

PERSPECTIVES

Perspectives trimestrielles sur l'économie et les catégories d'actif

Printemps 2024



« Une combinaison de croissance résiliente aux États-Unis et d'assouplissement des politiques monétaires dans le monde nous incite à un optimisme prudent à l'égard des marchés boursiers.



Michael Sager, Ph.D.

Directeur général et chef,
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, M.Sc., CFA

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

Juste équilibre

Voici le numéro du printemps 2024 de Perspectives.

L'année 2024 a commencé en beauté. La résilience économique a persisté aux États-Unis, et d'autres pays, dont le Canada, ont pu voir des signes de vigueur spontanée. Les craintes d'une récession mondiale – généralisée à la même période l'an dernier – sont maintenant reléguées à une perspective plus lointaine. Le fil conducteur est la santé collective des consommateurs, ceux-ci évoluant dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés que prévu découlant d'une combinaison de revenus réels supérieurs aux attentes, de marchés du travail robustes et de solides effets de richesse. Nous nous attendons à ce que ce contexte de croissance plutôt favorable persiste jusqu'à la fin de 2024. Les efforts visant à ramener l'inflation à la cible de la politique monétaire de la banque centrale ont également donné des résultats marquants. Cependant, comme il fallait s'y attendre, la dernière ligne droite est la plus difficile, et l'inflation dans le secteur des services persiste, en particulier aux États-Unis et dans certains marchés émergents.

La croissance élevée et l'inflation persistante ont incité les participants à modérer leurs attentes à l'égard des réductions de taux. Les banques centrales entrevoient toujours de réduire les taux, même si la résilience économique remet en question la validité des mesures de relance, surtout dans un monde où les liquidités sont encore abondantes. Cette résilience, conjuguée à la hausse de l'endettement public et à divers facteurs favorables aux placements dont il a été question dans notre dernier rapport [Rendements annualisés à long terme attendus des marchés financiers en 2024](#), laisse croire que le niveau d'équilibre des taux d'intérêt sera plus élevé que la tendance observée durant les années 2010. Cela témoigne de l'attrait renouvelé pour une gamme de titres à revenu fixe, qu'il s'agisse de titres d'État de pays développés, de titres de créance de sociétés ou de marchés émergents.

Par ailleurs, [nous faisons preuve d'un optimisme prudent](#) à l'égard des marchés boursiers. La confiance des investisseurs est restée élevée et les marchés boursiers ont fait fi du recul des prévisions de réduction de taux et ont plutôt réagi positivement à l'amélioration des perspectives de croissance. Le rendement boursier a aussi profité de l'enthousiasme soutenu à l'égard de l'intelligence artificielle (IA). Certains signes avant-coureurs se profilent à l'horizon. Les données mensuelles sur l'inflation seront importantes pour déterminer l'ampleur et le moment de l'assouplissement de la politique monétaire; nous doutons que les marchés boursiers puissent ignorer aussi facilement qu'ils l'ont fait ces derniers mois une autre hausse marquée des rendements obligataires. Les valorisations sont exagérées dans certains marchés. Les risques géopolitiques demeurent élevés. De plus, la volatilité des marchés devrait augmenter à l'approche des élections américaines. Les investisseurs seront probablement récompensés pour leur sélectivité, et nous continuons à privilégier les solides paramètres fondamentaux et les valorisations relativement intéressantes. Le Canada et plusieurs marchés émergents, à l'exclusion de la Chine, demeurent dignes d'intérêt à cet égard.

Nous espérons que les commentaires présentés dans ce numéro de Perspectives vous aideront à mieux comprendre les marchés en 2024.

À [Gestion d'actifs CIBC](#), nous nous engageons à fournir des analyses des marchés et des placements. Nous espérons que notre revue trimestrielle des marchés et nos perspectives économiques vous seront utiles pour trouver les bonnes stratégies de placement qui cadrent avec les objectifs et les attentes de votre portefeuille. Si vous avez des questions ou si vous souhaitez discuter de nos perspectives et de nos commentaires, veuillez communiquer en tout temps avec votre conseiller ou un représentant de la Banque CIBC.



Stratégie relative aux marchés mondiaux

Une baisse des taux pourrait ouvrir la porte à une reprise alimentée par la liquidité

Dans le [numéro d'hiver de Perspectives](#), nous avons exprimé notre opinion à l'égard des actions en faisant preuve d'un optimisme prudent et sélectif. Nous avons laissé entendre que les perspectives des marchés dépendraient de la façon dont la reprise progressera à mesure que le cycle économique sortira de sa récente phase de ralentissement.

Depuis, les données laissent croire que l'économie américaine a continué de croître au-delà de son potentiel. Au Canada, le produit intérieur brut (PIB) réel s'est contracté au troisième trimestre, mais les résultats du quatrième trimestre se sont étonnamment redressés et les données économiques jusqu'à maintenant en 2024 semblent indiquer une reprise soutenue. Cette tendance s'est manifestée dans de nombreux autres pays, où les indices de confiance des directeurs d'achats et d'autres données sont généralement conformes aux signes d'une vigueur spontanée. Dans tous les pays développés, de bons progrès ont été réalisés pour ramener l'inflation plus près des cibles de la politique des banques centrales, mais il reste encore beaucoup à faire avant que les banques centrales ne remportent la victoire. Les pressions inflationnistes sous-jacentes restent importantes.

Des indicateurs avancés laissent entrevoir une amélioration des perspectives cycliques

Indice économique avancé du Conference Board (d'un mois à l'autre)

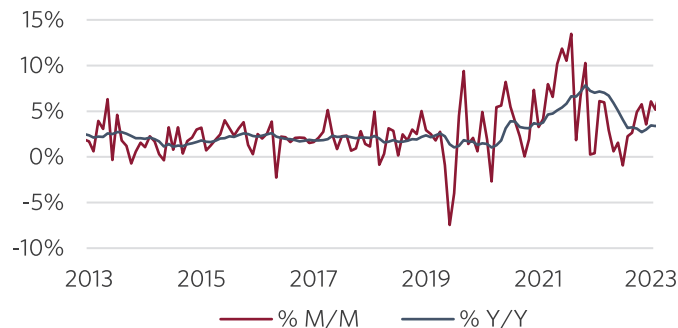


Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 29 février 2024.

L'un des principaux risques relevés dans le numéro d'hiver de Perspectives était que la résilience de l'activité économique aux États-Unis et le resserrement du marché du travail ailleurs entraîneraient une reprise de l'inflation. Ce risque s'est accru récemment avec la publication de données supérieures aux attentes, en particulier dans les secteurs des services et de la location. Ce contexte a amené les participants au marché à revoir à la baisse l'ampleur des réductions de taux d'intérêt et à les repousser (au moins pour 2024) pour qu'elles soient plus conformes à notre opinion depuis le début de l'année.

Les pressions inflationnistes sous-jacentes persistent

IPC des É.-U. – Services hors logement



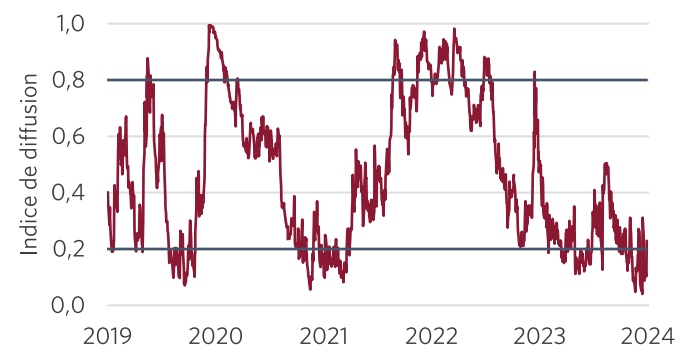
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 29 février 2024.

Ce changement dans les perspectives de taux d'intérêt est important, car la plus récente remontée des marchés boursiers a commencé en novembre 2023, lorsque la Réserve fédérale américaine (Fed) a signalé la fin du resserrement monétaire, alimentant l'espoir d'un cycle de réductions de taux rapides et importantes. Jusqu'à maintenant, le marché boursier a examiné les perspectives de taux et continue d'être stimulé par la vigueur surprenante de la croissance et les perspectives favorables de la technologie et de l'IA.

