



PERSPECTIVES

Pour la période de 12 mois débutant le 1^{er} janvier 2021

Table des matières

<u>Points saillants des catégories d'actifs</u>	<u>1</u>
<u>Perspectives multi-actifs</u>	<u>2</u>
<u>Perspectives des catégories d'actifs</u>	<u>3</u>
<u>Stratégie mondiale</u>	<u>3</u>
<u>Actions mondiales</u>	<u>4</u>
<u>Obligations mondiales</u>	<u>5</u>
<u>Devises</u>	<u>6</u>
<u>Matières premières et denrées</u>	<u>6</u>
<u>Tour d'horizon économique régional</u>	<u>7</u>
<u>Autres scénarios</u>	<u>10</u>
<u>Prévisions économiques</u>	<u>11</u>

Le chemin du retour à la normale

Les investisseurs mondiaux anxieux respirent un peu mieux à l'aube de 2021. L'évolution de la situation sur le front des vaccins contre la COVID est encourageante et les consommateurs disposent de sommes records d'argent après avoir limité leurs dépenses pendant près d'un an. Il existe une immense demande inassouvie, mais l'économie mondiale s'échauffera-t-elle trop au point de forcer les autorités monétaires à commencer à ponctionner de la liquidité du système?

Points saillants

Actions : La remise en marche de l'économie profite à toutes les actions, mais elle en avantage certaines plus que d'autres. Les secteurs et pays le plus durement affectés ont plus à gagner de la reprise, à l'exception des industries qui ont subi des dommages irréversibles. Les sociétés à petite capitalisation, en particulier, devraient dépasser les grandes.

Revenu fixe : Nous maintenons notre attitude procyclique dans le portefeuille d'obligations mondiales en sous-pondérant les titres des marchés développés et en surpondérant ceux des marchés émergents.

Devises : Nous nous attendons à ce que la faiblesse du dollar américain par rapport à de nombreuses devises persiste en 2021. Malgré sa reprise en 2020, le dollar canadien est encore sous-évalué par rapport à l'USD et continuera probablement à s'apprécier.

Chine : La montée en puissance des consommateurs chinois et la non-intervention de la banque centrale du pays soutiendront l'économie de la Chine. Cette vigueur produira aussi d'importantes retombées positives pour l'économie mondiale.

Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 31-décembre-20	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Canada - Taux des bons du Trésor - 3 mois	0,25 %	0,25 %	0,25 %
Obligations du Canada - 2 ans	0,20 %	0,20 %	0,70 %
Obligations du Canada - 10 ans	0,68 %	0,55 %	1,40 %
États-Unis - Obligations du Trésor- 10 ans	0,91 %	0,75 %	1,50 %
Allemagne - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,57 %	-0,60 %	0,00 %
Japon - Obligations gouvernementales - 10 ans	0,02 %	-0,25 %	0,25 %
Obligations du Canada - Rendement réel - 10 ans	-0,29 %	-0,40 %	0,05 %
Canada - Écart, obligations de sociétés, qual. supérieure	1,16 %	0,85 %	1,35 %
États-Unis - Écart, obligations à rendement élevé	3,79 %	3,25 %	5,50 %
Écarts des obligations souveraines de marchés émergents (en USD)	323	250	500
Indice des prix S&P/TSX	17 433	16 250	19 000
Indice des prix S&P 500	3 756	3 300	4 000
Indice des prix Euro Stoxx 50	3 553	3 300	3 875
Indice des prix Topix - Japon	1 805	1 650	1 950
Indice MSCI Marchés émergents	71 693	65 000	79 000
Dollar américain/Dollar canadien	1,2725	1,219	1,330
Euro/Dollar américain	1,2216	1,180	1,250
Dollar américain/Yen japonais	103,25	100,00	107,00
Dollar américain/Yuan chinois extraterritorial	6,50	6,28	6,90
Or	1 898	1 800	2 200
Pétrole WTI (West Texas Intermediate)	48,52	47,00	64,00

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

Perspectives des catégories d'actifs

Aperçu mondial

Économie mondiale : Surchauffe en 2021?

L'année 2020 restera dans les annales comme la pire année de montagnes russes qu'ont vécue les investisseurs du monde. Une fois que la COVID-19 a émergé, la tourmente n'a pas tardé. Les conditions de liquidités mondiales se sont détériorées rapidement et les actifs à risque ont été sévèrement et intensément battus en brèche entre la mi-février et la fin de mars. En moins d'un mois, les cours des actions mondiales ont plongé de plus de 30 %. Prises dans l'œil du cyclone, les autorités monétaires du monde développé ont réagi vite en ouvrant grand les vannes de liquidités et en lançant des programmes ambitieux d'achat d'actifs pour monétiser la dette publique qui explosait. Ces mesures de politique monétaire audacieuses ont permis un redressement spectaculaire des conditions financières mondiales, les actifs à risque se remettant rapidement en mode de reprise. À la fin de l'année, le terrain perdu pendant ce qui aura été une des plus violentes tempêtes financières jusque-là avait été complètement récupéré. Pour beaucoup de marchés, 2020 s'est en fait achevée sur un gain.

À l'aube de la nouvelle année, les investisseurs mondiaux anxieux peuvent enfin respirer un peu plus librement. Face à la pandémie, les progrès sur le front médical ont été très encourageants, avec la distribution mondiale de vaccins contre la COVID-19 qui a commencé à la fin de 2020 et devrait s'accélérer fortement au début de 2021. Si tout se déroule comme prévu, cela devrait permettre un retour à la normale relativement plus rapide, l'économie du monde achevant sa phase de reprise au début de 2021 pour entrer en mode d'expansion dans la deuxième moitié de l'horizon de prévision.

Le risque dominant est celui d'une croissance mondiale qui serait plus forte que prévu en 2021. Les consommateurs commencent la nouvelle année en étant à la tête de sommes records de liquidités après avoir été forcés de limiter leurs dépenses pendant près d'un an à cause de la pandémie. La demande inassouvie est énorme. La victoire contre la COVID-19 pourrait bien marquer le début d'un tsunami de dépenses dans le monde développé.

