

PERSPECTIVES

Regard trimestriel sur l'économie et les marchés

AUTOMNE | Octobre 2023





Même si nous continuons de prévoir une récession mondiale modérée, nous devenons plus optimistes à l'égard de certains marchés d'actifs.



Michael Sager, Ph.D.
*Chef adjoint, Multiclasse
d'actifs et gestion des devises*

Michael Sager est responsable de travailler avec des partenaires internes et externes pour mettre au point des solutions de placement destinées aux clients actuels et potentiels ainsi qu'aux conseillers externes.



Vincent Lépine
*Vice-président, Recherche sur
l'économie et les marchés, Multiclasse
d'actifs et gestion des devises*

Vincent s'est joint à la société précédant la constitution de Gestion d'actifs CIBC inc. en mars 2003. Il est membre de l'équipe de répartition de l'actif et de gestion des devises. Il est responsable de préparer pour le compte de la société les scénarios économiques trimestriels portant sur les marchés mondiaux.

Les temps changent

Dans [le numéro d'été de Perspectives](#), nous demandions si les investisseurs devraient considérer que la récession mondiale a été évitée ou retardée. Nous y avons noté que notre scénario de base prévoyait toujours un affaiblissement marqué des conditions économiques cycliques, ce qui correspond à une récession modérée. Toutefois, les choses n'ont pas été aussi douloureuses que prévu jusqu'à maintenant cette année.

Où en sommes-nous aujourd'hui? Dans ce numéro de *Perspectives*, l'équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises de Gestion d'actifs CIBC met à jour ses perspectives de croissance et d'inflation sur 12 mois en date du 30 septembre 2023. Aucun changement important n'a été apporté à notre analyse sur les tendances générales de l'économie mondiale. Une récession modérée reste probable, car la lutte contre l'inflation demeure une priorité dans les économies industrialisées. Les taux d'intérêt devraient rester élevés plus longtemps, car l'objectif des banques centrales consiste toujours à ralentir l'activité économique.

Nous examinons également les répercussions de nos perspectives économiques sur les placements. Même si nous continuons de prévoir une récession mondiale modérée, nous sommes à la recherche d'occasions sur les marchés d'actifs, en particulier dans les segments de grande qualité du marché des titres à revenu fixe. Dans l'ensemble des scénarios économiques plausibles, y compris notre scénario de base, les taux obligataires devraient atteindre leur sommet ou s'en approcher pour ce cycle. Cela nous permet de croire que les titres à revenu fixe de premier ordre peuvent procurer aux investisseurs un rendement positif supérieur aux taux d'intérêt des liquidités au cours des 12 prochains mois.

Nous avons saisi cette occasion dans notre répartition tactique de l'actif. Nous sommes également à l'affût des occasions en émergence sur le marché des actions canadiennes. Bien que le risque de récession menace d'entraîner une faible correction à la baisse à court terme, la valorisation de ce marché s'est sensiblement améliorée, ce qui laisse entrevoir un rendement supérieur à long terme.

Nous espérons que nos analyses vous aideront à composer avec la volatilité des marchés tout en restant concentrés sur vos objectifs de placement à long terme. À [Gestion d'actifs CIBC](#), nous nous engageons à fournir des analyses des marchés et des placements ainsi que des recherches de premier ordre. Si vous avez des questions ou si vous souhaitez discuter de nos analyses et de nos commentaires, veuillez communiquer en tout temps avec votre conseiller ou un représentant de la Banque CIBC.

Perspectives des catégories d'actif mondiales

Par Vincent Lépine, Francis Thivierge, Jean-Laurent Gagnon, Daniel Greenspan et Andrija Vesic

APERÇU MONDIAL : GRANDE VICTOIRE OU GRANDE ILLUSION EN MATIÈRE D'INFLATION?

Depuis plus d'un an, les banques centrales déploient leur lourd arsenal de mesures pour vaincre l'inflation. Des hausses de taux et une réduction des bilans ont été mises en place. Les attentes des marchés ont été revues à la hausse dernièrement, confirmant que la grande victoire tant attendue contre l'inflation est à portée de main. Si c'est bien le cas, les investisseurs pourraient respirer plus librement et les marchés financiers pourraient continuer de surmonter le mur d'inquiétudes. Alors, qu'est-ce que ce sera : une grande victoire avec un retour rapide de l'inflation à des taux conformes aux cibles de la politique monétaire des banques centrales ou une grande illusion semblable à celle du début des années 1970?

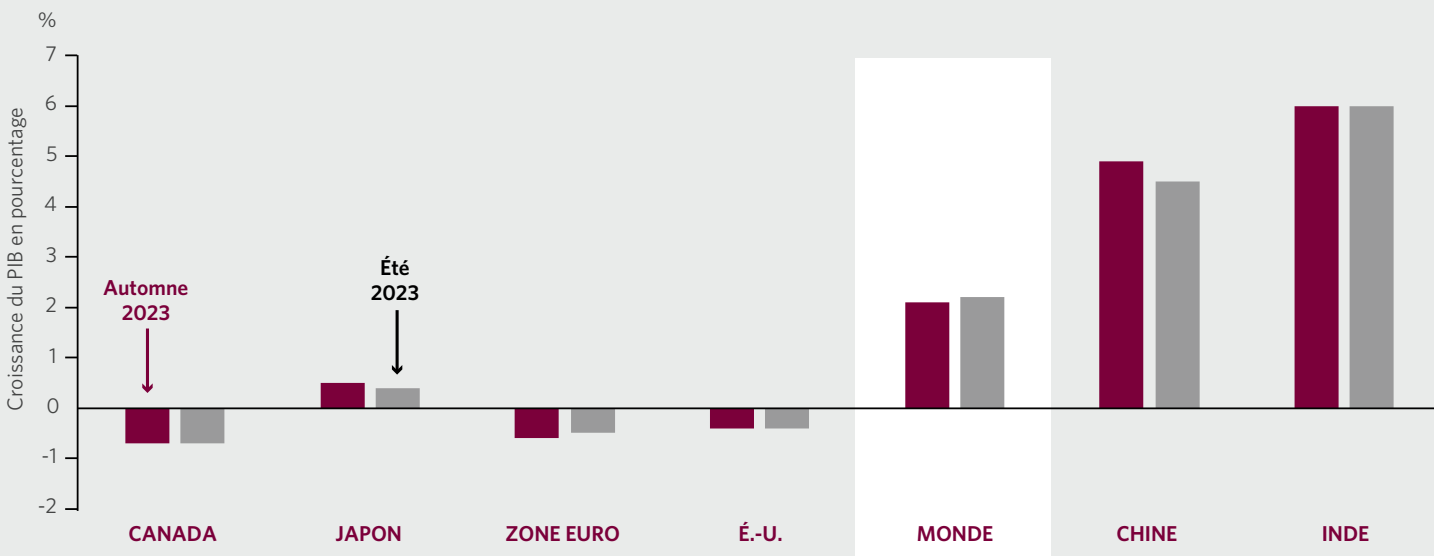
À l'heure actuelle, le marché semble d'avis que l'inflation ralentira rapidement pour revenir au taux cible de 2 % au cours des 12 prochains mois sans causer de dommages économiques importants. Cela laisse entrevoir un début d'assouplissement de la politique monétaire au second semestre de 2024. S'il est vrai que les données économiques, en particulier aux États-Unis, laissent entrevoir un atterrissage en douceur jusqu'à maintenant, il n'y a encore aucune certitude quant à savoir si le ralentissement graduel continu sera suffisant pour freiner l'inflation. En fait, d'un point de vue mondial, la plupart des données donnent à penser le contraire.

