



Le 31 mars 2006

RENDEMENTS ATTENDUS

Pour la période de 12 mois prenant fin le 31 mars 2007	En dollars canadiens			En devises locales		
	Stagflation	Rééquilibrage économique	Désinflation	Stagflation	Rééquilibrage économique	Désinflation
Probabilité	20,0 %	60,0 %	20,0 %	20,0 %	60,0 %	20,0 %
Marché monétaire canadien	3,8 %	3,9 %	3,6 %	3,8 %	3,9 %	3,6 %
Obligations canadiennes	-0,2 %	4,7 %	7,0 %	-0,2 %	4,7 %	7,0 %
Obligations internationales	10,6 %	-1,5 %	12,5 %	-0,9 %	1,8 %	7,9 %
Actions canadiennes	-13,2 %	4,8 %	9,2 %	-13,2 %	4,8 %	9,2 %
Actions américaines	-4,4 %	3,6 %	19,2 %	-10,6 %	8,1 %	16,1 %
Actions internationales	4,8 %	5,2 %	19,7 %	-6,4 %	9,1 %	14,8 %
Marchés boursiers émergents	-13,4 %	6,3 %	25,3 %	-19,0 %	10,9 %	22,0 %

Dans ce numéro

Contexte mondial

Les marchés boursiers émergents surpassent tous les marchés mondiaux.

Titres à revenu fixe et actions

Une croissance économique modérée, une hausse modeste de l'inflation et les bénéfices toujours aussi solides des sociétés devraient continuer à favoriser les actions au détriment des obligations.

Perspectives régionales

Dans les marchés émergents, les évaluations boursières sont de 20 % inférieures à celles des marchés développés, et le potentiel de croissance des bénéfices y est supérieur.

Devises

Nous estimons que le dollar américain a touché son plafond et qu'il continuera sans doute d'évoluer dans une fourchette de négociation étroite par rapport aux grandes devises.

CONTEXTE MONDIAL

Au dernier trimestre de 2005, nous avons ajusté notre répartition d'actif en tenant compte du fait que nos pronostics sur l'économie mondiale avaient changé considérablement. Jusqu'à présent en 2006, notre thème du rééquilibrage à l'échelle mondiale évolue largement comme nous l'avions anticipé.

D'abord, les actions internationales ont surpassé considérablement les obligations internationales. Ensuite, conformément à notre stratégie, les actions américaines ont été nettement moins performantes que les actions canadiennes. En troisième lieu, si le marché obligataire mondial a connu un repli important, le marché canadien a survécu à la tempête et s'en est assez bien tiré.

Dernier élément mais non le moindre, les marchés boursiers émergents ont continué d'afficher une bien meilleure tenue que le marché américain.