Même si, selon nous, les taux d'intérêt (de même que des valorisations plutôt difficiles dans certains marchés) sont appelés à jouer un rôle plus important dans les rendements, la croissance et l'IA pourraient continuer de dominer le discours à court terme. Ce qui manque jusqu'à maintenant, c'est un catalyseur pour changer ce discours. Nous estimons que la récente hausse inattendue de l'inflation pouvait jouer sur la confiance des investisseurs, mais cela ne s'est pas encore avéré le cas – l'optimisme demeure. Nous devons aussi tenir compte de la possibilité d'assister à l'un des rares épisodes d'atterrissage en douceur idéal, lorsque l'inflation revient à la cible de la politique monétaire sans subir de difficultés économiques importantes.

Les investisseurs restent optimistes

Indicateur d'appétit pour le risque de Gestion d'actifs CIBC



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

Étant donné tous ces facteurs, nous réaffirmons que, selon les perspectives fondamentales, une combinaison d'une activité économique résiliente et d'une inflation expansionniste signifie que l'ampleur de l'assouplissement des taux d'intérêt devrait décevoir les attentes du marché, même après la récente révision des prix. Compte tenu de l'ampleur des valorisations, les marchés boursiers risquent de se buter à une volatilité plus élevée et à des replis périodiques. Le potentiel de hausse semble limité et il conviendra de faire preuve de sélectivité.

À l'heure actuelle, ce point de vue ne coïncide pas avec ce que l'on observe sur le marché boursier. Selon nous, il vaut mieux être pragmatique que de s'en tenir à une stratégie qui ne fonctionne pas. En conséquence, nous avons récemment liquidé notre sous-pondération tactique des actions par rapport à la surpondération des titres à revenu fixe et l'avons remplacée par différentes stratégies tactiques relatives au sein de chacune des catégories d'actif qui traduisent mieux les occasions créées par la divergence cyclique actuelle entre les pays et les régions. Ainsi, nous surpondérons le Canada et les marchés émergents, et sous-pondérons les actions de l'EAEO et les actions américaines à petites capitalisations. Des précisions expliquant les raisons de ce positionnement se trouvent ci-après.

Nous avons également liquidé notre surpondération tactique des obligations canadiennes à court terme et universelles. Nous avons établi une surpondération des titres à revenu fixe mondiaux plutôt qu'une sous-pondération des titres à revenu fixe canadiens. Cette position relative offre un léger portage positif sur la base d'un taux couvert et est conforme à nos indicateurs de valorisation et cycliques.

Nous avons également liquidé notre sous-pondération des titres à revenu fixe de qualité inférieure. Celle-ci avait été établie pour tenir compte du risque élevé de récession que nous avons repéré en 2023. Ce risque a sensiblement diminué par la suite. Bien que les écarts de taux se soient resserrés et qu'ils soient faibles par rapport aux normes historiques, cette position n'est plus très prometteuse. L'élargissement des écarts de taux pour les titres de qualité inférieure pourrait se produire plus tard dans l'année si les perspectives économiques cycliques se détériorent. Toutefois, dans un avenir prévisible, les conditions économiques ne justifient pas cette position.

Actions mondiales : occasions découlant du décalage conjoncturel

Catégorie d'actif	Actuel 29-mars-24	Fourchette la plus probable pour les 12 prochains mois	
		Minimum	Maximum
Taux des bons du Trésor du Canada à 3 mois	5,00%	3,75%	5,00%
Rendement des obligations d'État canadiennes à 2 ans	4,18%	3,00%	4,25%
Rendement des obligations d'État canadiennes à 10 ans	3,47%	3,10%	4,25%
Rendement des obligations d'État américaines à 10 ans	4,20%	3,50%	4,75%
Rendement des obligations d'État allemandes à 10 ans	2,30%	1,50%	3,00%
Rendement des obligations d'État japonaises à 10 ans	0,72%	0,40%	1,30%
Rendement des obligations d'État à rendement réel du Canada à 10 ans	1,63%	1,30%	1,85%
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,14%	0,90%	1,20%
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	3,05%	2,60%	3,75%
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en \$ US)	287	250	500
Indice S&P/TSX	22 167	20 500	24 750
Indice S&P 500	5 254	4 600	5 650
Indice Euro Stoxx 50	5 083	4 400	5 450
Indice Topix - Japon	2 769	2 500	3 050
Indice MSCI Marchés émergents	64 013	58 000	71 000
USD/CAD	1,3540	1,315	1,400
EUR/USD	1,0790	1,040	1,120
USD/JPY	151,35	142,00	158,00
USD/CNH	7,26	7,10	7,40
Or	2 230	1 900	2 600
Prix du pétrole WTI	83,17	65,00	100,00

Sources : Gestion d'actifs CIBC et Bloomberg.

Actions mondiales : occasions découlant du décalage conjoncturel

Les marchés boursiers ont commencé l'année en force. Même si les **sept géants** s'en tirent toujours bien, la reprise s'est généralisée et a pris une orientation procyclique. À long terme, les actions devraient progresser de 6,5 % par année (rendement total prévu sur 10 ans pour l'indice MSCI Monde tous pays en dollars canadiens). Par conséquent, le rendement de 11 % inscrit au premier trimestre de cette année est important. Évidemment, on ne s'attend pas à ce que les actions produisent des rendements réguliers et uniformes et, par définition, des rendements supérieurs à la moyenne ne peuvent être maintenus sur de longues périodes. Lorsque le point de départ du marché est bas – comme c'est habituellement le cas après une période de rendements sous la tendance –, cela lui laisse une marge pour se reprendre. Toutefois, lorsque son point de départ est élevé – comme c'est le cas actuellement –, tout rendement supérieur à la moyenne continue de pousser le marché au-delà de sa tendance. Ainsi, nous devrions nous attendre à un ralentissement de la croissance. Cette attente est conforme à nos prévisions de croissance économique, qui tablent sur une croissance résiliente, mais pas supérieure à la tendance.

Nous avons récemment établi des surpondérations des actions canadiennes et des marchés émergents. Ces deux marchés ont enregistré des rendements nettement inférieurs au cours des deux dernières années. Par conséquent, leurs valorisations semblent plus intéressantes et elles n'ont pas fait l'objet du même phénomène de surachat que dans d'autres régions. Elles pourraient donc connaître une période de rattrapage quand l'économie et les bénéfices des sociétés se remettront du récent ralentissement.

La valorisation des actions canadiennes augmente, mais n'est pas chère

Ratio C/B prévisionnel de l'indice composé S&P/TSX

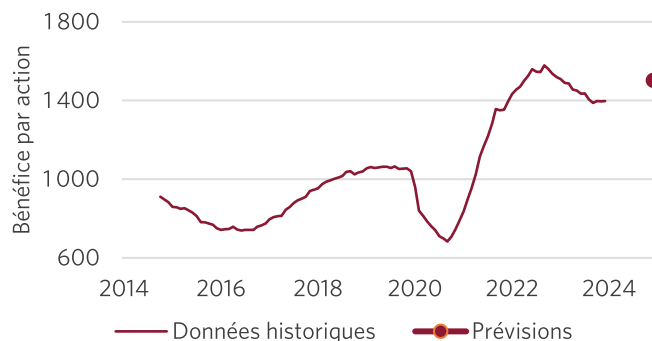


Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 29 mars 2024.

Ces surpondérations sont en contrepartie de sous-pondérations des actions de l'EAEO et des actions américaines à petites capitalisations. Les actions de l'EAEO se sont relativement bien comportées ces derniers mois. Les bénéfices des sociétés européennes résistent mieux que prévu malgré la faiblesse de l'économie. Ainsi, cette catégorie de titres a peu de chances de tirer son épingle du jeu par rapport aux autres. Le Japon offre des perspectives plus favorables, compte tenu des réformes structurelles mises en œuvre pour améliorer la compétitivité des entreprises. Toutefois, comme le Nikkei a progressé de plus de 50 % depuis le début de 2023, une grande part est déjà prise en compte dans le cours.

Après une contraction, on s'attend à ce que les bénéfices se redressent au Canada

Bénéfice par action du S&P/TSX



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 29 mars 2024.

