

PERSPECTIVES

Période de 12 mois débutant le 1^{er} juillet 2021

Table des matières

Faits saillants des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Perspectives des catégories d'actifs	3
Stratégie mondiale	3
Marchés boursiers mondiaux	4
Stratégies en obligations mondiales	5
Devises	6
Marchandises	7
Perspectives économiques régionales	8
Autres scénarios	10
Prévisions économiques	11

Vers un retour prudent à la normale

La croissance du PIB réel mondial a atteint un niveau record au deuxième trimestre et les estimations dépassent les 12 %, ce qui est exceptionnel. La bonne nouvelle? Nous nous attendons à ce que la croissance mondiale reste solide, et à ce qu'elle s'établisse à 5,6 % en moyenne sur les 12 prochains mois. Le bémol? Tout va si bien sur le front de l'économie et de la vaccination que les dirigeants du monde entier peuvent enfin commencer à souffler et à envisager une certaine normalisation de leur politique.

Faits saillants des catégories d'actif

Actions : Les ratios boursiers sont élevés, mais ils devraient rester supérieurs à la normale compte tenu de l'ampleur des perspectives économiques et de la faiblesse des taux d'intérêt.

Titres à revenu fixe : Exposés à des courants contraires, les taux obligataires risquent d'avoir du mal à trouver une orientation claire; ils devraient évoluer dans une fourchette étroite, selon le scénario le plus probable.

Devises : Même si les événements récents risquent d'être insuffisants pour permettre au dollar américain de renouer avec ses sommets cycliques de mars 2020, ils lui permettront peut-être d'entrer dans une phase de consolidation.

Marchandises : La hausse de la demande mondiale et la discipline dont les producteurs continuent de faire preuve (pour le moment) devraient soutenir les prix du pétrole tout au long de l'été et jusqu'à l'automne.

Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 30-juin-21	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Taux des bons du Trésor à 3 mois du Canada	0,25 %	0,25 %	0,25 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	0,45 %	0,25 %	0,65 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	1,39 %	1,00 %	2,00 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	1,47 %	1,25 %	2,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	-0,21 %	-0,45 %	0,10 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,05 %	-0,25 %	0,25 %
Taux des obligations d'État à rendement réel à 10 ans du Canada	0,11 %	0,15 %	0,25 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,17 %	1,50 %	1,00 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	2,98 %	4,75 %	2,65 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	313	250	500
Indice S&P/TSX	20 166	18 300	21 200
Indice S&P 500	4 298	3 800	4 500
Indice Euro Stoxx 50	4 064	3 800	4 400
Indice Topix - Japon	1 944	1 850	2 150
Indice MSCI Marchés émergents	76 677	70 750	83 750
USD/CAD	1,2398	1,219	1,282
EUR/USD	1,1858	1,160	1,230
USD/JPY	111,11	104,00	112,00
USD/CNH	6,47	6,28	6,90
Or	1 770	1 600	2 200
Prix du pétrole WTI	73,47	55,00	77,00

Sources : Thomson Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Perspectives des catégories d'actif

Aperçu mondial

Il est temps de normaliser les politiques

Après les efforts colossaux déployés par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde et grâce au succès et à la montée en régime de la vaccination à l'échelle mondiale, l'économie mondiale a, comme prévu, rebondi. Le PIB réel mondial a atteint une croissance record, probablement supérieure à 12 %, au deuxième trimestre de 2021, ce qui est exceptionnel. La bonne nouvelle, c'est que la croissance mondiale devrait rester soutenue et s'établir à 5,6 % en moyenne au cours des 12 prochains mois.

Le seul problème, c'est que tout va si bien sur le front de l'économie et de la vaccination que les dirigeants du monde entier peuvent enfin commencer à souffler et à envisager une certaine normalisation de leur politique. Pour la plupart des banques centrales des pays développés, il est beaucoup trop tôt pour envisager d'appuyer sur les freins. Leur aide reste nécessaire au redressement des finances publiques, afin de monétiser une partie de la nouvelle dette publique et de maintenir les coûts d'emprunt à des niveaux extrêmement bas. Une longue période d'accélération de la croissance économique et de hausse de l'inflation sera nécessaire pour permettre aux gouvernements d'assainir leur situation budgétaire. Les autorités monétaires en sont pleinement conscientes.

Toutefois, pour bien des banques centrales, le moment semble bien choisi pour commencer à lever le pied de sur l'accélérateur. Les nouvelles émissions de titres d'emprunt du gouvernement devraient fortement diminuer au cours des 12 prochains mois, à la faveur de l'amélioration du contexte cyclique mondial. Cela signifie que les autorités monétaires n'auront probablement pas à acheter autant, ce qui ouvrira la porte à une certaine réduction progressive des rachats d'obligations. À première vue, ce changement de politique peut sembler trop léger pour avoir une incidence sur les marchés financiers, et c'est là que réside le risque. Il ne fait aucun doute que les autorités monétaires feront tout leur possible pour que leurs efforts de normalisation aient le moins d'effets négatifs possible sur les conditions financières. C'est toutefois plus facile à dire qu'à faire. Il y a un an, le monde est passé à une politique monétaire caractérisée par d'importantes injections de liquidités. Au sein de ce régime, les réserves excédentaires des banques centrales jouent un rôle clé dans l'orientation des conditions financières.

Le principal défi pour les banques centrales consiste à déterminer jusqu'à quel point elles peuvent réduire les injections de liquidités devenues monnaie courante. C'est beaucoup plus difficile à faire que de décider d'augmenter le niveau de liquidité dans l'économie. Autrement dit, les banques centrales peuvent renouveler les mesures de relance autant de fois qu'elles le veulent, mais elles ne doivent pas donner l'impression de vouloir les supprimer. La présence de liquidités abondantes est essentielle pour que les actifs à risque poursuivent leur reprise. Les autorités monétaires devront ensuite tenir compte du fait que toutes les banques centrales s'efforceront de normaliser leurs politiques en même temps. Cela complique la tâche et augmente le risque d'erreur.

Au cours de la dernière année, les investisseurs mondiaux se sont habitués à des conditions exceptionnellement propices. Tout s'est bien déroulé grâce à l'énorme croissance du crédit assurée par les pouvoirs publics. Cette croissance mondiale du crédit est maintenant en train de s'essouffler et la tendance se poursuivra pendant tout le processus de normalisation. Même si une tempête financière semble exclue, les conditions risquent de devenir plus difficiles; l'orientation des marchés financiers risque donc de devenir plus incertaine et la volatilité va probablement augmenter.

