

FERMETURE DU ROBINET DES LIQUIDITÉS

Bien qu'il ait fallu plus longtemps que dans les cycles économiques antérieurs, nous avons enfin atteint le stade du drainage de l'excédent de liquidités du système financier mondial. Il s'agit d'un moment charnière, la Fed réduisant son bilan, la BCE étant sur le point d'arrêter ses achats d'actifs et la BdJ diminuant progressivement les siens. Le ralentissement économique mondial induit par la politique monétaire sera probablement relativement faible, mais les marchés financiers de la planète pourraient avoir du mal à y faire face alors que les banques centrales ferment le robinet des liquidités mondial.

TABLE DES MATIÈRES

Points saillants/Rendements prévus	2
Perspectives mondiales	3
Opinions sur la guerre commerciale	4
Perspectives régionales	5
Perspectives de la stratégie multi-actifs	7
Perspectives du marché des actions	9
Perspectives des titres à revenu fixe	10
Marchés des devises	10
Le point sur les matières premières	12
Indicateurs	13

PERSPECTIVE SUR LA RÉPARTITION DES ACTIFS

au 1^{er} juillet 2018

CATÉGORIES D'ACTIFS	SOUS-PONDÉRER		NEUTRE	SURPONDÉRER	
	FORTEMENT	LÉGÈREMENT		LÉGÈREMENT	FORTEMENT
ACTIONS PAR RAPPORT AUX TITRES À REVENU FIXE					
REVENU FIXE	Marché monétaire canadien				
	Obligations gouvernementales canadiennes				
	Obligations de sociétés canadiennes				
	Obligations gouvernementales internationales				
ACTIONS	Actions canadiennes				
	Actions américaines				
	Actions internationales (marchés développés)				
	Marchés émergents				

DEVISES (PAR RAPPORT À L'USD)	SOUS-PONDÉRER		NEUTRE	SURPONDÉRER	
	FORTEMENT	LÉGÈREMENT		LÉGÈREMENT	FORTEMENT
Dollar canadien					
Euro					
Yen japonais					
Livre sterling					
Franc suisse					
Dollar australien					
Marchés émergents					

POINTS SAILLANTS ET THÈMES PRINCIPAUX

Titres à revenu fixe par rapport aux actions : Les rendements des actions devraient rester positifs, mais sont de plus en plus à risque. Les rendements des obligations sont encore inférieurs à la juste valeur et devraient continuer de monter graduellement à mesure que les cours des obligations baissent.

Actions : Les États-Unis continuent de se heurter à l'obstacle des valorisations et au rétrécissement des marges bénéficiaires — celles-ci limiteront probablement les rendements dans un avenir prévisible. Les arguments de la valorisation continuent de privilégier les marchés émergents au détriment des autres régions du monde.

Revenu fixe : Les rendements obligataires mondiaux devraient petit à petit monter. Bien que les perspectives de croissance mondiales soient devenues plus incertaines, la volonté ferme de renormaliser la politique monétaire demeure intacte.

Devises : Le Canada est vulnérable à un resserrement des conditions de crédit aux États-Unis et à toute politique américaine visant à augmenter le déficit commercial global du Canada. Pour ces motifs ainsi que pour d'autres raisons fondamentales, nous croyons qu'il est trop tôt pour prédire la formation d'un plancher pour le dollar canadien.

	PRÉVISION – PIB		PRÉVISION – INFLATION		THÈMES PRINCIPAUX	IMPORTANCE
	Direction	C. Consensus	Direction	C. Consensus		
États-Unis	▲	▲	La Fed maintient la trajectoire de la renormalisation de la politique	
Canada	...	▼	La BdC sur une corde raide	
Europe	▼	▼	▲	▼	La BCE retire le légendaire bol de punch	
Chine	▼	▼	▲	...	Le moment de prendre une police d'assurance : la guerre commerciale mine la croissance	
Japon	▼	▼	▲	...	La BdJ ajuste sa politique de contrôle de la courbe des rendements	
Monde	▼	▼	▲	...	Ralentissement de la croissance mondiale dû aux politiques monétaires	

RENDEMENTS PRÉVUS

Rendements attendus pour la période d'un an commençant le 1^{er} juillet 2018

	EN DOLLARS CANADIENS			EN MONNAIES LOCALES		
	Reflation mondiale	Renormalisation de la politique monétaire	Récession mondiale	Reflation mondiale	Renormalisation de la politique monétaire	Récession mondiale
Probabilités	20,0 %	50,0 %	30,0 %	20,0 %	50,0 %	30,0 %
Marché monétaire canadien	1,8 %	1,5 %	0,9 %	1,8 %	1,5 %	0,9 %
Obligations canadiennes	-0,4 %	0,8 %	3,6 %	-0,4 %	0,8 %	3,6 %
Obligations fédérales du Canada	-0,3 %	1,1 %	5,7 %	-0,3 %	1,1 %	5,7 %
Obligations de sociétés canadiennes	1,5 %	1,3 %	1,0 %	1,5 %	1,3 %	1,0 %
Obligations canadiennes à rendement réel	-0,6 %	-0,8 %	-0,9 %	-0,6 %	-0,8 %	-0,9 %
Obligations canadiennes à rendement élevé	6,3 %	5,0 %	-6,8 %	6,3 %	5,0 %	-6,8 %
Obligations gouvernementales internationales	-6,5 %	-2,2 %	11,2 %	-3,3 %	-2,1 %	5,8 %
Actions canadiennes	14,3 %	6,4 %	-17,7 %	14,3 %	6,4 %	-17,7 %
Actions américaines	4,1 %	0,2 %	-13,0 %	10,9 %	3,8 %	-16,4 %
Actions internationales	12,3 %	7,7 %	-17,2 %	14,0 %	5,8 %	-20,0 %
Actions des marchés émergents	16,6 %	8,3 %	-24,7 %	15,6 %	8,2 %	-24,5 %

Source : © 2018 Gestion d'actifs CIBC inc. est membre du Groupe de sociétés CIBC. Gestion d'actifs CIBC est une marque déposée et la Banque CIBC.

PERSPECTIVES MONDIALES

Reflux de la marée mondiale des liquidités

Au cours de la dernière décennie, les banques centrales ont injecté une dose massive de liquidités dans le système financier mondial. Elles ont pour cela abaissé les taux d'intérêt (méthode classique) et adopté des programmes d'assouplissement quantitatif (AQ) (méthode non conventionnelle). Ensemble, les interventions de la Réserve fédérale américaine (Fed), de la Banque du Japon (BdJ) et de la Banque centrale européenne (BCE) ont engendré une expansion massive du crédit mondial et assuré un très fort soutien à l'économie de la planète.

Ces dernières années, la Fed a commencé à réduire les réserves excédentaires qu'elle détient et à diminuer la base monétaire des États-Unis. Pendant un certain temps, cette action a été largement contrebalancée par l'expansion des bases monétaires au Japon et dans la zone euro, grâce à des politiques d'assouplissement quantitatif grandissantes. La croissance économique mondiale est restée bien soutenue par des conditions de crédit internationales très accommodantes. Il en ira probablement autrement à l'approche de 2019. La BCE a officiellement annoncé qu'elle arrêtera d'acheter des actifs au début de 2019 — soit un changement de politique non négligeable. De plus, la BdJ est, de fait, passée à un mode de réduction progressive de ses achats quand elle a mis en place la politique de contrôle de la courbe des rendements à la fin de 2016. Elle a réduit ses achats d'obligations d'État japonaises de 40 %, partant d'un rythme annuel de près de 80 000 milliards de yens il y a un an et demi à 32 000 milliards de yens récemment.