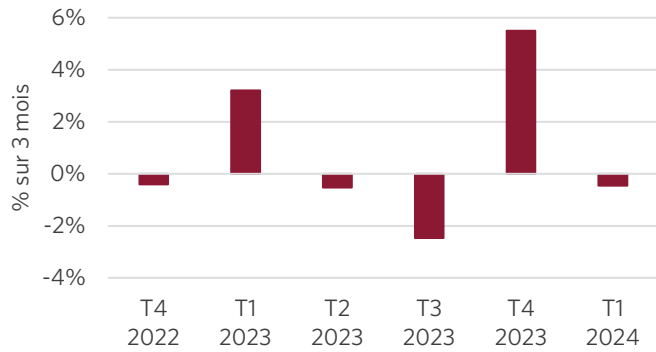
La plupart de nos indicateurs laissent entrevoir un rendement relatif inférieur des actions américaines à court terme. Toutefois, comme nous l'avons mentionné précédemment, le rendement de l'indice S&P 500 est de plus en plus concentré dans quelques sociétés peu sensibles aux perspectives économiques cycliques. Le risque est que cette situation persiste dans un avenir prévisible. Par conséquent, les actions américaines à petite capitalisation permettent d'exprimer notre point de vue fondamental négatif sur le plan tactique sans investir dans les technologies et l'IA. En revanche, les actions à petite capitalisation sont plus sensibles à l'amélioration des perspectives économiques et moins chères que le reste du marché américain des actions. Mais elles souffriront aussi plus dans un contexte où, selon notre scénario de base, les cycles d'assouplissement des banques centrales des marchés développés sont moins importants et moins longs que ce qu'indiquent les prévisions consensuelles.

Obligations mondiales : augmentation prudente de la durée

Les obligations mondiales ont été légèrement négatives au premier trimestre de 2024, comme en témoigne le recul de 0,44 % de l'**indice FTSE World Government Bond** (couvert en dollars canadiens). Les rendements des obligations ont été soutenus par une croissance économique inattendue, conforme à un contexte de reprise mondiale spontanée et d'inflation persistante qui dépasse les prévisions consensuelles. Les importantes émissions d'obligations du Trésor expliquent aussi probablement des taux de rendement plus élevés qu'ils ne le seraient autrement, étant donné la prime de terme accrue. Au cours des 12 prochains mois, nous nous attendons à ce que le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans fluctue entre 3,50 % et 4,75 %, et qu'il se stabilise autour de 4,15 %. Le point d'arrivée dans cette fourchette dépendra de l'un de nos trois scénarios économiques.

Le rendement de l'indice de référence des obligations mondiales a été légèrement négatif au premier trimestre

Rendement des obligations mondiales - FTSE WGBI



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg. Données en date du 29 mars 2024.

Dans notre scénario de base, l'inflation aux États-Unis risque de persister plus longtemps que ce sur quoi tablent les prévisions consensuelles. Le cycle de baisse des taux devrait donc être plus court et moins marqué que ce qui ressort actuellement aux États-Unis (et dans d'autres grands marchés développés), et le taux directeur devrait rester élevé plus longtemps que prévu. Par conséquent, les rendements des obligations américaines à 10 ans devraient osciller autour de 4,15 %.

L'amélioration des données économiques a soutenu les taux obligataires

Surprises économiques mondiales et rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données en date du 29 mars 2024.

Par contre, si la politique monétaire mondiale s'avère insuffisamment restrictive, l'économie mondiale pourrait croître à un taux supérieur à sa tendance non inflationniste à long terme. Dans ce scénario, comme l'inflation devrait remonter, la Fed devrait maintenir son taux directeur tel qu'il est. Dans un tel cas, nous nous attendons à ce que les rendements des obligations du Trésor à 10 ans grimpent à 4,75 %. Dans un scénario moins probable, si le resserrement de la politique monétaire s'avère plus restrictif que ce que nous estimions, il pourrait en découler un ralentissement de la croissance mondiale qui favoriserait des offres de valeurs refuges sur les marchés obligataires des pays développés. Cette éventualité pourrait pousser les rendements des obligations du Trésor américain vers le bas de notre fourchette prévue, procurant des rendements intéressants pour les obligations.

Au chapitre de la stratégie de portefeuille et à l'égard du taux des

obligations du Trésor à 10 ans se situant actuellement dans la moitié supérieure de notre fourchette de prévisions des 12 prochains mois, nous avons pris une position surpondérée pour la durée dans nos portefeuilles. Il s'agit d'une position modeste pour le moment dans la mesure où le risque de hausse des taux n'est pas négligeable à court terme. Nous n'hésiterions pas à adopter une position plus audacieuse si les taux américains à 10 ans se rapprochaient du sommet de notre fourchette.

Pour ce qui est des obligations des marchés émergents, nous avons orienté notre stratégie de façon plus procyclique au cours des derniers mois. Malgré les valorisations élevées des obligations locales et des obligations des marchés émergents libellées en dollars américains, le contexte mondial s'est amélioré, ce qui donne l'occasion d'élargir le positionnement à long terme du portefeuille.

Devises

Dollar américain : résilience soutenue

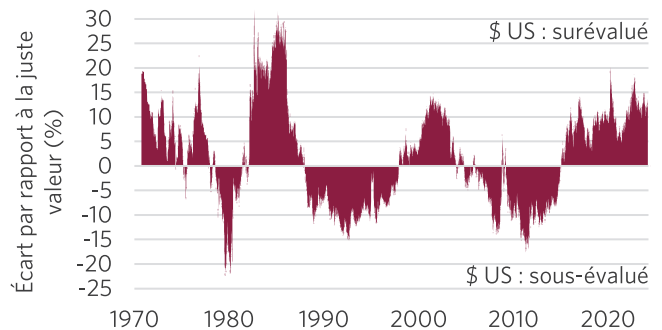
Le dollar américain est demeuré solide au premier trimestre de 2024, s'appréciant d'un peu plus de 2,0 %, après pondération en fonction des échanges. Sa vigueur a été généralisée et il a inscrit des gains notables par rapport au yen, au franc suisse et à de nombreuses autres petites monnaies de marchés développés. Un facteur clé de la résilience soutenue du dollar américain a été la révision à la baisse des prévisions de réduction des taux des banques centrales, axée sur la Fed. Par ailleurs, le rendement exceptionnel soutenu des actions américaines et l'augmentation du risque géopolitique ont probablement aussi aidé le dollar américain à conserver sa position acheteur.

Le dollar américain s'est récemment apprécié et reste fortement surévalué. Jusqu'ici, rien de nouveau : le dollar américain est de plus en plus surévalué depuis près d'une décennie. Cette vigueur du billet vert n'améliore en rien la compétitivité des États-Unis, dont le déficit commercial avec le reste du monde est beaucoup plus important qu'il y a dix ans.

Les élections américaines approchent à grands pas et une nouvelle guerre commerciale se profile à l'horizon, si bien que le déséquilibre commercial des États-Unis risque de faire à nouveau parler de lui. D'ici là, le dollar américain (comme l'économie américaine) devrait continuer de résister, notamment face aux monnaies des autres marchés développés.

Dollar américain : toujours surévalué après toutes ces années

Écart entre l'indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges et sa juste valeur estimée par Gestion d'actifs CIBC



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

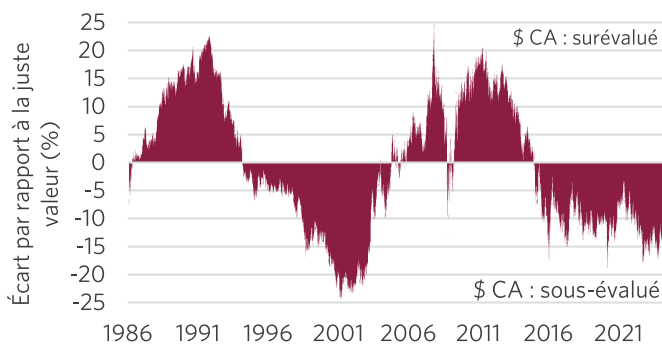
Dollar canadien : latéralement par rapport au dollar américain et baisse comparativement aux monnaies fondamentalement solides des marchés émergents

Depuis le début de 2024, le comportement du dollar canadien reproduit celui du dollar américain. Même si le huard a perdu du terrain sur le plan bilatéral par rapport au dollar américain au premier trimestre, cela n'a pas été suffisant pour le sortir de la fourchette relativement étroite qui prévaut depuis la fin de 2022. De plus, la volatilité du taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain demeure exceptionnellement faible. Ce qui est relativement unique, c'est que cette consolidation latérale continue par rapport au dollar américain a lieu alors que le dollar canadien était profondément sous-évalué.