Stratégie mondiale

Transition dans le cycle

Les cycles économiques peuvent durer plusieurs années et sont constitués de plusieurs phases. Un cycle complet correspond habituellement à une séquence de reprise, d'expansion, de ralentissement et, enfin, de contraction. Cette dernière phase cède ensuite la place à une nouvelle reprise, laquelle marque le début d'un nouveau cycle. Les investisseurs qui s'intéressent aux stratégies macroéconomiques mondiales, comme la répartition tactique de l'actif, doivent tenir compte de ce cycle.

Chaque cycle est bien sûr différent et il peut être préjudiciable de généraliser à outrance, mais il y a des leçons à tirer de l'étude des cycles passés. Par exemple, on conseille généralement d'éviter les actions et de privilégier les obligations en période de récession, et de faire l'inverse en période d'expansion. Il faut bien sûr toujours tenir compte des conditions économiques pour valider les règles tirées des enseignements du passé.

Si les investisseurs doivent porter attention au cycle, c'est également parce que le passage d'une phase à l'autre peut entraîner une réévaluation marquée des cours et engendrer des turbulences. Une phase qui est en place depuis un certain temps et qui est bien reconnue par les investisseurs est moins susceptible de créer de l'inquiétude. Mais le passage à une nouvelle phase du cycle peut engendrer de l'incertitude.

Le cycle actuel amorcé l'année dernière n'a rien d'habituel. Les cycles sont habituellement le résultat de forces macroéconomiques et des déséquilibres existant au sein de l'économie. Dans le cas actuel, la récession a été provoquée par les gouvernements qui ont dû fermer l'économie mondiale pour lutter contre la pandémie de COVID. La reprise a elle aussi été le résultat de décisions gouvernementales. Maintenant que la pandémie est mieux maîtrisée et qu'il est possible de vacciner les populations pour les protéger, l'économie rouvre progressivement. La phase de reprise amorcée au milieu de l'année dernière a donc été caractérisée par une accélération majeure de l'activité économique alimentée par une énorme demande accumulée. Les pouvoirs publics ont opté pour la prudence et les politiques monétaires et budgétaires sont restées ultra-expansionnistes. Les marchés ont énormément progressé, sous l'effet combiné d'une très forte croissance et de taux d'intérêt historiquement faibles.

L'heure est maintenant au passage de la phase de « reprise » à la phase « d'expansion », et celle-ci sera sans commune mesure avec la dernière. Il y a deux points importants à retenir : 1) le pic de croissance est derrière nous, ce qui signifie que la croissance va cesser de s'accroître et qu'elle restera stable; 2) les banques centrales vont

commencer à évoquer la normalisation de leur politique monétaire (à un moment donné, les politiques mises en place en réaction à la crise de la COVID ne seront plus nécessaires). C'est important, dans la mesure où il s'agit d'un changement majeur par rapport à ce que nous avons connu au cours des 9 à 12 derniers mois, et où les marchés réagissent aux nouvelles informations.

Le fait que nous ayons dépassé le « pic de croissance » ne signifie pas nécessairement qu'il faille s'attendre à un ralentissement marqué de la croissance. La croissance va certes diminuer, mais ce sera en grande partie parce que l'effet de base¹ qui alimente actuellement les statistiques économiques va finir par s'estomper. D'ailleurs, nos prévisions de PIB montrent que la croissance restera très forte au regard des normes historiques et qu'elle demeurera supérieure à son potentiel. La normalisation de la politique monétaire sera lente et progressive, et les conditions financières demeureront largement expansionnistes. La prochaine phase du cycle économique devrait donc rester favorable aux actifs à risque, mais moins qu'avant.

L'inquiétude, pour le moment, ne réside pas dans le risque d'atterrissage brutal de l'économie. Le problème, c'est que la transition risque de créer de l'incertitude, de forcer les investisseurs à réévaluer leurs attentes et, au bout du compte, de provoquer des turbulences sur les marchés. Une suppression trop rapide des mesures de relance pourrait être problématique. Il existe également un risque d'inflation si l'économie continue de surchauffer. N'oublions pas non plus qu'une nouvelle vague de COVID n'est pas exclue, en cas d'apparition d'un nouveau variant plus dangereux ou à cause du nombre de gens non vaccinés. L'ampleur des valorisations pourrait également devenir problématique.

Ces risques devraient rester limités et ont relativement peu de chances de se concrétiser au vu de notre scénario de base, mais, ce qu'il faut retenir, c'est que l'ère des gains faciles sur les marchés des actions et des autres actifs à risque, comme les obligations à rendement élevé ou les marchandises, est maintenant révolue. Nous restons d'avis que les actions devraient surpasser les titres à revenu fixe au cours des 12 prochains mois, mais nous sommes conscients des risques croissants qui pèsent sur cette stratégie. Si des turbulences devaient se produire, elles seront probablement temporaires, et les choses devraient s'améliorer une fois la tempête passée. Chercher à éviter la tempête risque toutefois d'être difficile et, au bout du compte, contre-productif.