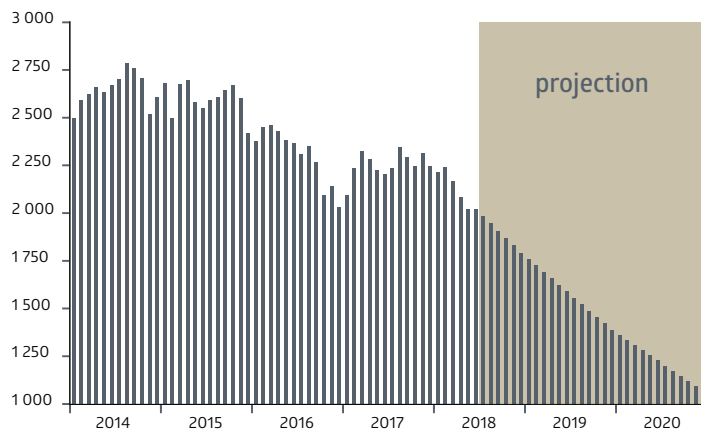
Mais surtout, avec la renormalisation des taux directeurs, la Fed prévoit d'augmenter le rythme auquel elle réduit les réserves de banque excédentaires, retirant beaucoup plus de liquidités en dollars américains du système financier mondial. Cette réduction des liquidités mondiales en USD à l'initiative de la Fed ne fait que commencer. Avec des réserves excédentaires encore voisines de 2 000 milliards \$, la Fed vise une réduction comprise entre 400 milliards et 1 000 milliards \$. Si elle suit son plan, cela impliquera une diminution des liquidités du système financier mondial pendant au moins encore deux ans.

Dans notre scénario de base, l'impulsion¹ mondiale du crédit deviendra négative à l'aube de l'année prochaine. Tout comme l'expansion de la base monétaire mondiale a entraîné une expansion du crédit en Amérique du Nord et ailleurs, une contraction de la base monétaire mondiale devrait entraîner un ralentissement du crédit et de l'activité économique à l'échelle mondiale en 2019. Nous prévoyons que la croissance du PIB mondial ralentira de 3,9 % actuellement à 3,6 % au milieu de 2019.

La politique budgétaire ne viendra probablement pas à la rescousse. À l'exception des États-Unis, l'impulsion mondiale budgétaire diminue aussi rapidement que l'impulsion mondiale du crédit. L'augmentation des coûts du service de la dette ne laisse aux États pas beaucoup de marge de manœuvre budgétaire.

LA FED RÉDUIT LA BASE MONÉTAIRE

Réserves excédentaires détenues par la Fed



Source : Thomson Reuters Datastream, Federal Reserve, Gestion d'actifs CIBC

Et il faut ajouter des teintes de gris supplémentaires aux prévisions mondiales lorsqu'on intègre ce qui se passe en Chine. L'impulsion du crédit chinois qui a permis une réaccélération convaincante de la croissance entre 2016 et 2017 est maintenant devenue négative, ce qui laisse penser que la Chine s'oriente probablement aussi vers un ralentissement de sa croissance. Heureusement, comme l'inflation reste bien maîtrisée, les autorités monétaires chinoises disposent de la marge de manœuvre nécessaire pour adopter une politique plus accommodante afin d'amortir le ralentissement.

Les perspectives économiques mondiales semblent aussi plus incertaines à la lumière de la montée des tensions dans le commerce international entre les États-Unis et nombre de leurs partenaires commerciaux (la plupart, des alliés!). Dans une perspective globale, les marchés financiers pondèrent la probabilité que ce différend déclenche une inversion de la mondialisation.

Le résultat est que, s'il a fallu beaucoup plus longtemps que dans les cycles économiques antérieurs, nous avons enfin atteint le point auquel on retire l'excédent de liquidités du système financier mondial. Il s'agit d'un moment charnière où la Fed réduit son bilan à un rythme accéléré, la BCE est sur le point d'arrêter ses achats d'actifs et la BdJ, de réduire progressivement les siens. Alors qu'il est probable que le ralentissement économique mondial induit par la politique monétaire soit relativement faible, les marchés financiers de la planète pourraient avoir du mal à faire face à la fermeture du robinet de liquidités mondial par les banques centrales. Après des années d'argent facile et un contexte d'abondance de liquidités, les investisseurs du monde sont devenus très dépendants des injections de liquidités des banques centrales. Un arrêt brutal serait trop difficile; les banques centrales doivent doser le rythme approprié de fermeture du robinet.

OPINIONS SUR LA GUERRE COMMERCIALE

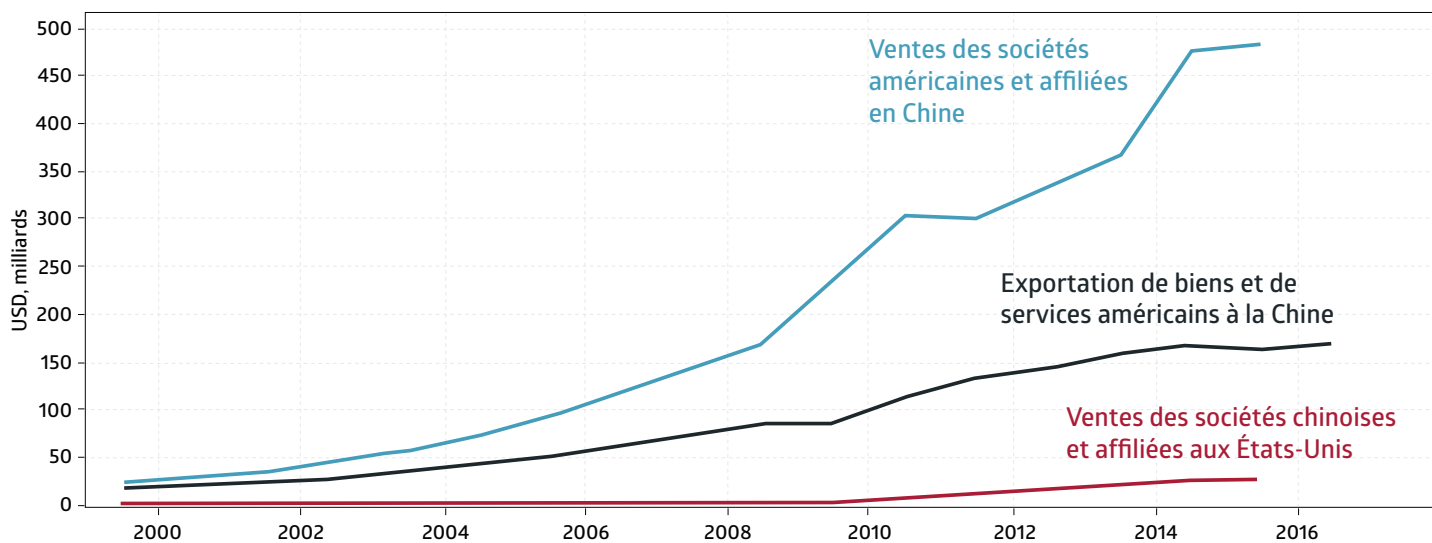
Les tensions sur le front du commerce mondial entre les États-Unis et nombre de leurs partenaires se sont intensifiées ces derniers mois. Analysant la situation globale, les marchés financiers pondèrent la probabilité que ce différend déclenche un détricotage de la mondialisation. Il faut se souvenir qu'un des facteurs importants qui a déterminé les prix au cours des dernières décennies était un choc déflationniste de l'offre de travail. L'ajout de milliards de travailleurs de pays à faibles salaires au bassin de main-d'œuvre mondial a fait baisser les rémunérations, les prix et les taux d'intérêt à partir du début des années 1980. Une guerre commerciale débridée qui inverserait la mondialisation déclencherait un choc d'offre inflationniste qui réduirait la croissance, induirait une hausse de l'inflation et influerait négativement sur le prix de la plupart des actifs financiers. Les rendements des obligations monteraient, les ratios de valorisation boursière diminueraient et les prix immobiliers s'effondreraient. Quelle probabilité accordons-nous à ce scénario de risque? Selon notre meilleure estimation éclairée par ce que nous savons actuellement (au moment de rédiger ces notes), elle est faible, mais pas nulle, au cours de la prochaine ou des deux années prochaines.

