



TOUT DÉPEND DES PERSPECTIVES D'INFLATION

La distinction entre une normalisation graduelle de la politique monétaire et un resserrement plus abrupt est cruciale pour les perspectives du marché. Pour les obligations, les deux scénarios devraient entraîner une hausse des taux. Pour les actions, la distinction pourrait faire la différence entre des rendements positifs et négatifs. À terme, les tensions inflationnistes, ou leur absence, dicteront la vitesse à laquelle les banques centrales devront mettre fin à la détente.



Gestion d'actifs
CIBC

Perspectives

Pour la période de 12 mois débutant le 1^{er} octobre 2017

Prévisions de répartition de l'actif au 1^{er} octobre 2017

Catégories d'actifs	Sous-pondérer		Neutre	Surpondérer	
	Fortement	Légèrement		Légèrement	Fortement
Actions par rapport aux titres à revenu fixe			✓		
Titres à revenu fixe					
Marché monétaire canadien	✓				
Obligations gouvernementales du Canada				✓	
Obligations de sociétés canadiennes				✓	
Obligations gouvernementales internationales		✓			
Actions					
Actions canadiennes			✓		
Actions américaines		✓			
Actions internationales (marchés développés)				✓	
Marchés émergents				✓	

Devises (par rapport au dollar américain)	Sous-pondérer		Neutre	Surpondérer	
	Fortement	Légèrement		Légèrement	Fortement
Dollar canadien			✓		
Euro		✓			
Yen japonais		✓			
Livre sterling			✓		
Franc suisse		✓			
Dollar australien		✓			
Marchés émergents				✓	

Points saillants

Revenu fixe par rapport aux actions : Si l'inflation reste maîtrisée, les taux obligataires monteront graduellement, l'intérêt pour les titres à risque restera grand et les actions seront encore soutenues par des bénéfices robustes.

Actions : Une valorisation faible des actions représente un potentiel qui pourrait être lucratif sur les marchés émergents (MÉ), particulièrement parce que leurs monnaies sont aussi attrayantes.

Revenu fixe : Les taux des obligations américaines et canadiennes vont probablement dériver à la hausse – mais le potentiel reste limité dans le contexte d'attentes d'inflation timides et bien ancrées.

Devises : Le dollar canadien fait face à des perspectives incertaines étant donné les négociations de l'ALÉNA et les récentes hausses de taux de la Banque du Canada.

Rendements prévus

Pour la période de 12 mois débutant le 1 ^{er} octobre 2017	En dollars canadiens			En monnaie locale		
	Reflation mondiale	Politique de renormalisation	Récession mondiale	Reflation mondiale	Politique de renormalisation	Récession mondiale
Probabilités	15,0 %	65,0 %	20,0 %	15,0 %	65,0 %	20,0 %
Marché monétaire canadien	1,5 %	1,1 %	0,8 %	1,5 %	1,1 %	0,8 %
Obligations canadiennes	-0,4 %	1,6 %	4,8 %	-0,4 %	1,6 %	4,8 %
Obligations fédérales du Canada	-0,7 %	1,4 %	5,8 %	-0,7 %	1,4 %	5,8 %
Obligations de sociétés canadiennes	1,3 %	2,2 %	1,8 %	1,3 %	2,2 %	1,8 %
Obligations canadiennes à rendement réel	1,8 %	-2,5 %	4,4 %	1,8 %	-2,5 %	4,4 %
Obligations canadiennes à rendement élevé	4,5 %	3,3 %	-5,8 %	4,5 %	3,3 %	-5,8 %
Obligations gouvernementales internationales	-5,6 %	0,5 %	8,1 %	-3,8 %	-1,0 %	5,3 %
Actions canadiennes	15,4 %	4,9 %	-20,2 %	15,4 %	4,9 %	-20,2 %
Actions américaines	10,7 %	4,4 %	-13,8 %	11,6 %	2,0 %	-17,1 %
Actions internationales	14,4 %	6,3 %	-17,5 %	16,5 %	5,8 %	-17,5 %
Actions des marchés émergents	17,2 %	10,8 %	-22,1 %	18,6 %	9,0 %	-18,4 %

Source : © 2017 Gestion d'actifs CIBC est membre du Groupe de sociétés CIBC. Gestion d'actifs CIBC est une marque déposée de la Banque CIBC.