Marchés boursiers mondiaux

Les actions seront alimentées par une forte croissance des bénéfices

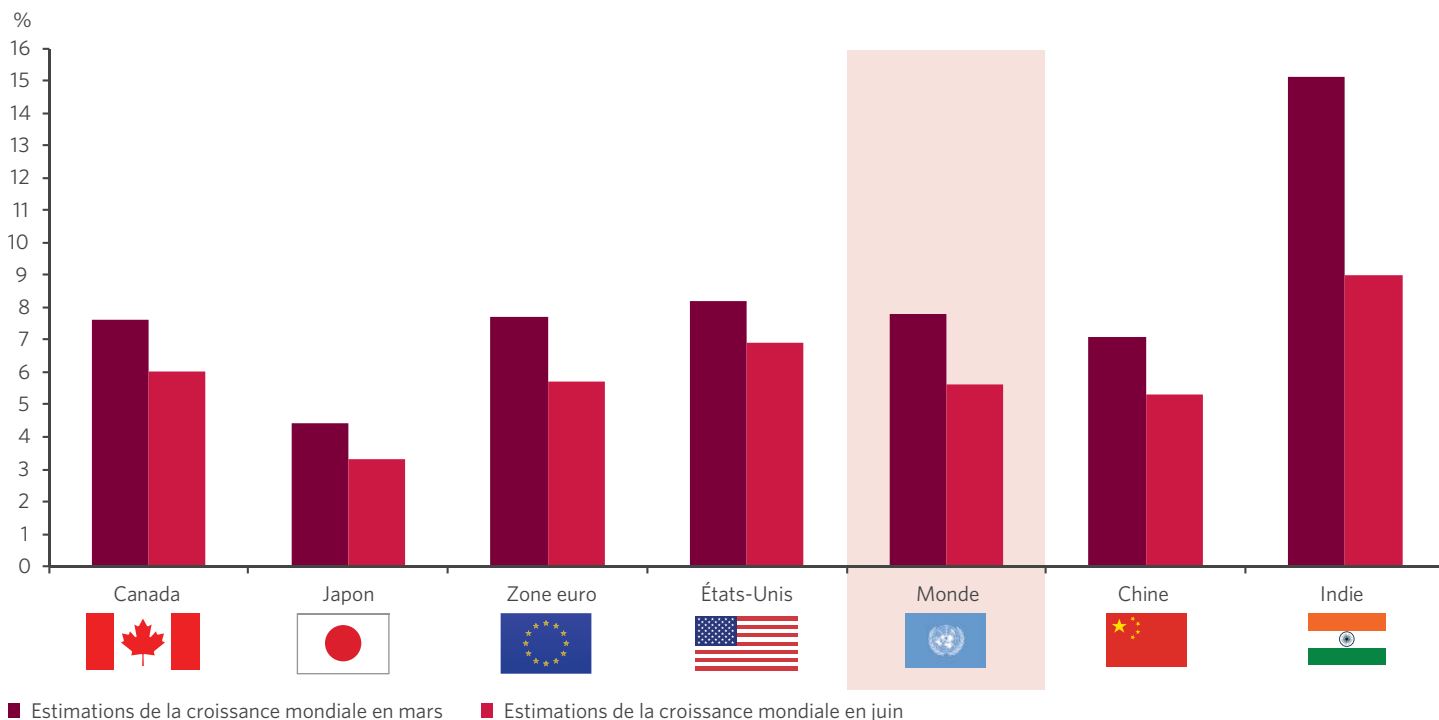
Si les investisseurs s'inquiètent des risques liés au changement de phase économique, cela ne se reflète pas dans les cours des actions. Ces dernières ont en effet poursuivi leur ascension au deuxième trimestre. Les actions canadiennes, représentées par l'indice S&P/TSX, ont progressé de 12 % par rapport à leurs niveaux d'avant la COVID, dont 8 % au dernier trimestre. Les actions américaines ont fait encore mieux, puisqu'elles ont affiché des rendements de 27 % et de 8 % au cours des mêmes périodes. Les secteurs cycliques comme les matériaux et la consommation discrétionnaire ont été les plus performants, à l'inverse des secteurs défensifs comme la consommation de base et les services publics.

S'il est un signe qui témoigne du changement de phase du cycle, c'est que la récente hausse des cours est le fruit de la vigueur des bénéfices. En début de cycle, les investisseurs font grimper les ratios C/B (cours/bénéfice) parce qu'ils s'attendent à ce que les bénéfices finissent par se redresser. C'est ce qui s'est produit entre mars 2020 et mars 2021. Toutefois, depuis mars 2021, c'est la croissance des bénéfices qui a fait grimper les cours, tandis que les ratios C/B ont diminué. Ce phénomène est typique du passage à une phase d'expansion et nous nous attendons à ce que la tendance se poursuive. Les analystes s'attendent à ce que les bénéfices augmentent de 32 % et de 21 % respectivement au Canada et aux États-Unis au cours des 12 prochains mois, ce qui sera favorable aux marchés boursiers. Les ratios boursiers sont élevés, mais ils devraient rester supérieurs à la normale compte tenu de l'ampleur des perspectives économiques et de la faiblesse des taux d'intérêt. Ils finiront par poser problème, probablement plus tard dans le cycle.

Si l'on regarde comment la situation évolue sur le plan de la COVID selon les pays, on observe que les écarts se creusent. De manière générale, la vaccination progresse plus rapidement dans les pays développés que dans les pays émergents. Ceux qui réussiront à enrayer la pandémie pourront rouvrir leurs économies plus librement, tandis que d'autres devront maintenir les mesures de confinement. Cela crée un monde à deux vitesses au sein duquel l'intensité de la COVID fera toute la différence. La Chine est par ailleurs (en raison de la diminution de la croissance du crédit) confrontée à un ralentissement plus prononcé, qui a des répercussions dans de nombreux autres pays. Les perspectives des actions des marchés émergents sont en conséquence contrastées pour les prochains mois; elles accusent déjà du retard, mais cela ne devrait pas durer. Les pays émergents finiront éventuellement par rattraper le reste du monde, puisque la vaccination, malgré sa lenteur, fait des progrès. Nous observons déjà certains signes indiquant que la Banque populaire de Chine est prête à intervenir pour soutenir son économie. Les valorisations pourraient encore offrir une certaine marge de progression aux actions des marchés émergents; si elles ne sont plus aussi avantageuses qu'elles ont déjà pu l'être, elles restent plus intéressantes que celles de nombreux pays développés. Les investisseurs qui investissent dans les actions des marchés émergents sont également exposés aux monnaies des marchés émergents, qui sont parmi les plus attrayantes.

¹ Il s'agit de l'effet que le choix d'une base de comparaison ou de référence peut avoir sur le résultat de la comparaison entre deux valeurs.

Projections de la croissance mondiale : Prévisions de GAC juin 2021 vs mars 2021



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

Stratégies en obligations mondiales

Les rendements des obligations mondiales se sont largement stabilisés au deuxième trimestre par rapport à la volatilité qui avait caractérisé le trimestre précédent. Notre indice de référence, l'indice mondial des obligations d'État FTSE couvert en dollars canadiens, n'a progressé que de 75 points de base au cours de la période. Les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans se sont maintenus entre 1,40 % et 1,80 %, et ceux des obligations allemandes ont oscillé entre -0,32 % et -0,10 %.