Nous croyons qu'il sera de plus en plus difficile pour les banques centrales de maintenir l'ancrage des prévisions d'inflation à long terme. Plus important encore, les conditions du marché de l'emploi demeurent serrées dans de nombreux pays où le taux de chômage est faible et le taux de postes vacants, élevé. Ce resserrement découle du choc démographique qui frappe l'économie mondiale.

Il peut être rassurant de savoir que les gouvernements s'attaquent à ce problème en encourageant l'augmentation de l'immigration. Toutefois, ces efforts se sont jusqu'à présent avérés inflationnistes puisqu'ils amplifient les pénuries de logements.

Dans ces conditions, les banques centrales devront probablement maintenir des taux plus élevés pendant plus longtemps que prévu pour éliminer complètement les déséquilibres inflationnistes. Malheureusement, nous croyons que cette situation s'accompagnera de plus amples dommages à l'activité économique. Même si nous reconnaissons qu'il a pris plus de temps que prévu avant de prendre forme, notre scénario de base prévoit toujours une récession mondiale modérée.

PROJECTIONS DE CROISSANCE MONDIALE : PRÉVISIONS DE GAC DE SEPTEMBRE ET DE JUIN



Sources : Refinitiv-Datastream, Robert Shiller et Gestion d'actifs CIBC inc. Selon les données disponibles au 29 septembre 2023.

Comme nous l'avons souligné dans le [numéro d'été de Perspectives](#), il est important de reconnaître que les banques centrales des pays développés en arrivent aux derniers stades de leur cycle de resserrement. À mesure que la pression sur les banques commerciales s'intensifie, le risque d'une politique monétaire excessive augmente considérablement. À ce stade du cycle de resserrement, les taux sur les prêts bancaires ont tendance à augmenter plus rapidement que les taux directeurs. Cela signifie que tous les agents économiques, y compris les ménages, les sociétés non financières et les gouvernements, devront consacrer beaucoup plus d'argent aux paiements d'intérêts. La hausse des coûts du service de la dette laisse moins d'argent pour les dépenses discrétionnaires. Depuis le numéro du printemps de *Perspectives*, nous avons l'impression que les autorités monétaires pourraient parfois être forcées de s'éloigner temporairement des objectifs de réduction de l'inflation pour soutenir les banques en difficulté, puis de revenir à cette lutte une fois la situation maîtrisée. C'est ce qu'a fait la Réserve fédérale américaine (Fed) au premier semestre de 2023. La volatilité du secteur financier a alors été de courte durée et peu douloureuse. Néanmoins, il est peu probable que les conditions de marché relativement calmes observées depuis persistent. Le risque d'autres épisodes d'instabilité financière demeure élevé.

PERSPECTIVES DE LA STRATÉGIE D'ACTIFS MULTIPLES : DES RAISONS D'ÊTRE OPTIMISTE, SI LES INVESTISSEURS RESTENT PATIENTS ET ADOPTENT UNE VISION À LONG TERME

Les termes « récession » et « atterrissage en douceur » n'ont pas la même signification pour tout le monde. De nombreux observateurs associent les récessions à des perspectives économiques sombres. Certes, les deux récessions des 20 dernières années, soit la récession causée par la COVID-19 en 2020 et la grande crise financière de 2008, ont été particulièrement difficiles. En revanche, le terme « atterrissage en douceur » évoque souvent l'image d'une jeune fille aux boucles dorées et de trois ours sympathiques. Notre prévision d'une récession modérée se situe quelque part entre ces deux extrêmes : pas trop mauvaise, mais pas si bonne non plus. Nous attribuons une probabilité de 55 % à cette éventualité. Les marchés boursiers risquent donc de subir une autre correction à court terme, mais ils devraient se maintenir dans une fourchette étroite au cours des 12 prochains mois. De plus, les taux obligataires devraient s'approcher de leur sommet du cycle actuel, ce qui laisse entrevoir de meilleurs rendements pour les titres à revenu fixe.

La définition technique d'une récession est une croissance négative du PIB réel pendant au moins deux trimestres consécutifs. Cette définition laisse une grande marge de manœuvre, selon l'ampleur de la contraction du PIB et la durée pendant laquelle il reste négatif. Les récessions les plus profondes et les plus persistantes ont généralement été déclenchées par une forme de crise financière. Nous attribuons actuellement une probabilité de 10 % à un scénario alternatif selon lequel l'instabilité financière découlant d'un resserrement excessif des politiques monétaires entraîne une récession plus longue et plus prononcée, quoique moins grave qu'en

2008. Les conséquences pour les marchés boursiers (correction plus prononcée) et les obligations (baisse plus forte des taux) sont proportionnellement plus importantes que dans notre scénario principal.