À ce stade-ci, la question pertinente pour les investisseurs du monde n'est pas de savoir si la croissance planétaire va devenir réalité. L'économie du monde sera chauffée à blanc en 2021. Nos prévisions tablent sur la croissance mondiale annuelle la plus forte enregistrée à ce jour, à +7,1 %. La question qui se pose est maintenant de savoir si l'économie mondiale ne risque pas une surchauffe, qui pousserait les autorités monétaires à décider de ponctionner de la liquidité du système. À notre avis, c'est improbable. Une croissance économique plus forte et une inflation plus élevée sont toutes deux nécessaires pour permettre aux gouvernements de rétablir leur situation financière et les autorités monétaires en sont pleinement conscientes. Par conséquent, elles maintiendront des politiques monétaires mondiales ultra-accommodantes par des actions conjointes. Dans le nouveau régime de politique monétaire, cela impliquera un maintien

des taux directeurs proches de zéro tout en monétisant fortement les nouvelles émissions d'emprunts publics. Il est trop tôt pour fermer le bar. La liquidité mondiale restera abondante sur l'horizon de prévision.

Stratégie mondiale

Le chemin du retour à la normale

La deuxième vague de COVID-19 continue de gonfler et les mesures de confinement se multiplient pour freiner la propagation. Jusque-là, on s'entend généralement pour dire que ces mesures doivent être plus ciblées pour éviter une trop grande perturbation de l'économie. Mais trois vaccins qui se sont révélés d'une efficacité supérieure aux attentes dans leurs derniers essais cliniques changent la donne. Les autorités sanitaires de certains pays ont délivré des autorisations d'urgence et la distribution a déjà commencé avec un nombre limité de doses disponibles pour le moment. Des milliards de doses supplémentaires seront produites en 2021. En outre, d'autres vaccins en sont encore aux essais cliniques et devraient devenir disponibles en 2021. Évidemment, cela ne change rien dans l'immédiat et la saison des fêtes a créé les conditions d'une recrudescence des infections. Mais comme nous distinguons maintenant une voie plus claire de sortie de la pandémie, les marchés minimiseront probablement ce qui se passe à court terme pour se focaliser sur l'issue de la crise et le retour à la normale, quelle que soit d'ailleurs cette normale.

L'économie américaine se rétablit plus vite qu'on le prévoyait généralement et la reprise chinoise est portée par un bon élan. Les secteurs récréatifs sont le plus touchés par les mesures de reconfinement alors que celui de la fabrication continue de bien se porter. Mais surtout, les consommateurs sont en bonne forme. Comme nous l'avons mentionné, alors que la récession de 2020 a été très grave, le revenu disponible des ménages a continué d'augmenter grâce à des transferts gouvernementaux généreux. La politique monétaire est très accommodante et les banques centrales ont fait savoir qu'elles maintiendront ces politiques jusqu'à ce que la croissance et l'inflation soient remontées à leurs cibles. Sur le front budgétaire, les perspectives sont moins nettes. La récente victoire des démocrates au Sénat augmente la probabilité d'un soutien budgétaire plus fort. Mais, si l'économie se remet en marche et continue de croître fortement, les mesures budgétaires mises en place pendant la pandémie deviendront moins nécessaires. Mais les gouvernements devront agir prudemment quand il sera temps de retirer le soutien financier pour éviter de compromettre la reprise. Globalement, nous nous attendons à ce que les conditions d'une reprise solide restent en place et, par ricochet, cela continuera de soutenir les actifs à risque.

À cette époque de l'année, nous publions notre prévision annuelle intitulée *Rendements des marchés des capitaux à long terme* en plus de notre trimestriel *Perspectives*. Ce dossier représente une partie importante de nos efforts de recherche visant à cerner les tendances qui influenceront sur les marchés financiers — pas seulement pendant les 12 prochains mois, mais pendant les années à venir. Dans une année normale, les tendances lourdes à long terme évoluent lentement. Mais cette année a été tout sauf normale, et il y a eu des changements importants dans les perspectives à long terme. Nous encourageons les lecteurs à consulter ce document pour plus de détails (à venir en février). En voici quelques points saillants.

Alors que les vaccins aideront l'économie à repartir et à se rétablir rapidement, l'expansion économique subséquente aura besoin d'un soutien par la politique continu. Nous nous attendons à ce que le retour au plein emploi tarde, freiné par une création d'emplois plus lente pour les travailleurs moins qualifiés, comme cela a été historiquement le cas après une récession. De plus, ayant duré plus d'une année, la pandémie aura probablement modifié durablement les habitudes de travail et de consommation. Le télétravail restera sans doute plus fréquent, là où il est possible, les achats en ligne seront plus communs et les déplacements professionnels seront plus rares. Résultat, pour ramener l'économie à un niveau de plein emploi autonome et prévenir tout préjudice à la croissance potentielle, un soutien budgétaire sera nécessaire pendant une période prolongée. Étant donné que les taux d'intérêt sont déjà bas et vu le peu d'effet de l'assouplissement quantitatif (AQ) sur l'économie réelle, la politique budgétaire devra continuer de faire le gros du travail. Dans ce monde de déficits béants, les banques centrales devront maintenir une politique monétaire extrêmement accommodante. Alors que la croissance potentielle continuera de diminuer à cause des effets adverses de la démographie et du niveau des dettes, la croissance réelle devrait devenir plus forte. La récession due à la COVID-19 laisse un important écart de production dans l'économie et, pour résorber cet écart, il faudra une croissance plus rapide que le potentiel. En général, la valorisation des marchés boursiers n'est pas excessive et elle est beaucoup plus intéressante que celle des obligations. Les rendements des actions au cours des 10 prochaines années devraient être inférieurs à leur niveau historique, mais ils devraient dépasser ceux des titres à revenu fixe. Étant donné la dynamique à l'oeuvre, nous nous attendons à ce que cette performance supérieure dans l'immédiat dérive lentement pour finir par revenir à sa tendance.

En ce qui concerne les perspectives cycliques, la volatilité du marché a diminué après les annonces des résultats des élections américaines et des vaccins. Bien que les marchés restent exposés aux aléas de l'actualité, l'incertitude globale est moins grande et, par conséquent, les risques extrêmes pour les portefeuilles ont diminué. Sur la base de tout ce qui précède, nous prévoyons une amélioration des perspectives pour les actions, mais des lendemains moins intéressants pour les obligations. Les investisseurs devraient rester à l'affût de tout indice potentiel qui révélerait que l'environnement change et devient moins favorable. Les produits alternatifs liquides, comme les stratégies multiactifs à rendement absolu, sont très bien positionnés pour tirer parti de ce genre d'environnement évoluant rapidement et devraient être envisagés, tout dépendant des circonstances individuelles.