Perspectives mondiales

Renormalisation de la politique monétaire

Après avoir soigneusement préparé les marchés financiers, la Réserve fédérale américaine (Fed) a officiellement annoncé un plan de réduction de son bilan – près de dix années après le début de la crise financière mondiale. Cela constitue un pas de plus dans le territoire inconnu d'une politique monétaire non conventionnelle. Cela dit, le bilan de la Fed commencera à diminuer, mais ne devrait pas revenir aux niveaux d'avant la crise, ce qui maintiendra des conditions de liquidité relativement souples. En Europe, nous nous attendons à ce que la Banque centrale européenne (BCE) continue d'acheter des actifs jusqu'à la fin de 2018. Mais elle procédera à un rythme plus lent, car elle approche de la limite de sa politique vue la raréfaction des titres achetables. De plus, la Banque du Japon (BdJ) a récemment réaffirmé sa politique actuelle d'assouplissement quantitatif et qualitatif avec un contrôle de la courbe des rendements. Certaines banques centrales ont aussi exprimé dernièrement le souhait d'amorcer un processus de renormalisation de leur politique monétaire (on pense notamment à la Banque du Canada). Mais dans l'ensemble, le virage mondial de la politique monétaire devrait rester très graduel et, comme le veut l'expression consacrée, il dépendra des données. Notre prévision se fonde sur l'hypothèse que les politiques monétaires et les conditions de liquidité devraient rester favorables sur l'horizon de prévision. Certains changements de la garde à la tête de la Fed pourraient soulever une incertitude à l'égard de la politique monétaire au début de l'an prochain. Cependant, nous soupçonnons que la nouvelle présidence pourra difficilement changer radicalement de cap alors que la Fed est maintenant bien engagée sur la voie de la renormalisation.

Notre prévision pour l'économie mondiale n'a pas changé profondément par rapport à notre dernière publication – les données publiées au cours des trois derniers mois correspondaient sensiblement à nos attentes. Plus précisément, l'économie mondiale devrait continuer de croître à un rythme modéré et supérieur au potentiel. L'inflation devrait graduellement remonter d'en dessous des objectifs des banques centrales à mesure que les excédents de capacités, en particulier sur le marché du travail, continueront de se résorber. L'inflation est encore loin de l'objectif et les conditions monétaires restent souples, si bien que le risque d'une fin précipitée du cycle économique diminue. Et ce, malgré la durée de cette reprise économique, qui sera bientôt la plus longue de tous les temps. L'économie américaine tourne peut-être au maximum de sa capacité, mais des forces structurelles semblent limiter les pressions de l'inflation. Pendant ce temps, la croissance en Europe prend de l'élan, mais un écart de production négatif devrait subsister pendant au moins deux années encore. Cela devrait encourager la Banque centrale européenne (BCE) à faire preuve de patience à l'égard de sa détente. La Chine devrait continuer de soutenir la croissance mondiale. Les craintes d'une crise financière ou économique diminuent à mesure que son gouvernement central progresse dans les réformes structurelles et le rééquilibrage de l'économie.

Autres scénarios

Récession mondiale

Nous estimons que c'est aux États-Unis que le risque de récession a le plus de chances de se manifester puisque ce pays est le plus avancé dans le cycle économique. Nous surveillons les risques pour la stabilité financière qui pourraient découler de l'endettement des entreprises à mesure que les ratios de couverture des intérêts diminueront avec l'augmentation des taux d'intérêt. Des augmentations des salaires plus fortes favoriseraient une hausse de l'inflation, mais pourraient exercer des pressions sur la rentabilité des sociétés. Les risques liés aux politiques monétaire et budgétaire sont aussi prééminents aux États-Unis. Le rythme des hausses des taux d'intérêt et la réduction du bilan de la Fed pourraient être plus préjudiciables que prévu en provoquant un resserrement important des conditions financières. L'incapacité de faire adopter une législation sur le système de santé limiterait la souplesse budgétaire nécessaire pour adopter des réductions d'impôt susceptibles d'être stimulantes pour l'économie américaine. Les tensions commerciales mondiales pourraient aussi revenir à l'ordre du jour, ce qui pourrait saper la confiance des entreprises et des consommateurs et exacerber un ralentissement potentiel. Enfin, le récent chorus des banques centrales exprimant l'intention de renormaliser leur politique monétaire pourrait se solder par une erreur de conduite de cette politique en raison d'une mauvaise appréciation de la sensibilité de l'économie mondiale à l'augmentation des taux d'intérêt.

Reflation mondiale

Dans notre scénario central sur la *Renormalisation de la politique monétaire*, on ne s'attend pas à ce que l'économie mondiale croisse assez vite pour entraîner une hausse importante des tensions inflationnistes. Dans cet autre scénario, la montée des tensions inflationnistes est suffisamment forte pour convaincre davantage de banquiers centraux de « lever le pied de l'accélérateur ». Pour les banquiers centraux qui ont déjà amorcé un resserrement (comme la Fed et la Banque du Canada), cela implique un resserrement plus énergique de la politique sur l'horizon de prévision. Pour d'autres comme la BCE et la BdJ, cela consistera à réduire plus vite les achats d'actifs. Une croissance plus forte des bénéfices compenserait la montée des taux d'intérêt, en soutenant les valorisations boursières et en assurant des rendements plus importants que prévu. En outre, l'évolution politique constructive en Europe pourrait entraîner un regain de confiance des entreprises et des consommateurs et un renforcement de l'activité économique plus important que ce qu'anticipe notre scénario central.