Nous ne croyons pas qu'un scénario idéal d'atterrissage en douceur soit probable. Il supposerait un retour rapide de l'inflation aux taux correspondant aux cibles des banques centrales, ce qui permettrait de réduire rapidement et substantiellement les taux directeurs. Notre scénario d'atterrissage en douceur, auquel nous attribuons une probabilité de 35 %, est moins favorable. La croissance demeure relativement solide, malgré l'ampleur du resserrement des conditions financières au cours des dernières années. Toutefois, l'inflation reste obstinément élevée pendant une période prolongée, les banques centrales s'efforçant de freiner l'inflation persistante sur le marché du travail. Dans ce scénario, le cycle de resserrement est probablement terminé, mais les réductions de taux ne sont pas prévues de sitôt; les banques centrales font preuve de prudence, craignant qu'un assouplissement précoce de la politique monétaire ne ravive les pressions inflationnistes. À elle seule, l'amélioration des bénéfices des sociétés, stimulée par la résilience de la croissance et la fin du resserrement de la politique monétaire, devrait soutenir les marchés boursiers. Cependant, comme les taux d'intérêt sur le marché monétaire demeureraient élevés, les actions auraient probablement de la difficulté à progresser de façon marquée. Selon ce scénario, les rendements obligataires diminueraient probablement, mais l'ampleur de la baisse serait relativement limitée.

Tout n'est pas sombre. Malgré le resserrement de la politique monétaire et des marchés du travail, l'inflation élevée alimentée par les coûts et la faiblesse des primes de risque associées aux catégories d'actif, certains déséquilibres économiques et dans les marchés ont commencé à se normaliser. Les raisons de faire preuve d'optimisme se manifestent lentement, si les investisseurs restent patients et adoptent une vision à long terme. Le cycle de resserrement de la plupart des banques centrales est terminé ou tire à sa fin. Dans certains pays émergents, des mesures d'assouplissement ont été adoptées, ce qui devrait profiter aux marchés boursiers à l'extérieur de la Chine. Le marché obligataire s'est considérablement redressé. La trajectoire qui a mené des rendements pratiquement nuls aux niveaux actuels a été marquée par l'un des pires marchés obligataires baissiers de l'histoire. Toutefois, l'orientation à long terme des taux de rendement est à la baisse dans tous nos scénarios économiques. Les occasions de placement dans les titres à revenu fixe sont devenues plus intéressantes.

PERSPECTIVES MULTI-ACTIFS

Catégorie d'actif	Données actuelles 29 septembre 2023	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Taux des bons du Trésor à 3 mois du Canada	5,00 %	4,50 %	5,50 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	4,87 %	4,25 %	5,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	4,02 %	3,25 %	4,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	4,57 %	3,50 %	4,75 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	2,84 %	1,75 %	3,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,76 %	0,50 %	1,40 %
Taux de rendement réel des obligations d'État à 10 ans du Canada	2,27 %	1,30 %	2,50 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,43 %	1,35 %	1,90 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	3,97 %	3,75 %	4,25 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	362	250	500
Indice S&P/TSX	19 541	17 000	21 500
Indice S&P 500	4 288	3 600	4 700
Indice Euro Stoxx 50	4 175	3 500	4 600
Indice Topix - Japon	2 323	2 000	2 550
Indice MSCI Marchés émergents	58 515	50 000	65 000
USD/CAD	1,3577	1,333	1,408
EUR/USD	1,0573	1,00	1,120
USD/JPY	149,37	130,00	155,00
USD/CNH	7,29	6,80	7,45
Or	1,849	1 800	2 100
Prix du pétrole West Texas Intermediate (WTI)	90,79	60,00	92,00

Sources : Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. Données au 29 septembre 2023. Sauf indication contraire, tous les prix sont en monnaie locale.

MARCHÉS BOURSIERS MONDIAUX : COURS PRÉVUS SITUÉS DANS UNE LARGE FOURCHETTE

La solide performance de multiples marchés boursiers au premier semestre de cette année a incité de nombreux stratèges à revoir à la hausse leurs perspectives pour les 12 prochains mois. La hausse soutenue des taux obligataires au troisième trimestre, malgré la résilience de l'activité économique aux États-Unis, a atténué cet optimisme, et le rendement positif obtenu au début de 2023 a commencé à s'effriter plus récemment.

Au 29 septembre 2023, l'indice composé S&P/TSX avait progressé de seulement 3,4 % depuis le début de l'année. Il a généralement fait du surplace et été volatil au cours des deux dernières années. Les indices plus exposés au secteur des technologies de l'information se sont mieux comportés; le Nasdaq a inscrit un rendement de 34,4 % au cours des trois premiers trimestres de 2023 et l'indice S&P 500, de 13,1 %, ce qui souligne la concentration du rendement de cette année. Néanmoins, même ces indices plus axés sur les technologies ont récemment cédé une partie de leurs rendements du début de l'année, en raison de la hausse des taux obligataires.

Nous nous sommes montrés moins optimistes à l'égard des perspectives à court terme des marchés boursiers. Cette position reflète notre prévision d'une récession mondiale modérée et de valorisations toujours peu attrayantes, notamment par rapport aux liquidités et surtout sur une base corrigée du risque. Au cours des derniers mois, la croissance

en Europe et en Chine a été un peu plus faible que prévu. L'économie américaine a fait preuve de plus de résilience, même si les indicateurs avancés laissent toujours entrevoir un affaiblissement sous-jacent. La récession est encore retardée, mais n'est toujours pas évitée.

Nous nous attendons à ce que les indices boursiers américains continuent d'évoluer dans une large fourchette de négociation au cours des 12 prochains mois et à ce qu'ils présentent un risque de baisse supplémentaire si l'économie succombe à une récession modérée. Le profil risque-rendement attendu des actions américaines restera probablement plus défavorable que celui des liquidités ou des titres à revenu fixe. Il est important de noter que notre analyse ne changerait pas beaucoup si l'économie américaine continuait d'éviter une récession modérée et parvenait plutôt à un atterrissage en douceur. Dans ce cas, l'inflation resterait probablement supérieure au taux cible de 2 % de la Fed et pourrait même augmenter de nouveau. Le taux directeur resterait plus élevé encore plus longtemps que prévu. De plus, la prime de risque des actions - définie comme étant le ratio bénéfice/cours, calculé comme l'inverse du ratio cours/bénéfice, moins les liquidités - demeurerait peu attrayante.