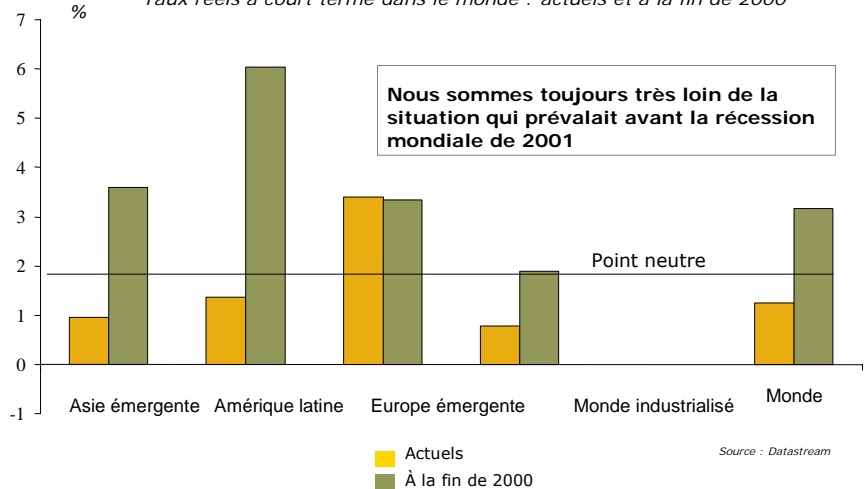
TITRES À REVENU FIXE ET ACTIONS

Un peu partout dans le monde, les banques centrales s'emploient à relever les taux ou envisagent sérieusement de le faire. Dans ce contexte de lent resserrement de la liquidité, il faut s'attendre à voir l'expansion mondiale ralentir graduellement, et à ce que l'atonie éventuelle aux États-Unis et en Chine soit compensée par une croissance plus forte dans d'autres régions, en particulier au Japon, en Europe et en Asie du Sud-Est. Même si la liquidité devient moins favorable à l'échelle du monde, elle n'aura pas d'effet restrictif sur les actions mondiales. Autrement dit, le marché haussier des actions mondiales n'est pas terminé, mais le rythme de progression sera plus modéré et ponctué par des corrections plus amples.

La conjoncture demeure hostile aux détenteurs d'obligations. Lentement mais sûrement, la politique monétaire mondiale devient moins expansionniste. La hausse graduelle des taux dans les échéances courtes exerce des pressions à la hausse sur les échéances longues des titres à revenu fixe. Heureusement, les attentes inflationnistes demeurent bien ancrées à long terme. Il en résulte une courbe de rendement obstinément aplatie. Dans pareil contexte, nous sommes toujours à l'aise avec la sous-pondération des obligations internationales et la surpondération des actions internationales. Une croissance économique modérée, une hausse modeste de l'inflation et la vigueur persistante des bénéfices devraient continuer à favoriser les actions au détriment des obligations.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE MONDIALE TOUJOURS EXPANSIONNISTE

Taux réels à court terme dans le monde : actuels et à la fin de 2000



Les banques centrales n'en sont pas toutes au même stade dans le cycle de resserrement du crédit. La Fed a déjà majoré son taux interbancaire 15 fois, l'ayant fait passer de 1 % à 4,75 %. Vu la lente progression de l'inflation aux États-Unis, la Fed devrait se garder d'intervenir une fois que le taux interbancaire aura atteint 5,0 %. Ce contexte inflationniste stable, conjugué aux efforts de restructuration plus poussés des entreprises, procurera aux actions un ratio bénéfice-cours concurrentiel par rapport aux obligations. Les taux d'intérêt réels demeurent particulièrement bas en Europe. La Banque centrale européenne a encore beaucoup de chemin à parcourir avant que sa politique monétaire n'atteigne le point neutre.

Risques

Désinflation : Plus prononcée que prévu, l'atonie de l'économie déclenche une remontée des cours dans les échéances longues, de sorte qu'on assiste à une inversion de la courbe de rendement américaine et à un aplatissement plus accentué des courbes dans le reste du monde. Dans le cadre de ce scénario, les actifs cycliques plus à risque surpassent les actifs plus défensifs, et les obligations sont plus performantes que prévu dans le scénario de base.

Stagflation : Le renchérissement de l'énergie est répercuté aux consommateurs davantage qu'on l'avait prévu, et la surprise qui en résulte au regard de l'inflation déclenche une dégringolade des cours dans les échéances longues et force un redressement de la courbe aux États-Unis. Le recul des obligations envoie un signal négatif aux marchés boursiers, car la croissance des bénéfices est menacée et les craintes de récession augmentent. Toutes les catégories d'actif se retrouvent alors dans un contexte difficile puisque les primes de risque augmentent. Les actifs défensifs à faible risque surpassent les actifs plus cycliques, renversant ainsi la tendance établie durant les trois dernières années.

