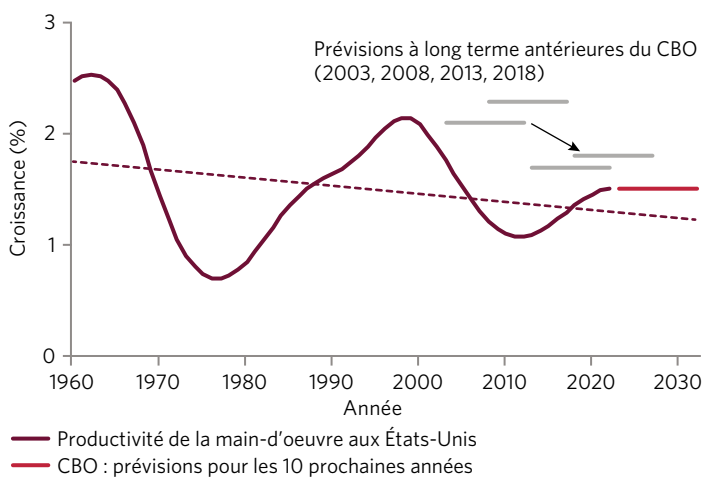
Cela dit, l'immigration devrait soutenir la croissance de la population dans l'Anglosphère, ce qui limitera le déclin de la croissance potentielle. Par exemple, le Congressional Budget Office (CBO) américain prévoit que l'immigration représentera près des deux tiers de la croissance de la population dans 10 ans aux États-Unis. Toutefois, l'opposition politique pourrait limiter la dépendance à l'égard de l'immigration.

Dans les pays peuplés et à faible revenu d'Asie (comme l'Inde, l'Indonésie et les Philippines) et d'Amérique latine, les perspectives démographiques relatives sont meilleures, et la croissance démographique devrait rester favorable, bien que plus modeste. De plus, les pays offrant de meilleures perspectives démographiques ont généralement une population plus jeune. Ils devraient donc continuer d'attirer les investissements directs étrangers du secteur manufacturier, surtout dans un contexte de pénurie de main-d'œuvre exacerbée dans les marchés développés et en Chine. Par exemple, l'âge médian en Inde est bas, à 28 ans, et largement inférieur à ceux de la Chine (38), du Japon (48) et des États-Unis (38); il est plutôt semblable à celui de la Chine en 2000.

Deuxième force affectant le PIB potentiel : aucun secours de la productivité de la main-d'œuvre

Depuis le début des années 2000, le CBO a la plupart du temps surestimé la croissance de la productivité de la main-d'œuvre à long terme (voir **figure 2**). Sa prévision actuelle de 1,5 % correspond à la moyenne à long terme.

Figure 2 - La productivité de la main-d'œuvre ne compensera vraisemblablement pas les facteurs démographiques



Sources : CBO, Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actif CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Il semble plus difficile pour la productivité de surprendre à la hausse et de reproduire l'élan transitoire qui s'est produit durant la seconde moitié des années 1990 et la première moitié des années 2000. Au cours de cette période, la généralisation de l'utilisation des ordinateurs et la montée de l'Internet ont fait grimper la production et reculer les frontières des marchés, ce qui a stimulé l'activité économique.

Jusqu'à la fin des années 1960, l'utilisation de plus en plus répandue des moteurs à combustion interne, ainsi que l'expansion des télécommunications et de l'électrification, le tout dans un contexte d'urbanisation soutenue, avaient eu des effets positifs semblables, mais plus importants du côté de l'offre de l'économie.

Pourtant, les progrès technologiques que nous avons observés depuis le début des années 2000 n'ont pas fait bouger les frontières de la production de la même façon, ce qui s'est traduit par une faible croissance de la productivité. Selon Gordon (2012)ⁱ, un éminent chercheur dans le domaine de la productivité, la nature de l'innovation depuis le début des années 2000 s'est « axée sur la réduction de la taille des appareils de divertissement et de communication, sur leur efficacité et sur leurs capacités, mais cela n'a pas fondamentalement modifié le travail, la productivité ou le niveau de vie ». Dans un article plus récent, Gordon (2018)ⁱⁱ a de nouveau conclu que l'innovation soutenue avait eu moins d'incidences sur l'augmentation de la croissance de la productivité qu'auparavant.

Une poussée de la productivité n'est pas notre scénario de base, et le CBO est du même avis. L'hypothèse de travail est que la croissance de la productivité reste proche de sa moyenne historique, à 1,5 %ⁱⁱⁱ. Nous surveillerons les effets de l'adoption croissante de la numérisation, des outils de

communication, de l'intelligence artificielle, du recours à la robotique dans les soins de santé, du suivi des indicateurs de santé et d'autres innovations qui pourraient conduire à une accélération transitoire de la croissance de la productivité. Néanmoins, même si une accélération de la productivité globale de la main-d'œuvre devait se produire, on ne sait pas quand elle surviendrait. De plus, le taux hypothétique de 1,5 % est supérieur à la tendance actuelle, ce qui laisse entrevoir des risques d'évolution à la baisse. Tout compte fait, les risques liés à cette hypothèse nous paraissent équilibrés.

La productivité américaine est une variable importante de nos projections. Par le passé, elle a été fortement corrélée à la composante commune qu'est la croissance de la productivité dans toutes les économies. Dans notre cadre, la croissance de la productivité dans tous les pays est influencée par cette composante commune et par des facteurs propres à chaque pays. L'un des facteurs qui influent sur les marchés émergents est le caractère « émergent » de leurs économies, qui se traduit par des taux de croissance du PIB et de la productivité plus élevés.

L'histoire montre que la croissance dans les pays émergents « émerge » lorsqu'ils disposent d'institutions suffisamment adéquates et qu'ils sont en mesure d'attirer des capitaux étrangers. Dans ces cas, plus le PIB par habitant est faible, plus la croissance de la productivité et du PIB devrait être forte à l'avenir, ce qui se traduirait par une augmentation plus rapide du PIB par habitant. Par le passé, cette force émergente a stimulé des économies comme Singapour, la Corée et Taïwan. Le processus est toujours en cours en Chine, alors que l'Inde et l'Indonésie ne sont qu'au tout début. La plupart des pays émergents profitent de ce facteur positif. La situation des marchés émergents est importante, car les faibles perspectives de croissance absolue que nous anticipons pour la plupart des marchés développés confirment l'attrait des marchés émergents, en particulier ceux d'Asie.

Hausse de l'inflation tendancielle sous l'effet des chocs de l'offre

Au cours des trois dernières décennies, l'inflation tendancielle mondiale a baissé sous l'effet de forces du côté de l'offre : l'intégration rapide de la Chine à l'économie mondiale et son vaste bassin de main-d'œuvre disponible et jeune, la baisse du ratio de dépendance à l'âge à l'échelle mondiale et l'augmentation de l'offre d'énergie fossile (au cours de la dernière décennie). Nous tablons sur une disparition de la contribution négative de ces forces à l'inflation, ce qui se traduira par une hausse de l'inflation tendancielle par rapport aux dix dernières années.