Le rendement des indices boursiers européens a été étonnamment solide au second semestre de 2022, mais la région connaît désormais une situation économique plus difficile. En outre, les perspectives économiques défavorables et les tensions géopolitiques persistantes avec les États-Unis rendent le marché boursier chinois peu attrayant dans un avenir prévisible.

D'autres régions du marché boursier mondial semblent plus intéressantes sur le plan relatif. La valorisation du Canada est plus favorable que celle des États-Unis, notamment en raison de sa correction plus prononcée des derniers mois. Toutefois, le Canada est aussi un marché cyclique qui dépend de l'économie américaine. Cette situation atténuée l'optimisme à court terme, mais laisse entrevoir un rendement supérieur à long terme.

Plusieurs marchés émergents à l'extérieur de la Chine semblent déjà relativement intéressants. Ils sont jugés relativement bon marché par rapport aux indicateurs de valorisation à long terme et ont soit de meilleures perspectives de croissance à court terme (certains marchés en Asie), soit des banques centrales qui ont adopté, ou qui adopteront bientôt, des mesures d'assouplissement monétaire important (Amérique latine).

Étant donné les différences cycliques croissantes entre les économies du monde entier, les occasions de positionnement tactique en actions à valeur ajoutée devraient se multiplier au cours des prochains mois.

MARCHÉS MONDIAUX DES TITRES À REVENU FIXE : AMÉLIORATION DES PERSPECTIVES DE RENDEMENT

Même si le rendement du marché obligataire mondial a été négatif au troisième trimestre, nous pensons que les taux obligataires de la plupart des pays devraient s'approcher de leur sommet pour ce cycle, selon tous nos scénarios économiques. Cela nous permet de croire que les obligations pourraient procurer aux investisseurs des rendements positifs dans les 12 prochains mois.

Selon notre scénario de base, qui prévoit une récession mondiale modérée au cours des 12 prochains mois, le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans devrait reculer légèrement par rapport à son niveau actuel (4,57 % au 29 septembre 2023) pour s'établir à environ 4,00 % au cours de cette période. De plus, nous sommes d'avis que l'offre d'obligations du Trésor restera élevée en raison des déficits budgétaires élevés persistants dans une période où certains des plus importants acheteurs, dont les banques centrales et commerciales et les fonds d'État, réduisent leurs achats. Nous estimons également que l'inflation continuera de ralentir au cours des 12 prochains mois, mais demeurera bien au-dessus des cibles des banques centrales.

Dans notre scénario alternatif principal, l'activité économique mondiale, en particulier aux États-Unis, demeurera relativement solide malgré de nombreux obstacles. Dans ce contexte d'atterrissage en douceur, caractérisé également par une inflation obstinément élevée, le taux des obligations du Trésor à 10 ans devrait rester près de son niveau actuel au cours des 12 prochains mois, car la Fed maintient son taux directeur plus élevé encore plus longtemps que ce que les marchés tiennent en compte actuellement et l'inflation risque d'augmenter de nouveau.

Par souci d'exhaustivité, il existe un faible risque d'un revirement plus grave des perspectives économiques. Dans ce cas, la récente hausse des taux obligataires, conjuguée aux conditions financières relativement serrées dans l'ensemble, pourrait entraîner un ralentissement plus brutal et plus prononcé que prévu de l'activité économique. Ce ralentissement s'accompagnerait probablement d'un risque accru d'instabilité financière, semblable aux problèmes du secteur bancaire aux États-Unis au début de 2023.

L'inflation étant également susceptible de diminuer plus rapidement que prévu, ce scénario pourrait déclencher un assouplissement de la politique monétaire plus tôt que ce que prévoient les marchés et une baisse considérable des taux des obligations du Trésor américain. Dans ce cas, le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans devrait reculer pour s'établir à environ 3,50 %. Les problèmes d'offre mentionnés ci-dessus empêcheraient probablement les taux de baisser davantage.

Nous prévoyons que le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans se maintiendra dans une fourchette de 3,50 % à 4,75 % au cours des 12 prochains mois, avec un équilibre d'environ 4,00 %. En décomposant le rendement nominal, notre fourchette prévue suppose que le taux neutre par rapport à l'inflation et le taux réel resteront supérieurs à 2,00 % et à 1,50 % respectivement, en fonction de probabilités pondérées.

Obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale

Notre stratégie reste la même qu'au trimestre précédent. Les investisseurs devraient rester prudents et sélectifs. Les périodes de récession mondiale, même modérées, donnent souvent lieu au retrait temporaire des capitaux investis dans des obligations des marchés émergents. Par conséquent, nous conservons une orientation tactique défensive à l'égard des [obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale](#). En ce qui concerne les titres de créance des marchés émergents libellés en dollars américains, les valorisations sont peu attrayantes. Notre pondération est faible, car nous attendons de meilleurs points d'entrée.

DEVICES

Dollar américain : Vigueur à court terme et faiblesse à long terme

L'indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges a progressé au troisième trimestre pour revenir au sommet de la fourchette établie depuis le début de l'année. Au cours des prochains trimestres, le dollar américain (\$ US) devrait continuer de profiter du soutien d'écart de taux d'intérêt à court terme relativement intéressants, ce qui concorde avec la trajectoire de la politique monétaire de la Fed axée sur « des taux plus élevés pendant plus longtemps », qui reflète elle-même une activité économique résiliente et une inflation obstinément élevée.

La hausse des taux obligataires a aussi été favorable pour le dollar américain. Outre la résilience de la croissance et de l'inflation, les taux obligataires ont augmenté en raison de l'augmentation des émissions d'obligations visant à financer l'important déficit budgétaire lié à la réduction du bilan de la Fed et à la réduction des placements en titres du Trésor des principaux acheteurs étrangers, dont des banques centrales et commerciales et des fonds d'État. Le Trésor américain prévoit emprunter 2 000 milliards de dollars américains d'ici la fin de l'année. Le risque d'éviction des autres emprunteurs et de resserrement de la liquidité sur les marchés financiers n'est pas négligeable. Cela laisse également entrevoir une hausse de la volatilité des taux de change, qui est actuellement faible.