Nous ne nous attendons pas à ce que le dollar canadien renoue avec sa juste valeur au cours des 12 mois de notre horizon de prévision, dans la mesure où aucun de ses principaux moteurs habituels ne devrait beaucoup bouger durant cette période. Les prix de l'énergie ne devraient pas beaucoup augmenter. L'orientation relative des politiques monétaires de la Banque du Canada (BdC) et de la Fed ne devrait pas changer beaucoup non plus. Et le boom démographique actuel continuera probablement de nuire à la productivité du Canada. Le taux de change devrait donc se maintenir entre 1,315 et 1,40 \$ CA par dollar américain au cours de la période de référence de 12 mois.

Le dollar canadien demeure fortement sous-évalué par rapport au dollar américain

Écart entre le taux de change \$ CA/\$ US et sa juste valeur estimée par Gestion d'actifs CIBC



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

Euro : aucune hausse importante par rapport au dollar américain, sauf si la BCE devance la Fed

La surévaluation du dollar américain qui dure depuis dix ans n'a pas été observée seulement par rapport au dollar canadien. Il en va de même pour l'euro, principalement en raison des efforts colossaux d'assouplissement déployés pendant la majeure partie de cette période par la Banque centrale européenne (BCE). Pendant longtemps, la politique d'une faiblesse implicite de l'euro mise en œuvre par la BCE a favorisé une augmentation de la part de marché américain des exportateurs de la zone euro et un élargissement de l'excédent commercial bilatéral de la zone euro.

Sur le plan des taux de change, la BCE préférerait vraisemblablement adopter un ton conciliant avant la Fed afin de maintenir l'euro en territoire sous-évalué par rapport au dollar américain, en élargissant les écarts de taux d'intérêt à court terme entre le dollar américain et l'euro. Toutefois, l'évolution de l'inflation doit être suffisamment favorable pour

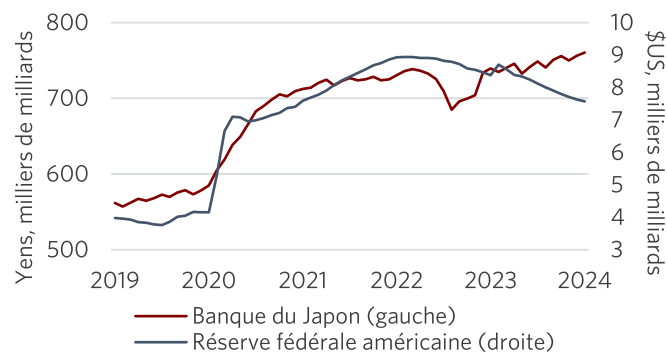
permettre de telles mesures. À en juger par sa plus récente évaluation de l'économie, la BCE semble convaincue que la lutte contre l'inflation sera bientôt gagnée et que les conditions sont réunies pour amorcer plusieurs réductions de taux. Nous ne sommes pas aussi convaincus, et nous attendons donc à un taux de change bilatéral plus volatil entre l'euro et le dollar américain, oscillant entre 1,04 \$ US et 1,12 \$ US pendant la période visée.

Yen : aucun catalyseur pour alimenter une vigueur persistante du yen

Comme cela a souvent été le cas, la Banque du Japon continue de faire cavalier seul. En mars, alors que d'autres banques centrales des marchés développés approchaient du début d'un cycle d'assouplissement monétaire, la Banque du Japon mettait en œuvre une politique conciliante. Des années de politique extrêmement expansionniste – mise en œuvre dans le but d'aider l'économie japonaise à s'extirper durablement de sa tendance toxique à la déflation – ont poussé le yen à des niveaux extrêmes de sous-évaluation par rapport à de nombreuses devises, dont le dollar américain. Alliée à la fragile demande intérieure japonaise, la faiblesse de la monnaie a fait passer l'excédent commercial du Japon avec les États-Unis à son plus haut niveau en 16 ans.

La Banque du Japon et la Réserve fédérale ont adopté des politiques différentes

Bilans des banques centrales



Source : Renseignements calculés par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 24 mars 2024.

Même si la Banque du Japon a commencé à normaliser sa politique monétaire, il reste difficile de trouver un catalyseur qui alimentera la vigueur du yen pour une période prolongée. La Banque du Japon est consciente que des mesures trop musclées risquent de compromettre les efforts de réforme en cours au Japon pour briser le cycle déflationniste des trois dernières décennies. Ce qui laisse croire que la normalisation de la politique monétaire se fera lentement et qu'il est peu probable qu'elle entraîne un rapatriement de capitaux important par les investisseurs japonais ou qu'elle modifie les perspectives macroéconomiques générales du yen. Il est plus probable que le yen soit en mode de consolidation par rapport au dollar américain. Nous prévoyons que le yen se négociera entre 142 ¥ et 158 ¥ au cours de la période visée.

Marchandises

Pétrole brut : fourchette étroite

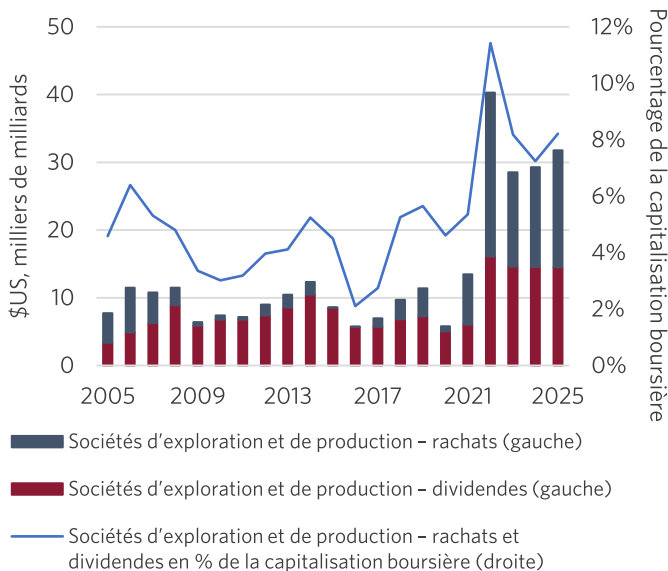
Depuis le début de 2024, le prix du pétrole a augmenté, passant d'un creux de 70 \$ US le baril au début de l'année à 80 \$ US le baril au début du deuxième trimestre. Plusieurs facteurs favorables ont été

pris en compte. Premièrement, les producteurs ont, de façon générale, limité l'offre. L'Organisation des pays exportateurs de pétrole et la Russie (OPEP+) continue de limiter la production, et les producteurs nord-américains cotés en bourse continuent d'accorder la priorité aux rendements des actionnaires plutôt qu'à une augmentation de la production. Deuxièmement, l'économie mondiale s'est révélée plus résiliente que prévu, contribuant à soutenir la demande d'énergie. Troisièmement, l'intensification des risques géopolitiques, y compris les guerres en Ukraine et au Moyen-Orient, a contribué à soutenir les prix du pétrole brut.

Nous nous attendons à ce que la rigueur en matière d'offre persiste. Les producteurs nord-américains continuent d'exploiter selon leurs moyens. Les actionnaires demeurent concentrés sur le désendettement des bilans, les dividendes et les rachats d'actions et, jusqu'à présent, les producteurs ont respecté ce scénario.

Les actionnaires des sociétés pétrolières nord-américaines restent concentrés sur le désendettement, les dividendes et les rachats d'actions

Sociétés d'exploration et de production – rachats et dividendes



Source : Renseignements calculés par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs suivants : Peters & Co.; Bloomberg. Données au 4 avril 2024.

De plus, les producteurs cotés en bourse investissent peu dans la croissance de l'offre, et l'OPEP+ continue de soutenir les prix en limitant la production de ses États membres.