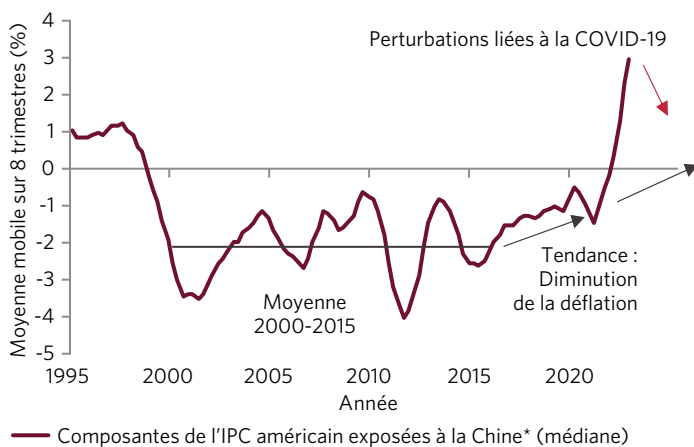
Premier choc : Fin de la déflation en provenance de la Chine

La montée en puissance de la Chine et son intégration à l'économie mondiale au cours des dernières décennies ont stimulé la capacité d'approvisionnement mondial d'une manière sans précédent. La Chine représente maintenant environ 30 % de la production manufacturière mondiale, contre moins de 5 % il y a 30 ans.

L'essor de la Chine a été un événement transitoire prolongé qui a entraîné une augmentation plus rapide de l'offre que de la demande mondiale et contribué du même coup à la déflation des biens manufacturés.

Cette situation se reflète dans l'IPC des États-Unis, où les composantes du panier exposées aux importations chinoises sont en déflation depuis le milieu des années 1990 (voir **figure 3**). Le recul de la déflation que nous observons depuis environ 2017 a coïncidé avec le début d'un déclin à long terme de la population en âge de travailler en Chine.

Figure 3 - Diminution de l'influence déflationniste de la Chine sur l'IPC américain



* Jouets, chaussures, accessoires ménagers, biens durables hors véhicules motorisés
Sources : Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

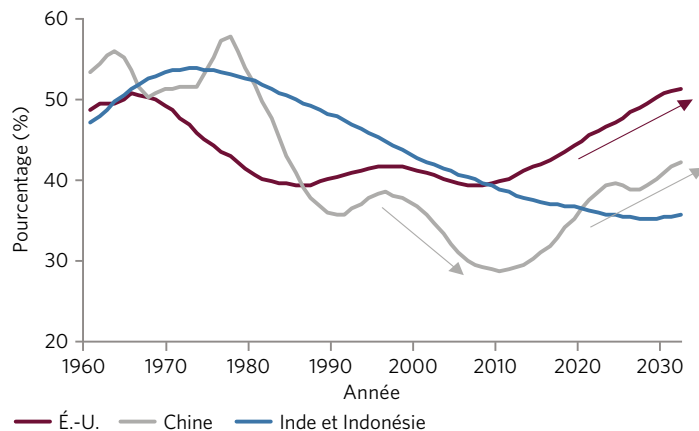
La population chinoise en âge de travailler devrait décroître d'environ 5 % au cours des dix prochaines années. De plus, l'âge médian devrait atteindre 45 ans d'ici 2035. Face à la raréfaction et au vieillissement de la main-d'œuvre, la déflation des biens manufacturés en provenance de la Chine devrait disparaître de plus en plus (comme tendance) et finir par se traduire par une inflation modérée. Cette évolution ferait augmenter l'inflation dans tous les pays d'environ 0,1 à 0,2 point de pourcentage en moyenne.

Les défis démographiques de la Chine représentent une bénédiction pour les pays peuplés à faible revenu. Toutefois, nous ne pensons pas qu'ils seront en mesure de générer une augmentation de la capacité manufacturière proportionnelle à ce que la Chine a fait. En Inde, par exemple, le système politique est beaucoup plus fragmenté, ce qui complique et ralentit la mise en œuvre de politiques industrielles à grande échelle. L'Indonésie, le quatrième pays le plus peuplé au monde, offre des perspectives intéressantes pour le secteur manufacturier, mais sa population ne représente qu'un cinquième environ de celle de la Chine.

Deuxième choc : Le vieillissement entraînera une hausse de l'inflation sur les services dans la plupart des pays

Le vieillissement a été un facteur déterminant des fluctuations de l'inflation tendancielle au fil du temps et entre les pays (Juselius et Takats, 2018)^{iv}. Le ratio de dépendance, qui mesure le nombre de personnes à charge par rapport à l'ensemble de la population en âge de travailler, a été un facteur clé de la hausse de l'inflation aux États-Unis dans les années 1970. Il en a découlé une baisse consécutive de l'inflation tendancielle. Les ratios de dépendance aux États-Unis, dans la plupart des marchés développés et en Chine devraient encore augmenter pour atteindre des niveaux inégalés depuis les années 1970 (voir **figure 4**).

Figure 4 - Ratio de dépendance plus élevé, inflation plus élevée
Ratios de dépendance, projections des Nations Unies (moins de 15 ans + plus de 65 ans)/population en âge de travailler



Sources : Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Nous notons que chaque groupe d'âge a une incidence différente sur l'inflation. Les augmentations des ratios de dépendance imputables à une population jeune ont eu un effet inflationniste largement supérieur aux augmentations de ces ratios liées au vieillissement de la population.

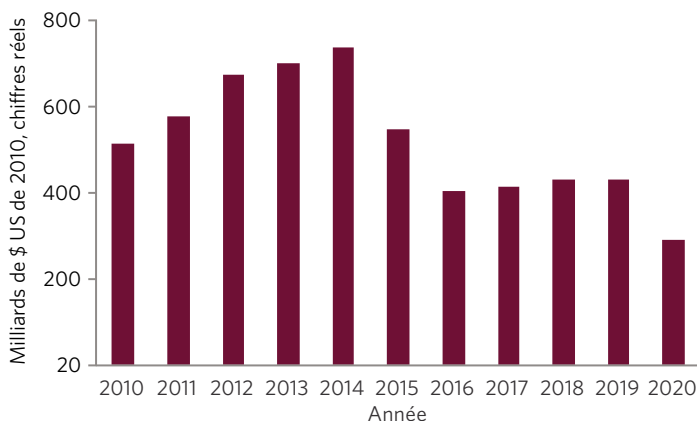
Sur la base des élasticités du document susmentionné (et en les appliquant à l'inflation sur les services uniquement), nous estimons que le vieillissement de la population est compatible avec une augmentation de l'inflation tendancielle de 0,1 à 0,2 point de pourcentage en moyenne dans la plupart des économies développées. Par ailleurs, les ratios de dépendance dans la plupart des marchés émergents ne devraient pas enregistrer de hausse sensible.

Troisième choc : La transition énergétique est inflationniste

L'une des caractéristiques de la décennie qui a suivi la crise financière mondiale a été une tendance à la baisse de l'inflation sur l'énergie dans la plupart des pays, laquelle reflète une montée en flèche de la capacité de production de pétrole de schiste aux États-Unis et de charbon en Chine. Aux États-Unis, par exemple, l'inflation sur l'énergie s'est établie en moyenne à -1,2 % entre 2012 et 2019. En l'absence de surchauffe de la demande ou de choc de l'offre, l'inflation historique sur l'énergie s'établit en moyenne à environ 3,0 %, ce qui correspond à notre hypothèse de travail pour les 10 prochaines années. Selon nous, les considérations environnementales entraîneront une hausse de l'inflation tendancielle dans le secteur de l'énergie (par rapport aux 10 dernières années). Ce changement de régime ferait augmenter l'inflation tendancielle de près de 0,1 point de pourcentage dans les marchés développés et de 0,2 point de pourcentage dans les marchés émergents, selon la représentativité de l'énergie dans les paniers de l'IPC.