Très peu de droits de douane ont en fait été imposés jusque-là. Les estimations de l'impact des droits annoncés contre la Chine établies par différentes sociétés de recherche sont relativement modestes. Par exemple, Goldman Sachs estime que l'effet des 50 milliards \$ de droits de douane déjà annoncés et de l'ajout potentiel de 200 milliards \$ sur les importations en provenance de la Chine serait une augmentation de l'inflation selon l'indice PCE² de base des États-Unis d'environ 15 points de base³.

Ces analystes s'attendent également à ce que l'impact sur la croissance de ces mesures soit tout aussi modeste, réduisant probablement le niveau du PIB américain de 1 à 2 points de base après deux ans. Cependant, les manchettes et la rhétorique sur la guerre commerciale, conjuguées aux initiatives de riposte, permettent difficilement d'évaluer l'impact final sur la confiance des consommateurs et des entreprises. Cela pourrait conduire à une sous-estimation de l'impact économique final. Mais surtout, il n'est pas nécessaire qu'il y ait un problème économique important pour provoquer de la volatilité sur les marchés. Le récent positionnement de l'administration américaine sur le commerce international a révélé un comportement différent, un nouvel état d'esprit qui est plus philosophique au sujet du commerce international et de la nécessité de modifier les relations commerciales avec les partenaires. L'accent est mis sur le commerce bilatéral plutôt que sur le commerce multilatéral, ce qui entraîne le risque d'un démantèlement de la chaîne d'approvisionnement et de ses avantages pour la productivité à l'échelle mondiale. Les droits de douane imposés par l'administration américaine sont également contraires aux règles de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) et affaiblissent les relations commerciales internationales.

Cela dit, un certain nombre de facteurs limiteront une escalade de grande ampleur du différend commercial, notamment avec la Chine. D'après les recherches du Peterson Institute, une part importante des importations américaines par la Chine dans les secteurs de la haute technologie provient de sociétés affiliées à des multinationales basées en Chine, et non pas de sociétés chinoises chez elles. En outre, les produits figurant sur la liste des biens taxés de l'administration américaine représentent essentiellement des intrants utilisés dans la production américaine, même si on cherche au-delà des membres officiels de groupes de sociétés des

FLUX DE MARCHANDISES ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE



BEA, Gavekal Data/Macrobond
Juin 2017

États-Unis. Cela implique que les tarifs proposés par M. Trump diminueraient une fois de plus la compétitivité américaine selon le Peterson Institute. De plus, les coûts politiques pour les États-Unis augmenteront à mesure que le conflit escaladera avant les élections de mi-mandat en novembre. L'imposition de droits de douane américains au-delà de ceux proposés sur la première tranche de 50 milliards \$ d'importations donnerait lieu à l'application d'autres droits de douane par la Chine sur les exportations américaines. Ceux-ci pourraient toucher des secteurs sensibles pour les consommateurs d'États américains favorables au Parti républicain. L'augmentation des prix des marchandises ou les pertes éventuelles d'emplois pourraient faire perdre des suffrages. Le Congrès américain est un autre facteur limitant l'escalade des différends commerciaux. Le Congrès a le pouvoir constitutionnel d'imposer des tarifs douaniers, mais a délégué au président américain, par une loi, le pouvoir d'imposer des droits de douane dans des circonstances particulières (notamment pour des raisons de « sécurité nationale »). Si l'administration Trump poursuit une approche plus agressive du commerce international et abuse du pouvoir d'imposer des droits de douane, le Congrès pourrait intervenir. À tout le moins, le Congrès pourrait-il rappeler au président qu'il a les moyens de retirer le pouvoir présidentiel de gérer le commerce international.

Le commerce international est aussi un enjeu électoral pour l'administration américaine actuelle (qui ne cherche pas à l'abolir), bien couvert dans le plus récent rapport économique du président. À court terme, nous pouvons nous attendre à une certaine intensification des tensions commerciales avec les plus grands partenaires des États-Unis. Les plus importants pourraient infléchir l'investissement direct chinois aux États-Unis dans des sociétés américaines et imposer des restrictions à l'exportation bloquant l'accès de la Chine à de la technologie américaine. La Chine dispose de plusieurs options pour riposter, en plus de l'imposition de droits de douane sur les exportations américaines vers elle. Les sociétés américaines implantées en Chine ont grandi au fil des ans et pourraient être assujetties à plus de tracasseries administratives qui freineraient leur croissance et influeraient sur le cours de leurs actions.

Ultimement, au-delà des tactiques de négociation, toutes les parties comprennent que l'intensification des frictions commerciales ne sera pas positive pour la croissance, l'inflation et le verdict des électeurs. Les marchés financiers ont d'autres éléments à prendre en considération tels que les marchés du travail étriqués, les pressions sur les salaires et la renormalisation par les grandes banques centrales. Ces questions devraient retenir davantage l'attention du marché au cours des prochains mois.

PERSPECTIVES RÉGIONALES

Canada

La BdC sur la corde raide

- Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB réel de 1,7 % pour l'économie canadienne au cours des 12 prochains mois.
- Avec la montée des tensions commerciales et le ralentissement de l'immobilier résidentiel, la Banque du Canada n'avancera pas au même rythme que la Fed dans le resserrement de la politique monétaire. La BdC haussera les taux, mais moins vite.

Les autorités monétaires canadiennes doivent se livrer à un exercice d'équilibrisme très difficile. L'économie canadienne semble tourner à plein régime; le taux de chômage est au plus bas depuis plus d'une décennie. Avec des conditions très tendues sur le marché du travail, les tensions inflationnistes dues aux coûts se sont intensifiées et l'inflation des salaires a fortement accéléré (elle se situe actuellement à +3,9 %, le rythme le plus rapide en neuf ans). Dans des conditions normales, le gouverneur Stephen Poloz, de la Banque du Canada (BdC), et son personnel n'y réfléchiraient pas à deux fois et seraient déjà en train de normaliser les taux directeurs au même rythme que la Fed.

MARCHÉ DU TRAVAIL CANADIEN ÉTRIQUÉ

Taux de chômage canadien



Source : Gestion d'actifs CIBC

Cependant, l'environnement actuel n'est pas exactement ce qu'on qualifierait de « normal » — tant s'en faut. Au lieu de diminuer, les tensions commerciales entre le Canada et les États-Unis ainsi qu'entre les États-Unis et le reste du monde se sont intensifiées. À cause de cela, la BdC doit intégrer dans ses projections les effets des droits de douane annoncés récemment, ainsi que des mesures de représailles, à la fois du Canada et du reste du monde. Cela promet d'être une tâche très difficile.