Par ailleurs, les risques géopolitiques demeurent élevés. En particulier, le risque que la guerre à Gaza se transforme en un conflit régional plus large demeure très réel. Dans un tel cas, il pourrait y avoir des répercussions sur l'offre de matériaux sur le marché pétrolier, ainsi qu'un risque de hausse des prix.

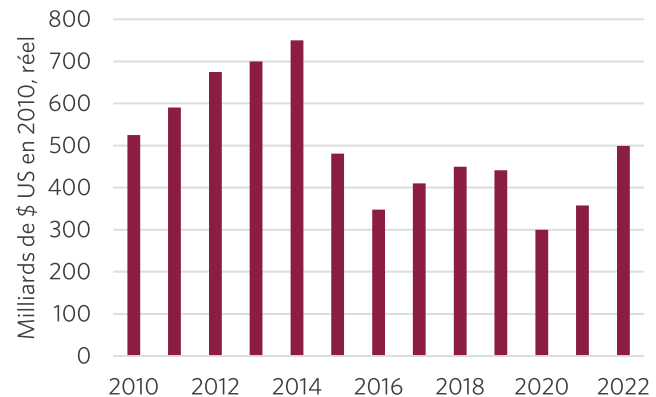
Du côté de la demande, même si l'inflation persiste dans certains secteurs, elle a probablement déjà suffisamment baissé pour que plusieurs banques centrales amorcent au moins un cycle limité de réduction des taux. Dans la mesure où cette situation entraîne une nouvelle baisse des rendements obligataires, elle pourrait être favorable à la demande de pétrole d'ici la fin de 2024.

Nous prévoyons que le pétrole se négociera dans une fourchette de 75 \$ US à 85 \$ US le baril pour le reste de 2024. Il y aura probablement des périodes temporaires où il sera hors de celle-ci

en raison des fluctuations des risques géopolitiques et des données macroéconomiques. Ce résultat représenterait un bon prix pour les producteurs canadiens, leur permettant de générer des liquidités importantes pouvant servir à soutenir leurs efforts d'assainissement du bilan et à retourner des capitaux aux actionnaires.

Les investissements limités dans la nouvelle offre devraient soutenir les prix du pétrole brut

Dépenses en immobilisations mondiales pour le pétrole et le gaz en amont



Source : Renseignements calculés par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur suivant : Agence internationale de l'énergie; LSEG Datastream. Données au 4 avril 2024.

Cuivre : une offre restreinte qui fait grimper le prix du cuivre

Le cuivre est sorti de sa récente fourchette de négociation en mars et s'est hissé à 4 \$ US la livre. Du côté de la demande, les données sur la production et la fabrication industrielles à l'échelle mondiale semblent plus positives. La Chine – un important utilisateur final de cuivre – a annoncé une augmentation de la production manufacturière en mars, pour la première fois en six mois. Évidemment, nous ne nous attendons pas à une forte remontée de la demande mondiale; toutefois, une amélioration progressive continue devrait soutenir les perspectives pour le cuivre en 2024.

L'offre demeure décevante. Les plans d'exploitation pour 2024 laissent entrevoir une baisse importante de la production prévue pour un certain nombre de producteurs de cuivre. Par ailleurs, la fermeture d'une mine au Panama retient une part de 1 % de l'offre sur le marché, et aucune résolution n'est probable à court terme.

Les frais de traitement perçus par les fonderies sur les mines pour obtenir le concentré de cuivre constituent un indicateur clé du prix du cuivre. Ces frais tiennent compte des opérations au sein du secteur entre les participants à la chaîne d'approvisionnement en cuivre, plutôt qu'entre les participants aux marchés des capitaux. Il fait donc office de baromètre des conditions sous-jacentes du marché. Une hausse des frais de traitement indique un marché bien approvisionné en concentré, ce qui permet aux fonderies d'imposer des frais plus élevés aux mineurs pour le traitement des matériaux. Une baisse des frais de traitement indique que les fonderies se livrent une concurrence dans un contexte d'offre limitée. Voilà qui témoigne des conditions de marché restrictives actuelles. Nous nous attendons à ce que cette dynamique favorise le prix du cuivre pour le reste de 2024.

Les faibles frais de traitement du cuivre signalent une offre étroite du métal

Frais de traitement du cuivre



Source : Renseignements calculés par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des tiers fournisseurs suivants : Banque Scotia; Wood Mackenzie. Données au 4 avril 2024.

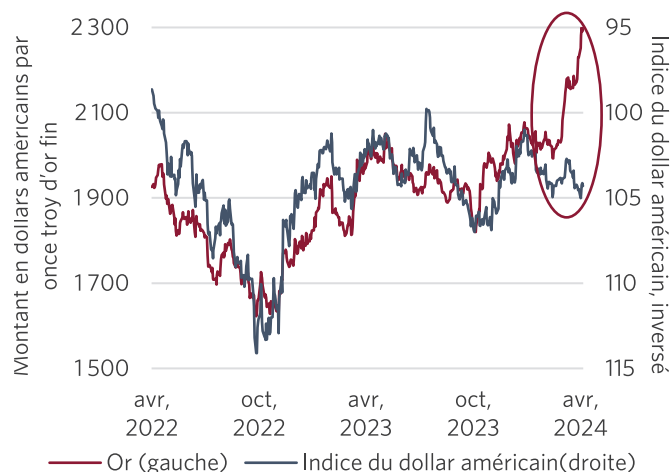
À moyen terme, nous continuons de voir des arguments convaincants en faveur d'une appréciation du prix du cuivre. La transition vers une économie à faibles émissions de carbone exigera beaucoup de cuivre, aussi bien pour la fabrication d'actifs productifs d'énergie renouvelable que pour les réseaux de distribution de l'électricité à faibles émissions de carbone aux utilisateurs finaux. L'incidence de l'augmentation de la demande dans le cadre de cette transition l'emportera sur le ralentissement de la demande de sources traditionnelles, y compris celle de logements en Chine. En conséquence, il faudra une hausse des prix du cuivre pour favoriser la mise en œuvre de la prochaine génération de projets d'approvisionnement en cuivre afin de répondre à la demande.

Or : soutien continu à court terme

Le prix de l'or s'est fortement apprécié au début de 2024, passant d'environ 2 000 \$ US l'once au début de l'année à un sommet historique de 2 325 \$ US l'once au début d'avril. La relation inverse traditionnelle entre l'or et le dollar américain s'est rompue récemment. L'or a été favorisé par les risques géopolitiques élevés persistants et les commentaires relativement conciliants de la Fed.

Le prix de l'or continue d'augmenter malgré la récente vigueur du dollar américain

Or par rapport au dollar américain



Source : Renseignements calculés par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 avril 2024.

À court terme, le risque que le conflit au Moyen-Orient s'amplifie pourrait soutenir davantage l'or. Les récents événements en Syrie et au Liban appuient ce scénario. Si la sagesse l'emporte et que la région se stabilise, une partie de la prime de risque actuellement intégrée à l'or pourrait commencer à disparaître.

Fondamentalement, nous prévoyons qu'une baisse de l'inflation entraînera des réductions de taux, ce qui devrait favoriser l'or au cours des prochains trimestres. Des taux d'intérêt moins élevés réduisent le coût de renonciation associé à l'or. De plus, nous continuons de penser qu'une répartition stratégique de l'or dans le portefeuille constitue une protection relativement uniforme contre un large éventail de risques extrêmes. Ces risques comprennent un risque géopolitique et d'inflation accru, la prévision d'une volatilité financière et économique plus élevée et un risque résiduel de récession.

Analyse économique

États-Unis : des taux plus élevés pendant plus longtemps

Depuis le début de 2024, les participants aux marchés modèrent leurs attentes quant à l'ampleur de l'assouplissement qu'apportera la Fed au cours des 12 prochains mois. Des réductions de taux d'environ deux quarts de point sont maintenant prises en compte. Cela rend les prévisions consensuelles généralement conformes au scénario de base que nous observons depuis le début de l'année. Ce changement dans les attentes du marché reflète l'évolution de la croissance et de l'inflation.

L'activité économique a continué à faire preuve de résilience pendant les derniers trimestres. Le principal facteur a été la consommation privée, qui a été stimulée par une forte croissance du revenu disponible réel des ménages et des liquidités abondantes qui ont favorisé une forte hausse des valorisations boursières ainsi qu'une remontée des prix des logements. Pour l'ensemble de l'année, nous prévoyons une croissance moyenne du PIB de 2,1 %, comparativement à 1,5 % en 2023. Il s'agit d'un résultat relativement favorable qui devrait soutenir les bénéfices des sociétés de même que les marchés boursiers. Il soulève aussi la question du resserrement de la politique de la Fed et de la nécessité pour l'économie américaine de réduire les taux d'intérêt. C'est une question que plusieurs membres du conseil de la Fed ont récemment soulevée dans des tribunes publiques.

La liquidité de la Fed continue de soutenir abondamment la croissance et les marchés financiers

Titres nationaux de la Fed (SOMA)



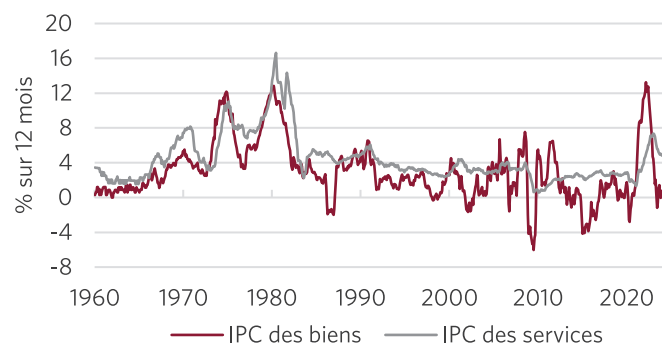
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Réserve fédérale américaine; LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

L'inflation persistante amène les mêmes interrogations. En 2023, l'inflation a fortement reculé vers la cible de 2 % de la Fed. Une grande partie de ce recul a été réalisé par suite d'une baisse des prix des biens, lorsque les goulots d'étranglement de l'offre se sont atténués. L'inflation dans le secteur des services, en particulier la location de logements, a été plus problématique et s'est de nouveau accélérée durant les derniers mois. Selon notre scénario de base, l'indice des dépenses personnelles de consommation (la mesure de l'inflation

privé par la Fed) devrait se stabiliser à 2,6 % sur 12 mois à la fin de 2024. L'inflation (mesurée par cet indice) est généralement de 0,4 % inférieure à celle de l'indice des prix à la consommation (IPC) de base.

L'inflation persiste dans le secteur des services

Inflation des biens et des services aux États-Unis



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

La Fed se trouve donc dans une impasse. Elle a indiqué qu'elle souhaitait réduire son taux directeur, sans priver l'économie de ses liquidités. Des réductions de taux apportées trop tôt risqueraient de permettre une croissance excessive qui empêcherait l'inflation de revenir à la cible de 2,0 % de la Fed. Ce résultat s'accompagnerait vraisemblablement d'un élargissement des déséquilibres économiques et financiers aux États-Unis. Dans ce dilemme, le logement et les déséquilibres budgétaires semblent particulièrement problématiques. L'accessibilité à la propriété demeure un enjeu, ce qui oblige un nombre croissant de ménages à se tourner vers le marché locatif. Cette tendance favorise une inflation persistante des loyers. La solide formation de ménages américains devrait persister, ce qui laisse croire que ce problème ne disparaîtra pas de sitôt.

Les dépenses budgétaires massives compliquent aussi la tâche de la Fed. Lorsque la croissance est supérieure à la moyenne, les déficits budgétaires ont tendance à se résorber. En revanche, aux États-Unis, le déficit s'est creusé et a été déterminant dans la résilience de la croissance. Selon les prévisions du [Congressional Budget Office](#), l'écart devrait persister dans un avenir prévisible. Ce contexte exerce des pressions à la hausse sur les rendements des obligations par l'intermédiaire d'une prime de terme accrue, et laisse croire que le niveau d'équilibre des taux d'intérêt sera plus élevé à long terme qu'il ne le serait autrement. Nous notons également le risque d'un regain de pressions inflationnistes découlant d'une politique commerciale plus ferme aux États-Unis, peu importe qui remportera l'élection présidentielle de novembre.

Puisque ces thèmes soutiendront la croissance et l'inflation au cours des 12 prochains mois, nous pensons que la Fed sera forcée de faire preuve de prudence, du moins en ce qui concerne sa politique de taux d'intérêt. Cela signifie qu'elle apportera moins de réductions de taux durant la prochaine année que ce à quoi s'attendent actuellement les participants au marché dans leurs prévisions revues à la baisse. Le contexte sera vraisemblablement favorable pour les actions et d'autres

actifs risqués. Cela signifie que l'inflation des loyers demeurera un défi important pour la Fed. Cette situation semble toutefois être le moindre de deux maux. En effet, il faudra probablement plusieurs années pour atteindre le taux directeur neutre, soit un taux auquel l'inflation n'augmente ni ne diminue.

Canada : la résilience des ménages et l'inflation persistante compliquent les perspectives à l'égard de la politique

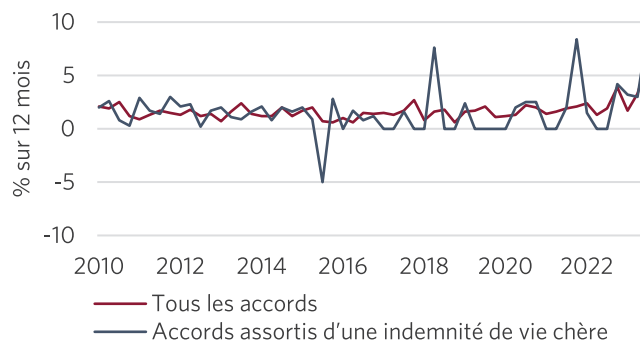
La vigueur du revenu disponible réel (qui a augmenté de 1,6 % en 2023), la hausse du crédit à la consommation et l'assainissement des bilans ont aidé les ménages canadiens à traverser le contexte actuel de taux d'intérêt élevés avec plus de résilience que prévu. La consommation des ménages a augmenté de 1,7 % l'an dernier et est demeurée solide au premier trimestre de 2024, malgré la forte augmentation des versements hypothécaires. Par conséquent, la croissance de l'économie canadienne a été plus rapide que prévu, y compris selon les prévisions de la BdC.

En augmentant la demande globale, la résilience de la consommation des ménages complique les efforts de cette dernière visant à ramener l'inflation à sa cible de 2 %. Cela signifie vraisemblablement que le nombre de réductions de taux au cours des 12 prochains mois sera inférieur aux prévisions consensuelles actuelles, même si celles-ci étaient moins enthousiastes au dernier trimestre. Le contexte est semblable sur le marché du travail, où les 6 derniers mois ont été marqués par une légère hausse du taux de chômage, qui s'établit maintenant à près de 6 % comparativement à 5 % au premier semestre de 2023, mais aussi par une hausse soutenue de l'emploi et une solide croissance des salaires.

Deux facteurs en particulier expliquent la récente croissance des salaires. Premièrement, la population active a connu une croissance rapide durant les dernières années en raison du boom démographique. Ce contexte a donné lieu à un bassin supplémentaire d'employés potentiels, bien que de nombreux nouveaux arrivants aient dû se recycler avant de pouvoir s'intégrer au marché du travail. Il a également été une source de nouveaux consommateurs. Pendant les 12 derniers mois, pour chaque nouvelle personne à la population active, on compte environ deux nouveaux consommateurs supplémentaires. L'augmentation de la demande de biens et services qui en résulte aura vraisemblablement pour conséquence de stimuler encore plus la demande de main-d'œuvre, faisant en sorte qu'il sera moins probable que l'inflation des salaires ralentisse suffisamment pour la BdC. Deuxièmement, la proportion relativement élevée de travailleurs syndiqués au Canada favorise le soutien d'une croissance plus rapide des salaires. Selon les plus récentes données sur les accords salariaux assortis d'une indemnité de vie chère, les salaires augmentent bien au-delà du taux de 3 % correspondant à la réalisation de la cible d'inflation de la BdC, en supposant une croissance positive de la productivité.

L'inflation des salaires au Canada est trop élevée pour la Banque du Canada

Accords salariaux - rajustement de la première année

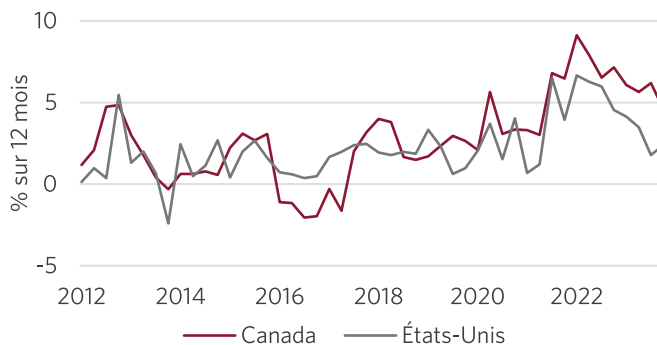


Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant de tiers fournisseur suivant : Statistique Canada. Données en date du 28 mars 2024.

L'hypothèse d'une croissance positive de la productivité est importante, et les données ne semblent pas la soutenir. Accentuée par le boom démographique, la productivité de la main-d'œuvre a diminué pendant plusieurs trimestres, ce qui a incité [Carolyn Rogers, première sous-gouverneure de la BdC](#), à aborder la question de « l'urgence d'augmenter la productivité au Canada ». Une détérioration soutenue de la productivité augmente les coûts unitaires de main-d'œuvre. Puis, ces coûts élevés accentuent les pressions inflationnistes, à mesure que les sociétés cherchent à transférer au moins une partie de ces coûts supplémentaires aux clients afin de maintenir leurs marges bénéficiaires.

L'inflation des salaires et la détérioration de la productivité contribuent au coût unitaire élevé de la main-d'œuvre

Coûts unitaires de main-d'œuvre



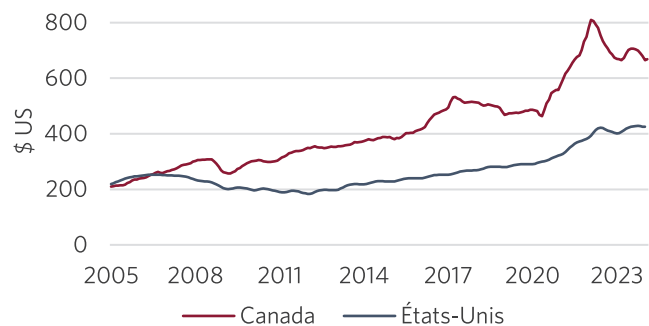
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant de tiers fournisseurs LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

La complexité du défi avec lequel doit composer la BdC est accentuée par deux autres problèmes. Premièrement, le marché canadien de l'habitation est toujours loin de l'équilibre. Deuxièmement, les budgets prévus par les gouvernements provinciaux sont loin d'être restrictifs.

La vigueur spontanée et l'inflation persistante auront probablement pour conséquence que la BdC apportera moins de réductions de taux par rapport aux prévisions pendant le prochain cycle d'assouplissement de la politique monétaire.

Au Canada, les prix des logements demeurent bien supérieurs aux estimations de l'équilibre à long terme

Prix d'un logement unifamilial



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Association canadienne de l'immobilier; LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

Zone euro : la BCE prépare la voie à des baisses de taux

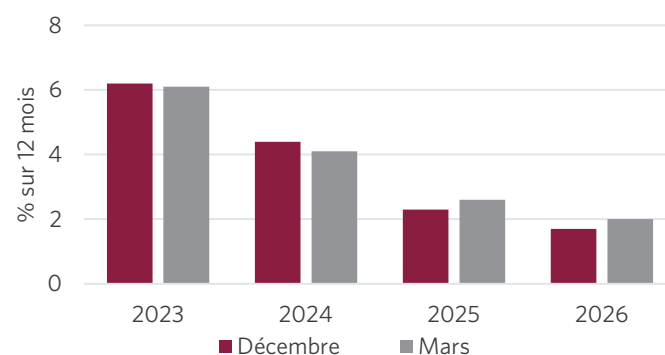
Tout comme pour la Fed, les prévisions consensuelles tablent sur un assouplissement de la politique monétaire de la BCE au cours des 12 prochains mois. Cette attente est conforme aux plus récentes prévisions de croissance et d'inflation de la BCE. Sur le plan de la croissance, la BCE laisse entendre que la zone euro connaîtra une reprise en 2024, alimentée par la hausse du revenu disponible réel qui favorisera la consommation privée. Nous sommes d'accord. La reprise devrait être modeste – la BCE prévoit une hausse de seulement 0,6 % du PIB, soit deux dixièmes de moins que sa prévision précédente en décembre – puisque des facteurs défavorables causés par le resserrement des conditions financières, d'importantes entraves budgétaires et une baisse des dépenses d'investissement privé demeurent solides. Cette faible reprise masque également des différences marquées dans les perspectives entre, d'une part, la croissance anémique en Allemagne et en France et, d'autre part, l'activité plus vigoureuse dans les États membres du sud.

De plus, la BCE s'attend à ce que la décélération relativement rapide de l'inflation se poursuive. L'IPC harmonisé de base devrait être ramené à 2,5 % sur 12 mois au quatrième trimestre de 2024 – en raison du resserrement monétaire précédent et de la fin de tout effet à la hausse découlant des goulots d'étranglement de l'offre et des augmentations des prix de l'alimentation et de l'énergie –, puis reculer davantage pour se rapprocher de la cible de 2 % de la BCE en 2025.

La BCE prévoit une reprise anémique conjuguée à un ralentissement de l'inflation et a ainsi ouvert la porte à des baisses de taux en 2024. Ce contexte présente des risques, en particulier du côté de l'inflation. La croissance des salaires demeure importante, à un rythme de 5,6 % sur 12 mois, et la productivité de la main-d'œuvre se rétracte de 1,6 % sur 12 mois. Les coûts unitaires de la main-d'œuvre sont donc en hausse de 7,2 % sur 12 mois, ce qui dépasse largement le taux correspondant à la cible d'inflation de la BCE. Ils dépassent aussi l'inflation des prix de vente et nuisent aux marges bénéficiaires. Malgré tout, les entreprises hésiteront probablement à réduire leurs effectifs en raison des pénuries de main-d'œuvre et de la rigidité du marché. Parallèlement, les conditions du marché du travail pourraient bien contribuer à une inflation plus persistante que ce à quoi s'attend la BCE.

La BCE se veut rassurante en ce qui concerne les CUM

Inflation des coûts unitaires de la main-d'œuvre prévue par la BCE



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 28 mars 2024.

La BCE doit aussi composer avec un marché de l'habitation aux déséquilibres tenaces. Tout comme dans d'autres pays développés, les prix des logements dans la zone euro ont bondi après le choc de la pandémie et se sont par la suite montrés relativement résilients face à un resserrement énergique de la politique monétaire. Étant donné la détérioration de l'abordabilité et la croissance plus forte que d'habitude de la population, les déséquilibres sur le marché de l'habitation devraient maintenir l'inflation des loyers à un niveau élevé.

Nous estimons que les interruptions prolongées du transport maritime dans la mer Rouge et le golfe d'Aden pourraient ajouter 0,25 % au scénario d'inflation de base de la BCE en 2024 et en 2025. Pour sa part, la BCE ne voit qu'une incidence négligeable de cette source. Étant donné que le gros de l'effet déflationniste des prix des biens importés est derrière nous, toute hausse inattendue de cette source ne sera probablement pas compensée par des mesures d'atténuation.

Si l'on tient compte de tous ces facteurs – comme c'est le cas pour la Fed –, la politique d'assouplissement de la BCE risque de s'orienter vers un cycle plus court et moins marqué que ce sur quoi tablent les prévisions consensuelles.

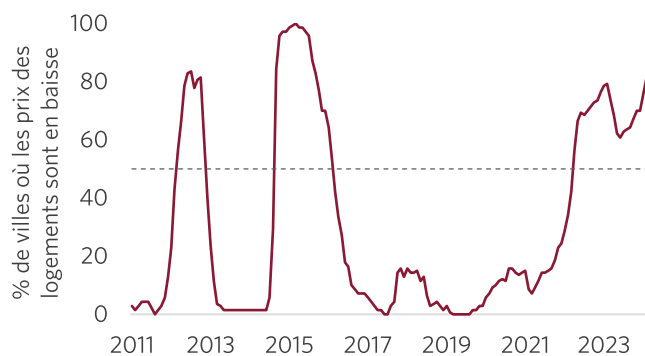
Chine : la croissance demeurera faible

Après une autre année de croissance décevante en 2023, l'économie chinoise a montré des signes de stabilisation au début de 2024. Cela s'explique principalement par une modeste reprise de la demande extérieure pour la production chinoise. Les progrès dans d'autres secteurs ont été moins prometteurs et une reprise en forme de V de l'économie globale semble peu probable. Les perspectives restent particulièrement sombres pour le secteur de l'habitation ainsi que pour les investissements privés. Le niveau de confiance reste faible au pays, étant donné la morosité des dépenses de consommation. De plus, les tensions géopolitiques semblent avoir freiné les entrées de capitaux étrangers, qui ont été particulièrement faibles récemment.

De nombreuses villes chinoises sont aux prises avec la déflation des prix des logements

Indice de diffusion de la baisse des prix des logements

(élevé = plus grand nombre de villes faisant état d'une déflation)



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données en date du 4 avril 2024.

Dans ce contexte, la Chine n'aura vraisemblablement d'autre choix que de mettre en place de nouvelles mesures de relance. Celles-ci ne ressembleront pas aux programmes d'infrastructures à grande

échelle précédents; une telle approche aggraverait probablement l'offre excédentaire et intensifierait les risques financiers que les autorités cherchent à résoudre. Plutôt, les mesures de relance seront sans doute plus modestes et plus ciblées, l'accent étant mis sur l'atténuation des risques économiques à la baisse. L'approche annoncée récemment comprend d'autres mesures visant à accélérer la transition énergétique et les investissements dans les technologies. Ces domaines sont fortement financés par le secteur public depuis 2022; l'effet marginal de ces nouvelles mesures de relance sur la croissance du PIB devrait être modeste. Par ailleurs, nous nous attendons à ce que le gouvernement adopte des mesures de relance équivalant à environ 1 % du PIB pour rénover et améliorer des logements anciens dans des villes de deuxième et de troisième rang. Les retombées de ces mesures de relance seront probablement entravées par les efforts d'assainissement budgétaire des administrations locales, des efforts qui sont nécessaires en raison du manque à gagner qu'elles subissent du fait de la correction du marché de l'habitation.

Nous prévoyons que l'économie chinoise continuera de croître à un rythme faible. La croissance du PIB devrait s'établir en moyenne à 4,6 % au cours des quatre prochains trimestres. Cette prévision se rapproche de notre estimation de la croissance tendancielle actuelle de l'économie chinoise, mais elle est nettement inférieure à la norme de 6 % à 7 % d'il y a à peine quelques années, et elle sera insuffisante pour absorber l'offre excédentaire existante. Cela signifie que l'inflation continuera de baisser.

Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que la Banque populaire de Chine soit moins réticente à laisser le yuan se déprécier davantage par rapport à une vaste gamme de devises. Au fil du temps, une monnaie plus faible, qui s'harmonise davantage aux forces de l'offre et de la demande, devrait contribuer à rétablir la compétitivité de la Chine. Toutefois, une monnaie plus faible n'est pas une panacée. La relance budgétaire en perte de vitesse plus tard cette année devrait nuire à l'activité économique, faisant en sorte que la croissance du PIB de la Chine atteindra probablement son sommet à court terme.

Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel	PIB - consensus	PIB - estimation de GAC	Inflation actuelle	Inflation - consensus	Inflation - estimation de GAC	Taux directeur - estimation de GAC
Canada	1,1%	1,0%	1,3%	2,8%	2,3%	3,0%	-0,75%
États-Unis	3,0%	1,9%	2,1%	3,2%	2,8%	2,9%	-0,75%
Zone euro	0,1%	0,9%	0,7%	2,6%	2,3%	2,5%	-0,50%
Chine	5,2%	4,7%	4,6%	0,7%	1,0%	0,8%	
Japon	1,2%	0,8%	0,9%	2,8%	2,1%	2,4%	
Monde	2,8%	2,8%	2,9%	3,5%	2,9%	3,0%	

Source : L'information est fournie par Gestion d'actifs CIBC inc. L'inflation désigne l'IPC.

Autres scénarios économiques

Des taux plus élevés pendant plus longtemps (probabilité de 55 %)

Selon notre scénario de base, l'inflation devrait continuer de ralentir, ce qui permettra aux banques centrales des principaux pays développés d'effectuer leurs premières réductions de taux. Toutefois, nous prévoyons aussi qu'elles seront forcées de prendre une pause plus tôt que prévu, les efforts visant à contrôler l'inflation se révélant plus difficiles que prévu.

Ce scénario aurait une incidence limitée sur les marchés, car il est déjà largement pris en compte. Si les banques centrales devaient de nouveau durcir le ton, les rendements obligataires resteraient probablement à la limite supérieure de notre fourchette de négociation, sans la dépasser. Les actions profiteraient d'une croissance raisonnable, mais celle-ci serait limitée par des taux d'intérêt plus élevés. Le rythme des hausses serait vraisemblablement plus modéré cette fois-ci, accompagné de baisses occasionnelles.

Une seconde vague d'inflation (25 %)

Dans ce scénario, la politique monétaire mondiale n'est pas assez restrictive et permet à l'économie mondiale de croître au-delà de son potentiel sur un horizon de 12 mois. La croissance du PIB réel des États-Unis demeurerait élevée au premier trimestre de 2025, à 2,5 % sur 12 mois, et la croissance mondiale, à plus de 3,0 %. L'abondance des liquidités des banques centrales et l'absence de rigueur budgétaire permettraient à l'inflation de s'accélérer et forceraient les banques centrales à retarder les réductions de taux.

Ce scénario serait fortement axé sur l'évolution pour les marchés. Au départ, il s'agit d'un bon contexte pour les actifs risqués, car l'abondance des liquidités et l'approche conciliante des banques centrales stimulerait l'appétit pour le risque, ce qui se traduirait par des rendements solides. Toutefois, plus il serait évident que l'inflation a non seulement dépassé les cibles mais qu'elle ne montre aucun signe de ralentissement, les banques centrales devraient fermer le robinet et resserrer les conditions financières. À mesure que cette conjoncture serait prise en compte dans les attentes du marché, les actifs risqués devraient composer avec un contexte plus difficile.

Un ralentissement mondial (probabilité de 20 %)

Dans ce scénario, la politique monétaire mondiale s'avère trop restrictive. Conjugée à un frein plus important de la politique budgétaire, l'économie mondiale se replie et l'inflation ralentit brusquement. Comme l'inflation renoue avec les taux cibles, les banques centrales auront la marge de manœuvre nécessaire pour réduire les taux de façon plus énergique afin d'amortir le repli économique. Dans un contexte de faiblesse renouvelée de l'économie mondiale et de réductions de taux plus importantes, les marchés obligataires mondiaux devraient se redresser, mais les actifs risqués seraient durement touchés par une correction des cours boursiers.

À propos des auteurs



Michael Sager, Ph.D.

Directeur général et chef,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Daniel Greenspan, MBA

Directeur en chef, Recherche sur les actions,
Titres mondiaux à revenu fixe et actions



Francis Thivierge, M.Sc., CFA

Gestionnaire de portefeuille principal,
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



Éric Morin

Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



À propos de Gestion d'actifs CIBC

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

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

Communiquez avec nous en tout temps

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

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

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à vous donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables, et il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication, sauf indication contraire, et peuvent changer.

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

Ce produit de données est fourni « tel quel » et Statistique Canada n'offre aucune garantie explicite ou implicite, ce qui comprend, sans s'y limiter, les garanties de qualité marchande et d'adaptation à un usage particulier. En aucun cas Statistique Canada ne sera tenu responsable des dommages directs, particuliers, indirects, consécutifs ou autres, quelle qu'en soit la cause.

« BloombergMD » 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.

« EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence

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

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