Indicateurs à surveiller

- Inflation et inflation répercutée
- Politique des banques centrales, en particulier celle de la Réserve fédérale américaine
- Dépenses de consommation
- Marché immobilier
- Évolution des courbes de rendement
- Prix des produits de base
- Marges bénéficiaires des entreprises

PERSPECTIVES RÉGIONALES

Ces dernières années, l'un de nos thèmes favoris a été la meilleure tenue à long terme des marchés boursiers émergents par rapport aux Bourses du monde industrialisé. Cette tendance dure depuis les trois dernières années et est ponctuée de fortes corrections de courte durée. La meilleure tenue des marchés émergents a été particulièrement manifeste depuis la fin de 2005. La surpondération de ces marchés nous a donc fort bien servis au premier trimestre de 2006, car les actions des pays émergents ont dépassé les actions américaines d'environ 5 %. Malgré leur prodigieuse ascension, les évaluations boursières dans les marchés émergents demeurent inférieures de 15 % à celles des marchés développés, quand on les mesure d'après les ratios cours/bénéfices, et elles offrent aussi un meilleur potentiel de croissance des bénéfices. Qui plus est, la politique monétaire devrait demeurer résolument expansionniste dans les pays émergents, car l'inflation continue de baisser dans bon nombre de ces économies (Asie et Amérique latine).

Canada

À la fin de 2005, notre décision de surpondérer les actions canadiennes reposait sur nos pronostics à l'égard du dollar canadien et sur notre estimation des évaluations relatives. Depuis, les actions canadiennes ont surpassé largement les actions américaines, dégagant un supplément d'environ 4 % au premier trimestre de 2006.

Les arguments mis de l'avant au moment de l'adoption de cette stratégie ne tiennent plus, du moins en partie. D'abord, du point de vue de l'évaluation, les actions canadiennes n'offrent plus d'attrait particulier par rapport aux actions américaines. Ensuite, l'impact combiné d'un taux d'intérêt nominal à court terme légèrement plus élevé et d'une inflation moindre dans le court terme se traduira par une hausse plus importante des taux réels au Canada. Les perspectives du huard sont le seul élément restant qui favorise cette stratégie. Nous pensons toujours que le huard atteindra 0,89 \$US d'ici la fin de 2006. À la lumière de ces faits nouveaux, nous envisagerons de modifier la surpondération des actions canadiennes par rapport aux actions américaines à mesure que nous nous approcherons des cibles que nous nous étions fixées pour l'indice S&P/TSX et le taux de change \$CA/\$US.

On ne s'attend plus à ce que les actions canadiennes surpassent les actions américaines.

Après trois années consécutives de rendement dans les deux chiffres, les actions canadiennes devraient voir ralentir leur progression. La Banque du Canada se trouve dans une situation difficile. D'une part, le contexte actuel d'une inflation véritablement maîtrisée justifie difficilement plusieurs autres majorations des taux dans le court terme. Les tensions déflationnistes sur les prix à l'importation s'intensifient, et la

baisse projetée de la TPS fera reculer l'inflation de l'IPC. D'autre part, les perspectives de l'inflation à plus long terme se détériorent. Les indicateurs de capacité, comme les coûts de main-d'œuvre unitaires ou l'écart de production, font apparaître une accumulation graduelle des tensions inflationnistes à long terme. Nous pensons que la BdC sera contrainte de ne plus intervenir une fois que le taux de financement à un jour aura atteint 4,0 % (c'est-à-dire une autre majoration d'un quart de point). Compte tenu des perspectives de l'inflation à long terme, cela constituera une pause, et non la fin du cycle de resserrement.

États-Unis

Le marché boursier américain demeure l'un des plus chers en termes relatifs, et nous pensons qu'il pourrait souffrir davantage que d'autres d'une atonie économique en 2006. Nous craignons que les marges bénéficiaires n'aient atteint un pic historique aux États-Unis et ne commencent à diminuer, et que la croissance des bénéfices ne se mette à ralentir. Autant de caractéristiques pour lesquelles nous ne voulons pas payer de prime.

Puisque la Fed en est au dernier stade de son cycle de resserrement, nous nous attendons à ce qu'elle décrète une autre majoration d'un quart de point, puis prenne une longue pause. Avec l'inflation qui plafonne, les taux réels se stabilisent à un niveau qu'on peut difficilement qualifier de restrictif.

Un refroidissement du marché immobilier et un ralentissement de la croissance de l'emploi pourraient entraîner un léger repli aux États-Unis.