Pour compliquer encore les choses, la BdC doit aussi déterminer comment les nouvelles directives canadiennes sur les prêts affectent le marché du logement et les renouvellements d'emprunts hypothécaires. Pour le moment,

il est trop tôt pour tirer des conclusions qui justifieraient un rythme de hausses plus lent. Cependant, il existe des preuves manifestes d'un ralentissement de l'activité de l'immobilier résidentiel au Canada. Selon la National Association of Realtors, les ventes de logements diminuent et le parc de biens immobiliers à vendre augmente, ce qui exerce une pression à la baisse sur les prix des biens. Dans ces conditions, M. Poloz doit se montrer extrêmement prudent dans la renormalisation des taux directeurs. Il ne voudrait certainement pas provoquer un arrêt en catastrophe du marché du logement canadien causé par la politique monétaire. Pour éviter cela, il n'a d'autre choix que d'attendre des indices de stabilisation de l'activité du marché immobilier résidentiel du Canada. Mieux vaut prévenir que guérir.

Moralité, étant donné la montée des tensions commerciales et le ralentissement de l'activité immobilière résidentielle canadienne, la BdC ne suivra pas la cadence de la Fed dans le resserrement de sa politique monétaire. Elle relèvera les taux d'intérêt, mais plus lentement.

États-unis

- L'économie américaine entre dans les dernières phases du cycle économique, caractérisé par une hausse de l'inflation des salaires, une augmentation des taux d'intérêt et un ralentissement de la croissance économique — contexte difficile pour les bénéficiaires des sociétés.
- Nous prévoyons que la croissance du PIB sera en moyenne de 2,5 % au cours des quatre prochains trimestres, ce qui est légèrement inférieur aux projections qui font consensus. Après avoir culminé au deuxième semestre de cette année, elle décélérera, avec la diminution des mesures de stimulation budgétaires et l'augmentation des taux d'intérêt.

Après cinq années en expansion, il est devenu clair que l'économie américaine risque de plus en plus la surchauffe. Le taux de chômage est presque au plus bas de tous les temps, les créations d'emplois dépassent le bassin des demandeurs d'emploi et une proportion record de petites et moyennes entreprises dénoncent un manque de candidats qualifiés — les conditions du marché du travail sont tendues à l'extrême. À l'avenir, cette pénurie de travailleurs augmentera probablement. L'expansion économique américaine est bien soutenue, grâce à une forte impulsion de la politique budgétaire, à une politique monétaire encore accommodante et à des caractéristiques fondamentales solides.

Dans ce contexte, l'inflation des salaires augmentera probablement beaucoup. C'est typique dans une fin de cycle. Quand cela arrive, la Fed est généralement prise au dépourvu et forcée de resserrer plus énergiquement sa politique monétaire, compromettant l'expansion économique. Cependant, la Fed peut empêcher que cela se produise en progressant graduellement et régulièrement vers une politique monétaire neutre. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que les autorités monétaires américaines administrent une hausse des taux par trimestre, plus que

ce que les marchés anticipent actuellement. En suivant cette voie graduelle, on peut espérer que la Fed réussira à amortir l'effet négatif de taux d'intérêt plus élevés et à réduire le risque d'un ralentissement économique brutal.

Les dernières phases d'un cycle économique annoncent des temps plus difficiles, et pas seulement pour la Fed. La rentabilité des entreprises sera progressivement freinée par le ralentissement de la croissance et la hausse des coûts, autres caractéristiques de fin de cycle. Le risque de déception en matière de bénéfices augmente et pourrait être exacerbé par une intensification de la guerre commerciale. Cela compte, parce qu'un revers trop important pour les bénéfices aurait inévitablement un effet négatif sur l'emploi, le revenu des ménages et les dépenses de consommation — et par ricochet, sur les perspectives de croissance générales.

Europe

La BCE retire le légendaire bol de punch

- La fin de l'assouplissement quantitatif au début de 2019 n'est pas un événement anodin, comme la BCE le sait bien. C'est pourquoi elle maintiendra sa politique de taux inférieurs à zéro jusqu'à ce que l'effet de l'arrêt du programme puisse être entièrement évalué.
- Nous projetons un important ralentissement de la croissance de l'économie de la zone euro au milieu de 2019, la croissance du PIB réel décélérant de +2,5 % (actuellement) à +1,5 %.

Comme on s'y attendait généralement, la BCE a annoncé qu'elle mettra fin à l'assouplissement quantitatif au début de 2019, et réduira davantage la quantité de titres achetés d'ici la fin de l'année. À première vue, il est tentant de conclure que cela ne représente pas un changement important de sa politique et ne menacera pas l'expansion économique de la zone euro. Après tout, la BCE a déjà dit clairement que les taux directeurs resteraient inchangés jusqu'à un moment avancé de l'année prochaine. Mais en réalité l'arrêt du programme d'assouplissement quantitatif n'est pas un événement anodin, comme les responsables de la BCE le savent bien.

Quand la BCE a lancé son programme d'achat d'actifs, l'objectif était de relancer l'économie de la zone euro moribonde en inondant le système monétaire de liquidités avec un excédent de dépôts/réserves. Cela devait exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt du marché et, espérait-on, permettre aux banques commerciales de recommencer à prêter. À en juger par la renaissance cyclique de la zone euro, il semble que le programme ait atteint son but. À la fin de 2016, l'économie de la zone euro avait clairement passé la vitesse supérieure et croissait à un rythme soutenu depuis près de deux ans.

Mais à y regarder de plus près, on ne peut pas réellement attribuer le succès du programme de la BCE à son effet sur le crédit bancaire. Globalement, la reprise des prêts bancaires a été modeste et essentiellement concentrée en Allemagne et en France. Mais alors, qu'est-ce qui explique la renaissance cyclique de la zone euro?

Nous croyons que le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE était mal conçu dès le départ. Dès le premier jour, les achats importants de titres d'emprunt gouvernementaux par la BCE ont largement dépassé les besoins d'emprunts nouveaux des gouvernements centraux de la zone euro. Faute d'obligations gouvernementales à acheter, les investisseurs de la zone euro ont été forcés de rechercher des rendements ailleurs. Pour satisfaire une demande gonflée artificiellement, les émissions d'obligations non gouvernementales ont explosé dans la zone euro. Ce n'est pas un phénomène négligeable puisque cela se traduit par une injection massive de crédit, qui explique essentiellement le décollage économique de la zone euro.

D'ici l'an prochain, la BCE n'achètera plus massivement d'obligations d'État de la zone euro. Cela restaurera probablement les conditions de liquidités et réduira les dislocations du marché, laissant la place à un retour des acheteurs traditionnels sur le marché des obligations publiques. Cela signifie aussi qu'il y aura beaucoup moins de demandes de titres de créance non gouvernementaux. Bref, le choc pour le marché obligataire de la zone euro (gouvernemental et non gouvernemental) pourrait être potentiellement violent. Dans ces conditions, la BCE n'a d'autre choix que de rester sur la touche en attendant d'avoir pleinement évalué les conséquences de l'arrêt de l'assouplissement quantitatif.

Cela implique aussi que l'économie de la zone euro bénéficiera moins de l'impulsion du crédit. Pour ces raisons, nous projetons un important ralentissement de la croissance, avec une décélération de la hausse du PIB réel à 1,5 % d'ici le milieu de 2019.

Chine

Le moment de prendre une police d'assurance : la guerre commerciale mine la croissance

- Nous prévoyons un ralentissement de la croissance du PIB réel chinois — de 6,8 % actuellement à 6,1 % d'ici le T2 2019. L'incertitude de la croissance est encore accentuée par le différend commercial avec les États-Unis et l'imposition de tarifs douaniers.
- Nous prévoyons que l'inflation selon l'IPC restera bien maîtrisée, en moyenne à 2,5 % au cours des 12 prochains mois. Cela permettra à la BPdC d'adopter une politique de plus en plus accommodante qui soutiendra la croissance.