La hausse des prix de l'énergie proviendrait de trois canaux. D'abord, le sous-investissement mondial dans le pétrole (voir **figure 5**) devrait se poursuivre dans un contexte de contraintes ESG, ce qui devrait alimenter des pressions à la hausse continues sur les prix du pétrole.

Figure 5 - Investissements mondiaux dans le pétrole et le gaz



Sources : AIE, Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Ensuite, les objectifs de réduction des émissions de CO₂ que se sont imposés les marchés émergents, en particulier la Chine, devraient accroître les pressions à la hausse sur les prix du charbon. Ils ont bondi en 2021, lorsque la Chine a tenté de rendre obligatoires les contraintes environnementales qu'elle s'était auto-imposée.

Enfin, la transition vers les énergies renouvelables sera de plus en plus coûteuse, les investissements annuels passant de moins de 0,5 % du PIB mondial à environ 2 % d'ici la fin de la décennie selon les estimations de l'Agence internationale de l'énergie (AIE). Comme la Chine est le plus grand producteur d'équipements liés aux énergies renouvelables, dont la fabrication requiert beaucoup d'énergie, une part importante de la transition sera assurée en brûlant davantage de charbon.

Pour atténuer les pressions à la hausse sur les prix du charbon, nous nous attendons malheureusement à ce que les gouvernements des marchés émergents assouplissent les objectifs environnementaux qu'ils se sont imposés jusqu'à ce que les énergies renouvelables deviennent une véritable solution de rechange sur le plan de la capacité. Cette situation augmente donc les risques d'inflation liés au réchauffement de la planète.

Risques de hausse de l'inflation

Le **réchauffement de la planète** devrait exercer des pressions à la hausse sur l'inflation par différents canaux. Il est impossible d'anticiper quand ces pressions se manifesteront et quelle sera leur ampleur. L'expérience de la Chine, qui a connu une sécheresse prolongée à l'été 2022, est une étude de cas intéressante. Le fleuve et les réservoirs du Yangtze se sont asséchés, ce qui a nui à la fois à l'approvisionnement en hydroélectricité et au transport maritime. La sécheresse a été sans précédent et a duré plus de 10 semaines. Les autorités ont été forcées d'imposer des coupures d'électricité par rotation et d'accroître la production de charbon.

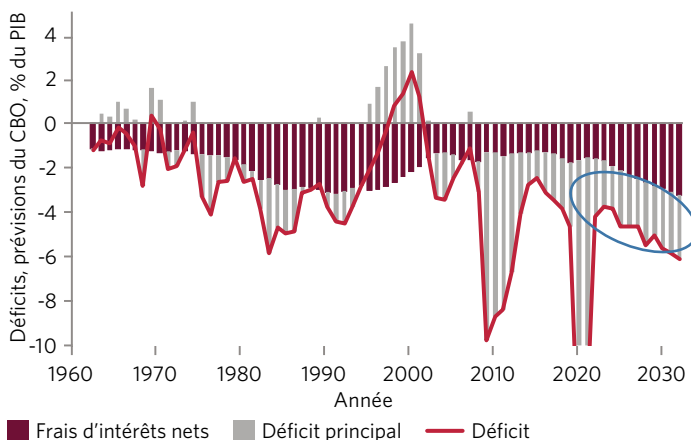
À long terme, le réchauffement climatique fragilise l'approvisionnement en denrées alimentaires. Les prévisions de réchauffement de la planète laissent entrevoir une baisse importante du rendement maximal des cultures de maïs, de blé et de riz dans plusieurs régions, notamment aux États-Unis, au Brésil, en Europe de l'Ouest, en Chine, en Afrique et en Australie⁶.

La dissuasion pour éviter la guerre : Les pays démocrates ont commencé à prendre plus au sérieux les aspirations hégémoniques de Vladimir Poutine et de Xi Jinping après l'invasion de l'Ukraine par la Russie; ils ont redécouvert la nécessité géopolitique de la dissuasion et du pouvoir de contrainte. Nous tablons sur une hausse des dépenses militaires en pourcentage du PIB au cours de la prochaine décennie. Le Japon a déjà annoncé qu'il doublera son budget de défense (qui passera de 1 % à 2 % du PIB). La Corée du Sud a aussi indiqué qu'elle a l'intention de devenir une puissance militaire dominante face à la Corée du Nord. Dans le cas des États-Unis, les experts estiment qu'il faudrait faire passer les dépenses militaires de 3 % à 5 % du PIB pour financer la politique de dissuasion^{vi}. Dans un contexte de croissance limitée du PIB potentiel, une augmentation importante et permanente des dépenses militaires entraînerait une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt, à moins qu'elle ne soit compensée par d'autres dépenses budgétaires ou par une hausse des impôts.

Manque de rigueur budgétaire : les déficits élevés persistants dans plusieurs pays sont une préoccupation budgétaire à long terme, en particulier aux États-Unis et en Chine. Une politique budgétaire expansionniste entraîne un risque de hausse de l'inflation.

Aux États-Unis, par exemple, le CBO prévoit que le vieillissement de la population et les paiements d'intérêts feront grimper les déficits à 7 % du PIB dans 10 ans (voir **figure 6**). Les perspectives ne sont pas meilleures en Chine, où l'augmentation des déficits budgétaires devrait demeurer proche de 10 % dans un avenir prévisible. La volonté d'assainissement budgétaire est faible. L'économie politique ne semble pas favorable, surtout dans un contexte de coût de la vie élevé et de pénurie de logements abordables.

Figure 6 - La politique budgétaire des États-Unis devrait rester conciliante



Sources : Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Nos perspectives macroéconomiques en bref

Nous effectuons des projections macroéconomiques fondées sur des règles pour plus de 30 économies afin de déterminer les variables nécessaires pour prévoir les rendements à long terme des marchés des capitaux. Selon notre méthode (voir l'**Annexe**), les rendements attendus sont cohérents d'une catégorie d'actif à l'autre et d'une région à l'autre. Nos projections concernent plusieurs variables, notamment la croissance du PIB potentiel, l'inflation et les taux directeurs cibles.

PIB potentiel : Les pays émergents, en particulier en Asie, conservent les perspectives les plus intéressantes à long terme (voir **tableau 2**). Aux rythmes prévus, l'Inde, l'Indonésie et la Chine doubleront presque la taille de leurs économies au cours des 10 à 15 prochaines années. Les perspectives sont plus ternes du côté de la plupart des marchés développés, soit moins de la moitié de la croissance chinoise. Parmi les marchés développés, les États-Unis, le Canada et l'Australie affichent des profils de croissance bien supérieurs à l'ensemble des régions, ce qui témoigne d'une amélioration de leurs perspectives démographiques (immigration) et d'une productivité de la main-d'œuvre supérieure. Les perspectives de croissance pour la zone euro et le Japon, actuellement les troisième et quatrième économies mondiales en importance, sont modestes. Notre approche aboutit donc à des perspectives pour le PIB semblables à celles du FMI^{vii}.