Marchés boursiers mondiaux

Les bénéfiques pourraient faire monter le cours des actions

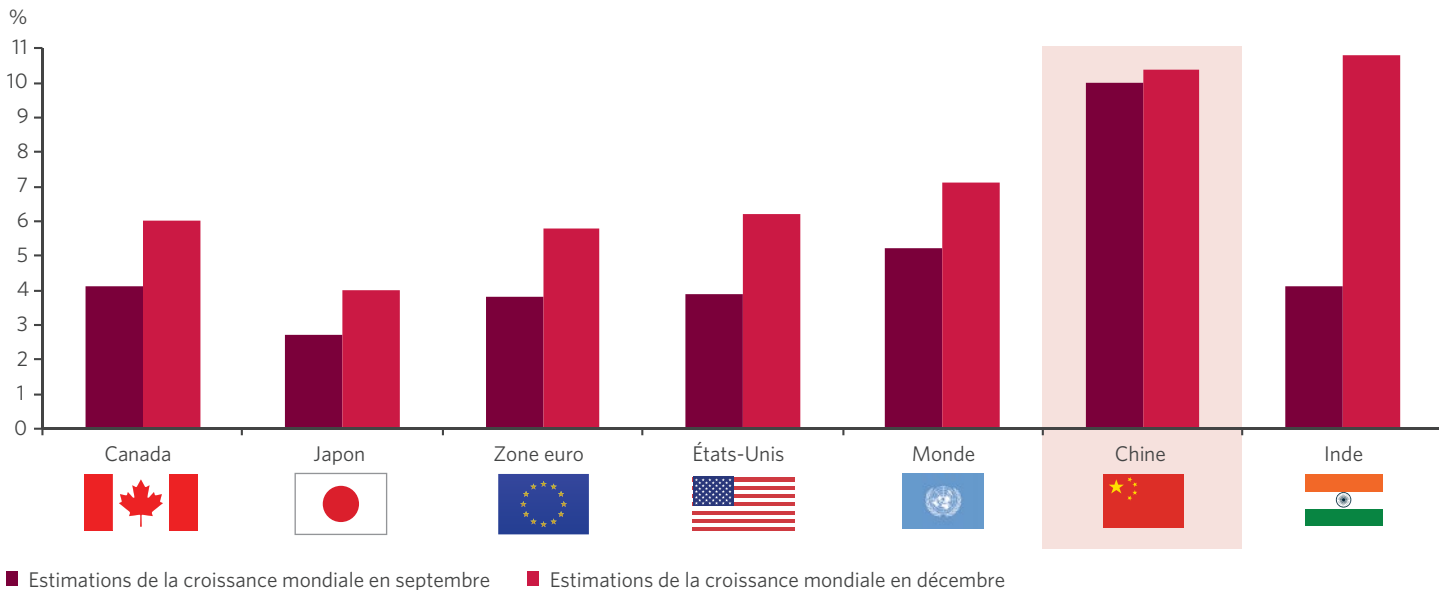
Malgré les préoccupations soulevées par la nouvelle vague de COVID-19, les marchés boursiers ont poursuivi leur ascension au dernier trimestre de 2020; dans beaucoup de pays, ils ont dépassé les 10 % et atteint de nouveaux records absolus. Comme les marchés boursiers sont prospectifs, les investisseurs pressentent des jours meilleurs et n'attendent pas pour acheter. Cela peut sembler bizarre dans la crise sanitaire que nous vivons au quotidien, mais l'optimisme peut s'expliquer par trois facteurs. Premièrement, malgré les plus récentes mesures de confinement, l'économie prend rapidement du

mieux. Deuxièmement, la distribution des vaccins alimente l'espoir d'une poursuite de la reprise et de la remise en marche complète de l'activité économique en 2021. Enfin, les conditions financières sont extrêmement accommodantes, grâce aux banquiers centraux et aux autorités budgétaires.

Pour évaluer à quel point ces bonnes nouvelles sont déjà prises en compte dans les cours, nous pouvons examiner les estimations de bénéfiques qui font consensus. Or le consensus est indéniablement optimiste et anticipe une forte reprise des bénéfiques. Au Canada, aux États-Unis et dans la zone euro, on prévoit une croissance des bénéfiques de 52 %, 22 % et 47 % respectivement au cours des 12 prochains mois. Cela peut sembler fort, mais il faut garder à l'esprit qu'au cours des 12 derniers mois ces bénéfiques se sont contractés de 35 %, 15 % et 36 % respectivement. Le quatrième trimestre de 2020 marquera probablement le plancher pour les bénéfiques et, par conséquent, la comparaison d'une année à l'autre en 2021 partira d'une base relativement peu exigeante. En outre, même avec ce puissant rebond, les bénéfiques dans 12 mois (exprimés en dollars) seront à peine revenus au niveau où ils étaient avant la pandémie¹. En termes de valorisation, les actions mondiales se négocient en moyenne près de leur juste valeur. C'est-à-dire que le prix payé pour le bénéfice attendu est encore raisonnable.

Si la remise en marche de l'économie profite à toutes les actions en général, certaines en seront plus avantagées que d'autres. Les secteurs et les pays qui ont été le plus affectés par la pandémie ont plus à gagner de la reprise, les exceptions étant les industries qui ont subi des dommages irréversibles. Les sociétés à petite capitalisation, en particulier, devraient dépasser les grandes sociétés. Les petites capitalisations sont généralement plus cycliques que les grandes et ne disposent pas de la même échelle de grandeur pour absorber le choc pendant la récession – elles ont donc été nettement moins performantes. Le secteur des grandes capitalisations est, par nature, dominé par des sociétés qui se sont démarquées. Cette année, les entreprises qui se sont distinguées étaient les plus grandes des grandes capitalisations, particulièrement les grandes sociétés technologiques. À mesure que le marché se détourne des gagnants et que les retardataires rattrapent le terrain perdu, les grandes capitalisations devraient être moins performantes que les petites. Une tendance à plus long terme se dessine aussi en coulisses. Les sociétés technologiques américaines dominantes (Facebook, Google, Apple, etc.) sont dans le collimateur des autorités de réglementation, en Amérique du Nord et en Europe. Elles sont exposées à de multiples poursuites pour abus de pouvoir et entraves à la concurrence. Cela pourrait entraîner une longue bataille judiciaire, mais le résultat pourrait être un choc considérable pour leurs modèles économiques. Une des stratégies qu'elles ont adoptées consiste à acheter les petites sociétés en démarrage avant qu'elles deviennent des concurrentes. À l'avenir, les autorités de réglementation surveilleront de plus près leurs acquisitions. Tout bien considéré, les plus grandes sociétés ont très bien tiré leur épingle du jeu pendant la pandémie. Aux petites capitalisations maintenant de prendre la tête du peloton.