Dollar canadien : Fourchette étroite

Le dollar canadien (\$ CA) a rebondi au troisième trimestre, en raison de la hausse des prix du pétrole et du durcissement de ton de la BdC. Il a clôturé le mois de septembre à 0,7365 \$ par rapport au dollar américain. Comme aux États-Unis, le durcissement des politiques de la BdC reflète une inflation élevée et un contexte économique plus résilient que prévu. Nous croyons que la BdC aura de la difficulté à

atteindre son taux cible d'inflation de 2 % en temps opportun, compte tenu de la faiblesse actuelle de la productivité et de la vigueur de l'immigration, qui maintiennent l'inflation de base à un niveau élevé.

Le pétrole représente un risque double pour le dollar canadien. Si nos prévisions d'une récession mondiale modérée se concrétisent plus rapidement que prévu, les prix du pétrole devraient reculer par rapport aux niveaux actuels. Dans ce cas, le dollar canadien perdra un soutien essentiel. Compte tenu de tous les facteurs, nous nous attendons à ce que le dollar canadien se négocie entre 0,71 \$ et 0,75 \$ par rapport au dollar américain au cours des 12 prochains mois.

Euro : Sensible à un nouveau déclin

L'euro (EUR) a perdu du terrain au troisième trimestre, en raison de la vigueur du dollar américain et du ralentissement de l'économie intérieure. Il a clôturé la période à 1,0573 \$ au 29 septembre 2023.

Les données d'enquête de la zone euro font ressortir le risque d'une contraction plus prononcée de l'activité économique au cours des prochains mois, ce qui concorde avec le resserrement des normes de prêt des banques et la faible croissance des conditions de crédit.

Par conséquent, en septembre, la BCE a décrété ce qui sera probablement sa dernière hausse de taux d'intérêt dans le cycle de resserrement actuel. Son relèvement à saveur expansionniste contraste avec la position ferme de la Fed annoncée au cours de la même semaine. Cela signifie probablement que la politique monétaire ne soutiendra pas l'euro, contrairement au début de 2023. Par conséquent, nous nous attendons à ce que l'euro se négocie entre 1,00 et 1,12 par rapport au dollar américain au cours des 12 prochains mois.

Yen japonais : De plus en plus bon marché

Le yen japonais (JPY) a clôturé le troisième trimestre à 149,37 ¥ par rapport au dollar américain. Selon nos estimations, il s'agit de la devise la moins chère des pays du G10. Toutefois, le yen demeure une devise de financement intéressante en raison de la faiblesse des taux d'intérêt au pays. Cela dit, la nécessité d'un retour à la normale de la politique monétaire de la Banque du Japon (BdJ) se fait de plus en plus pressante en raison de l'accentuation et de l'enracinement accru de l'inflation au Japon.

Le rajustement annoncé par la BdJ en juillet à l'égard de sa politique de contrôle de la courbe des taux n'a été qu'un changement technique. Néanmoins, comme l'inflation des prix à la consommation devrait demeurer bien au-dessus du taux cible de 2 % de la BdJ, nous pensons que cette politique sera bientôt abandonnée. Nous croyons également que la politique de taux d'intérêt négatifs de la BdJ pourrait être remplacée au cours des 12 prochains mois par un taux directeur légèrement positif. Cela représenterait une importante réorientation de la politique monétaire et serait probablement très positif pour le yen.

Compte tenu de nos prévisions en matière de politique monétaire, nous nous attendons à un découplage continu des taux des obligations d'État japonaises au cours des 12 prochains mois, ce qui laisse croire que les écarts de taux d'intérêt entre le Japon et le G10 se resserreront probablement. Le taux de change USD/JPY devrait s'apprécier au cours des 12 prochains mois et se situer entre 130 ¥ et 155 ¥.

MARCHANDISES : LES FACTEURS GÉOPOLITIQUES ONT PERTURBÉ LES MARCHÉS

Pétrole

Le prix du pétrole brut s'est maintenu dans une fourchette plutôt étroite de 70 \$ US à 80 \$ US le baril pendant une bonne partie de l'année. Il a connu de brèves périodes de fluctuation au-dessus et au-dessous de cette fourchette au début de l'année, les investisseurs ayant évalué l'offre calculée avec rigueur par rapport aux perspectives plus incertaines au chapitre de la demande. Récemment, le prix du pétrole a dépassé cette fourchette en raison de la baisse des stocks, de la prolongation des réductions de production par l'OPEP+ (Russie et Arabie saoudite) jusqu'à la fin de l'année et de l'éclatement de la guerre au Moyen-Orient. Le pétrole brut se négocie actuellement à 90,79 \$ le baril au 29 septembre 2023.

Nos perspectives à l'égard du pétrole sont incertaines, car les craintes d'un élargissement du conflit au Moyen-Orient sont difficiles à prévoir et pourraient avoir une incidence importante sur les prix. Nous nous attendons à ce que l'offre de pétrole continue d'être gérée de façon rigoureuse, compte tenu de la croissance limitée des producteurs nord-américains et de la volonté des principaux membres de l'OPEP+ de continuer à maintenir des barils hors du marché. Du côté de la demande, les données restent également bonnes grâce à une demande chinoise toujours forte, laquelle est quelque peu neutralisée par les craintes de récession des investisseurs dans d'autres grands marchés finaux comme l'Europe et les États-Unis.

Tant que la guerre au Moyen-Orient ne sera pas résolue, le prix du pétrole continuera probablement d'être élevé, car il intègre une certaine prime de risque. Comme nous prévoyons une récession économique modérée, le prix du pétrole pourrait diminuer considérablement par rapport aux niveaux actuels.

Or

Le prix de l'or a fléchi au cours de l'été jusqu'au début de l'automne, le dollar américain s'étant apprécié en août et en septembre en raison des attentes d'une certaine fermeté de la Fed en ce qui concerne son taux directeur. Au cours des dernières années, le prix de l'or a connu une corrélation inverse étroite avec le dollar américain. L'or se négocie actuellement à 1 849 \$ US l'once troy au 29 septembre 2023.

La guerre au Moyen-Orient nous rappelle que l'or continue de jouer un rôle de couverture contre les risques géopolitiques. Elle a changé la donne pour l'or, car les investisseurs ont fait grimper le prix du métal en tant que valeur refuge en période d'incertitude géopolitique.