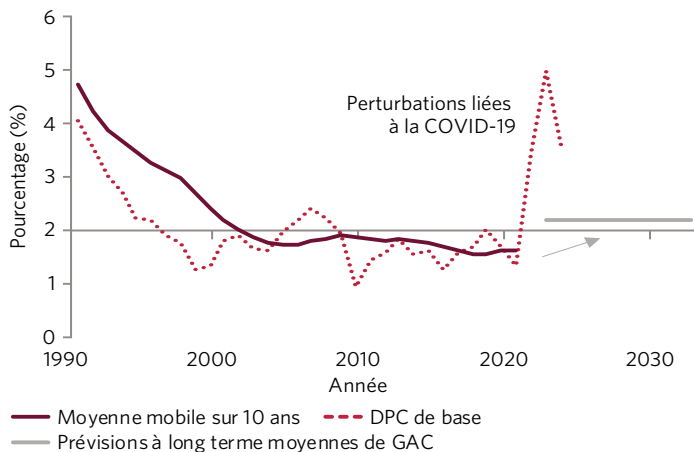
Tableau 2 : Sommaire des projections macroéconomiques (10 prochaines années)

Régions	Perspectives de crois. tend. du PIB réel (%) historique*	Perspectives de crois. tend. du PIB réel (%) FMI**	Perspectives de crois. tend. du PIB réel (%) GAC***	Inflation	Taux directeur cible dans dix ans (%)
É.-U.	1,8	2,1	2,1	2,2	3,0
Chine	6,0	4,8	4,7	2,6	2,0
Zone euro	1,0	1,0	1,0	2,0	2,1
Inde	6,3	6,2	6,3	4,4	4,7
Indonésie	5,0	4,8	4,9	3,2	5,0
Canada	1,9	1,7	1,9	2,1	2,3
MD	1,5	1,3	1,3	2,0	2,3
MÉ	4,6	4,3	4,1	3,7	3,9
MÉ Asie	5,5	4,8	4,8	3,0	3,0
Amér. latine	2,5	1,7	1,9	3,9	4,4
ECEMOA****	2,7	2,4	2,1	6,0	7,1

* Croissance tendancielle pour la période de 10 ans précédant la pandémie. ** Le FMI n'établit pas de prévisions à long terme. La dernière année de sa projection est en 2027, le point médian de la prochaine période de 10 ans. *** Nos projections tiennent compte du PIB potentiel et de l'incidence des politiques monétaires. **** ECEMOA = Est et centre de l'Europe, Moyen-Orient et Afrique. Sources : Bloomberg, Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actifs CIBC. (Projections fondées sur les données disponibles au 31 janvier 2023.)

Inflation et politique monétaire : Compte tenu des chocs du côté de l'offre décrits ci-dessus – vieillissement, Chine et transition énergétique – nous projetons une inflation moyenne qui se maintiendrait à quelques points de pourcentage au-dessus des objectifs des banques centrales au cours des 10 prochaines années. Par exemple, aux États-Unis, nos perspectives tablent sur un taux moyen de 2,2 % (voir **figure 7**). Il sera difficile de maîtriser l'inflation puisque les facteurs qui la portent se situent du côté de l'offre.

Figure 7 - L'inflation restera supérieure à la cible (É.-U.) %



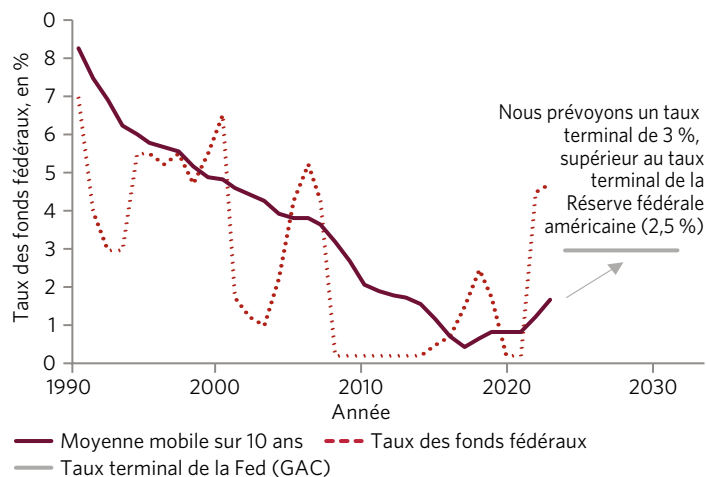
Sources : Bloomberg et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Par ailleurs, l'endettement élevé des États et des ménages limitera l'ampleur des hausses de taux que les banques centrales pourront, mais aussi voudront, mettre en œuvre. Compte tenu du poids important de la hausse des coûts du service de la dette, le taux directeur qui aurait une incidence neutre sur la croissance devrait demeurer bien en deçà du PIB potentiel nominal (l'orientation neutre classique). Aux États-Unis, notre taux cible corrigé de la dette est de 2,3 %. C'est presque la moitié du PIB potentiel nominal à long terme, mais près de la prévision à long terme de la Réserve fédérale américaine à 2,5 %. Il convient de noter que la correction de la dette par rapport à la cible neutre classique est généralement plus importante dans la plupart des marchés développés et en Chine, en raison de l'endettement supérieur présent dans le système. L'ajustement à la baisse de la dette est plus faible dans la plupart des marchés émergents. Leurs taux d'intérêt sont donc plus attractifs que ceux des pays développés et de la Chine, qui sont fortement endettés.

Toutefois, une inflation supérieure à la cible contraindra les banques centrales à viser des taux directeurs supérieurs à leurs taux neutres corrigés de la dette. Pour ce qui est des États-Unis et de la plupart des autres pays, nous prévoyons que la fonction réactive des banques centrales (la règle de Taylor) a une sensibilité de 1,5 par rapport à l'inflation excédentaire.

Par exemple, la réaction de la Réserve fédérale américaine à une inflation supérieure à la cible est un taux terminal de 3,0 % (voir **figure 8**). Ce taux est supérieur de 50 points de base (pb) au taux directeur à long terme actuel de la Réserve fédérale américaine.

Figure 8 - Hausse tendancielle du taux directeur terminal (É.-U.)



Sources : Bloomberg et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Il convient de noter que les attentes ancrées relatives à l'inflation devraient continuer de limiter les pressions à la hausse de celle-ci, tandis que la technologie devrait maintenir sa contribution négative à l'inflation. Autrement dit, la spirale inflationniste demeure un risque isolé.

Rendements attendus des marchés des capitaux à long terme

Titres à revenu fixe

Obligations d'État : Les perspectives s'améliorent mais demeurent moroses (voir tableau 3). Nos prévisions de rendement à long terme des obligations ont été peu réjouissantes au cours des trois dernières années. Nous avions prévu que le marché obligataire était surévalué et qu'un grand nombre d'obligations d'État affichaient des rendements négatifs ou proches de 0 %. Les rendements obligataires ont encore enregistré une augmentation sensible depuis notre dernière publication il y a un an. Toutefois, compte tenu de l'ajustement à la hausse que nous avons apporté aux taux directeurs cibles, en raison de la hausse de l'inflation, la juste valeur a augmenté en même temps. Par conséquent, les rendements obligataires se maintiennent près de leur juste valeur à long terme et les valorisations ne représentent désormais plus qu'un frein marginal, et encore. Les obligations d'État ne sont plus surévaluées, mais pas non plus sous-évaluées.