Projections de la croissance mondiale : Prévisions de GAC décembre 2020 vs septembre 2020



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Stratégies obligataires mondiales

Notre stratégie obligataire reste semblable à celle du trimestre dernier. Reflétant notre scénario le plus optimiste, nous recommandons une attitude procyclique dans le portefeuille d'obligations mondiales, **en sous-pondérant les obligations des marchés développés (MD) et en surpondérant les obligations des marchés émergents (MÉ).**

Les obligations des marchés développés sont peu attrayantes, puisque les réductions de taux d'intérêt par les banques centrales de ces marchés ont rendu la plupart de leurs rendements réels fortement négatifs. Les programmes d'achat d'actifs des banques centrales ont aussi écarté les rendements de leur juste valeur, laissant une très maigre prime de risque pour les investisseurs. De plus, les courbes de taux des MD sont devenues très plates au cours de la dernière année, si bien que les possibilités de monétiser la pente descendante de la courbe de rendement (roll down) sont inintéressantes. Pour toutes ces raisons, les investisseurs en obligations des MD ne sont pas bien rémunérés pour les risques de taux d'intérêt des MD qu'ils assument.

C'est tout le contraire pour le marché des obligations des MÉ en monnaie locale — ils offrent de meilleures rémunérations. Notre prévision optimiste pour les produits de base et notre opinion baissière à long terme pour l'USD semblent plutôt indiquer une amélioration de la performance économique de la plupart des pays des MÉ. Cet élan économique positif, combiné à des tensions inflationnistes faibles, implique qu'un environnement idéal pourrait émerger en 2021. Un tel paysage de croissance non inflationniste est habituellement positif pour les porteurs d'obligations. En outre, la valorisation des obligations des MÉ en monnaie locale reste séduisante; les taux réels des MÉ ont augmenté au cours des 12 derniers mois et la pente de la plupart des courbes des rendements des MÉ s'est nettement accentuée en raison de l'importante détente monétaire pratiquée par les banques centrales de ces pays. Cela dit, notre enthousiasme est plus limité pour les obligations des MÉ libellées en USD. Alors que leur rendement

supérieur devrait continuer, il marquera nettement le pas puisque les écarts de taux reflètent déjà une bonne partie des nouvelles positives.

En ce qui concerne la répartition par pays, notre opinion optimiste concernant les perspectives de la Chine justifie une exposition surpondérée à des marchés obligataires asiatiques tels que ceux de la Malaisie, de la Corée du Sud et de Thaïlande. Ces économies devraient bénéficier de retombées positives de la Chine, entraînant des afflux de capitaux étrangers soutenus dans la région et sur ses marchés financiers. Contrairement au trimestre précédent, où nous avons maintenu une certaine agilité avec des obligations à rendement plus élevé (Indonésie, Colombie et Afrique du Sud, par exemple), nous recommandons maintenant d'augmenter progressivement le risque sur ces marchés à bêta plus élevé alors que de grandes incertitudes exogènes (élections américaines et COVID-19) diminuent.

En matière de durée sur les MD, nous préconisons une sous-pondération. Malgré beaucoup d'amélioration des données cycliques et des attentes d'inflation plus élevées, le taux des obligations du Trésor américain sont restés timides, conséquences de l'assouplissement quantitatif, mais cette dynamique ne peut pas durer éternellement. Si la croissance mondiale continue de dépasser les attentes (comme nous le prévoyons), la Fed devra bien finir par s'attaquer à ce hiatus. L'objectif sera d'éviter toute conséquence involontaire qui découlerait de conditions financières trop décalées de la réalité économique pendant trop longtemps. Entre-temps, une surpondération des obligations à rendement réel représente une idée convaincante pour 2021. Une crainte potentielle de l'inflation et les taux nominaux plafonnés par la Fed devraient continuer de pousser les taux réels vers le bas.

Compte tenu de tous les effets négatifs, le taux des obligations américaines et canadiennes de 10 ans devraient dériver très lentement à la hausse au cours des 12 prochains mois, dans une fourchette de 0,75 % et 1,50 % aux États-Unis et de 0,55 % et 1,40 % au Canada.

Devises

Dollar américain

Au début de 2020, le monde a assisté à un resserrement très sévère des conditions de liquidité du dollar américain qui ont poussé l'USD à des sommets records par rapport à de nombreuses autres monnaies. Cependant, la Réserve fédérale (Fed) a réagi rapidement à la fin de mars en ouvrant grand les vannes par l'établissement de marges de swap illimitées avec d'autres banques centrales. Pendant le reste de l'année, le billet vert a régulièrement baissé.

Pour de multiples raisons, une nouvelle dépréciation du dollar américain est attendue en 2021. Premièrement, le billet vert laisse généralement à désirer dans les phases de reprise économique mondiale comme celle qui s'engage. Deuxièmement, alors que le taux directeur de la Fed est ancré près de zéro, le dollar américain n'offre plus d'avantages en matière de taux d'intérêt. Enfin, avec l'adoption de la nouvelle politique de ciblage d'une inflation moyenne, la Réserve fédérale essaiera de maintenir les taux d'intérêt réels bas ce qui pourrait exercer une pression à la baisse sur l'USD.

Dollar canadien

Depuis le creux du cycle de la fin de mars, le dollar canadien est en mode de reprise par rapport au billet vert et s'est apprécié au total d'environ 10 %. La période faste continuera-t-elle? Nous pensons que oui.