Comme pour le pétrole, nos prévisions pour l'or sont difficiles. Les craintes d'un élargissement du conflit au Moyen-Orient pourraient soutenir davantage l'or. Si la guerre est résolue prochainement, nous nous attendons à ce qu'une partie de la prime de risque actuellement intégrée au prix de l'or disparaisse. Selon nous, l'or devrait se négocier entre 1 800 \$ et 2 100 \$ l'once troy au cours des 12 prochains mois.

Perspectives économiques mondiales et régionales

Par Vincent Lépine, Éric Morin et Andrija Vesic

ÉTATS-UNIS : MISSION D'ATERRISSAGE EN DOUCEUR ACCOMPLIE?

Au début du deuxième semestre, de nombreux intervenants du marché se sont ralliés à l'idée d'un atterrissage en douceur, devenant beaucoup plus optimistes à l'égard des perspectives économiques américaines. Cela n'est pas surprenant, car l'économie américaine a fait preuve d'une résilience étonnante, laquelle tire son origine d'une combinaison inhabituelle de facteurs qui ont soutenu l'activité économique.

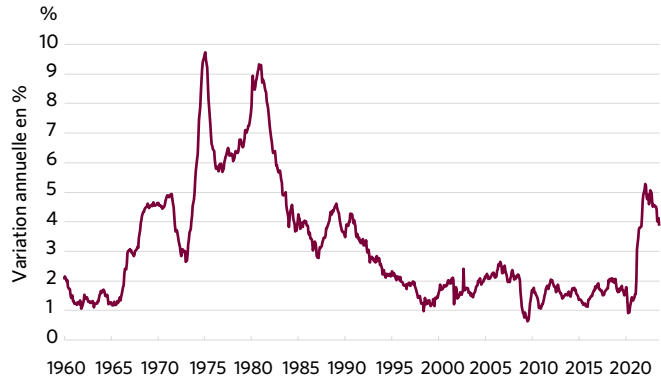
L'un de ces facteurs est l'épuisement de l'épargne excédentaire accumulée par les ménages américains durant la pandémie de COVID-19, qui a servi à soutenir les dépenses de consommation. Cette épargne a atténué les répercussions défavorables sur les dépenses en période d'inflation élevée et de hausse rapide des taux d'intérêt.

Un autre facteur a été les importantes mesures de relance budgétaire inattendues mises en œuvre par le gouvernement fédéral américain au premier semestre de 2023. Ces mesures de relance comportaient trois éléments :

- de solides incitatifs gouvernementaux qui ont déclenché un essor de la construction d'usines;
- une augmentation de plus de 8 % des prestations de sécurité sociale et de revenu de sécurité supplémentaire au début de l'année, ce qui représente le plus important ajustement annuel de l'indexation à l'inflation depuis le début des années 1980;
- un gel des remboursements de prêts étudiants.

Il y a aussi un troisième facteur dont on a moins parlé. Il s'agit du soutien exceptionnellement important apporté au secteur bancaire américain. Outre l'injection de liquidités d'urgence par la Fed en mars 2023, les prêts consentis aux Federal Home Loan Banks (FHLB) par les agences parrainées par le gouvernement, à savoir Freddie Mac et Fannie Mae, ont considérablement augmenté. Cet élément est important, car cela a permis aux banques commerciales américaines d'éviter de réduire leurs portefeuilles de prêts dans un contexte de forte contraction des dépôts. Les FHLB ont ainsi joué le rôle de prêteurs de dernier recours auprès du secteur bancaire américain aux côtés de la Fed. Sans ce soutien, les prêts bancaires auraient diminué et l'activité économique aurait été beaucoup moins robuste.

Inflation de base aux É.-U. selon l'indice des DPC - variation en % sur 12 mois



Source : LSEG Datastream. Selon les données disponibles au 29 septembre 2023.

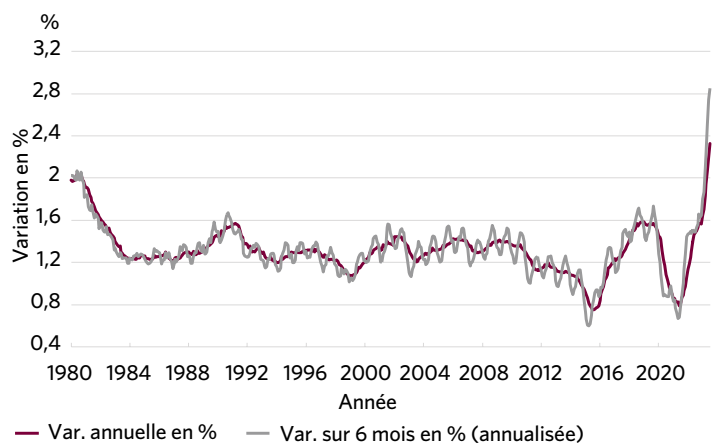
« DPC » = dépenses personnelles de consommation.

La question qui se pose actuellement est de savoir si ces trois facteurs continueront de soutenir l'activité économique au cours des prochains trimestres, ce qui permettrait un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Selon nous, ce n'est pas le cas, car le coussin d'épargne excédentaire est largement épuisé à un moment où le remboursement de la dette des ménages devrait augmenter fortement. Fait tout aussi important, la relance budgétaire de la croissance observée plus tôt cette année devrait se transformer en d'importantes entraves budgétaires. De plus, le resserrement des conditions de prêt des banques commerciales devrait commencer à amplifier l'incidence du cycle de resserrement de la Fed. La résilience se transformera probablement en récession.

CANADA : L'ACCROISSEMENT INTENSE DE LA POPULATION EST COMPLEXE

Pendant des années, les économistes ont prévenu que le vieillissement de la population freinerait la croissance économique. Une augmentation de l'immigration de travailleurs qualifiés constituait une solution pour compenser l'incidence du choc démographique. La croissance de la population canadienne ayant atteint un rythme record, le gouvernement a manifestement tenu ses promesses. La population du pays a augmenté de 749 000 personnes au cours des 12 derniers mois, comparativement à 467 000 en 2022 et à 254 000 en 2021. La question est maintenant de savoir si cette soudaine augmentation de la population s'est produite trop rapidement.

Croissance record de la population canadienne



Source : LSEG Datastream. Selon les données disponibles au 29 septembre 2023.