Au cours des 12 prochains mois, la volatilité devrait faire un retour en force sur les marchés obligataires des pays développés lorsque les banques centrales de ces pays mettront un terme à leurs politiques ultra-expansionnistes, ce qui risque d'être compliqué, surtout si l'on tient compte de leur relation symbiotique avec les ministères du Trésor et de tous leurs nouveaux objectifs, comme la réduction de l'inégalité des revenus. Le maintien de conditions financières favorables dépendra en grande partie de la date et du rythme de la réduction des mesures de relance de la Fed. Ce difficile exercice d'équilibre suppose des risques importants pour les marchés obligataires, tant à la hausse qu'à la baisse.

Toutes choses égales par ailleurs, les taux obligataires risquent d'avoir du mal à trouver une orientation claire, en raison des courants contraires auxquels ils sont soumis; ils devraient évoluer dans une fourchette étroite, selon le scénario le plus probable. D'un côté, les importantes forces cycliques existantes, résultat des politiques monétaires extrêmement expansionnistes et des politiques budgétaires généreuses mises en place à l'échelle mondiale, pourraient faire grimper les taux à très court terme. Toutefois, si l'on regarde un peu plus loin, la réduction des mesures de relance monétaire et budgétaire devrait faire baisser les taux des marchés développés.

Si l'on divise le taux des obligations du Trésor américain à 10 ans entre ses deux principales composantes, **les taux réels** à 10 ans devraient rester très faibles, entre -1,00 % et -0,50 %, tandis que les **taux de point mort de l'inflation** à 10 ans devraient retomber vers 2,00 % à mesure que les pressions inflationnistes diminueront. Si l'on combine les deux, les taux des obligations américaines à 10 ans devraient osciller entre 1,25 % et 2,25 %. Par conséquent, nous privilégions une durée légèrement inférieure à celle de l'indice de référence au début du troisième trimestre.

En ce qui a trait aux obligations souveraines, nous recommandons de continuer à surpondérer les marchés émergents par rapport aux marchés obligataires des marchés développés. Premièrement, les obligations des marchés émergents restent bon marché; les courbes des taux restent globalement prononcées et les taux réels locaux à 10 ans sont élevés au regard des normes historiques. Deuxièmement, la croissance des marchés émergents devrait être favorisée par la dépréciation du dollar américain, laquelle devrait se traduire par une moindre transmission des variations des taux de change sur l'inflation, par une amélioration de la situation budgétaire et, par extension, par une baisse des primes exigées sur les obligations des marchés émergents. Troisièmement, la hausse des prix des marchandises liée à la demande devrait entraîner une amélioration des termes de l'échange pour les marchés émergents exportateurs et de leurs perspectives de croissance. Enfin, les hausses des taux que les marchés anticipent dans de nombreux pays émergents sont à notre avis excessives. Sur le plan des risques, il conviendra de surveiller de près les mesures mises en place et la capacité de chaque pays à freiner les importantes mesures de relance budgétaire de l'an dernier.

Devises

Dollar américain

Le dollar américain n'a pas cessé de perdre du terrain au cours de la dernière année et il a perdu environ 12 % de sa valeur sur une base pondérée en fonction des échanges. Jusqu'à récemment, le scénario le plus probable était clairement celui d'une poursuite de la dépréciation du dollar américain. Compte tenu de l'amélioration des perspectives de croissance mondiale, la situation a rapidement changé : les banques centrales des pays développés doivent commencer à envisager une normalisation de leur politique monétaire, qui reste ultra-expansionniste. La Réserve fédérale américaine commence d'ailleurs à laisser entendre que c'est ce qu'elle a l'intention de faire.

À première vue, ce changement de politique peut sembler trop léger pour avoir une incidence sur les marchés financiers en général et sur les marchés des changes en particulier. Est-ce vraiment le cas? Nous affirmions depuis un moment que, maintenant qu'elle s'était dotée d'un nouveau régime de ciblage de l'inflation moyenne, la Réserve fédérale visait implicitement à affaiblir le dollar américain et qu'elle continuerait à inonder le monde de liquidités en dollars américains. Ce n'est peut-être plus le cas. La Réserve fédérale n'augmente plus son bilan aussi rapidement et elle a l'intention de réduire progressivement ses achats de titres de créance au cours des 12 prochains mois.

Même si cela risque d'être insuffisant pour permettre au billet vert de renouer avec ses sommets cycliques de mars 2020, cela devrait toutefois lui permettre d'entrer dans une phase de consolidation. À partir de maintenant, son potentiel de hausse ou de baisse dépendra de la capacité ou de l'incapacité de la Fed à convaincre les investisseurs qu'ils n'ont pas d'inquiétude à avoir. Ceux-ci risquent toutefois de se montrer de plus en plus nerveux, au souvenir de ce qui s'était passé en 2018 – il est en effet beaucoup plus difficile de réduire les injections de liquidités de la Fed que de les augmenter.

Dollar canadien

Après avoir atteint un sommet cyclique d'environ 83 cents face au dollar américain au début du mois de juin, le dollar canadien a récemment perdu un peu de terrain. Va-t-il continuer à reculer ou renouera-t-il bientôt avec le mouvement haussier amorcé en mars 2020?

Le dollar canadien a encore de nombreuses sources de soutien. D'une part, la valorisation n'est pas un obstacle. Selon nos indicateurs de valorisation internes, le dollar canadien est sous-évalué par rapport au dollar américain. Lorsqu'il a entamé son redressement à la fin de mars 2020, sa juste valeur a fait de même sous l'effet de l'amélioration rapide des termes de l'échange. En fin de compte, sa valorisation n'a presque pas diminué.

Les termes de l'échange relatifs devraient rester favorables au dollar canadien au cours des prochains mois. Les prix du pétrole devraient toutefois culminer au cours des prochains mois et redescendre un peu par la suite. Autrement dit, la monnaie canadienne pourra moins compter sur cette source de soutien à mesure que nous approcherons de la fin de l'année.