Tableau 3 : Répartition des rendements attendus des titres à revenu fixe

Catégorie d'actif	Revenu moyen	Valorisation	Rendement attendu (monnaie locale)	Effet de change	Rendement attendu (\$ CA)
Obligations du gouv. du Canada à 2 ans	2,7	0,3	3,0	-	3,0
Obligations du gouv. du Canada à 10 ans	2,6	0,0	2,7	-	2,7
Obligations de sociétés canadiennes	4,9	0,3	5,2	-	5,2
Univers canadien	3,4	0,2	3,5	-	3,5
Obligations du Trésor américain à 10 ans	3,3	0,0	3,4	-1,1	2,3
Obligations de sociétés américaines	5,5	-0,2	5,3	-1,1	4,2
Obligations américaines à rendement élevé	8,2	-2,1	6,1	-1,1	5,0
JPM Monde hors Canada	3,0	0,0	3,0	-0,3	2,7
JPM Marchés émergents	6,5	1,2	7,7	0,5	8,3

* Comprend taux de rendement décroissant.

Source : Calculs de Gestion d'actifs CIBC (projections fondées sur les données disponibles au 31 janvier 2023).

Si la disparition de l'obstacle que constituaient les valorisations élevées est une bonne nouvelle, les rendements obligataires demeurent tout de même relativement bas par rapport aux moyennes historiques. Non seulement ils limiteront la contribution des valorisations, mais aussi les revenus générés. Par ailleurs, les courbes des rendements sont inversées dans de nombreux pays développés. Dans le cas d'une courbe des taux positive – l'état normal du marché obligataire –, le rendement progresse puis descend au fil du temps. Cette situation contribue habituellement au taux de rendement. Toutefois, une pente négative de la courbe des rendements signifie que le rendement obtenu par l'évolution des taux le long de la courbe serait beaucoup moins important qu'auparavant.

Notre juste valeur à long terme des obligations d'État américaines à 10 ans est de 3,5 %, ce qui comprend une prime à l'échéance de 0,4 % pour compenser l'incertitude liée à l'inflation et une liquidité moins abondante. Notre juste valeur est inférieure au taux de 3,8 % prévu par le CBO dans 10 ans. L'attrait des obligations d'État américaines pour les investisseurs étrangers est toutefois considérablement réduit par l'incidence négative de la surévaluation du dollar américain. Pour les investisseurs canadiens, la dépréciation prévue du billet vert rapproche les rendements attendus des titres à revenu fixe américains du taux d'inflation.

Les rendements attendus ne sont guère meilleurs pour les obligations canadiennes et mondiales, en raison de la baisse des taux. Les perspectives semblent plus intéressantes pour les obligations à court terme, dont le taux à 2 ans est supérieur à notre juste valeur. Compte tenu des courbes des rendements inversées, la volatilité supérieure des obligations à long terme n'est pas compensée par un rendement attendu plus élevé.

L'attrait des obligations s'est légèrement accru dès lors qu'on les considère comme un placement autonome. Mais nous devons aussi tenir compte de leur comportement comme composante d'un portefeuille. Les taux étant revenus à leur juste valeur, nous pouvons désormais nous attendre à ce que les titres à revenu fixe retrouvent leur rôle défensif et jouent un rôle de diversification important par rapport aux catégories d'actif risquées cycliques.

Obligations de sociétés de première qualité et à rendement élevé : Rendements de 5 % (\$ CA). En raison des variations de change défavorables qui découlent de la surévaluation du dollar américain, les obligations de sociétés américaines offrent un rendement de 4,2 % aux investisseurs canadiens. Le rendement est de 5 % pour les obligations à rendement élevé. Moins risquées, les obligations de sociétés canadiennes constituent une meilleure solution, avec des perspectives de 5,2 %.

Du point de vue de la gestion du risque, les obligations de sociétés présentent une caractéristique intéressante. Dans un monde où la marge de manœuvre des politiques monétaires est limitée et le niveau d'endettement élevé, il est plausible que les banques centrales reprennent rapidement leurs achats d'obligations de sociétés au besoin (par exemple, en cas de resserrement rapide des conditions de crédit). Depuis 2016, pour limiter la détérioration des conditions financières, plusieurs banques centrales, dont la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque du Canada (BdC), sont intervenues à un moment donné sur les marchés des obligations de sociétés. Les interventions potentielles réduisent la probabilité que se matérialisent des risques extrêmes négatifs.

Obligations des marchés émergents : Au-dessus de 8 % (\$ CA).

Les obligations d'État des marchés émergents constituent la catégorie de titres à revenu fixe la plus intéressante de notre univers. Leur rendement supérieur reflète des taux de rendement élevés et un effet de valorisation positif (les taux de départ sont supérieurs à l'équilibre à long terme). De plus, les monnaies des pays émergents sont généralement davantage sous-évaluées que le dollar canadien, ce qui apporte une contribution sous forme d'appréciation relative des monnaies émergentes. Le rendement prévu est de 8,3 % (en \$ CA), soit près de trois fois celui des prévisions pour les obligations d'État des marchés développés.

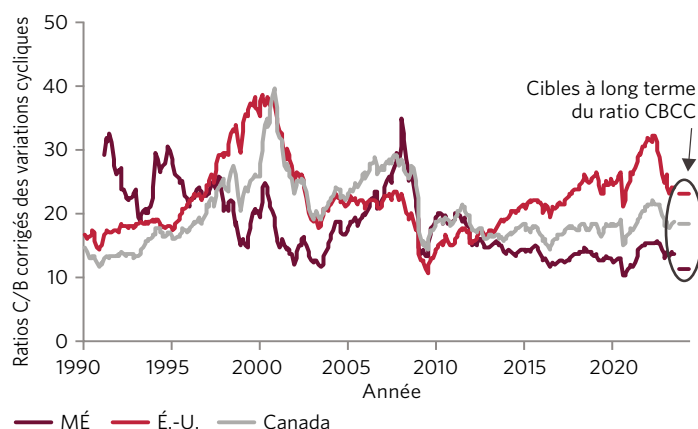
La hausse des taux de rendement réels dans les marchés émergents reflète une croissance économique tendancielle plus élevée et de moindres pressions à la baisse sur les taux directeurs neutres découlant de l'endettement (à l'exception notable de la Chine). Une augmentation à long terme de l'appétit pour cette catégorie d'actif devrait contribuer à réduire la volatilité. La demande devrait ainsi être moins sensible aux épisodes d'aversion pour le risque à l'échelle mondiale. L'inclusion continue des marchés chinois et indiens au cours des prochaines années élargira également les possibilités offertes aux gestionnaires et augmentera la liquidité au fil du temps, d'où un attrait supplémentaire pour cette catégorie d'actif qui s'imposera dans les portefeuilles.

Actions

Actions canadiennes : Leurs rendements de près de 7 % les rendent attrayantes (voir tableau 4). Dans toutes les régions, les perspectives des actions se sont améliorées par rapport à l'an dernier, en raison de valorisations moins élevées (voir **figure 9**). Les ratios cours-bénéfice corrigés des variations cycliques (CBCC) se rapprochent maintenant beaucoup plus de leurs justes valeurs à long terme, qui dépendent des taux d'intérêt terminaux et de la croissance potentielle.