Le programme d'immigration du Canada visait à combler les pénuries de main-d'œuvre. Jusqu'à présent, rien ne prouve que cela fonctionne. L'accroissement de la population n'a eu pour effet que de réduire légèrement l'écart de chômage. Même si le taux de postes vacants est en baisse, il demeure trop élevé. Selon ces critères, le marché canadien de l'emploi demeure serré. Cela explique pourquoi la croissance des salaires est demeurée obstinément élevée au cours de la dernière année et s'est même accélérée en juillet 2023 pour atteindre 5,2 %.

Le problème pour la Banque du Canada n'est pas seulement que la croissance des salaires est trop forte et que les conditions du marché du travail sont trop serrées. C'est aussi que la productivité de la main-d'œuvre diminue, chutant de 2,2 % en deçà des niveaux d'avant la pandémie au quatrième trimestre de 2019. Par conséquent, l'inflation des coûts unitaires de main-d'œuvre demeure bien supérieure à la zone de confort de la Banque du Canada (BdC). Pour ramener l'inflation de l'IPC de base à son taux cible de 2 %, la croissance des salaires doit ralentir plus près de 3 %, en supposant que la croissance de la productivité revienne à sa tendance de 1 %.

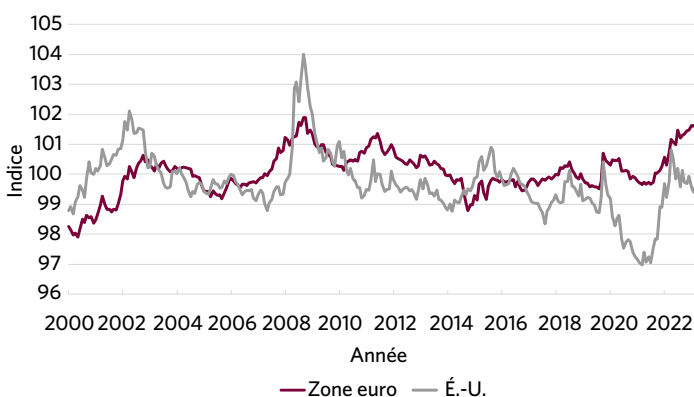
La croissance rapide de la population complique davantage la tâche de la BdC en matière d'inflation. Au Canada, le taux d'occupation des logements locatifs a fortement diminué en 2022, passant sous la barre des 2,0 % à la fin de l'année. Cette baisse a coïncidé avec une forte hausse de l'inflation des loyers sur 12 mois, qui a atteint 6,3 % en août 2023, son niveau le plus élevé depuis les épisodes de stagflation du milieu des années 1970 et du début des années 1980.

En raison de la forte augmentation de la population, il est plus difficile pour la BdC de remporter la bataille contre l'inflation que ne le prévoient les attentes consensuelles. La cible d'inflation de base de la BdC, qui est de 2 %, demeurera probablement hors de portée au cours des 12 prochains mois, de sorte que sa politique monétaire devrait demeurer axée sur « des taux plus élevés pendant plus longtemps » au cours de la période de prévision.

ZONE EURO : DE PLUS EN PLUS PROFOND DANS LA STAGFLATION

Contrairement aux États-Unis et au Canada, l'activité économique dans la zone euro s'est avérée moins résiliente au cours du premier semestre, et la région a connu une récession assez superficielle menée par l'Allemagne. L'écart de croissance entre l'Europe et les États-Unis depuis le début de 2023 peut s'expliquer par un resserrement particulièrement prononcé des conditions financières dans la zone euro, comparable à la récession sévère de 2007-2008.

Resserrement prononcé des conditions financières dans la zone euro



Sources : Bloomberg et Goldman Sachs. Selon les données disponibles au 29 septembre 2023.

La question est maintenant de savoir si le ralentissement économique de la zone euro finira par se transformer en creux déflationniste ou en stagflation. Cette nuance est importante. Au cours des quatre dernières décennies, tous les replis économiques ont été déflationnistes. En revanche, au milieu des années 1970 et au début des années 1980, les efforts visant à contrôler l'inflation élevée se sont avérés beaucoup plus nuisibles à la croissance économique. À notre avis, la zone euro risque de s'enfoncer davantage dans une période de stagflation similaire.

L'Allemagne est le premier pays où l'on peut chercher des signes de désinflation. Le taux de chômage en Allemagne, déjà en récession, est à la hausse. Malheureusement, comme le taux de postes vacants est élevé, il est clair que les conditions du marché de l'emploi allemand ne sont pas encore suffisamment assouplies pour ramener l'inflation à un taux conforme à la cible de 2 % de la Banque centrale européenne (BCE). Tout comme au Canada, une forte augmentation de la population visant à combler les pénuries de main-d'œuvre complique les choses pour la BCE en accentuant les déséquilibres dans le secteur de l'habitation.

Par conséquent, et malgré ses efforts concertés, la BCE n'a pas réalisé de progrès importants pour ramener l'inflation à la cible. Les taux d'inflation de base et globale sont en fait bien supérieurs aux niveaux prévus il y a un an. L'inflation annuelle des salaires s'est accélérée de nouveau pour atteindre 5,5 %. Tout comme au Canada, la productivité de la main-d'œuvre a diminué dans la zone euro. Cette dernière s'enfonce davantage dans la stagflation. Comme d'autres banques centrales des marchés développés, la BCE devra probablement maintenir une politique restrictive plus longtemps que le prévoient les attentes consensuelles.

CHINE : LES PLAQUES TECTONIQUES SE DÉPLACENT

Nous demeurons relativement pessimistes à l'égard des perspectives économiques cycliques de la Chine. Après avoir légèrement rebondi à la suite de la politique « zéro COVID-19 », la croissance chinoise est restée faible. Il devrait y avoir une certaine amélioration au cours des prochains mois, en raison d'une série de mesures supplémentaires de faible envergure annoncées au cours des dernières semaines. Toutefois, l'ampleur de la reprise devrait être modérée. La Chine restera probablement en récession de croissance.

Le pays a également adopté un nouveau régime de croissance. Selon nous, la période de dépendance excessive à l'égard du marché de l'habitation et des placements en infrastructure comme principaux moteurs économiques est terminée. Alimentés par des mesures de relance, ces deux secteurs ont représenté plus du tiers de la croissance chinoise au cours de la dernière décennie. Étant donné l'émergence de problèmes d'offre excédentaire et de bilan, les mesures de relance traditionnelles ne sont plus une solution. Ces deux secteurs devraient peser sur la croissance globale de la Chine au cours des prochaines années.