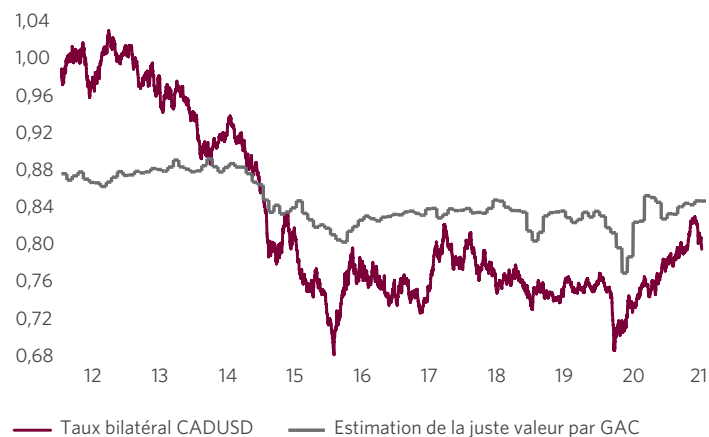
Les récentes mesures mises en œuvre par la Banque du Canada sont également favorables au dollar canadien. En avril, la banque centrale a rajusté ses achats hebdomadaires d'obligations du gouvernement fédéral (qui sont passés de 4 G\$ à 3 G\$ par semaine). De nombreux

investisseurs y ont vu le signe d'une amorce de réduction des mesures de relance de la Banque du Canada. Puisque les besoins d'emprunt du gouvernement fédéral devraient substantiellement diminuer, les autorités monétaires canadiennes devront continuer à réduire leurs achats d'obligations du gouvernement fédéral. Cela dit, l'effet positif potentiel sur la monnaie canadienne sera probablement largement annulé par les efforts de normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale.

Dans l'ensemble, compte tenu des forces antagonistes qui devraient se manifester, le dollar canadien risque de faire du surplace par rapport au dollar américain, entre 0,78 et 0,82 cent américain.

Le dollar canadien passe en mode consolidation

Taux de change CAD-USD et estimation de la juste valeur par GAC



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

Euro

Tel qu'indiqué à la section sur l'économie européenne (page 9), l'économie de la zone euro devrait connaître une croissance relativement rapide au cours des 12 prochains mois. Face à l'amélioration des conditions cycliques, la BCE, tout comme d'autres banques centrales, a dû commencer à normaliser sa politique en réduisant fortement le rythme d'augmentation de son bilan. Le taux de croissance de l'actif total de la BCE a déjà été réduit de moitié, passant d'un sommet de +40 % à +20 %. Bien qu'il s'agisse d'une réduction marquée, il faut la replacer dans le contexte des mesures politiques prises par les autres banques centrales. En termes relatifs, la BCE augmente son bilan plus rapidement que la Réserve fédérale, et elle devrait continuer de le faire. L'euro est en conséquence en train de passer en mode consolidation face au dollar américain et se négocie entre 1,16 et 1,23.

Yen Japonaise

Depuis le début de 2021, de toutes les grandes monnaies, le yen est celle qui s'est le plus dépréciée face au dollar américain. Pourquoi? Depuis presque cinq ans, la Banque du Japon maintient les taux à 10 ans autour de zéro dans le cadre de sa politique de contrôle de la courbe des taux (CCT). Les épisodes de repli du marché des obligations du Trésor américain ont donc tendance à entraîner une hausse du taux de change entre le dollar américain et le yen. C'est exactement ce qui s'est produit au début de 2021. Le potentiel d'augmentation des taux des obligations du Trésor étant limité aux niveaux actuels, la marge de progression du taux de change entre le dollar américain et le yen est probablement limitée elle aussi. Nous anticipons une fourchette de 104 à 112 d'ici le deuxième trimestre de 2022.

Marchandises

Pétrole

Les prix du pétrole ont beaucoup progressé pendant toute la première moitié de l'année. Ils ont bondi de 55 % depuis le début de l'année et sont passés d'environ 48 \$ le baril au début de l'année à environ 75 \$ à la mi-juillet. Cette hausse est attribuable à l'accélération des taux de vaccination partout dans le monde, laquelle a permis de lever les mesures de confinement et de revenir à une routine plus normale, ce qui s'est traduit par une augmentation de la demande d'énergie. Les producteurs continuent par ailleurs de faire preuve de discipline et de limiter leur production, ce qui contribue clairement à soutenir les prix.

Nous nous attendons à ce que la demande de produits finaux du pétrole continue d'augmenter à mesure que les taux de vaccination s'amélioreront et que les gens renoueront avec un mode de vie à peu près normal. La demande d'essence, de kérosène et d'autres produits finaux devrait ainsi augmenter. Du côté de l'offre, l'OPEP+ continue de limiter le nombre de barils commercialisés, ce qui, jusqu'à maintenant, contribue à soutenir les prix du pétrole. Dans d'autres grands pays producteurs non membres de l'OPEP, la croissance de l'offre reste raisonnable et limitée, les investisseurs continuant de faire passer les rendements en capital avant la croissance et les producteurs continuant pour le moment de faire preuve de discipline. Aux niveaux actuels des prix du pétrole, les producteurs peuvent être tentés d'écouler davantage de barils et nous surveillerons de près la croissance de la production d'ici la fin de l'année.

Dans l'ensemble, les conditions nous semblent favorables aux prix du pétrole pour les prochains mois. La hausse de la demande mondiale et la discipline dont les producteurs continuent de faire preuve (pour le moment) devraient contribuer au maintien d'un équilibre serré entre l'offre et la demande, ce qui devrait selon nous soutenir les prix du pétrole tout au long de l'été et jusqu'à l'automne.

Or

Les prix de l'or sont retombés autour de 1 800 \$ l'once depuis leur sommet de 2 060 \$ de début août 2020. Le regain de confiance des investisseurs à l'égard des campagnes de vaccination et la perspective d'un retour à la normale (quelque part entre la deuxième moitié de 2021 et 2022) ont dans une certaine mesure nuï au secteur aurifère cette année. L'or a dans ces conditions perdu une partie de son attrait par rapport aux placements à risque, ce qui a pesé sur les prix. Les craintes relatives à l'inflation et à la montée en puissance du variant Delta de la COVID ont contribué à une remontée des prix de l'or ces dernières semaines.