Le Canada est le deuxième marché d'actions le plus performant des marchés développés. Cette situation témoigne d'une croissance attrayante des bénéfices et de l'absence d'incidence négative du taux de change sur les investisseurs canadiens.

Figure 9 – Réduction des obstacles aux valorisations, en particulier aux États-Unis



Sources : Refinitiv Datastream et calculs de Gestion d'actifs CIBC. Les cibles à long terme du ratio CBCC sont des projections fondées sur les données disponibles au 31 janvier 2023.

Tableau 4 : Répartition des rendements attendus des actions

Catégorie d'actif	Taux de dividende	Croissance des bénéfices	Valorisation	Rendements attendus (monnaie locale)	Effet de change	Rendement attendu (\$ CA)
Canada - S&P/TSX	3,0	4,0	-0,2	6,8	-	6,8
É.-U. - S&P 500	1,8	4,3	-0,8	5,2	-1,1	4,1
Indice MSCI EAEO	3,1	2,9	0,2	6,3	0,3	6,6
Indice MSCI Europe	3,2	3,0	-0,1	6,0	-0,2	5,8
MSCI Japon	2,3	1,8	1,8	5,9	2,1	8,1
MSCI Monde tous pays	2,3	4,2	-0,6	5,9	-0,4	5,5
Indice MSCI MÉ	3,1	6,6	-1,0	8,7	1,9	10,6
MSCI MÉ Asie	2,7	6,7	-1,1	8,4	2,6	10,9
MSCI MÉ Europe	3,4	6,9	-0,6	9,6	-1,6	8,0
MSCI MÉ Amérique latine	6,7	5,8	-0,9	11,6	-1,9	9,7

Source : Calculs de Gestion d'actifs CIBC (projections fondées sur les données disponibles au 31 janvier 2023).

Nous considérons que, tout compte fait, les risques liés à ces perspectives nous laissent avec un portrait favorable. Les banques canadiennes ont accumulé un capital record et disposent d'une marge de manœuvre suffisante pour augmenter leurs dividendes. Cela devrait se produire sur plusieurs années, mais il s'agit d'une excellente occasion de croissance des dividendes. De plus, les facteurs démographiques favorables issus de l'immigration devraient demeurer une force persistante, surtout dans un contexte de pénurie de logements. Le secteur de l'énergie présente également un potentiel démesuré de croissance des dividendes. Les sociétés à grande capitalisation, en particulier, génèrent des flux de trésorerie disponibles lucratifs en raison des prix actuels des marchandises. Elles continuent de faire preuve d'une grande rigueur en ce qui a trait à la croissance de la production.

Actions américaines : Toujours moins intéressantes, surtout pour les investisseurs non américains. Bien qu'elles offrent les meilleures perspectives de croissance du bénéfice par action (BPA) des marchés développés, les actions américaines affichent les perspectives les moins intéressantes de notre univers d'actions, en raison des obstacles de taille auxquels elles sont confrontées en matière de change et de valorisation. Malgré un ratio C/B moins élevé que l'an dernier, les valorisations demeurent un frein, ce qui réduit les rendements prévus de 0,8 point de pourcentage. De plus, pour un investisseur canadien, l'obstacle du change réduit les rendements de 1,1 point de pourcentage. Le rendement prévu est de 5,2 % en monnaie locale (contre 3,4 % l'an dernier) et de seulement 4,1 % en dollars canadiens.

Deux autres facteurs pèsent également sur les perspectives : la normalisation partielle des marges bénéficiaires et le ralentissement des rachats d'actions. Ces dernières années, les sociétés américaines ont profité de la hausse des marges bénéficiaires comme moteur de la croissance des bénéfices. Les marges devraient redescendre pour se normaliser progressivement. Même si elles devraient se maintenir à des niveaux élevés, c'est leur variation qui influe sur la croissance des bénéfices. Les rachats d'actions ont été adoptés dans le cadre des politiques de dividendes aux États-Unis. Il est donc peu probable qu'ils disparaissent. Toutefois, le niveau anormalement élevé des rachats d'actions au cours de la dernière décennie est en partie attribuable au bas niveau des taux d'intérêt. Les sociétés ont réussi à optimiser leurs bilans, mais cette tendance a une capacité limitée à se maintenir au fil du temps. Par conséquent, ces deux facteurs rendent les perspectives de croissance des bénéfices moins intéressantes que par le passé.

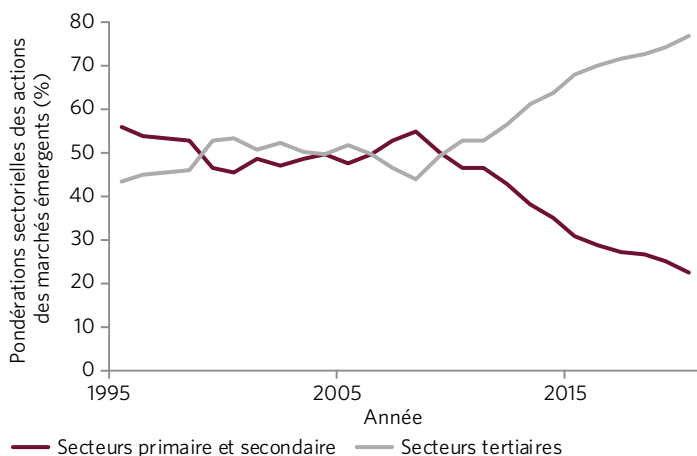
Les risques semblent équilibrés. Du côté positif, des facteurs géopolitiques pourraient inciter Washington à dépenser davantage dans le secteur militaire (un investissement permanent de 1 % du PIB est un montant substantiel) et apporter des investissements publics dans des secteurs stratégiques comme l'intelligence artificielle ou les semi-conducteurs afin de concurrencer efficacement la Chine dans ces secteurs qu'elle subventionne très largement.

Du côté négatif, des déficits élevés pourraient entraîner un assainissement budgétaire. D'ailleurs, le marché affiche de plus en plus de signes de prédominance des grandes sociétés ces dernières années. Il pourrait en découler une réglementation accrue des grandes sociétés technologiques et un environnement réglementaire moins favorable dans l'ensemble. Des risques négatifs touchent désormais des éléments qui étaient auparavant favorables au marché des actions américaines.

Les actions des pays émergents offrent les meilleures perspectives. Malgré les valorisations, nous prévoyons un rendement de 8,7 % en monnaie locale et de 10,6 % en \$ CA. La croissance supérieure des bénéfices est le principal facteur distinctif. Cette situation s'explique principalement par une hausse potentielle de la croissance des ventes, mais aussi par un léger recul de l'effet défavorable du retour à la moyenne des marges.

Parmi les marchés émergents, ceux d'Asie offrent les rendements les plus élevés, grâce à la croissance supérieure des bénéfices et à une incidence positive du taux de change. Cette situation est attribuable à la sous-évaluation actuelle et à la croissance supérieure de la productivité. Une autre source d'attrait pour les marchés émergents en général est la poussée de la consommation, comme en témoigne la composition des actions (voir **figure 10**). Elle laisse entrevoir une amélioration de la qualité des rendements attendus et une baisse de la volatilité. En effet, les secteurs tertiaires sont davantage liés à la demande finale des consommateurs et sont beaucoup moins cycliques que les secteurs des marchandises et de la fabrication. Cela dit, l'écart de rendement par rapport aux marchés développés se rétrécit à mesure que les économies des marchés émergents rattrapent celles des marchés développés et gagnent en maturité.