Premièrement, la valorisation n'est pas un obstacle à une poursuite de l'appréciation du dollar. Quand le dollar canadien est passé en mode de reprise à la fin de mars, sa juste valeur a suivi le mouvement avec une amélioration rapide des termes de l'échange. Résultat, la détérioration de la valorisation a été pratiquement nulle. Aux niveaux actuels, le dollar canadien peut être qualifié de sous-évalué parce que la juste valeur est passée de moins de 80 cents à 85 cents. Nous devons aussi tenir compte de ce qu'il y a beaucoup de marge pour un choc positif plus important des termes de l'échange. À l'avenir, la demande mondiale de pétrole devrait se renforcer dans un contexte de retour plus rapide à la normale de l'économie mondiale. Cela implique plus de potentiel de hausse pour les prix du pétrole.

Pour ces raisons, le dollar canadien restera probablement vigoureux se négociant dans une fourchette comprise entre 75 et 82 cents américains (ou 1,22 à 1,33 USDCAD) sur l'horizon de prévision.

Euro

Pendant plus de 13 ans, l'euro était engagé dans une tendance lourde de baisse par rapport au dollar américain. À quatre reprises, il a tenté des percées à la hausse, mais sans succès. Nous avons assisté à une cinquième tentative de percée au deuxième semestre de 2020, qui a finalement été couronné de succès. L'euro a crevé de manière décisive le plafond de 1,18 à la mi-novembre et a terminé l'année sur une note forte. Nous entrevoyons un nouveau potentiel de hausse à l'aube de 2021. Les fluctuations du taux de change bilatéral EURUSD seront probablement de plus en plus dictées par des déterminants fondamentaux propices. Le taux de change EURUSD devrait, selon les projections, s'établir entre 1,18 et 1,25.

Yen Japonaise

En 2020, le yen japonais était la monnaie la moins volatile de notre univers de négociation. Cependant, il a participé à la remontée

générale par rapport au dollar américain. Le taux bilatéral USDJPY s'est déprécié de près de 5 % sur l'année. Étant donné la politique menée par la Banque du Japon, qui consiste en une monétisation complète de la dette gouvernementale, un contrôle de la courbe des rendements et des achats massifs de titres de dette du secteur privé, la volatilité inférieure à l'accoutumée des marchés financiers japonais devrait continuer en 2021. Cela devrait limiter le potentiel de hausse du yen japonais par rapport au dollar américain et le yen devrait rester relativement mieux maîtrisé que les autres monnaies. Dans ce contexte, le taux de change bilatéral USDJPY devrait fluctuer entre 100 et 107 sur l'horizon de prévision.

Matières premières et denrées

Pétrole

Les prix du pétrole se sont raffermis pendant les derniers mois de l'année et commencent 2021 à environ 50 \$ US le baril, soit une augmentation de 39 % par rapport au plancher de 36 \$ US le baril à la fin du mois d'octobre. L'optimisme du marché est motivé par les nouvelles positives concernant les vaccins, lesquelles sont quelque peu tempérées par l'augmentation des cas de COVID dans le monde.

À l'avenir, du côté de la demande, les investisseurs restent centrés sur le déploiement de vaccins dans des pays clés et la possibilité d'une évolution vers une normalisation de l'économie mondiale en 2021. Les mesures de stimulation monétaire et budgétaire continues ont, avec les campagnes de vaccination, le potentiel de stimuler une croissance significative du PIB mondial 2021, ce qui serait positif pour la demande mondiale de pétrole. À court terme, les obstacles sont toujours les mesures de confinement maintenues et l'augmentation des contaminations par le virus dans des pays clés qui inhibent la demande. Il reste un stock excédentaire qui doit être liquidé. Cela dit, pour le moment, les investisseurs semblent se projeter au-delà des points de données négatifs par anticipation d'un déploiement plus généralisé des vaccins et d'un retour à un semblant de normalité dans l'année qui commence.

Du côté de l'offre, les investisseurs restent focalisés sur le groupe OPEP+ et le potentiel d'augmentation (ou non) de sa production au cours des prochains mois. Pour le moment, les pays clés semblent d'accord et ne réaugmentent pas la production trop énergiquement, mais nous verrons bien combien de temps cela durera. En même temps, avec le regain de vigueur récent des prix du pétrole, nous guetterons tous les indices des producteurs dans les budgets 2021 et le potentiel d'augmentation de la production en provenance d'autres sources (hors OPEP).

Or

Le prix de l'or a évolué en dents de scie, chutant d'un pic au mois d'août de 2 063 \$ US/oz (record absolu en termes réels), à 1 775 \$ US/oz à la fin de novembre, avant de remonter à 1 950 \$ US/oz au début de 2021. Des forces contradictoires étaient à l'œuvre. L'optimisme suscité par les vaccins pèse sur les prix, ce qui est compensé par des mesures de détente monétaires et budgétaires, qui restent propices aux métaux précieux.

À l'avenir, nous croyons que le marché continuera de soutenir l'or, car nous nous attendons à ce que la dépréciation de l'USD et la baisse des taux d'intérêt réels aident à soutenir les cours à moyen terme. Nous ne nous attendons pas à voir monter les taux d'intérêt nominaux

et croyons que les banques centrales (plus particulièrement la Fed) seront disposées à laisser l'inflation filer plus que la normale. Nous croyons que ce scénario maintiendra les taux réels négatifs et est favorable au cours de l'or. En même temps, nous nous attendons à ce que les politiques budgétaires restent également accommodantes, ce qui est un autre courant porteur pour le métal jaune.

Les indicateurs des perspectives de prix des métaux précieux que nous suivons sont :

- Les politiques budgétaires et monétaires mondiales
- La forme de la courbe des taux
- Les indicateurs d'inflation
- Les données macro-économiques mondiales, les chiffres de la pandémie et la situation politique/sociale

Tour d'horizon économique régional

Canada

- Les consommateurs canadiens devraient rester le moteur de la croissance du pays en 2021.
- La croissance du PIB réel canadien devrait être en moyenne de +6 % sur l'horizon de prévision.

En 2020, l'évolution de l'économie canadienne a ressemblé à celle des États-Unis. En raison des mesures de confinement et des restrictions de déplacement imposées pour ralentir la progression de la pandémie, l'économie canadienne a vécu une profonde contraction de son activité liée à la consommation au premier semestre de l'année dernière. Cependant, cette phase a été suivie par une reprise très rapide des dépenses de consommation, ce qui en a surpris plus d'un compte tenu des lourdes pertes d'emplois.