L'évolution des prix de l'or au cours des prochains trimestres dépendra des débats sur la nature transitoire de la poussée d'inflation actuelle et de la date et de l'ampleur des prochaines hausses de taux d'intérêt. L'or reste selon nous bien orienté pour la deuxième moitié de l'année. Les politiques monétaires et budgétaires devraient selon nous rester expansionnistes malgré le redémarrage et la réouverture des économies mondiales rendus possibles par les progrès de la vaccination. L'augmentation de la masse monétaire, la baisse des taux d'intérêt et la disposition des banques centrales à tolérer une inflation supérieure à la normale pourraient être favorables à l'or cette année et en 2022. Par ailleurs, si la vaccination devait ralentir ou le variant Delta devenir plus problématique, et si la reprise de l'économie

mondiale devait s'enliser, les investisseurs pourraient décider de se rabattre sur des placements plus sûrs. Cela pourrait également soutenir les prix de l'or au cours des mois et des trimestres à venir.

Nous continuons de surveiller les indicateurs des perspectives d'évolution des prix des métaux précieux suivants :

- Les politiques budgétaires et monétaires mondiales
- La forme de la courbe des taux
- Les indicateurs de l'inflation
- Les données macroéconomiques mondiales, les données sur la pandémie et l'actualité politique et sociale

Cuivre

Le prix du cuivre s'est bien comporté cette année : il a commencé l'année à environ 3,50 \$ la livre, avant de culminer à près de 4,75 \$ en mai et de se stabiliser à 4,30 \$, niveau très élevé auquel il se maintenait toujours au moment d'écrire ces lignes. La demande en provenance de Chine, principal consommateur de cuivre, est solide, tandis que l'offre se heurte à un certain nombre de problèmes dans les principales régions productrices, la pandémie ayant nuï aux activités des sociétés minières.

L'évolution du prix du cuivre jusqu'à la fin de l'année dépendra de la demande en provenance de Chine. La situation dans ce pays est contrastée ces derniers temps. La croissance a commencé à ralentir et le pays s'efforce de faire baisser les prix des produits de base par divers moyens, notamment en vendant une partie de sa réserve stratégique de métaux dans le but d'accroître l'offre. Le pays a par ailleurs commencé à assouplir sa politique monétaire afin de soutenir la croissance à court terme.

Maintenant que les États-Unis et l'Union européenne commencent à rouvrir leurs portes de façon plus décisive, la demande dans le reste du monde pourrait compenser en partie le ralentissement observé en Chine. L'évolution des prix du cuivre au cours des prochains mois et des prochaines années dépendra toutefois en grande partie de la demande en provenance de Chine. Dans ces conditions, les prix du cuivre pourraient ne pas renouer avec leurs précédents records à court terme; ils restent toutefois très élevés et largement supérieurs au coût marginal de production.

À moyen terme, les perspectives du cuivre restent selon nous prometteuses. Le cuivre aura un rôle essentiel à jouer dans la transition vers une économie à faibles émissions de carbone. De grandes quantités seront nécessaires à la construction des infrastructures qui permettront de transporter l'énergie renouvelable à faible teneur en carbone vers les utilisateurs finaux. Il faudra selon nous que les mines produisent beaucoup plus pour répondre à cette nouvelle demande et les prix du cuivre devront tôt ou tard augmenter pour les encourager à amener cette nouvelle production sur le marché.

Perspectives économiques régionales

Canada

- Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB réel canadien de 6 % (a/a) au cours de la 12 prochains mois, la croissance la plus rapide depuis plus de 57 ans.
- Nous ne nous attendons pas à ce que la Banque du Canada commence à augmenter les taux d'intérêt sur notre horizon de projection.

Les risques associés à une diminution des mesures de relance de la Banque du Canada

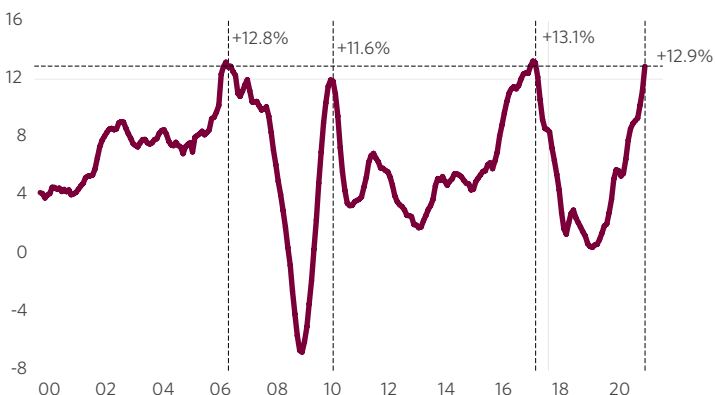
Compte tenu de la forte accélération de la vaccination et de l'assouplissement des restrictions en matière de santé publique, l'économie canadienne devrait connaître une forte croissance au cours des 12 prochains mois. Selon notre scénario de base, la croissance annuelle moyenne du PIB réel pourrait atteindre 6,0 % entre le troisième trimestre de 2021 et le deuxième trimestre de 2022. Cela constituerait une croissance exceptionnelle et la plus rapide des plus de 57 dernières années.

Face à cette croissance rapide de la conjoncture cyclique, la Banque du Canada (BdC) devra emboîter le pas aux autres banques centrales et commencer à normaliser sa politique. Nous n'anticipons pas de hausse des taux d'intérêt au cours des 12 prochains mois. En revanche, nous nous attendons à ce que la BdC doive réduire un peu plus ses achats de titres de créance du gouvernement fédéral.

Les autorités monétaires canadiennes ont probablement l'intention de les réduire progressivement afin de s'aligner sur le recul prévu des nouvelles émissions de titres de créance. Compte tenu des perspectives de diminution du déficit du gouvernement fédéral, qui devrait passer de -155 G\$ pour l'exercice 2021 à -60 G\$ pour l'exercice 2022, elles devraient ramener leurs achats mensuels de 12 G\$ actuellement à environ 4 G\$ en 2022.

Surchauffe du marché canadien de l'habitation

Prix des habitations au Canada (var. annuelle en %)



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

Le défi pour la Banque du Canada sera de trouver le bon rythme de réduction. Comme elle est l'une des premières banques centrales

à avoir commencé à réduire son bilan, elle doit déjà composer avec un certain resserrement des conditions financières induit par l'appréciation du dollar canadien et l'accroissement de la courbe des taux. Une poursuite du resserrement des conditions financières au Canada pourrait rapidement devenir problématique, et obliger la banque centrale à interrompre ses interventions. Un resserrement excessif des conditions de financement hypothécaire pourrait devenir très problématique, compte tenu de l'ampleur et de l'accroissement des déséquilibres observés sur le marché canadien de l'habitation.