Figure 10 – Les actions des marchés émergents sont de plus en plus stimulées par la consommation



Sources : Bloomberg et calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Les risques semblent équilibrés. Du côté positif, l'essor de l'Inde et de l'Indonésie, ainsi que les facteurs favorables pour la Chine, pourraient avoir des retombées sur d'autres pays émergents. Une ouverture plus importante de la Chine aux investisseurs étrangers constitue un autre risque de hausse. La transition énergétique à l'échelle mondiale pourrait aussi être plus favorable que généralement prévu pour les marchés émergents en Asie (production à grande échelle d'équipements liés aux énergies renouvelables) et en Amérique latine (important fournisseur de minéraux essentiels comme le cuivre, le lithium et le nickel)^{viii}.

Du côté négatif, l'ascension de la Chine en tant que grande puissance économique a accentué les tensions politiques avec les États-Unis. Les deux économies sont profondément intégrées; il est donc peu probable qu'une rupture plus profonde de la relation se produise. Toutefois, un programme nationaliste d'un côté ou de l'autre pourrait entraîner des incertitudes géopolitiques et augmenter le coût des activités économiques. D'autres pays émergents sont également confrontés à une montée du populisme et du nationalisme, ce qui représente un risque pour leurs institutions. Enfin, une hausse surprise de l'inflation dans les secteurs de l'énergie et de l'alimentation pourrait engendrer des difficultés plus importantes dans les marchés émergents, compte tenu de leur pondération supérieure dans le panier de l'IPC. Ce risque est en partie atténué par le fait que plusieurs pays émergents sont des producteurs d'énergie, de denrées alimentaires et de minéraux essentiels à la transition énergétique.

Actions internationales (EAEO^{MD}) : Des perspectives semblables à celles des actions canadiennes. Selon nos prévisions, le rendement moyen des actions internationales devrait être de 6,6 % au cours des 10 prochaines années pour les investisseurs canadiens (6,3 % en monnaie locale). Les valorisations et les taux de change sont des facteurs positifs qui compensent la baisse de la croissance des bénéficiaires.

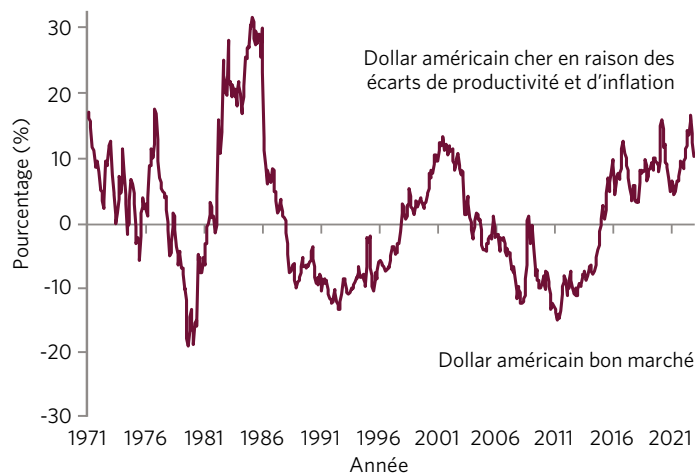
L'ensemble des risques est légèrement favorable. La région européenne abrite plusieurs importantes sociétés d'énergie verte et le Pacte vert pour l'Europe devrait attirer des investissements importants dans les énergies renouvelables dans l'Union européenne (environ 3 % du PIB pour la décennie en cours). Au Japon, les perspectives d'une alliance technologie-sécurité avec les États-Unis et une hausse des dépenses militaires pourraient être des facteurs très favorables pour le secteur des technologies.

Devises

Dollar américain : Surévalué. Le billet vert est cycliquement surévalué d'environ 11 % sur une base pondérée en fonction des échanges (voir **figure 11**), comme au début des années 2000 et avant l'Accord du Plaza de 1985. Ces deux épisodes ont été suivis d'une longue période de dépréciation du dollar américain. À l'avenir, les pressions à la baisse sur le dollar, qui le poussent vers sa juste valeur à long terme, devraient accroître l'attrait des actifs non-américains au détriment des actifs américains. Le reflet d'un dollar américain surévalué est la sous-évaluation significative des monnaies des marchés émergents par plus de 15 % dans la plupart des cas.

Figure 11 – Un dollar américain cher, un facteur négatif pour les actifs américains

Écart entre le dollar américain pondéré en fonction des échanges et sa juste valeur



Sources : Calculs de Gestion d'actifs CIBC selon les données disponibles au 31 janvier 2023.

Dollar canadien : Sous-évalué, mais moins que les monnaies de la plupart des pays. Le huard est actuellement sous-évalué de près de 12 % par rapport au dollar américain. Toutefois, environ 60 % des devises de notre univers de placement sont en fait moins chères que le dollar canadien, notamment la plupart des devises des marchés émergents asiatiques et le yen. Pour les investisseurs canadiens, le facteur de change réduit l'attrait des placements américains, mais améliore les perspectives en Asie.

Placements non traditionnels

Placements non traditionnels : Rendements intéressants et protection contre l'inflation. Les placements non traditionnels désignent divers types de placements, y compris ceux sur les marchés privés. Les titres de créance de sociétés fermées, les placements immobiliers privés et les infrastructures privées offrent tous un flux de revenu semblable à celui des obligations et une prime de risque d'illiquidité élevée. Les placements directs peuvent permettre de tirer parti de cette prime de risque d'illiquidité en presque totalité.

Les placements non traditionnels peuvent aussi contribuer à atténuer l'incidence de l'inflation sur les portefeuilles. Par exemple, dans le cas des placements privés non traditionnels, le pouvoir d'établissement des prix et la réinitialisation périodique des contrats pourraient permettre aux revenus de suivre le rythme de l'inflation.

Toutefois, les placements non traditionnels des marchés privés sont très peu liquides et hétérogènes. Leurs caractéristiques de placement spécifiques sont les principaux moteurs de leur rendement attendu. L'un des risques est que la prime de risque d'illiquidité diminue avec le temps (mais pas le risque d'illiquidité comme tel), à mesure qu'un plus grand nombre d'investisseurs institutionnels visent les mêmes occasions.

Pour les investisseurs canadiens, les placements non traditionnels sur les marchés privés offrent des perspectives de rendement de l'ordre de 6 % en moyenne (voir **tableau 5**). Comme pour les autres catégories d'actif, un effet de valorisation négatif du billet vert réduit les rendements attendus pour les investisseurs canadiens.

Tableau 5 : Rendements attendus des placements non traditionnels

Catégorie d'actif	Rendement attendu (ML)	Rendement attendu (\$ CA)
Titres de créance de sociétés fermées (Amérique du Nord)*	7,2	6,3
Immobilier privé de base (Amérique du Nord)*	6,7	5,9
Infrastructures privées (Amérique du Nord)*	7,1	6,3
Dow Jones Brookfield Global Infrastructure** (\$ US)	7,0	5,9
FTSE EPRA NAREIT Developed Markets (\$ US)	7,6	6,4
Marchandises	6,8	5,7

* L'incidence des taux de change suppose un investissement de 75 % aux États-Unis et de 25 % au Canada.