Le choc subi par le marché du travail en 2020 a été exceptionnel à bien des égards. Si de nombreux travailleurs canadiens ont perdu leur emploi, ce sont essentiellement les travailleurs peu rémunérés qui ont pâti de la situation. Pour ces malheureux, les pertes en termes de revenu ont été bien réelles. Mais la majorité des Canadiens ont vu leur situation financière s'améliorer considérablement en 2020.

Trois choses se sont produites l'année dernière. Tout d'abord, les autorités budgétaires ont grandement amorti le choc pour les ménages canadiens et les petites entreprises en déployant rapidement de généreux transferts gouvernementaux. Ensuite, la rémunération totale des travailleurs est rapidement remontée grâce à la répartition très inhabituelle de la croissance de l'emploi (postes supprimés pour les travailleurs peu rémunérés, reprise totale de l'emploi pour les postes mieux payés). Enfin, une bonne partie de l'argent gagné en 2020 a été économisé, car les consommateurs ont été contraints de rester chez eux. Tout cela explique facilement le vif rebond des dépenses de consommation au deuxième semestre de 2020. En 2021, les consommateurs canadiens devraient rester le moteur de la croissance du pays.

L'année 2020 a été une année pivot pour la Banque du Canada (BdC), qui n'a pas eu d'autre choix que de sortir l'artillerie lourde. Avec un déficit budgétaire aux proportions inédites, la BdC a réagi promptement en monétisant largement les nouveaux besoins d'emprunt du gouvernement fédéral, en augmentation rapide, et en abaissant son taux directeur près de zéro. Avec des rendements également plafonnés à l'extrémité éloignée de la courbe, les nouveaux coûts de financement du gouvernement fédéral ont chuté à des creux inédits. La BdC a également déversé des liquidités à court terme sur les banques commerciales pour alléger les pressions sur leurs trésoreries au début de 2020. Avec toutes ces mesures engagées conjointement, 2020 est l'année où le bilan de la BdC s'est le plus alourdi (+420 G \$ ou +20 % du PIB).

La BdC devrait maintenir sa politique ultra-accommodante en 2021, ce qui signifie que son taux directeur restera proche de zéro, tandis qu'elle continuera de monétiser largement les nouvelles émissions de titres de dette du gouvernement fédéral. En d'autres termes, le bilan de la BdC poursuivra son expansion rapide. Compte tenu de la nette amélioration des caractéristiques fondamentales de la consommation au Canada et des mesures ultra accommodantes prises par les autorités budgétaires et monétaires, la croissance du PIB réel canadien devrait être en moyenne de +6.0% sur l'horizon de prévision.

Les ressources des consommateurs canadiens

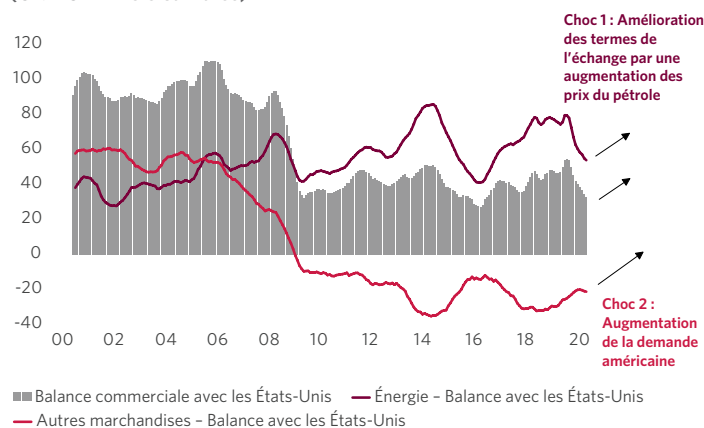
Épargne des ménages en pourcentage des dépenses de consommation



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Deux chocs positifs s'annoncent

Balance commerciale du Canada avec les États-Unis (CAD 6-12 mois cumulés)



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

États-Unis

- À l'aube de l'année 2021, l'épargne personnelle des Américains est deux fois supérieure à la normale, et de nouveaux programmes d'aide budgétaires sont attendus.
- La croissance du PIB réel américain devrait être en moyenne de +6,2 % sur l'horizon de prévision.

Un pouvoir d'achat exceptionnel pour les consommateurs américains

Le moins que l'on puisse dire, c'est que les événements de l'année dernière étaient tout à fait exceptionnels. La récession américaine du début de l'année 2020 n'était comparable à nulle autre, avec une contraction grave et subite de l'activité économique causée par de strictes mesures de confinement et des restrictions des déplacements imposées par ralentir la progression de la pandémie. Cependant, la reprise des dépenses de consommation a été tout aussi impressionnante. Celle-ci a été rendue possible par la croissance constante du revenu disponible des ménages américains grâce aux généreux transferts gouvernementaux à destination des ménages et des petites entreprises (l'hélicoptère monétaire), mais aussi parce que les consommateurs ont été contraints de réduire leurs dépenses du fait de la mise en panne de l'économie.

Habituellement, les consommateurs américains ont une forte propension à la dépense – quand le revenu disponible augmente, les dépenses de consommation croissent elles aussi, dans une large mesure. Au début de l'année 2020, la propension des consommateurs américains à dépenser est devenue négative et la hausse substantielle des revenus des ménages s'est traduite par une augmentation de l'épargne. Le meilleur moyen d'appréhender cette épargne supplémentaire est de la traduire en pourcentage de la consommation totale pour obtenir une mesure du pouvoir d'achat des consommateurs. De ce point de vue là, 2021 commence avec une épargne personnelle deux fois supérieure à son niveau en temps normal.

Il faut aussi tenir compte du fait que d'autres programmes d'aide budgétaires sont attendus. À la fin de 2020, les autorités ont finalement conclu un accord sur un nouveau programme de dépenses afin de soutenir l'économie américaine, qui prévoit le versement direct de paiements à la plupart des Américains et la bonification des prestations d'assurance-chômage. Le gouvernement fédéral distribuera également de nouvelles aides aux petites entreprises. Globalement, la prochaine sortie de l'hélicoptère monétaire soutiendra considérablement les revenus.