États-Unis

- Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel s'établisse à 6,9 % en moyenne au cours des 12 prochains mois, soit son plus haut niveau des plus de 37 dernières années.
- La Fed commencera à normaliser sa politique monétaire, en réduisant le montant de ses achats mensuels de titres du Trésor et de titres de créance adossés à des créances hypothécaires.

Les risques associés à une diminution des achats de titres de créance de la Fed

Du point de vue de la croissance, les perspectives économiques aux États-Unis restent très favorables. Selon nos prévisions, le PIB réel devrait progresser de 6,9 % en moyenne entre le troisième trimestre de 2021 et le deuxième trimestre de 2022, ce qui constituerait sa plus forte croissance des plus de 37 dernières années. Maintenant que l'économie américaine est de nouveau sur les rails et que la courbe de la COVID-19 a été aplatie, la Réserve fédérale américaine doit commencer à normaliser sa politique monétaire, comme presque toutes les autres banques centrales des pays développés. Cela ne signifie toutefois pas qu'elle doive commencer à relever ses taux directeurs. Cela signifie qu'elle doit commencer à réduire le montant de ses achats mensuels de titres du Trésor et de titres de créance adossés à des créances hypothécaires. Elle doit le faire parce que l'amélioration du contexte cyclique s'accompagne d'une diminution des déficits budgétaires du gouvernement, ce qui signifie que le besoin de monétisation de la dette par la banque centrale est moins prononcé.

En 2018, lorsqu'elle avait finalement entrepris de normaliser son bilan, la Réserve fédérale s'était vite rendu compte qu'il pouvait être dangereux de retirer rapidement les réserves excédentaires du système financier. Forte de cette expérience, la Fed procédera probablement très progressivement cette fois-ci. Elle commencera probablement par annoncer son intention de procéder à une réduction de ses achats mensuels de titres de créance plus tard cette année et commencera concrètement à les diminuer au début de 2022.

Si tout se déroule comme prévu, cela se traduira simplement par un ralentissement de la croissance des réserves excédentaires détenues par les banques commerciales auprès de la Fed. En cas de problème, toutefois, cela pourrait entraîner une diminution des réserves excédentaires du système bancaire en raison d'une croissance plus rapide que prévu des éléments de passif hors réserves de la Réserve fédérale. Mais pourquoi s'inquiéter d'une contraction du montant des réserves excédentaires? Dans les faits, les réserves excédentaires détenues par les banques centrales jouent un rôle clé dans l'orientation des conditions financières dans un régime monétaire caractérisé par des liquidités abondantes. Il existe deux

cas dans le passé au cours desquels les réserves excédentaires ont été substantiellement réduites : 1) lorsque la Réserve fédérale a mis fin à son programme d'achats d'actifs en août 2014 et 2) lorsqu'elle a entrepris de normaliser son bilan à l'automne 2017. Dans les deux cas, cela a donné lieu à une détérioration des conditions financières aux États-Unis. Le risque serait que cela se reproduise au cours des 12 prochains mois. Si le resserrement des conditions financières devient trop intense, la Fed ajustera la diminution de ses achats d'actifs pour limiter les dégâts. Le tout sera de trouver le bon rythme de réduction, ce qui ne sera pas facile.

Europe

- Les perspectives de croissance de la zone euro se sont considérablement améliorées et le temps est venu pour la BCE de commencer à normaliser sa politique.
- La BCE a déjà réduit de près de moitié les achats mensuels de titres de créance effectués dans le cadre de son Programme d'achat d'actifs au début de 2021.

La BCE restera prudente, et fera machine arrière au besoin

Nous soutenions depuis un certain temps que la BCE allait garder les deux pieds sur l'accélérateur. Toutefois, maintenant que la courbe de la COVID-19 a été aplatie et que les perspectives de croissance de la zone euro se sont considérablement améliorées, le temps est venu pour la BCE de commencer à normaliser sa politique. Le moins que l'on puisse dire, c'est que cela promet d'être un difficile exercice d'équilibre. N'oublions pas qu'il y a un an, la BCE avait sorti l'artillerie lourde pour tenter d'atténuer les effets des mesures de confinement.

Le fait est que la BCE a déjà commencé à réduire ses mesures de relance. Elle a réduit de près de moitié les achats mensuels de titres de créance effectués dans le cadre de son Programme d'achat d'actifs au début de 2021, une fois l'enveloppe temporaire de 120 G€ ajoutée au début de 2020 entièrement dépensée. D'autres réductions sont attendues au cours des 12 prochains mois, compte tenu du fait qu'une grande partie de l'enveloppe de 1 850 G€ du Programme d'achats d'urgence face à la pandémie a déjà été dépensée. Ce dernier est en outre un programme d'achat d'actifs temporaire qui doit prendre fin en mars 2022.

La suite des choses dépendra également du programme de prêts bancaires consentis dans le cadre du troisième volet des opérations ciblées de refinancement à long terme (TLTRO III). La BCE a ceci d'unique que la croissance de son bilan en 2020 est pour moitié le résultat de l'augmentation des prêts concédés aux banques dans le cadre du programme TLTRO III. Compte tenu des changements apportés à la fin de l'an dernier (hausse du taux maximal de prêt autorisé, ajout de nouvelles tranches), il y a encore beaucoup à tirer du programme TLTRO III. Les banques commerciales de la zone euro semblent toutefois beaucoup moins intéressées, et beaucoup ne sont pas encore sûres de vouloir emprunter davantage auprès de la BCE, malgré des conditions d'emprunt très intéressantes.

Compte tenu de l'amélioration des perspectives de croissance de la zone euro, l'artillerie lourde déployée par la BCE a moins de raisons d'être. Le bilan de la BCE devrait augmenter à un rythme beaucoup plus lent en 2022. Il est bien sûr possible que la banque centrale fasse de mauvais choix. Toutefois, dans la mesure où l'inflation devrait fortement ralentir dans la zone euro, la BCE restera prudente et fera même rapidement machine arrière si les conditions financières devaient trop se détériorer.

Chine

- La Chine vient d'entrer dans une phase plus difficile de son cycle économique, caractérisée par des perspectives de croissance plus faibles.
- Compte tenu du ralentissement de la croissance, nous nous attendons à ce que la Banque populaire de Chine maintienne une orientation plus expansionniste que prévu.