Malgré ces perspectives plutôt positives, l'économie mondiale n'est pas totalement à l'abri des risques. La complaisance semble persister, si l'on en juge par la volatilité historiquement faible et les valorisations élevées de nombreuses catégories d'actifs. Le casse-tête de l'inflation aux États-Unis reste un des thèmes dominants puisque l'augmentation des salaires y demeure timide malgré le peu de capacités inutilisées qui semblent rester sur le marché du travail. Une surprise à cet égard, lorsque la courbe de Phillips réaffirmera sa vérité, pourrait bouleverser les marchés financiers actuellement calmes, quand les marchés du travail étriqués finiront par entraîner une inflation des salaires. Des rendements obligataires américains supérieurs aux prévisions pourraient troubler le calme actuel et entraîner une liquidation d'actifs à risque. Ailleurs, nous surveillerons la prochaine élection en Italie au début de 2018 qui pourrait bousculer les marchés étant donné le défi de la dette de cette économie européenne. Chez nous, les négociations de l'ALÉNA méritent aussi d'être surveillées de près. Un segment spécial a été consacré à ce sujet dans cette édition de *Perspectives*.

Titres à revenu fixe par rapport aux actions

Les prévisions d'inflation sont cruciales

L'expansion économique mondiale continue – la croissance devrait rester supérieure au potentiel, mais l'élan devrait diminuer. Les conditions monétaires resteront détendues, même si les banques centrales retirent graduellement les politiques extraordinaires. Cependant, à la marge, cela implique une diminution des mesures de stimulation. L'économie américaine tourne au maximum de sa capacité alors qu'en Europe la croissance prend de l'élan, et l'écart de production devrait y rester négatif au moins pendant deux années encore. En Chine, les craintes d'une crise économique ou financière diminuent alors que le gouvernement central progresse dans ses réformes structurelles et le rééquilibrage économique.

Dans un environnement dans lequel les perspectives de croissance sont bénignes et principalement propices aux actifs à risque, les prévisions d'inflation occuperont une place centrale. Les perspectives cycliques évoluent en faveur d'une hausse des tensions inflationnistes, mais des forces structurelles contrent ces pressions, du moins pour le moment. Le tiraillement entre forces structurelles et forces cycliques est une des grandes sources d'incertitude pour les marchés financiers.

Les tensions inflationnistes, ou leur absence, dicteront à quelle vitesse les banques centrales devront mettre fin à la détente. La distinction entre une normalisation lente et graduelle de la politique monétaire et un resserrement plus abrupt est cruciale pour les perspectives du marché. Pour les obligations, les deux devraient entraîner une hausse des taux. Pour les actions, la distinction pourrait faire la différence entre des rendements positifs et négatifs.

Dans un scénario dans lequel l'inflation reste maîtrisée, les banques centrales ne prendront pas les marchés par surprise et les taux obligataires monteront graduellement. Avec des perspectives économiques restant stables, l'intérêt pour les titres à risque demeurera élevé et les actions continueront

d'être soutenues par des bénéfices robustes. La valorisation ne sera pas le principal sujet de préoccupation.

Cependant, dans un scénario différent, l'inflation pourrait surprendre par sa hausse. Aux États-Unis, le taux de chômage se situe à un niveau dénotant le plein emploi voire est même inférieur. De nouvelles augmentations de l'emploi à partir de là pourraient créer des goulots d'étranglement et des tensions salariales. Si ce processus se déroulait plus vite que prévu, les banques centrales n'auraient d'autres choix que de réagir par des tours de vis plus énergiques. La réévaluation des prix en regard des attentes des investisseurs aurait des répercussions graves sur la plupart des actifs financiers. Les rendements obligataires grimperaient en flèche et la remontée du dollar américain qui s'en suivrait infligerait un revers aux marchés émergents et aux matières premières. Les valorisations élevées des actions deviendraient difficiles à justifier et une correction serait inévitable.

Ces deux scénarios représentent des extrêmes opposés – Boucle d'or et Armageddon. La réalité se situera quelque part entre les deux, alors que les attentes du marché pourraient osciller d'un scénario à l'autre. Pour le moment, l'inflation demeure bénigne et nous penchons plutôt du côté d'un scénario à la Boucle d'or.