Mais ce n'est pas tout. En 2021, les consommateurs américains enrichis ne devraient pas seulement bénéficier des largesses du gouvernement. La rémunération des travailleurs devrait elle aussi fortement augmenter vu les projections de croissance de l'emploi et du salaire horaire, ce qui viendrait encore accroître substantiellement les capacités de dépense des consommateurs américains.

En conclusion, le choc positif subi par les revenus en 2021 pourrait bien être aussi important que celui de 2020. Il passera par le recours à l'hélicoptère monétaire de la part du gouvernement et par une forte hausse de la rémunération des travailleurs, en plus des économies supplémentaires déjà disponibles. Dans ces conditions, la croissance du PIB réel américain devrait être plus solide que prévu (+6,2 %, comparativement à un consensus de +3,6 %), avec une accélération bien plus prononcée de l'inflation au premier semestre de 2021.

Soyons clairs, la Fed maintiendra sa politique ultra-accommodante sur l'horizon de prévision au complet, même si l'inflation dépasse son taux cible. L'adoption d'une mesure de ciblage de l'inflation moyenne signifie qu'elle maintiendra les taux à court terme proches de zéro pendant longtemps. La Fed cherche également à s'assurer que les nouveaux coûts d'emprunt du gouvernement soient considérablement plus faibles que les coûts d'emprunt effectifs en ajustant ses achats de titres de dette, ce qui se traduira par la poursuite de la monétisation de la dette et une rapide expansion de son bilan.

Europe

- Avec la deuxième vague de COVID-19 qui frappe l'Europe, la reprise en V attendu dans la zone euro devrait être plus étalée dans le temps que prévu.
- Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB réel de +5,8 % dans la zone euro au cours des 12 prochains mois.

Un optimisme nourri par l'Allemagne et le soutien de la BCE

La recrudescence des cas de COVID-19 compromet les espoirs de reprise économique en Europe, mais, selon nous, il est trop tôt pour abandonner le scénario d'une reprise en V pour la zone euro. L'une des raisons pour lesquelles nous restons optimistes a trait à la situation de l'Allemagne, moteur de la croissance de la zone euro; en effet, notre enthousiasme se nourrit des récentes données sur l'activité de fabrication en Allemagne. La production des usines allemandes a déjà regagné 80 % du terrain perdu au début de 2020. À l'avenir, la reprise devrait rester sur la bonne voie.

La grande différence pour les économies de la zone euro aujourd'hui concerne les exportations vers la Chine, qui s'accroissent fortement. Voilà qui est très important pour l'Allemagne, car le ralentissement de la croissance des exportations allemandes vers la Chine sur plusieurs années explique largement les difficultés des usines allemandes depuis la fin de 2017. Tout cela est en train de changer. Le principal facteur de ralentissement de la croissance allemande en 2019 et au début de 2020 est en train de devenir un puissant élément stimulant.

La troisième raison qui nous pousse à l'optimisme pour les perspectives de croissance de la zone euro est la taille et la composition du bilan de la BCE (Banque centrale européenne). En 2020, la BCE a fortement accru son bilan (augmentation des actifs totaux de 2 200 milliards €, soit près de 20 % du PIB). La particularité du phénomène tient à ce que plus de la moitié de l'expansion du bilan de 2020 reflète une augmentation des prêts aux banques par le biais du programme TLTRO III de la BCE. Celle-ci a annoncé récemment un assouplissement de sa politique en 2021, avec une augmentation de ses achats de titres de dette dans le cadre de son programme PEPP² et la possibilité de débloquer une enveloppe de prêts de 1 500 milliards EUR pour les banques de la zone euro. Globalement, la BCE gardera les deux pieds sur l'accélérateur sur l'horizon de prévision.

Comme nous l'avons indiqué dans la dernière édition de *Perspectives*, la BCE a principalement augmenté son bilan en prêtant aux banques de la zone euro. La différence est de taille, car cette mesure élimine essentiellement les limites nationales définies par les clés de répartition du capital³. Comment cela est-il possible? La BCE monétise maintenant directement une bonne partie des nouvelles émissions d'obligations gouvernementales par ses programmes PEPP et d'achats d'actifs. Elle

monétise aussi indirectement les dettes des gouvernements en prêtant aux banques européennes à taux négatif et en leur faisant acheter plus d'obligations gouvernementales. En combinant à la fois les achats d'obligations gouvernementales de la BCE et des banques nationales de la zone euro, on constate que 70 % de la nouvelle dette émise ont jusque-là été monétisés, avec plus de soutien adressé aux pays étant le plus en difficulté budgétaire. Bref, la BCE a trouvé un moyen d'éliminer le risque d'une crise de financement de dettes gouvernementales dans la zone euro.

Avec la deuxième vague de COVID-19 qui frappe l'Europe, la reprise en V attendue dans la zone euro devrait être plus étalée dans le temps que prévu il y a quelques mois. Cependant, l'économie de la zone euro reste dans une dynamique de reprise. À la lumière de la situation sur le front de la politique monétaire et compte tenu de l'impulsion budgétaire encore à venir associée au plan de relance de l'UE, notre prévision table sur une croissance moyenne du PIB réel de 5,8 % dans la zone euro.

Chine

- L'économie chinoise continuera de dépasser les attentes consensuelles.
- Nous nous attendons à une croissance moyenne du PIB de 10,4 % en 2021 grâce à l'effet d'année de base au T1.

La performance supérieure de l'économie chinoise se poursuit

La dynamique vigoureuse de l'économie chinoise s'est poursuivie en se généralisant, atteignant enfin les consommateurs. Nous nous attendons à ce que les consommateurs jouent un rôle déterminant dans la croissance économique, la croissance soutenue par les mesures de stimulation faisant progressivement place à une croissance endogène auto-alimentée. Historiquement, la croissance du PIB reste solide pendant plusieurs trimestres après le pic de l'impulsion politique (inscrit à la fin de l'année dernière), et cette tendance soutient nos prévisions.