Les efforts déployés par les États-Unis pour réduire leur dépendance jugée excessive à l'égard des produits fabriqués en Chine représentent un autre obstacle à la croissance future. De façon plus générale, les investissements étrangers en Chine ont diminué, les investisseurs

et les fabricants étant de plus en plus préoccupés par les risques politiques. Ces risques pourraient s'intensifier davantage. Des cellules du parti communiste chinois ont acquis de l'influence sur les décisions stratégiques de sociétés privées. Cela pourrait faciliter la mise en œuvre d'une stratégie de fusion entre les secteurs militaire et civil, dans le cadre de laquelle le secteur privé deviendrait un intervenant clé dans la construction de futurs systèmes militaires.

Dans ce contexte, la croissance chinoise devrait demeurer faible, en dépit des risques de baisse limités. Selon nos prévisions centrales, la croissance moyenne devrait s'établir à 4,5 % au cours des quatre prochains trimestres, soit bien en deçà des taux enregistrés au cours des dernières décennies. De plus, l'inflation devrait demeurer faible tout au long de cette période. Nous ne prévoyons pas de mesures de relance importantes. Nous nous attendons plutôt à ce que la Banque populaire de Chine procède à de modestes réductions de taux d'intérêt et fournisse des liquidités supplémentaires pour soutenir l'économie, en particulier dans la perspective d'une récession mondiale modérée. L'opportunité de déployer des mesures de relance de plus grande envergure, comme celles axées sur la transformation des régions sous-développées en mégavilles, semble limitée, car l'on craint d'accentuer les vulnérabilités à long terme.



Prévisions économiques (12 prochains mois)

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

Source : Gestion d'actifs CIBC inc. Données en date du 29 septembre 2023.

¹ Croissance du PIB réel (% sur 12 mois)

² % sur 12 mois

Scénarios économiques alternatifs

Par Vincent Lépine et Francis Thivierge

ATTERRISSAGE EN DOUCEUR À L'ÉCHELLE MONDIALE : PROBABILITÉ DE 35 % (30 % AUPARAVANT)

Bien que notre scénario principal prévoie toujours une récession mondiale modérée, il est possible de passer par une période de croissance plus lente qui permettrait d'éviter complètement une récession.

Un atterrissage en douceur nécessite un ralentissement de la croissance opéré par la politique monétaire, qui fait en sorte que l'économie a juste assez de capacités inutilisées pour ramener l'inflation à son taux cible de 2 %. De plus, les perturbations des chaînes d'approvisionnement qui sont à l'origine de l'inflation n'entreraient plus en jeu.

Un atterrissage en douceur réussi ouvrirait la voie à des perspectives relativement meilleures pour les actifs risqués. Toutefois, même dans ce scénario, la hausse du marché serait limitée par les valorisations actuellement élevées par rapport aux liquidités. L'inversion des courbes des taux obligataires pourrait se normaliser en cas d'accentuation baissière, car les taux à long terme pourraient augmenter encore un peu par rapport aux niveaux actuels et les taux à court terme devraient rester élevés plus longtemps.

L'obtention de ce résultat représente un délicat exercice d'équilibriste. L'inflation des biens s'est répercutée sur les marchés du travail et l'inflation des salaires a tendance à être relativement persistante. Le fait que la croissance ralentisse actuellement sans causer trop de tort aux conditions du marché de l'emploi signifie que les pressions d'inflation par les coûts pourraient s'accroître de nouveau en cas d'atterrissage en douceur. Les banques centrales devraient rester vigilantes face à ce risque.

INSTABILITÉ FINANCIÈRE : PROBABILITÉ DE 10 % (AUCUNE MODIFICATION)

Selon ce scénario, la vitesse et l'ampleur du resserrement monétaire qui a déjà eu lieu s'avèrent trop importantes pour le secteur bancaire et l'économie en général, ce qui entraîne des épisodes d'instabilité financière.

Les banques, aux prises avec une baisse de rentabilité plus grave et avec une détérioration des conditions de liquidité, n'auraient d'autre choix que de resserrer considérablement les normes de crédit. L'incidence combinée de la forte hausse des taux directeurs et du resserrement plus musclé des conditions de prêt bancaire finiraient par porter un coup trop dur qui viendrait abattre l'économie mondiale.

La récession s'avérerait ainsi plus grave et plus longue que prévu dans notre scénario de base. La destruction plus sévère de la demande serait accompagnée d'une décélération relativement rapide de l'inflation. Dans de telles conditions, les banques centrales reviennent beaucoup plus rapidement que prévu en mode assouplissement afin de rétablir la stabilité financière.

AUTEURS

**Michael Sager, Ph.D***Chef adjoint, Multiclasse d'actifs et gestion des devises***Daniel Greenspan***Analyste principal et directeur en chef de l'équipe des ressources***Francis Thivierge***Gestionnaire principal de portefeuille, Multiclasse d'actifs et gestion des devises***Vincent Lépine***Vice-président, Recherche sur l'économie et les marchés, Multiclasse d'actifs et gestion des devises***Éric Morin***Analyste principal, Multiclasse d'actifs et gestion des devises***Jean-Laurent Gagnon***Gestionnaire de portefeuille adjoint, Multiclasse d'actifs et gestion des devises*

À propos de Gestion d'actifs CIBC

À Gestion d'actifs CIBC, nous croyons que toute solution de placement personnalisée doit être ancrée dans la recherche et la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches de premier ordre. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Communiquez avec nous en tout temps

Pour en savoir plus sur Gestion d'actifs CIBC et sur nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller. Pour d'autres analyses, suivez-nous sur [LinkedIn](#) et sur [Twitter](#).

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. et peuvent changer à tout moment. Gestion d'actifs CIBC inc. n'accepte aucune obligation ni responsabilité relative à la mise à jour de ces opinions.

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à vous donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables, et il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture 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. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication, sauf indication contraire, et peuvent changer.

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.

« Bloomberg^{MD} » 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 affilié 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.

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de commerce 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 explicite de Gestion d'actifs CIBC inc.