L'économie chinoise a affiché une croissance solide au cours de la dernière année, dépassant le minimum visé de 6,5 % par les autorités. Cependant, les perspectives de croissance pour l'année à venir promettent plus de difficultés. Notre prévision table sur un ralentissement de la croissance du PIB réel chinois de 6,8 % actuellement à 6,1 % d'ici le T2 2019. Elle est soutenue par des facteurs qui comprennent le retrait complet des mesures de stimulation monétaires et budgétaires passées en plus de l'effet ralentisseur actuellement observé

dû à l'impulsion du crédit chinois. L'incertitude générée par l'intensification de la guerre commerciale des États-Unis avec la Chine augmente encore les entraves à la croissance. Le risque est celui de l'amplification des différends commerciaux qui pourrait se solder par davantage de sanctions de part et d'autre, sapant la confiance bâtie graduellement au fil des ans par les autorités.

Étant donné les incertitudes qui entourent la croissance, la Banque populaire de Chine (BPdC) adoptera probablement une politique de plus en plus favorable au cours des 12 prochains mois. Une inclination pour une politique plus accommodante est déjà apparente après l'annonce d'une réduction du ratio de réserves obligatoires des banques, ce qui aide à améliorer les conditions de liquidité dans le système bancaire. De nouvelles liquidités seront probablement injectées plus tard cette année.

Nous nous attendons à ce que l'inflation selon l'IPC reste bien contenue, s'établissant en moyenne à 2,5 % au cours des 12 prochains mois. Cela permettra à la BPdC d'adopter une politique de plus en plus accommodante pour soutenir la croissance. Nous pourrions même assister à un allègement du coût des emprunts plus tard cette année par une réduction des taux directeurs de la banque centrale.

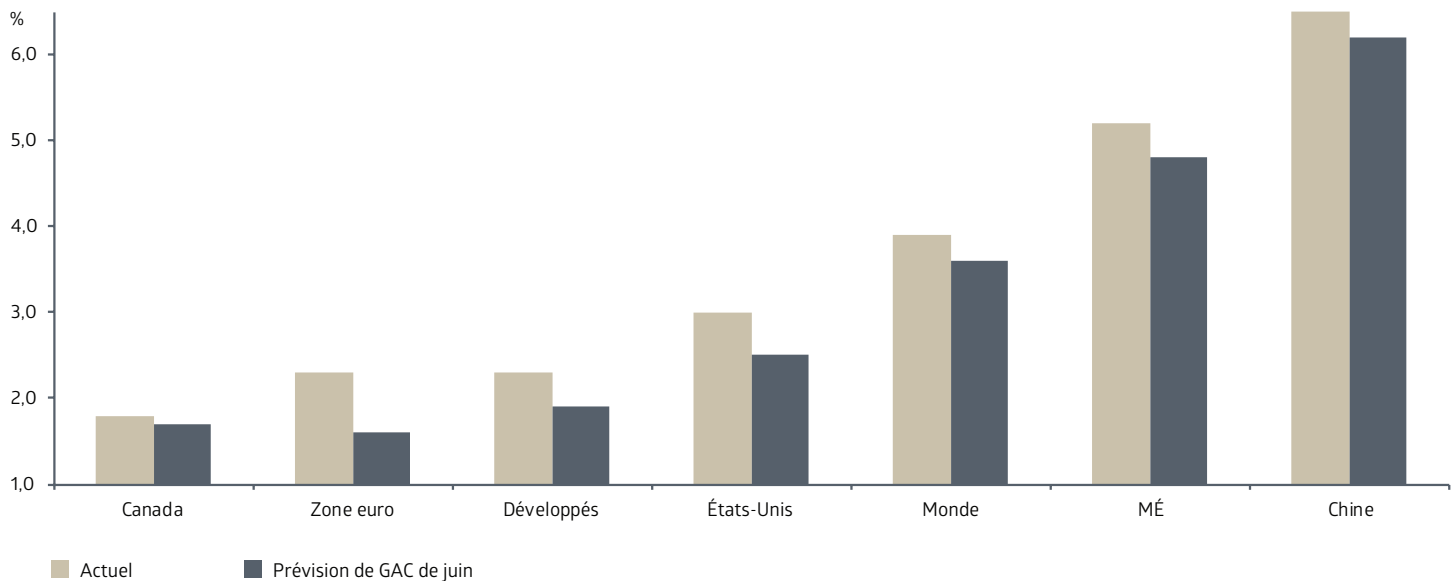
L'intensification du différend commercial entre les États-Unis et la Chine crée de l'incertitude pour les exportateurs chinois. Cependant, l'imposition de tarifs douaniers sur les produits chinois a d'importantes répercussions au-delà des frontières de l'Empire du Milieu. Près de 30 % de la valeur ajoutée des exportations chinoises destinées aux États-Unis proviennent de l'extérieur de la Chine. La valeur ajoutée non chinoise des exportations de produits électroniques est estimée à environ 50 %. Cela implique que les conséquences d'une guerre commerciale affecteront d'autres pays asiatiques qui participent à la chaîne d'approvisionnement de la production. Certains des pays à risque sont Taïwan, la Malaisie, la Corée du Sud, la Thaïlande, les Philippines et Singapour. Bref, la guerre commerciale américano-chinoise n'est pas seulement une entrave à la Chine, mais à l'ensemble du pôle de fabrication asiatique.

PERSPECTIVES DE LA STRATÉGIE MULTI-ACTIFS

Expansion en fin de cycle = augmentation des risques

Un ralentissement de l'économie était prévisible après une longue séquence de croissance robuste. Le ralentissement actuel représente-t-il une fluctuation de milieu de cycle typique ou sera-t-il un ralentissement plus marqué résultant d'un resserrement trop intense de la politique monétaire et de l'augmentation des déséquilibres? Au moment de rédiger ces notes, il est trop tôt pour dire que la phase de ralentissement est terminée. Selon certains indices, l'économie américaine se porte bien, mais il reste des questions pour le reste du monde.

PROJECTIONS DE LA CROISSANCE MONDIALE 12 PROCHAINS MOIS



Source: Thomson Reuters Datastream, Gestion d'actifs CIBC

Nous nous attendons à ce que l'expansion mondiale continue à un rythme plus lent qu'en 2017. Cependant, la croissance se maintiendra au-dessus du potentiel, continuant d'éliminer des capacités excédentaires et accumulant davantage de tensions inflationnistes, particulièrement aux États-Unis. Alors que la politique monétaire mondiale reste accommodante, les banques centrales ont déjà procédé à un resserrement important, si l'on considère l'élimination de l'assouplissement quantitatif. La combinaison de la hausse des taux directeurs et d'un resserrement quantitatif continuera d'évacuer les excédents de liquidités des banques centrales. Bien que celles-ci soient déterminées à normaliser la politique monétaire à un rythme graduel, cela représentera un exercice d'équilibre délicat pour éviter l'accumulation de pressions inflationnistes excessives et orchestrer un ralentissement contrôlé.

Les banquiers centraux et les investisseurs n'ont pas beaucoup de précédents auxquels ils peuvent se référer dans le processus d'élimination de l'assouplissement quantitatif. Il devient donc très difficile d'évaluer le degré de resserrement déjà appliqué et combien il reste à donner de tours de vis. À quel point cette intervention brisera-t-elle le cycle économique? Les marchés financiers resteront probablement très volatils, puisque les investisseurs s'adaptent constamment aux nouvelles informations dont ils disposent.

L'évolution boursière faible et volatile récente concordait avec un ralentissement économique typique. Cependant, les rendements obligataires ont évolué très différemment. Le comportement habituel pendant un ralentissement est celui d'une reprise des obligations, parce que les marchés s'attendent à ce que la banque centrale doive assouplir sa politique afin de soutenir l'économie. Récemment, le marché obligataire se préoccupait moins de la croissance que de l'inflation. En 2017 et au début de 2018, la croissance

était remarquablement stable et généralisée, mais les perspectives d'inflation sont devenues de plus en plus floues. Maintenant, il semble que les prévisions d'inflation soient plus certaines alors que les risques augmentent en ce qui concerne la croissance.

En plus de l'effet sur les rendements obligataires, cette dynamique poussera aussi le dollar américain à la hausse. Les marchés émergents (MÉ) sont restés résilients, mais la conjugaison d'une augmentation des rendements américains et de l'appréciation de l'USD était la goutte qui a fait déborder le vase. En outre, la guerre commerciale émergente entre les États-Unis et le reste du monde a suscité des inquiétudes non nécessaires pour les marchés émergents. Quand les actions ont rebondi aux États-Unis et en Europe en avril, les actions des marchés émergents ont stagné. Les obligations des MÉ et leurs devises ont été durement touchées.

Est-ce un indice de stress pour les MÉ? Les marchés émergents sont des actifs à bêta élevé cyclique et une contreperformance dans le contexte d'un ralentissement mondial de la croissance est justifiable, particulièrement quand les actifs des marchés émergents ont connu une hausse aussi forte en 2017. Au cours des six derniers mois, quelques pays (c.-à-d. Turquie, Brésil, Argentine) ont attiré l'attention, mais pour les mauvaises raisons.

Jusqu'à-là, la correction des actions mondiales n'avait pas été sévère comparativement aux précédents historiques, mais les actions se réadaptent à juste titre au présent régime de fin de cycle. Des valorisations plus faibles corroborent notre opinion selon laquelle la montée des tensions inflationnistes et les taux d'intérêt freineront le marché boursier. Les analystes continuent de prévoir

une croissance des bénéfices à deux chiffres, concordant avec l'idée que l'expansion mondiale se poursuivra. Les rendements des actions devraient rester positifs, mais de plus en plus exposés à des risques. Pendant ce temps, ceux des obligations sont encore inférieurs à leur juste valeur et devraient continuer d'augmenter graduellement.

PERSPECTIVES DU MARCHÉ DES ACTIONS

États-Unis

La croissance des bénéfices est actuellement très vigoureuse aux États-Unis. Elle est nourrie par la forte croissance économique, dont nous pensons qu'elle surprendra à la hausse au cours des deux prochains trimestres avant d'inverser son cours. L'inflation des salaires et les taux d'intérêt commencent à avoir un effet négatif sur les marges bénéficiaires, mais celui-ci est encore largement compensé par l'impulsion ponctuelle des réductions d'impôt. L'effet des réductions d'impôt continuera de se manifester dans les statistiques de bénéfices d'une année à l'autre pendant les deux prochains trimestres. Les marges devraient ensuite reprendre leur tendance à la baisse en raison de l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre et du financement de la dette.

Le marché américain (mesuré par l'indice S&P 500) est encore le plus surévalué des marchés boursiers développés, même si le ratio C/B corrigé des effets cycliques a diminué de 6 % depuis qu'il a culminé à la fin de janvier. Nous nous attendons à ce que la contraction en cours des multiples continue au cours des prochains trimestres. Cela signifie que la forte croissance des bénéfices ne se traduira pas à parité en forts rendements du marché.

Les États-Unis restent en butte à l'obstacle des valorisations et des marges — celles-ci limiteront les rendements au cours de la prochaine année et dans un avenir prévisible.

Actions internationales

La croissance économique décélère et ne devrait pas rebondir aussi vigoureusement qu'aux États-Unis. Mais on s'attend toujours à ce qu'elle reste supérieure à son potentiel, continuant de résorber les écarts de production. L'inflation est encore très bien contenue, les banques centrales peuvent donc se permettre de prendre leur temps pour renormaliser leurs politiques monétaires. C'est le message qu'a fait passer récemment la Banque centrale européenne. Cette détente qui continue crée un contexte dans lequel les bénéfices peuvent encore bien croître, quoiqu'à un rythme plus lent que dans la dernière année, sans subir l'effet négatif des hausses de coûts de la main-d'œuvre et des taux d'intérêt comme aux États-Unis actuellement.

En moyenne, les ratios C/B des pays de la région EAEO sont maintenant légèrement supérieurs à nos objectifs à long terme, mais restent plus intéressants qu'aux États-Unis. Cependant, cette moyenne masque certaines disparités

entre les pays. En Europe, le Royaume-Uni, la Suède, l'Espagne et la France offrent la meilleure valeur. En Asie, les marchés les plus intéressants sont ceux de l'Australie, de Singapour et de Hong Kong. Les rendements en dividendes sont aussi intéressants à 3,1 % et devraient nettement contribuer aux rendements totaux.

Les marchés des actions de la région EAEO tendent à se démarquer quand le dollar américain s'apprécie graduellement par rapport à leurs propres devises, particulièrement au Japon, au Royaume-Uni et dans la zone euro. Alors que les marchés émergents tendent à évoluer dans le sens inverse, une prévision positive à la fois pour la région EAEO et les marchés émergents réduit le risque implicite du dollar américain dans la stratégie boursière.

Canada

La croissance des bénéfices devrait décélérer, car la croissance économique continue de ralentir, alors que l'effet de base dû à une augmentation des prix des matières premières se dissipe. Les marges ont peu de place pour augmenter à partir des niveaux actuels au Canada et les ventes seules ne sont pas en mesure de générer plus de 15 % de croissance des bénéfices, comme l'an dernier.

L'indice composé S&P/TSX se négocie actuellement légèrement au-dessus de notre estimation de sa juste valeur à long terme. Il est aussi encore plus intéressant que celui de la majorité des marchés développés, particulièrement si on le compare aux États-Unis. Néanmoins, nous nous attendons à ce que les ratios de valorisation ne continuent pas d'être exagérés au cours des quatre prochains trimestres. L'indice bénéficie d'un rendement en dividende relativement positif de 2,9 %.

La croissance économique du Canada décélère, mais on s'attend encore à ce qu'elle reste supérieure à son potentiel. Cela soutient la croissance des bénéfices malgré les facteurs négatifs dus à l'augmentation des taux d'intérêt. Les prix élevés du pétrole continueront de soutenir les bénéfices des sociétés du secteur de l'énergie. Cependant, maintenant que leur rentabilité est restaurée, elles n'obtiendront pas le même soutien pour les bénéfices de l'expansion des marges qu'au cours de la dernière année.

Les marges d'intérêt net des banques ont un peu de latitude pour continuer d'augmenter, car les intérêts que paient ces établissements sur les dépôts n'augmenteront pas autant que les intérêts qu'ils exigent sur les prêts. Cette tendance est toutefois contrebalancée par un ralentissement de la croissance du crédit, qui se produit à la fois dans le secteur du crédit à la consommation et du crédit hypothécaire.

Globalement, le marché canadien des actions est légèrement positif.

Marchés émergents

La croissance économique de la Chine devrait continuer de ralentir graduellement, au diapason de la croissance du crédit. Étant donné la volonté des autorités chinoises de promouvoir

la stabilité, une certaine forme de détente visant les banques est attendue (réduction du ratio de réserves obligatoires), ce qui pourrait aider à compenser la décélération économique. En fait, au moment de rédiger ces notes, les autorités chinoises en signalaient verbalement l'intention.

En dehors de la Chine, certains pays émergents ont vu leur monnaie perdre du terrain par rapport au dollar américain et resserrent maintenant leurs politiques monétaires pour soutenir leurs devises et combattre les tensions inflationnistes. La bonne nouvelle est que le nombre de pays forcés d'augmenter les intérêts pour compenser la faiblesse de leurs devises est limité.

L'écart de valorisation entre les marchés émergents et les États-Unis a commencé à diminuer au T1 quand les MÉ se démarquaient, mais cette tendance s'est inversée pendant le T2. L'écart des valorisations des marchés émergents avec les États-Unis est maintenant le plus grand depuis 2002. Les arguments de la valorisation sont toujours favorables aux marchés émergents au détriment des autres grandes régions du monde.

Le rendement relatif des marchés émergents par rapport aux marchés développés (MD) est bien expliqué par deux facteurs, qui ont tous deux avantage les MD récemment. Les MÉ se démarquent habituellement quand le différentiel de croissance avec les MD augmente et quand le dollar américain est faible. Nos prévisions économiques indiquent une réaccélération de la croissance pendant la première moitié de l'horizon de prévisions aux États-Unis, doublée d'un ralentissement en Chine. Cela continuera donc d'avoir un effet ralentisseur pour les MÉ. La diminution de la liquidité de l'USD qui continue et la vigueur du dollar ont aussi conduit à une période de rendement inférieur. Nous ne prévoyons pas beaucoup d'appréciation du dollar à partir de là, la pression sur les MÉ diminuera donc probablement sur l'horizon de prévision.

PERSPECTIVES DES TITRES À REVENU FIXE

Les rendements mondiaux se heurtent à des courants contraires

Les forces intérieures aux États-Unis, comme une économie tournant à un régime supérieur au plein emploi, d'importantes mesures de stimulation publiques à venir et l'augmentation des prix du pétrole, ont poussé les attentes d'inflation américaine à la hausse. Cependant, plusieurs facteurs extérieurs opposent de puissants courants contraires. La rhétorique entourant le protectionnisme commercial est devenue plus tonitruante. En Europe, la scène politique italienne a donné au marché une tournure non favorable aux obligations après les élections, mais la situation du commerce international s'est encore détériorée en Asie. L'affaiblissement des statistiques cycliques chinoises en a apporté la preuve et a incité les autorités à réduire les exigences de réserve de dépôts obligatoires pour les banques en juin. La tourmente politique et le spectre d'une diminution de la liquidité

du dollar US ont provoqué de l'instabilité sur divers marchés émergents et un délaissement des obligations des MÉ. Tous ces facteurs ont graduellement érodé la confiance mondiale et réduit les prévisions de croissance planétaire, déclenchant une vague d'achats de valeurs sûres en faveur des marchés développés et plafonnant les rendements au T2. Alors que les marchés des obligations mondiaux connaissent une liquidation pendant la première partie du deuxième trimestre, ils sont nettement repartis à la hausse pour clore la période. Les rendements des obligations du Trésor américain de 10 ans ont clôturé le trimestre à 2,86 % après avoir atteint 3,12 % en mai.

Néanmoins, à sa réunion de juin, la Réserve fédérale américaine a réaffirmé l'intention de hausser les taux au rythme d'un tour de vis par trimestre en 2018. Entretemps, d'autres banquiers centraux des MD ont fait preuve de plus de retenue dans leurs évaluations. Le récent passage à vide de l'économie européenne a forcé la BCE à annoncer le report de sa prochaine hausse de taux, du premier semestre au deuxième semestre de 2019. De la même manière, la Banque d'Angleterre qui craint encore les développements entourant les négociations du Brexit, a renoncé à une hausse des taux en juin attendue précédemment, bien que trois membres du comité aient été dissidents.

À l'avenir, les rendements obligataires mondiaux devraient petit à petit monter. Bien que les perspectives de croissance mondiales soient devenues plus incertaines, la volonté ferme de renormaliser la politique monétaire demeure intacte. À mesure que le bilan de la Fed diminue et que la BCE mettra fin à son programme d'achat d'obligations plus tard cette année, la diminution de la demande d'obligations souveraines devrait faire monter les taux des obligations.

Dans une perspective qualitative et quantitative, les rendements des obligations des MD sont encore chers (c.-à-d. les rendements sont encore beaucoup trop bas). Dans notre scénario de base, sur un horizon de douze mois, les taux des obligations souveraines de 10 ans devraient atteindre 3,25 % et 2,40 %, aux États-Unis et au Canada respectivement. Le risque augmente que la montée des risques économiques et géopolitiques mondiaux serve à freiner les rendements obligataires.

MARCHÉS DES DEVISES

Dollar américain

Le dollar américain s'est apprécié au deuxième trimestre, de plus de 6 % globalement sur une base pondérée en fonction des échanges commerciaux. Il se négocie maintenant à des niveaux proches des sommets cycliques atteints au début de 2017. À ce stade, cependant, son potentiel de hausse devrait être limité, vu sa surévaluation déjà importante — son évolution future dépendra d'un certain nombre de facteurs.

Le dollar américain restera probablement bien soutenu si les divergences cycliques entre les États-Unis et le reste du monde se maintiennent. La situation tendue du marché du travail et les pressions croissantes des coûts ne laissent à la Fed aucun autre choix que de continuer sur sa trajectoire

de renormalisation de la politique monétaire. La situation est différente dans les autres pays développés, où l'inflation demeure anémique et les taux cibles d'inflation restent hors de portée. Dans ces circonstances, il n'est pas nécessaire d'accélérer la renormalisation de la politique monétaire en dehors des États-Unis.

Le dollar américain est aussi un actif de premier plan dans les réserves des banques centrales étrangères et, surtout, une devise privilégiée pour les échanges commerciaux internationaux. Pour ces deux raisons, il existe une demande de dollars américains à l'étranger à titre de réserve de valeur et de monnaie d'échange. Plus vite la Fed réduira son bilan, plus la liquidité du dollar américain diminuera dans le monde, ce qui soutiendra le billet vert.

Vu les forces à l'œuvre, il est trop tôt pour anticiper une dépréciation générale du dollar américain. Pour que d'autres grandes monnaies du monde développé montent de manière décisive par rapport au dollar américain, il faudrait que les autorités monétaires correspondantes donnent un signal clair du lancement de campagnes de resserrement de leurs politiques. En attendant, le dollar américain ne devrait pas manquer de soutien.

Dollar canadien

Il semble que rien n'aille plus dernièrement pour le dollar canadien. Il ne profite plus comme auparavant de la hausse des prix du pétrole. Ceux-ci ont augmenté de près de 14 % depuis le début de l'année, mais le dollar canadien a baissé de plus de 6 % par rapport au dollar américain. Cela s'explique par le fait que le dollar canadien est devenu une devise moins prisée pour profiter de la hausse du pétrole. Le CAD profite encore des hausses des prix du pétrole, mais l'augmentation des prix du brut a moins d'effet négatif sur le dollar américain. L'effet net est une diminution de la sensibilité du taux de change bilatéral.

De plus, alors que la Banque du Canada semble avoir durci le ton dernièrement, ce n'est vraiment rien comparativement à la récente décision de la Réserve fédérale américaine. En termes de resserrement de la politique monétaire, la Banque du Canada ne marchera pas dans les pas de la Fed — la BdC relèvera les taux d'intérêt, mais à un rythme plus lent que la Fed.

Enfin, le dollar canadien est une devise qui souffre de difficultés fondamentales. Les performances exceptionnelles de l'économie canadienne des dix dernières années ont entraîné des déséquilibres externes. Le Canada accumule des déficits du compte courant depuis près d'une décennie, comme à la fin des années 1980 et au début des années 1990. De ce fait, les besoins d'emprunt en dollars américains du Canada ont considérablement augmenté. La différence entre la situation actuelle et celle d'il y a 22 ans est que, en pourcentage du PIB, le fardeau de la dette extérieure canadienne atteint maintenant un niveau record (35 % du PIB), ce qui signifie que le Canada n'a jamais été aussi vulnérable au resserrement des conditions du crédit aux États-Unis. Plus la Fed relève ses taux d'intérêt, plus la pression du dollar américain s'intensifie

et plus les coûts du service de la dette extérieure canadienne augmentent. Tout aussi important, cela signifie aussi que toute politique américaine qui aurait pour but de creuser le déficit commercial général du Canada (ou, plus précisément, de réduire l'excédent commercial avec les États-Unis) entraînerait une aggravation de la pénurie de dollars américains au Canada. Dans ce contexte, il est trop tôt pour prédire un arrêt de la dépréciation du dollar canadien.

Euro

L'année a commencé avec de grands espoirs pour l'euro; une majorité de prévisionnistes s'attendaient à une ascension facile à 1,30 par rapport au dollar américain avant la fin de l'année. Après le milieu de l'année, l'euro se négocie aux alentours de 1,16 pour un USD — plus ou moins comme en 2017. Que s'est-il passé ? Si l'économie de la zone euro s'est nettement améliorée, il reste toujours très peu de preuves d'une accumulation conséquente de tensions inflationnistes. Résultat, la BCE a très peu d'incitations à précipiter le lancement d'une campagne de resserrement de la politique monétaire et s'en tiendra probablement à sa politique de taux d'intérêt inférieurs à zéro pendant un peu plus longtemps. À partir de là, le potentiel de hausse de l'euro semble très limité.

Yen japonais

Comme on s'y attendait généralement, la Banque du Japon a maintenu sa politique monétaire sans changements à sa réunion de fixation de la politique de juin. Il est maintenant très clair que l'objectif d'inflation de la Banque du Japon (BdJ) est bien hors de portée. La BdJ tablait sur une fourchette de prévision de 1,2 % à 1,3 % pour l'inflation selon l'IPC de base (sans les aliments frais) pour l'exercice 2018. Alors que l'inflation selon l'IPC de base se situe toujours bien en dessous de l'objectif de la BdJ (+0,3 % a/a en avril et en perte de vitesse), cette dernière n'aura d'autre choix que de réduire sa projection au cours des prochains mois. La question est de savoir si cela suffira pour affaiblir nettement le yen. Nous en doutons.

Il est aussi très clair maintenant que la BdJ a atteint les limites de la politique d'assouplissement quantitatif. Alors que l'inflation est bien en dessous de la cible, la BdJ n'achète pas davantage de titres, mais a plutôt nettement ralenti le rythme de ses achats. Malgré son discours officiel, la BdJ est manifestement en mode de réduction graduelle de l'assouplissement quantitatif et même d'accélération de ce mouvement. Les augmentations annuelles des réserves excédentaires détenues à la BdJ ont diminué d'un point culminant de près de 80 000 milliards de yens au début de 2017 à 32 000 milliards en mai dernier. Cette évolution devrait continuer de bien soutenir le yen.

LE POINT SUR LES MATIÈRES PREMIÈRES

L'OPEP a annoncé une réduction de la production de pétrole de 1,8 Mb/j4 à la fin de 2016, mais, pendant la dernière année et demie, les réductions de la production ont en fait atteint 150 % du volume visé (au total, environ 2,7 Mb/j). Cela s'explique en partie par la diminution des exportations du Venezuela, conséquence du chaos économique et social de ce pays. De plus, le manque de réinvestissements dans des projets pétroliers d'autres pays a ajouté à la baisse de la production et réduit les volumes d'exportation globaux.

À la plus récente réunion de l'OPEP, les pays membres ont annoncé un engagement à respecter à 100 % l'objectif de réduction de la production de 2016. Cependant, le respect des réductions d'origine représentera une augmentation de la production d'environ 1 Mb/j à partir du 1er juillet, plus que ce que la plupart des analystes prévoient. Les estimations typiques se situaient dans une fourchette de 600 000 à 700 000 b/j, car beaucoup de membres de l'OPEP ne possèdent pas de capacités adéquates pour augmenter rapidement la production. Nous considérons l'annonce comme globalement positive, puisqu'elle élimine une part d'incertitude et maintient l'équilibre des marchés pétroliers. À terme, nous croyons que le pétrole se négociera dans une fourchette de 60 \$ à 70 \$, permettant aux producteurs de mettre en œuvre leurs plans économiques et d'offrir des taux de rendement concurrentiels. On devrait en savoir davantage en décembre, quand les pays membres de l'OPEP et certains non-membres se réuniront pour discuter de nouveau de quotas et de niveaux de production.

En dehors de l'OPEP, les grandes régions du monde à surveiller sont l'Iran, car les États-Unis font pression sur les pays de l'Union européenne et d'autres pour qu'ils achètent leur pétrole ailleurs. Le risque géopolitique reste grand dans des pays tels que la Libye et le Nigeria, où des attaques de rebelles peuvent arrêter la production. Plus près d'ici, le gouvernement mexicain nouvellement élu devra réinvestir dans le secteur pétrolier. Toute hésitation à le faire pourrait entraîner une poursuite de la baisse de la production de pétrole mexicain. Enfin, bien que la production de pétrole américaine continue de croître, des contraintes d'oléoducs limitent les volumes qui peuvent être livrés du bassin Permian dans l'ouest du Texas et de la plaque tournante de stockage et de négociation de Cushing, en Oklahoma. Ces contraintes devraient être allégées avec l'entrée en service de nouvelles capacités pipelinières au deuxième semestre de 2019.

INDICATEURS

Indicateurs économiques qui nous permettront de savoir si notre scénario de la **renormalisation de la politique monétaire** se déroule comme prévu :

Canada

- Croissance de l'emploi et des salaires
- Prix et activité du secteur de l'habitation
- Négociations de l'ALENA
- Décote des prix du pétrole canadien par rapport aux États-Unis

États-Unis

- Croissance des salaires
- Taux d'activité de la main-d'œuvre
- Négociations commerciales
- Réserves excédentaires détenues par la Fed
- Tensions inflationnistes des dépenses personnelles de consommation de base
- Tendance de la production de pétrole nationale (après l'accord de l'OPEP)
- Nouvelles commandes comparativement aux stocks
- Commandes de biens d'équipement (surveillance de la croissance des investissements)

Chine

- Ventes et prix de l'immobilier résidentiel, mises en chantier résidentielles
- Inflation
- Balance commerciale
- Consommation d'électricité
- Combinaison de la croissance du PIB (production industrielle par rapport au commerce de détail par rapport aux services)
- Prêts aux ménages et aux entreprises
- Tensions géopolitiques avec la Corée du Nord

Autres marchés

- Réserves excédentaires détenues par la BCE et la Banque du Japon
- Inflation européenne
- Négociations du Brexit
- Coalition gouvernementale italienne
- Indices mondiaux des directeurs des achats
- Activité de l'immobilier commercial au Royaume-Uni

¹L'impulsion du crédit est mesurée par la variation du nouveau crédit émis en pourcentage du produit intérieur brut (PIB).

²Dépenses personnelles de consommation.

³Un point de base équivaut à 0,01 %.

⁴Mb/j=millions barils/jour.

Le présent document a pour but d'informer nos clients ; il ne faut pas le considérer comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre, d'un produit ou d'un service quelconque ni l'interpréter comme un conseil de placement précis. L'information qui s'y trouve provient de sources jugées fiables, mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude, l'exhaustivité, ni la fiabilité. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer.

Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses différentes plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe. Répartition de l'actif et peuvent différer des opinions des autres équipes, au sein de la plateforme de placement intégrée de la Banque CIBC.

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