** Sociétés mondiales cotées en bourse dont les flux de trésorerie provenant des infrastructures sont supérieurs à 70 %.

Source : Calculs de Gestion d'actifs CIBC (projections fondées sur les données disponibles au 31 janvier 2023).

Les perspectives sont également intéressantes (bien que semblables) pour les actions exposées à des actifs non traditionnels, comme celles de l'indice des marchés développés NAREIT ou de l'indice Brookfield Global Infrastructure. Dans les deux cas, une prime de risque des actions remplace la prime d'illiquidité des placements privés.

Enfin, le pétrole et le cuivre présentent aussi des perspectives intéressantes à long terme. Ces perspectives reflètent le sous-investissement dans la capacité pétrolière en raison des facteurs ESG, la transition progressive vers les énergies renouvelables (le cuivre est un élément important) et une forte augmentation de la demande d'énergie dans les pays émergents. L'Inde est un exemple d'envolée de la demande d'énergie renouvelable et de cuivre à l'avenir. Au cours des prochaines années, le gouvernement s'attend à devoir augmenter de 40 % sa capacité de production d'électricité.^{ix} Les nouveaux panneaux solaires pourraient représenter plus de la moitié de la nouvelle offre. L'énergie éolienne et les centrales au charbon représenteraient le reste.

Annexe : Méthodologie de projection relative aux marchés des capitaux

Économie : nous établissons nos perspectives à l'aide d'un cadre uniforme entre les pays.

- **Main-d'œuvre :** Pour les perspectives de la population en âge de travailler, nous utilisons les prévisions des Nations Unies; au besoin, nous mettons en œuvre des hypothèses précises sur les variations prévues des taux de participation et de l'immigration.
- **Productivité de la main-d'œuvre :** Pour chaque économie, nous calibrons les perspectives de la productivité tendancielle de la main-d'œuvre en utilisant la productivité tendancielle passée corrigée de la variation attendue de la productivité américaine (une donnée tenant lieu d'indicateur de l'innovation mondiale, l'une des composantes communes). Pour ce qui est des marchés émergents, nous réduisons la croissance de la productivité proportionnellement à la hausse passée du PIB par habitant. Cela illustre les effets lents de la convergence des niveaux de vie sur la croissance économique. Nos perspectives tiennent également compte de l'incidence probable des réformes structurelles ou de la détérioration des institutions.
- **Inflation :** Les perspectives sont composées d'une tendance corrigée des variations cycliques, à laquelle nous intégrons les chocs pertinents du côté de l'offre. Le resserrement de la politique monétaire réduit aussi l'inflation.
- **Taux directeurs :** Une inflation supérieure à la cible contraindra les banques centrales à viser des taux terminaux supérieurs à leurs taux neutres corrigés de la dette. Dans la plupart des cas, nous prévoyons une réaction à l'inflation excédentaire par un facteur de 1,5. La règle de Taylor estime l'incidence du resserrement de la politique monétaire sur l'inflation.

Titres à revenu fixe : Les revenus de coupons, l'effet de valorisation découlant de la variation des taux d'intérêt et des écarts de taux vers les cibles à long terme, le taux de rendement décroissant et les défaillances prévues déduction faite des recouvrements sont autant de facteurs qui entrent en ligne de compte dans le calcul des rendements attendus.

Les taux d'intérêt cibles à long terme sont composés d'un taux directeur terminal, d'une prime à l'échéance et d'un écart de taux. Pour les obligations de première qualité et à rendement élevé, l'écart est une moyenne historique à long terme. Pour les obligations d'État des marchés émergents, l'écart est empiriquement fonction de l'endettement, de la compétitivité et des écarts de taux des swaps sur défaillance.

Actions : Les rendements attendus dépendent des rendements en dividendes, de la croissance des bénéficiaires et de la convergence des ratios cours/bénéfice (C/B) vers leurs cibles à long terme. Les ratios C/B à long terme sont estimés de façon économétrique en utilisant la croissance tendancielle (incidence positive) et les taux d'intérêt (incidence négative) comme variables indépendantes (conformément au cadre de Gordon). La croissance des bénéficiaires est alimentée par les perspectives du PIB nominal pondéré en fonction des échanges.

Taux de change : Les fluctuations à long terme des taux de change sont influencées par les écarts actuels par rapport aux estimations de la juste valeur fournies par notre modèle de change et par la variation prévue de la juste valeur. À long terme, la juste valeur subit les incidences de l'inflation (incidence négative) et de la productivité.

Placements non traditionnels : Pour les placements non traditionnels des marchés privés, nous estimons un écart historique entre les rendements passés et les indices de référence cotés en bourse. Notre projection est composée de cet écart et de nos prévisions relatives à l'indice de référence coté en bourse. Veuillez noter que nous réduisons l'écart pour tenir compte d'une prime de risque d'illiquidité réduite. Les prévisions relatives aux placements non traditionnels cotés en bourse sont effectuées selon notre cadre de gestion des actions. Pour les marchandises, nous utilisons un modèle d'offre et de demande mondial. Dans ce cadre, les prix du pétrole deviennent plus sensibles à la demande en raison d'une inélasticité accrue de l'offre. Dans le cas du cuivre, la demande devrait augmenter et son inélasticité s'accroître compte tenu de la transition mondiale vers les énergies renouvelables.



Éric Morin

Analyste principal, équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises.



Francis Thivierge

Gestionnaire de portefeuille principal, équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises.



Luc de la Durantaye

Stratège en chef des placements, chef des placements et directeur général, équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises.



Erik Franco

Analyste principal, équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises.



Vincent Lépine

Directeur en chef, Recherche sur l'économie et les marchés, équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises.

- i [Gordon, 2012. Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds.](#) NBER Working Paper 18315. Août.
- ii [Gordon, 2018. Why Has Economic Growth Slowed When Innovation Appears to Be Accelerating?](#) NBER Working Paper 24554. Avril.
- iii Ils sont un peu plus élevés qu'au cours de la dernière décennie, pendant laquelle les répercussions de la crise financière ont freiné la croissance économique tendancielle.
- iv [Juselius et Takáts, 2018. The Enduring Link Between Demography and Inflation.](#) BIS Working Papers, No 722. Mai.
- v [The Economist, 2022. Climate change will force farmers to reshuffle what is grown where.](#) Novembre.
- vi [Beckley et Brands, 2022. The Return of Pax Americana?](#) Foreign Affairs. Mars.
- vii Bien que le FMI ne dresse pas de projections à long terme, ses prévisions se terminent au milieu de notre prochaine période de dix ans, là où l'incidence des forces cycliques, si elles doivent se manifester, devrait être modeste.
- viii [Castillo et Purdy, 2022. The Future of Mining in Latin America.](#) The Leveraging Transparency to Reduce Corruption project. Brookings Institution, juillet.
- ix [Varadhan, 2022. India power demand growth rate seen nearly doubling in next five years.](#) Reuters. 8 septembre.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. et peuvent changer en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. n'assume aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions. Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables. Il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle de chacun et l'actualité doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affiliée à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. Ces énoncés comportent des risques connus et non connus, des incertitudes et d'autres facteurs pouvant faire en sorte que les résultats ou les rendements réels pourraient différer considérablement des résultats ou des rendements futurs prévus explicitement ou implicitement dans lesdits énoncés prospectifs.

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc.