



Pour le trimestre se terminant
Le 31 décembre 2007

RENDEMENTS PRÉVUS

Pour la période de 12 mois se terminant le 31 décembre 2008	En dollars canadiens			En monnaie locale		
	Rééquilibrage économique	Croissance surprise	Choc déflationniste	Rééquilibrage économique	Croissance surprise	Choc déflationniste
Probabilités	50,0 %	25,0 %	25,0 %	50,0 %	25,0 %	25,0 %
Marché monétaire canadien	4,0 %	4,4 %	3,6 %	4,0 %	4,4 %	3,6 %
Obligations canadiennes	-2,1 %	-3,8 %	6,2 %	-2,1 %	-3,8 %	6,2 %
Obligations internationales	-1,2 %	-8,5 %	17,0 %	1,5 %	-1,2 %	10,4 %
Actions canadiennes	6,6 %	6,0 %	-10,9 %	6,6 %	6,0 %	-10,9 %
Actions américaines	7,6 %	-4,4 %	-0,7 %	10,7 %	2,6 %	-9,9 %
Actions internationales	5,2 %	-2,1 %	0,7 %	7,2 %	4,0 %	-4,1 %
Actions des marchés émergents	11,5 %	8,2 %	-3,4 %	10,4 %	7,9 %	-11,1 %

Dans ce numéro

Contexte mondial

Les grands argentiers de ce monde travaillent à soulager les tensions du système financier.

Titres à revenu fixe et actions

Nous maintenons notre penchant positif pour les actions et notre tendance à sous-pondérer les titres à revenu fixe.

Perspectives régionales

Le découplage de la croissance économique entre les États-Unis et le reste du monde pourrait s'atténuer pendant la période de prévision actuelle, puisque le ralentissement américain pourrait être accompagné par un ralentissement de la croissance dans d'autres parties du monde.

Devises

Nous croyons plutôt que l'année 2008 pourrait être marquée par deux tendances distinctes du dollar US. La baisse cyclique du billet vert devrait continuer pendant le premier semestre, avant d'être suivie d'une remontée au deuxième.

CONTEXTE MONDIAL

De gros nuages noirs continuent de planer au-dessus des marchés financiers du monde, et les investisseurs ont de bonnes raisons d'être nerveux. Plus la crise du crédit durera, plus grands seront les risques d'un ralentissement important de l'activité économique.

Mais, les grands argentiers de ce monde travaillent fort pour soulager les tensions du système financier. Depuis le mois d'août, la Réserve fédérale américaine (la Fed) montre la voie ; elle a réduit les taux des fonds fédéraux de 100 points de base. D'autres banques centrales, dont la Banque du Canada (BdC) et la Banque d'Angleterre, lui ont emboîté le pas pour injecter de la liquidité. Dans un effort concerté avec d'autres banques centrales, la Fed a récemment annoncé l'établissement d'un programme qui mettra à la disposition des banques des milliards de dollars en prêts à court terme, la Term Auction Facility, afin d'essayer de débloquer la crise du crédit et de remédier aux problèmes de liquidité sur le marché interbancaire.

L'accélération récente de l'inflation mondiale, particulièrement en Asie, hors Japon, où elle est passée de 3 % à plus de 5 % au cours de la dernière année, complique la tâche des banques centrales. D'une part, ne pas soulager les tensions du système financier pourrait augmenter les risques d'une implosion déflationniste à la japonaise. Et d'autre part, des prix qui persisteraient à rester élevés pourraient attiser les prévisions d'inflation, amenant les travailleurs et les entreprises à intégrer un facteur inflation plus grand dans les décisions sur les salaires et les prix.

Dans le passé, les banques centrales ont eu plus de succès à lutter contre l'inflation qu'à gérer la déflation. Par conséquent, la priorité des autorités monétaires est de veiller à ce que la disponibilité du crédit ne devienne pas un problème. Les mesures pour soutenir l'économie et aider à stabiliser les marchés du crédit se multiplient déjà et les taux d'intérêt ont commencé à baisser – particulièrement les taux ajustés à l'inflation. Cependant, les taux des prêts interbancaires pourraient rester élevés en attendant que le plein effet de la crise du crédit sur les bilans des banques devienne plus transparent. À en juger par le passé, ce genre de crise se résout par une injection de liquidité des banques centrales sous forme de baisse des taux d'intérêt réels. À l'aube du deuxième semestre de 2008, l'économie mondiale pourrait ressentir tout l'impact de ces politiques de relance et prolonger le cycle économique.

TITRES À REVENU FIXE ET ACTIONS

Aux États-Unis, la correction du marché immobilier résidentiel est un événement lourdement déflationniste. À mesure que l'économie intérieure ralentira, l'inflation devrait continuer de baisser, ouvrant la porte à de nouvelles réductions de taux par la Fed. De bien des manières, cela rappelle les séquelles de la récession mondiale de 2001 où, malgré les efforts répétés de la Fed, le marasme économique s'est prolongé et l'inflation a décéléré rapidement. Entre 2002 et 2003, la déflation était perçue comme la plus grave des menaces et coïncidait avec le pire marché baissier depuis le début des années 1970.

En proie à la déflation depuis 1990, le Japon est un bon exemple d'implosion déflationniste. Quand la déflation s'installe, le comportement des marchés financiers change profondément. Dans les années 1990, les prix de l'immobilier se sont effondrés au Japon et les actions nippones ont amorcé leur pire cycle baissier jamais connu. Ces valeurs se négocient encore aujourd'hui sous les sommets de 1990. Parallèlement, les obligations japonaises se sont remarquablement bien tenues. Dans ce genre d'environnement déflationniste, les liquidités deviennent une catégorie d'actifs très intéressante.

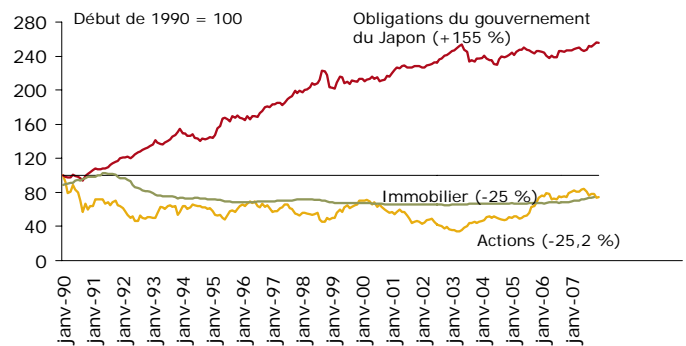
Pour qu'un scénario d'implosion déflationniste se matérialise, il faut plusieurs ingrédients :

- une tendance à la baisse des prix immobiliers de plusieurs années;
- un arrêt des dépenses de consommation (c.-à-d. la détérioration des bilans et l'affaiblissement des bases économiques);
- la transformation de l'inflation en déflation;
- un retard de la banque centrale dans son action alors que les participants du marché s'attendent à ce que les taux des fonds fédéraux baissent beaucoup plus;
- un contexte mondial déflationniste.

À notre avis, ces conditions ne sont pas réunies dans l'environnement actuel. La Fed a déjà baissé les taux d'intérêt à court terme de 100 points de base, diminué le taux d'escompte et injecté de la liquidité par son opération baptisée « Term Auction Facility ». Tout au contraire, au début des années 1990, la Banque du Japon avait maintenu des taux d'intérêt élevés après l'implosion du secteur immobilier nippon. La baisse des taux d'intérêt à long terme et du dollar US constitue une incitation économique de plus et réduit le risque d'un scénario déflationniste. Nous croyons que le principal risque économique pourrait se dissiper autour du milieu de 2008. À ce moment-là, les taux des titres à revenu fixe américains pourraient commencer à monter par anticipation d'une amélioration de la conjoncture. Vu leurs faibles évaluations actuelles, les actions devraient repartir à la hausse. Par conséquent, nous maintenons notre penchant positif pour les actions et notre tendance à sous-pondérer les titres à revenu fixe.

COMPORTEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS DANS UNE IMPLOSION DÉFLATIONNISTE

Actifs japonais : maisons, actions et obligations



Source: Datastream

Risques :

Croissance surprise : À mesure que le cycle économique avance, la Banque de Chine pourrait avoir de plus en plus de mal à freiner la croissance monétaire par les seules mesures d'encadrement du crédit. Tôt ou tard, le yuan devra s'apprécier beaucoup plus vite, exerçant des pressions inflationnistes sur le monde.

Choc déflationniste : Si la crise du crédit dure trop, ankylosant le système financier mondial malgré les efforts actuels des banques centrales, elle pourrait mener les marchés sur la pente de l'implosion déflationniste. C'est le meilleur scénario pour les obligations, mais le pire pour les actions mondiales.

Indicateurs :

- La vitesse de l'ascension de la monnaie chinoise
- La politique de la Fed
- Le rendement relatif des actions bancaires
- Les taux des prêts interbancaires
- La montée du taux de chômage américain au-dessus de 5 %
- L'ampleur de la correction des prix immobiliers résidentiels aux États-Unis
- Les tensions inflationnistes de base au Canada
- Le rendement relatif de l'or
- L'inflation chinoise selon l'IPC

PERSPECTIVES RÉGIONALES

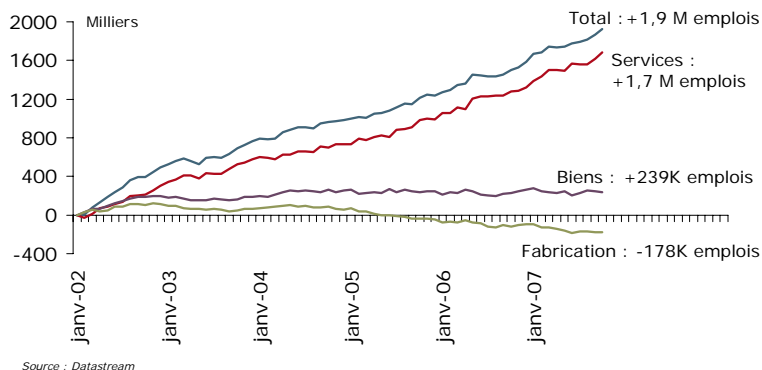
Le monde entre dans la dernière phase du rééquilibrage mondial que nous avons prédit. Ce stade est caractérisé par le tassement de la consommation américaine, l'amélioration de l'excédent du compte courant des États-Unis, le réveil des consommateurs chinois et le renforcement du yuan. Le découplage de la croissance économique entre les États-Unis et le reste du monde pourrait s'atténuer sur l'horizon de prévision actuel, puisque le ralentissement américain pourrait être accompagné d'un ralentissement de la croissance dans d'autres parties du monde. Si les États-Unis n'ont pas encore ressenti tout l'impact de la récession sur l'activité immobilière résidentielle ni l'effet résultant du ralentissement de l'économie américaine, la forte appréciation de l'euro semble avoir sapé la confiance des consommateurs et des entreprises en Europe, ce qui pourrait annoncer un ralentissement de la croissance européenne. Le Japon continue d'enregistrer une demande de consommation décevante, alors que des tours de vis plus sévères en Chine visent à refroidir une économie chauffée à blanc.

Canada

Depuis que le dollar canadien a commencé à grimper en 2002, les projections selon le consensus ont noirci chaque fois que le huard a monté d'un cran. Le Canada a déjà connu deux de ces excès de panique devant la croissance – à la fin de 2003 puis de nouveau au début de 2006. La BdC avait perdu foi dans les deux cas, réduisant les taux, dans le premier, et se mettant sur la touche, le deuxième.

LE CANADA PEUT-IL SUPPORTER UNE MONNAIE FORTE?

Création d'emplois au Canada depuis 2002



Jusque-là, l'épisode actuel n'est pas très différent. Les conditions de crédit tendues, l'intensification du ralentissement de la fabrication et la décélération de l'inflation à court terme ont convaincu la BdC d'assouplir sa politique, en maintenant des taux d'intérêt bas.

Les faibles taux d'intérêt embrasent le secteur tertiaire du Canada, entraînant une expansion économique exceptionnelle. Depuis 2002, 178 000 emplois ont disparu dans le secteur manufacturier alors que 1,7 million d'emplois ont été créés dans le secteur des services. Étant donné l'importance relative des services dans

l'économie canadienne et la vigueur du marché du travail, nous ne prévoyons pas de ralentissement significatif du taux de croissance du PIB. L'inflation générale et l'inflation de base pourraient descendre sous 1,0 % au cours des prochains mois puis accélérer de nouveau.

La situation à plus long terme est inchangée. L'économie canadienne surchauffe et les craintes de l'inflation pourraient refaire surface l'an prochain, forçant la BdC à reprendre sa campagne de hausse des taux.

États-Unis

Devant l'intensité de la crise du crédit, les craintes de récession ont fortement augmenté aux États-Unis. Cependant les risques que l'économie américaine connaisse une forte contraction ont diminué grâce à un important assouplissement des politiques monétaires. La Fed a réduit agressivement les taux d'intérêt depuis septembre. Le taux des fonds fédéraux a déjà reculé de 100 points de base. Habituellement, le ralentissement économique est déjà presque terminé quand la banque centrale commence sérieusement à comprimer les taux directeurs.

Nous croyons que la baisse des prix de l'immobilier résidentiel conjuguée à une baisse des taux d'intérêt devrait permettre une amélioration de l'accessibilité à la propriété au premier semestre de 2008, apportant un soutien aux dépenses de consommation. Le tassement du dollar US devrait stimuler les exportations nettes, apportant un stimulant à l'économie américaine tandis que les faibles niveaux des inventaires encourageront la production industrielle.

Europe

Depuis quelques mois, le secteur financier d'Europe subit de fortes pressions, et le cours des actions de beaucoup de banques européennes est autant affecté que celui des américaines. Mais, contrairement à la Fed, la Banque centrale européenne (la BCE) n'a pas modifié ses taux d'intérêt depuis juin 2007. La politique actuelle de la BCE convient à la plupart des membres de l'Union européenne, mais est beaucoup trop dure pour les économies les plus faibles, surtout celle de l'Europe du Sud. Et cela creuse l'écart entre les performances économiques du Sud et du Nord de l'Europe. Ce problème persistera probablement, et l'Italie, la France et le Portugal semblent particulièrement vulnérables.

L'économie italienne est en très mauvais état, particulièrement sur le plan budgétaire. Son déficit représente près de 4,0 % du PIB et la dette accumulée équivaut à plus de 100 % du PIB. Malheureusement, la faiblesse de l'économie italienne ne facilite pas les choses. Les indicateurs avancés italiens se contractent depuis le début de la décennie, et depuis 1998, l'Italie est à la traîne du reste de l'Europe. Les tours de vis passés de la BCE pénalisent l'économie de la péninsule et les taux d'intérêt réels sont trop élevés pour son économie fragile.

Alors que l'inflation européenne se situe encore au-dessus de la cible de 3,1 % de la BCE et que la masse monétaire croît encore à un rythme élevé, nous nous attendons à ce que la banque centrale continue de pencher du côté d'un relèvement des taux. Il faudra que l'activité économique baisse davantage pour provoquer un changement de politique. Mais comme le taux de chômage – bas en termes historiques – soutient la consommation, nous ne nous attendons pas à des baisses de taux d'intérêt à court terme.

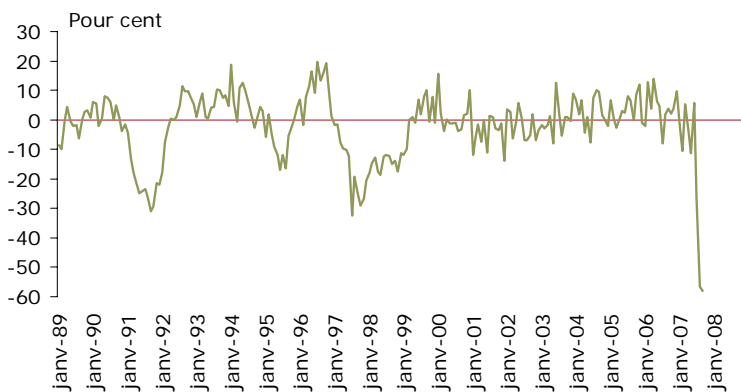
Japon

Les indicateurs avancés signalent un ralentissement de l'activité économique japonaise. De récents sondages révèlent une diminution de l'optimisme des entreprises alors que les prix du pétrole et des matières premières continuent de grimper, exerçant une pression à la baisse sur les marges de profit. La confiance des consommateurs a reculé, en partie à cause de la récente détérioration du marché de l'emploi et de la stagnation des salaires. Les prix de certains biens de consommation, comme les aliments et l'essence, ont aussi augmenté, entraînant une baisse du pouvoir d'achat des consommateurs.

Le ralentissement économique japonais dans le secteur de la construction s'est aussi intensifié. Les mises en chantier résidentielles ont reculé de 58 % depuis un an – la plus forte baisse annuelle connue. Ce plongeon a été provoqué par l'adoption d'une législation révisée sur les normes du bâtiment. On estime

FORTE CHUTE DES MISES EN CHANTIER RÉSIDENTIELLES

Mises en chantier au Japon (a/a, %)



Source : Datastream

que la nouvelle réglementation pourrait freiner d'un point la croissance du PIB à court terme. Mais, si les mises en chantier retournent à la normale au début de 2008 comme on le prévoit, l'effet négatif de l'immobilier résidentiel ne devrait pas durer.

Les risques de chute de l'économie japonaise devraient être concentrés au début de 2008. Les cours de marchés boursiers tiennent déjà compte du ralentissement de la croissance.

Pour 2008, notre prévision porte sur une croissance du PIB réel de 2,7 % au Japon. Elle est assortie d'une prévision d'inflation de base et générale de 0,4 % sur l'année. Avec la reprise de l'inflation, la Banque du Japon pourrait juger nécessaire de continuer

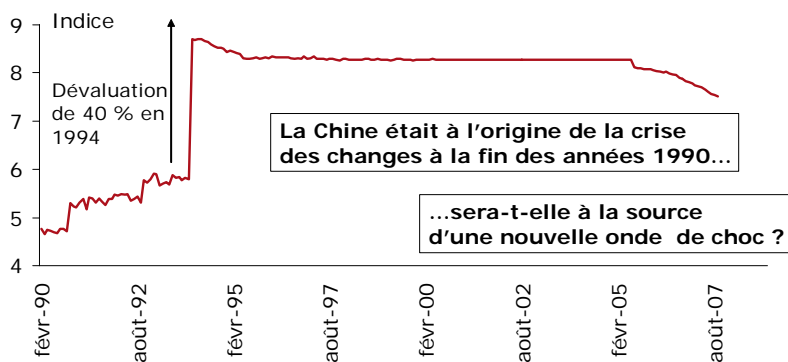
d'augmenter les taux d'intérêt à court terme pour ramener la politique monétaire davantage à la normale, comparativement au taux d'intérêt zéro de la dernière décennie.

Chine

Nos prévisions de croissance pour la Chine ont diminué depuis nos dernières projections, principalement en raison du ralentissement de la croissance des exportations causé par le ralentissement de la croissance mondiale. La forte demande intérieure et la croissance des investissements devraient continuer malgré les mesures récentes pour hausser les taux d'intérêt à court terme. Les taux d'intérêt réels sont encore relativement bas. Jusque à maintenant, la Chine a choisi de maintenir la sous-évaluation de sa monnaie pour soutenir son secteur des exportations. Ce choix l'a rendue vulnérable en cas de ralentissement de la croissance mondiale puisque l'expansion des exportations a fortement contribué à sa croissance ces dernières années. Comme l'inflation dépasse les 6,0 %, la Banque de Chine doit accomplir une tâche titanesque. À mesure que le cycle économique avance, il lui devient de plus en plus difficile d'infléchir les tensions inflationnistes par les seules mesures d'encadrement du crédit.

CHINE : UN AUTRE CHOC DÛ AU CHANGE ?

Taux de change bilatéral chinois



Source : Datastream

consommateurs chinois alors que, justement, la Chine vise une plus grande contribution du secteur de la consommation à sa croissance.

À notre avis, la seule solution serait de laisser le yuan s'apprécier plus vite.

Selon certains indices, ce processus pourrait déjà avoir commencé, puisque le taux d'appréciation du yuan donne des signes d'accélération par rapport au dollar US. Cela pourrait se solder par une augmentation des prix à l'importation aux États-Unis et contrecarrer les efforts de la Fed pour tirer l'économie américaine du borbier immobilier.

Risques :

Choc déflationniste : Si la Fed ne réussit pas à soulager les tensions financières provoquées par l'effondrement du marché des hypothèques à risque, l'environnement pourrait être plus déflationniste. L'affaiblissement de la demande américaine pourrait plomber les économies du reste du monde, déclenchant une tendance à l'inversion des prix des matières premières tout en ébranlant le cycle haussier des actions des marchés émergents.

La Chine en ressentirait le contrecoup dans ses secteurs d'exportation qui contribuent largement à la croissance de l'emploi. Le ralentissement de cette croissance pourrait être très déstabilisant pour le gouvernement en place.

Croissance surprise : Avec une résolution rapide de la crise du crédit, la politique monétaire actuelle pourrait être extrêmement stimulante entraînant une croissance plus forte que prévu. Ce scénario exercerait des pressions supplémentaires sur les autorités chinoises pour qu'elles laissent leur monnaie s'apprécier plus vite afin de soulager les tensions inflationnistes intérieures possibles. La crainte d'une propagation de l'inflation aurait l'effet le plus négatif sur les investissements en titres à revenu fixe puisque les niveaux des taux d'intérêt actuels ne tiennent pas compte d'un risque de tensions inflationnistes.

Indicateurs :

- Ventes au détail aux États-Unis
- Statistique de l'emploi et des nouvelles demandes d'indemnités de chômage aux États-Unis
- Politique de hausse des taux de la Banque de Chine
- Limitation de la croissance des prêts chinois
- Prix du pétrole
- Prix des denrées agricoles

DEVISES

L'année 2007 aura été caractérisée par la baisse régulière du dollar US, avec à peine quelques reprises éphémères. Nous ne prévoyons pas la même tendance linéaire en 2008. Nous croyons plutôt que l'année 2008 pourrait être marquée par deux tendances distinctes du dollar US. La baisse cyclique du billet vert devrait continuer pendant le premier semestre, avant d'être suivie d'une remontée au deuxième.

La Fed n'a pas encore fini de baisser les taux directeurs. Par ailleurs, d'autres grandes banques centrales sont à la traîne de ses efforts de relance. Si la Banque d'Angleterre et la BdC ont bien réduit leurs taux de 25 points de base, elles n'ont en rien soutenu le rythme de la Fed qui a baissé les siens de 100 points de base. De plus, d'autres banques centrales, comme celles de l'Australie et de la Norvège, ont continué de hausser leurs taux et la BCE demeure dans l'expectative.

Les politiques monétaires devraient continuer de diverger au premier semestre de 2008 et l'écart devrait maintenir la pression sur le dollar US. En fait, une sous-évaluation classique du dollar US pourrait être en train de se préparer où l'on pourrait voir l'euro monter vers 1,60 \$ (US). En 2000-2001, l'euro s'est effondré à près de 0,80, alors que le dollar était resté inférieur à sa cible, exactement l'inverse de ce que nous prévoyons. Au deuxième semestre de 2008, le dollar US pourrait connaître une reprise alors que le ralentissement cyclique américain est pris en compte par les marchés financiers et que le cycle de baisse des taux de la Fed tire à sa fin. Les investisseurs devraient se projeter au-delà du creux cyclique, dans la reprise de l'économie américaine qui suivra, qui, comme d'habitude sera décalée par rapport aux efforts de la Fed.