Jusqu'à présent, les dépenses de consommation aux États-Unis ont montré très peu de signes d'atonie, mais cela pourrait changer rapidement dans les mois à venir. L'accession à la propriété approche d'un sommet record, et l'emprunt est parvenu à un pic historique à un moment où l'endettement des consommateurs est surtout composé d'emprunts sur la valeur nette des maisons. Les signes d'un refroidissement du marché immobilier augmentent et placent le consommateur américain dans une position précaire. Au même moment, la croissance de l'emploi ralentit dans ce pays, phénomène typique d'une troisième année d'expansion. À notre avis, le ralentissement sera relativement peu prononcé, et donnera lieu à un atterrissage en douceur plutôt qu'à un atterrissage difficile. Nous estimons que la croissance du PIB aux États-Unis ralentira aux environs de 3,5 % au cours des 12 prochains mois.

Actions internationales

Jusqu'à présent en 2006, les actions internationales ont affiché une tenue remarquable. Nous nous attendons à ce que la tendance haussière se poursuive; en fait, nous allons peut-être augmenter notre exposition aux actions internationales si notre scénario de base se réalise. L'occasion pourrait se présenter une fois que l'économie américaine aura ralenti. À un certain moment cette année, les marchés boursiers mondiaux pourraient être perturbés par la perspective d'un atterrissage difficile aux États-Unis – en particulier si la relance en Europe et au Japon est mise en doute. Si cela se produit, les marchés boursiers mondiaux pourraient subir une correction à brève échéance, offrant ainsi une occasion d'y augmenter notre présence.

Japon et Europe

Les facteurs fondamentaux du marché boursier international seraient passablement irrésistibles dans l'hypothèse où la croissance économique aux États-Unis ralentirait conformément à nos attentes. D'ambitieuses restructurations ont permis aux entreprises européennes et japonaises d'augmenter le rendement de leurs capitaux propres; certaines ont même atteint les niveaux obtenus par les entreprises américaines. En 2005, les bénéfices des sociétés européennes ont crû de plus de 30 %, après avoir augmenté de plus de 40 % en 2004. Bien qu'une partie de cette croissance exceptionnelle s'explique par les pertes subies antérieurement, le gros de l'amélioration provenait de marges bénéficiaires accrues. Il en résulte une augmentation de la rentabilité malgré un contexte économique léthargique. Nous prévoyons une croissance du PIB de 2,6 % au Japon et de 2,0 % dans la zone euro en 2006.

Chine

Les objectifs de la Chine évoluent. Le gouvernement chinois vient de présenter un nouveau plan quinquennal (2006-2010). Le stade précédent, caractérisé par une progression annuelle du PIB de 10 %, qui était centrée sur les exportations, les investissements et le « gaspillage » des ressources, cédera le pas à un objectif plus modéré de 7,5 % d'expansion. Cet objectif repose essentiellement sur une hausse de la consommation intérieure et sur des investissements plus efficaces, davantage guidés par un système financier propre à l'économie de marché que par des considérations politiques.

La croissance de l'économie chinoise devrait ralentir. Nous prévoyons un taux d'expansion de 7,5 % au cours des 12 prochains mois – niveau sensiblement inférieur au taux, revu à la hausse, de 9,9 % atteint en 2005. À l'heure même où le ralentissement planifié de l'économie, étalé sur plusieurs années, se mettra en branle, la Chine augmentera ses efforts pour réduire l'intensité énergétique. Un autre élément important du nouveau plan est l'objectif qui vise à réduire de 20 % l'intensité énergétique au cours des cinq prochaines années. Combinés, ces deux éléments laissent entrevoir un ralentissement important de la croissance de la demande énergétique et sont conformes aux prévisions de hausse modérée des prix de l'énergie.

Un ralentissement de la demande énergétique en Chine pourrait modérer les prix de l'énergie.

Risques

Désinflation : Les économies étrangères souffriraient d'une demande, plus faible que prévu, du consommateur américain. La demande étrangère n'est pas encore suffisamment robuste pour compenser un ralentissement de la consommation aux États-Unis. Les obligations étrangères seraient donc plus performantes que prévu, contredisant ainsi notre stratégie actuelle.