La crise de liquidité des banques s'intensifie

Après plusieurs trimestres de forte croissance économique, la Chine vient d'entrer dans une phase plus difficile du cycle, caractérisée par une poursuite de la diminution de la croissance du crédit, ce qui nuit aux perspectives de croissance.

La croissance du crédit, qui mesure la variation du crédit total en pourcentage du PIB, est récemment devenue négative et devrait encore diminuer au cours des prochains mois, sous l'effet de l'abolition des mesures de relance budgétaire et de la diminution de la création de crédit dans des secteurs qui présentent un risque pour la stabilité financière. Les titres de créance émis par les véhicules de financement des gouvernements locaux (LGFV), qui servent principalement à financer les investissements hors bilan des gouvernements locaux, et les engagements des promoteurs immobiliers ont bondi ces dernières années. Les rendements des actifs des deux secteurs ont en revanche continué à baisser, et sont tombés à environ 1 % à 2 %.

Lors des précédents épisodes de croissance négative du crédit, l'économie chinoise n'a pas été trop touchée lorsque le commerce mondial était solide. La vigueur de la demande étrangère et de la consommation devrait atténuer en partie les effets du ralentissement de la croissance du crédit sur l'économie. Cela dit, les principaux facteurs mondiaux qui alimentent actuellement la demande en provenance de l'étranger (comme la vaccination, les mesures de relance à l'étranger et la reconstitution des stocks) sont temporaires. Il y a peu de chance que la Chine cherche à retarder le ralentissement du crédit par l'ajout de mesures de relance et de crédit, dans la mesure où cela se traduirait par une croissance limitée juste avant le 20e Congrès national du Parti communiste chinois qui doit se tenir à la fin de 2022.

Malgré le ralentissement imminent de la croissance du crédit, les émissions de titres de créance devraient rester très élevées. L'ampleur des déficits gouvernementaux et des besoins de financement des sociétés d'État et des LGFV devrait entraîner un « super déficit » d'environ 17 % du PIB en 2021. Ce chiffre est très proche de celui de 2020 et dépasse d'environ 5 points de pourcentage celui de 2019. Les défis liés à l'absorption de l'offre de titres de créance risquent également d'être accentués par la vague de titres de promoteurs immobiliers et de LGFV devant arriver à échéance.

Afin d'éviter une crise de liquidité et d'aider les banques à absorber cette importante offre de titres de créance malgré le ralentissement de la croissance et l'augmentation des défauts de paiement, nous nous attendons à ce que la Banque populaire de Chine maintienne une orientation plus expansionniste que prévu. Pour ce faire, elle laissera ses taux directeurs inchangés, continuera à injecter des liquidités au besoin et réduira encore les taux de réserves obligatoires (TRO) imposés aux banques.

Autres scénarios

Faible reprise mondiale (probabilité de 20 %)

Dans ce scénario, la vaccination est trop lente et les vaccins ne sont pas aussi efficaces contre les nouveaux variants. La pandémie continue de s'intensifier et de se propager et la réponse politique est largement insuffisante. Les actifs cycliques et à risque perdent beaucoup de terrain. L'économie de la Chine ralentit en outre plus que prévu, ce qui a des répercussions sur le reste du monde. Le marché boursier a rapidement rebondi à la suite de la récession, dans la perspective d'une reprise en V. Cette reprise ne se concrétisant pas, les prix des actions et des marchandises s'effondrent. Une grande partie des obligations mondiales affichant déjà des taux négatifs, les taux risquent de ne pouvoir baisser que dans une poignée de pays. Les valeurs refuges comme l'or montent en flèche.

Retour rapide à la normale (probabilité de 20 %)

Dans le scénario le plus optimiste, l'immunité collective est atteinte plus rapidement que dans le scénario de base. Le regain de confiance permet un retour à la normale plus rapide que prévu et la reprise de la consommation stimule l'économie mondiale. Les taux restent très faibles à l'échelle mondiale malgré un redressement plus marqué que prévu du cycle économique. Les taux quasi nuls des obligations ne se justifient que par les politiques très expansionnistes des banques centrales. Face à l'augmentation des anticipations inflationnistes, le marché obligataire commence à tester la détermination des banques centrales. Le marché des actions poursuit sa reprise et les secteurs les plus sensibles à la réouverture de l'économie tirent largement leur épingle du jeu.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Reprise mondiale lente (20 %)	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Pétrole	Or Obligations du Trésor américain Franc suisse
Retour accéléré à la normale (20%)	Obligations de la zone euro Obligations canadiennes Obligations du Trésor américain	Actions européennes Métaux industriels Obligations des marchés émergents



Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel ²	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ³	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	0,3 % ⁴	5,6 %	6,0 %	3,6 %	2,7 %	2,7 %	Près de 0 %
États-Unis	0,4 %	6,3 %	6,9 %	5,0 %	3,3 %	3,4 %	Près de 0 %
Zone euro	-1,3 %	4,7 %	5,7 %	1,9 %	1,9 %	1,9 %	Près de 0 %
Chine	18,3 %	5,6 %	5,3 %	1,3 %	2,2 %	2,0 %	Réduction du RRR ⁵
Japon	-1,6 %	2,8 %	3,3 %	-0,1 %	0,5 %	0,8 %	Près de 0 %
Monde	3,9 %	5,2 %	5,6 %	2,0 %	3,1 %	3,5 %	-

²Croissance du PIB réel (en % sur 12 mois)

³% sur 12 mois

⁴Croissance implicite (établie à partir des données sur 3 mois)

⁵Taux de réserves obligatoires

Données en date de juin 2021.

Sources : Datastream, Bloomberg et calculs de Gestion d'actifs CIBC.

Auteurs



Luc de la Durantaye

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



Vincent Lépine

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



Francis Thivierge

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



Jean-Laurent Gagnon

Assistant gestionnaire de portefeuille,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Éric Morin

Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Anne-Katherine Cormier

Analyste principale,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Daniel Greenspan

Analyste principal et
directeur de l'équipe des ressources



Karen Mueller

Rédactrice principale,
Marketing de patrimoine et communication

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement. Il ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC utilise plusieurs styles de placement pour ses différentes plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Multiclasse d'Actifs et Gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes. Les informations communiquées ne constituent pas un conseil légal ou fiscal.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés sont associés à des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas 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 déposées de la Banque Canadienne Impériale de Commerce, utilisées sous licence.