L'année 2008 devrait être une autre bonne année pour le dollar canadien. L'économie canadienne est forte. Les dépenses de consommation devraient continuer de croître à un rythme encourageant, étant donné les conditions favorables pour l'emploi et les salaires. Les dépenses d'investissement devraient aussi rester un des moteurs clé de la croissance. La baisse des taux d'intérêt de 25 points de base cette année par la BdC, en guise d'assurance contre un important ralentissement économique et en réaction à un contexte d'inflation intérieure bénigne, ne fera qu'ajouter du carburant à une croissance de la demande interne déjà encourageante. De plus, nous prévoyons une reprise économique américaine au deuxième semestre de 2008. Cela soutiendra le secteur des exportations du Canada battu en brèche et favorisera la tendance à la hausse des prix des marchandises.

Nous demeurons positifs à l'égard des devises des marchés émergents, surtout celles d'Asie. À mesure que le niveau de vie monte en Asie pour se rapprocher de celui du monde occidental, une pression à la hausse énorme se fait sentir sur les taux de change réels. Les décideurs politiques d'Asie ne pourront pas repousser indéfiniment une appréciation de leurs taux de change réels. Alors que l'inflation atteint des niveaux élevés inconfortables, ils devront autoriser une appréciation plus grande de leurs taux de change nominaux. La Chine devrait prendre la tête dans la tendance à l'appréciation. Le taux d'inflation de la Chine s'est accéléré pour atteindre un niveau inégalé depuis onze ans à 6,9 % pour une période d'un an. Après une augmentation de près de 6 % du yuan en 2007, nous nous attendons à ce que le rythme de l'inflation monte à 10 % en 2008.

Risques :

Croissance surprise : Dans ce scénario, l'aversion du risque reste faible et les arbitrages entre devises sur la base des taux d'intérêt demeurent un thème sous-jacent important. Le dollar US pourrait connaître une contre-performance par rapport aux monnaies sensibles aux matières premières et rester relativement neutre par rapport à l'euro. Les devises asiatiques pourraient continuer de subir des pressions à la hausse pour calmer les tensions inflationnistes.

Choc déflationniste : Le grand risque pour notre position de base est une lenteur de la Fed qui pousserait l'économie américaine dans la récession, entraînant une croissance mondiale inférieure à la normale voire même une récession planétaire. Cela pourrait donner lieu aux événements suivants :

1. Augmentation des taux d'intérêt réels américains (puisque l'inflation chute), réduction du déficit du compte courant (alors que les importations aux États-Unis diminuent) et augmentation de l'aversion du risque, ce qui devrait renforcer le dollar US.
2. Les matières premières et les devises qui en sont tributaires devraient baisser fortement dans un ralentissement mondial provoqué par les États-Unis.

Indicateurs :

- Prix de l'énergie et des autres matières premières
- Politique de la Banque de Chine
- Divergence/convergence des politiques des banques centrales
- Demande intérieure en Chine
- Taux des prêts interbancaires américains
- Solde du compte courant américain
- Prix des maisons existantes aux États-Unis
- Croissance de l'emploi aux États-Unis

Le présent document a pour but d'informer nos clients; il ne faut pas le considérer comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre, d'un produit ou d'un service quelconque, ni l'interpréter comme un conseil de placement spécifique. L'information qui s'y trouve provient de sources jugées fiables, mais nous ne saurions garantir son caractère exact ou complet. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion globale d'actifs CIBC inc. a fait appel à plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes. Les opinions exprimées dans cette section sont celles de l'équipe de répartition globale de l'actif et peuvent différer de celles d'autres équipes au sein de la plateforme de placement intégrée de CIBC.

©2007 Gestion globale d'actifs CIBC inc. exerce ses activités sous le nom commercial Gestion d'actifs CIBC et est membre du groupe de sociétés CIBC.