Deux facteurs importants profiteront à la consommation. D'abord, le taux d'épargne est élevé, ce qui signifie que le pouvoir d'achat est disponible. Le retrait du déficit du compte courant lié au tourisme international, auparavant élevé (près de 5 % du PIB), et plusieurs mois d'économies préventives ont fait monter le taux d'épargne. La récente reprise des indicateurs de la consommation montre que les consommateurs ont maintenant confiance et sont prêts à consommer. Ensuite, la demande extérieure devrait rester solide malgré l'appréciation de la monnaie, qui favorise indirectement l'emploi et la consommation. La demande mondiale d'équipements de protection personnels et de matériel électronique (découlant de la tendance au télétravail) ainsi que l'accélération du commerce en ligne (où abondent les produits fabriqués en Chine) liées à la pandémie pourraient être des facteurs positifs. Cependant, avec la solide reprise mondiale, nous nous attendons à ce que la croissance des exportations chinoises reste élevée.

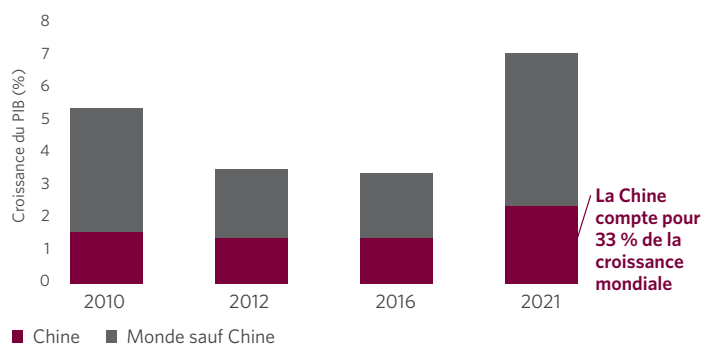
Malgré nos prévisions optimistes, nous nous attendons à ce que la banque centrale (BPdC) reste sur la touche. Les faibles tensions inflationnistes sont relativement diffuses. Par exemple, les loyers des logements sont en déflation depuis l'hiver dernier, ce qui porte à croire que les conditions de l'emploi restent difficiles pour les travailleurs migrants. L'écart de production négatif pèse

également sur les entreprises d'État lourdement endettées (et moins efficaces), qui comptent pour environ 2/3 de la dette des entreprises. Le rythme des faillites de ces entreprises a fortement augmenté cette année, bien plus qu'en 2015-2016. La hausse des taux et des conditions de financement potentiellement moins accommodantes sont des risques importants qui pourraient entraîner plus de faillites et finir par nuire à la croissance.

La hausse de la consommation et la non-intervention de la BPdC soutiendront l'économie chinoise, mais elles auront aussi des répercussions notables sur l'économie mondiale.

Reprises mondiales tirées par la Chine

Contribution à la croissance du PIB mondial (%)



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Autres scénarios

Reprise mondiale lente (probabilité de 25 %)

Dans ce scénario, il faut plus de temps pour mettre au point un vaccin efficace. La pandémie continue de s'intensifier et de se propager, alors que la réponse politique est largement inadéquate. Les actifs cycliques et à risque subiraient une importante correction. De plus, alors que la reprise économique chinoise continue, ses retombées sur le reste du monde sont beaucoup plus limitées. Les marchés boursiers ont rebondi rapidement après la récession, espérant une reprise en V. Alors que ces espoirs tardent à se concrétiser, les prix des actions et des produits de base subissent une correction sévère. Étant donné qu'une grande partie du marché obligataire mondial affiche déjà des rendements négatifs, seuls quelques pays auraient encore la latitude de faire baisser leurs taux obligataires. Les actifs servant de valeur de refuge comme l'or grimperaient en flèche.

Retour accéléré à la normale (probabilité de 15 %)

Le scénario optimiste table sur un vaccin qui devrait être disponible bien avant le printemps 2021. Une aversion faible pour le risque permet un retour à la normale plus rapidement que prévu et l'économie mondiale profite d'un coup de pouce supplémentaire de la consommation. La courbe des taux mondiale reste basse et ne concorde pas avec un redressement plus fort que prévu du cycle économique. Les taux obligataires proches de 0 % peuvent uniquement être justifiés par des politiques très accommodantes des banques centrales. Face aux prévisions d'une augmentation de l'inflation, le marché obligataire commencerait à tester la détermination des banques centrales. Le marché boursier continuerait de monter, et les secteurs le plus dépendants de la remise en marche l'économie produiraient un rendement nettement supérieur.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Reprise mondiale lente (25 %)	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Métaux industriels	Or Obligations du Trésor américain Franc suisse
Retour accéléré à la normale (15 %)	Obligations internationales Obligations canadiennes Obligations du Trésor américain	Actions de sociétés à petite capitalisation Actions de valeur Pétrole



Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel ⁵	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ⁶	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	-5.2% ⁷	4.7%	6.0%	1.0%	1.7%	2.0%	Près de 0 %
États-Unis	-2.8%	4.2%	6.2%	1.2%	2.0%	2.9%	Près de 0 %
Zone euro	-4.3%	4.9%	5.8%	-0.3%	0.9%	0.9%	Près de 0 %
Chine	4.9%	9.0%	10.4%	-0.5%	1.4%	1.1%	Réduction du RRG ⁸
Japon	-5.7%	2.7%	4.0%	-1.0%	-0.1%	0.0%	Près de 0 %
Monde	-4.4%	5.2%	7.1%	2.1%	2.6%	2.7%	-

⁵Croissance du PIB réel (a/a %)

⁶année/année (%)

⁷Implicite (converti d'une base T/T)

⁸Réduction du ratio de réserves obligatoires

Données du décembre 2020

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

¹ À titre d'illustration, une baisse de 35 % sur 100 \$ donne 65 \$; une hausse de 52 % de 65 \$ donne 98,8 \$.

² programme d'achats d'urgence face à la pandémie

³ Le capital de la BCE provient des banques centrales nationales (BCN) de tous les États membres de l'UE. Les quotes-parts des BCN dans ce capital sont calculées selon une clé de répartition qui reflète la part respective de chaque pays de la population totale et du produit intérieur brut de l'UE.

Le présent document a pour but d'informer nos clients ; il ne faut pas le considérer comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre, d'un produit ou d'un service quelconque ni l'interpréter comme un conseil de placement précis. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses différentes plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Gestion des devises et d'actifs multiples et peuvent différer des opinions des autres équipes, au sein de la plateforme de placement intégrée de la Banque CIBC.

⊗ Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC inc. et ne doit pas être distribué sans le consentement préalable de Gestion d'actifs CIBC inc.