Stagflation : L'Asie traverserait un moment difficile dans un tel scénario, car la politique monétaire américaine demeurerait restrictive plus longtemps et la croissance mondiale ralentirait davantage que dans notre scénario de base. Cette réduction supplémentaire de la liquidité serait également très nuisible pour les marchés émergents.

Indicateurs à surveiller

- Marges bénéficiaires aux États-Unis
- Révision des prévisions de bénéfices aux États-Unis
- Dépenses de consommation et emprunts aux États-Unis
- Marché immobilier américain
- Activités de restructuration des entreprises

DEVISES

Sommet cyclique, mais pas de recul du dollar américain

Notre prévision d'un sommet cyclique du dollar américain est en train de se concrétiser. Une période de faibles fluctuations paraît plus probable qu'un brusque renversement des gains réalisés l'an dernier. La Fed n'a pas encore signalé la fin de son cycle de resserrement, mais d'autres grandes banques centrales se sont jointes à elle et ont opté pour une majoration des taux. Emboitant le pas à la BdC et à la BCE, qui ont toutes deux entrepris leur cycle de resserrement à la fin de l'an dernier, la Banque du Japon a mis un terme à sa politique d'assouplissement quantitatif, condition préalable au relèvement des taux d'intérêt. De même, la Banque d'Angleterre n'a pas du tout écarté une autre majoration, et sa prochaine intervention pourrait bien aller dans ce sens.

Dans un climat où la demande mondiale est vigoureuse et où les taux d'intérêt pointent légèrement vers le haut un peu partout, le dollar américain devrait surnager et rester à peu près stable. Le changement à signaler dans les trois derniers mois est le risque croissant que les taux d'intérêt puissent devoir monter davantage, et pendant plus longtemps, qu'on ne l'aurait pensé au départ. Voilà qui secouera les devises plus sensibles à la conjoncture comme les dollars australien et néo-zélandais. Les devises des marchés émergents pourraient également connaître des turbulences, surtout si l'on se rend compte que les taux d'intérêt plus élevés mineront les Bourses et accéléreront le ralentissement de la demande mondiale. À l'opposé, des facteurs fondamentaux sains et une demande intérieure vigoureuse continueront de soutenir le dollar canadien, lequel devrait grimper graduellement pour s'insérer dans une fourchette de 0,85-0,90 \$US.

Dans l'ensemble, les changements qui toucheront le marché des changes dans les douze prochains mois continueront, selon nous, d'avoir un impact limité.

Des facteurs fondamentaux sains et une demande intérieure vigoureuse continueront de soutenir le dollar canadien, lequel devrait monter graduellement autour de 0,85-0,90 \$US.

Risques

Désinflation : La mondialisation pourrait continuer à exercer son pouvoir désinflationniste. Conjugée à l'affaiblissement de la demande du consommateur américain, elle pourrait stopper la hausse des taux d'intérêt et contribuer à redresser les devises sensibles à la conjoncture. Dans le cadre de ce scénario, le dollar américain s'affaiblit, mais modérément.

Stagflation : La croissance pourrait être minée par les prix élevés de l'énergie et par les taux d'intérêt en hausse, mais un taux élevé d'utilisation des capacités dans le monde signifie que l'inflation pourrait continuer de monter, quoique modérément. Dans un tel scénario, les grandes banques centrales n'auraient d'autre choix que de faire monter les taux d'intérêt, avivant ainsi les tensions financières et le risque de volatilité des marchés de capitaux. Le yen, l'euro et d'autres monnaies « refuge » auraient la meilleure tenue en vertu de ce scénario. Le risque d'un ajustement plus déstabilisateur du dollar américain augmente aussi. Quant au dollar canadien, il pourrait brièvement reculer à 0,80 \$US.

Indicateurs à surveiller

- Attentes liées aux taux directeurs des banques centrales
- Prix des produits de base
- Appétit pour le risque et volatilité des marchés de capitaux
- Politiques monétaires du Japon et de la Chine
- Mesures relatives de la demande intérieure

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.

©2006 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.