Les actions montent sans interruption depuis le début de 2016 et, depuis janvier dernier, elles ont grimpé de plus de dix pour cent. Cela soulève la crainte d'une saturation des marchés. Outre l'inflation, un certain nombre d'autres sujets suscitent des incertitudes : Corée du Nord, réformes fiscales américaines, banques italiennes, pour n'en citer que quelques-uns.

Derrière ces grands enjeux se profilent des perspectives économiques généralement stables. La croissance des bénéfices a été le principal moteur des rendements cette année – ce qui représente une nette amélioration par rapport à la reprise de l'an dernier qui était surtout due à l'augmentation des ratios C/B. La valorisation est élevée et la volatilité est faible. Ni l'une ni l'autre ne peut se maintenir indéfiniment à ces niveaux. Le cycle haussier n'est peut-être pas terminé, mais la poursuite sur la voie des gains dépendra d'un exercice d'équilibrisme de plus en plus délicat.

Perspectives sur le marché des actions

Ce ne sont plus les marchés émergents de vos parents

Dans le bon vieux temps (avant la grande crise financière), les marchés émergents (MÉ) étaient la destination de choix pour les investisseurs aspirant à une forte croissance. Leurs économies étaient plus volatiles et cycliques, mais les pays des MÉ croissaient aussi plus vite que les pays développés. Les investisseurs étaient récompensés de leur prise de risques cycliques par des rendements plus élevés.

Ces dernières années, la croissance des marchés émergents a ralenti plus que celle du monde développé, si bien que les MÉ affichent moins de croissance excédentaire qu'auparavant. La rentabilité des entreprises reste plus élevée, mais l'écart avec

les marchés développés s'est aussi réduit. Résultat, les marchés boursiers des MÉ ont enregistré une contreperformance. Alors que les actions des pays développés, particulièrement des États-Unis, ont enregistré une augmentation considérable de leur valorisation, la valorisation des MÉ n'a pas beaucoup changé.

Intuitivement, on peut penser que la contreperformance économique a dû entraîner une contreperformance des actions et une augmentation des primes de risque – ce qui fut le cas. Mais ce raisonnement omet quelques autres faits déterminants.

Le taux de croissance des pays émergents a peut-être ralenti, mais la volatilité de la croissance a aussi diminué. La plupart des économies des MÉ affichent maintenant une amélioration des caractéristiques fondamentales en termes de dette extérieure, de solde du compte courant et de note de crédit. Les économies des MÉ sont moins cycliques et plus résilientes que par le passé.

En outre, la composition de l'indice des MÉ a profondément changé. Le poids des secteurs primaires et secondaires (c.-à-d. ressources naturelles et fabrication) a diminué alors que celui du secteur tertiaire (c.-à-d. les services) a nettement augmenté, reflétant la transformation de l'économie des MÉ. Des pays plus grands et parvenus à une plus grande maturité comme la Corée du Sud représentent maintenant une part importante de l'indice (en fait, la Corée du Sud est considérée comme un marché émergent par MSCI, mais comme un marché développé par FTSE). La Chine qui occupe actuellement la plus grande place dans l'indice MSCI des marchés émergents se transforme rapidement en une économie à plus grande valeur ajoutée.

La mondialisation a entraîné une convergence des cycles économiques, des marges bénéficiaires et de la volatilité – mais la valorisation des actions a en fait divergé. Si une croissance plus lente peut justifier une diminution des valorisations, le renforcement des caractéristiques fondamentales devrait en fait conduire à une diminution des primes de risque. Il semble que les marchés boursiers se soient focalisés sur les premiers en ignorant les seconds. En fait, c'est le contraire du marché obligataire où les écarts des swaps sur défaillance (CDS) ont diminué. Une valorisation des actions faible représente une occasion potentiellement lucrative, particulièrement lorsque les monnaies des MÉ sont, elles aussi, intéressantes.

Europe

Les sociétés de la région EAEO ont été avantagées par un environnement macroéconomique positif en 2017. Les chiffres de la croissance du PIB ne sont pas impressionnants, mais ils sont supérieurs au potentiel et l'écart de production se résorbe lentement. Il n'y a pas de tensions inflationnistes ni de menace à court terme d'un retour à la déflation.

Cela se traduit par une croissance positive des revenus qui demeure inférieure à celle d'autres régions. Les bénéfiques augmentent à un rythme supérieur à dix pour cent grâce à l'amélioration des marges. Les secteurs des matières premières restaurent leur rentabilité et contribuent nettement à la croissance des bénéfiques. Compte tenu de nos prévisions de stabilité des prix du pétrole, ce courant porteur diminuera l'an prochain, mais contribuera encore positivement aux bénéfiques.

Au Japon et dans la zone euro, la détente monétaire demeurera en place, donnant aux entreprises de ces régions un avantage sur leurs rivales américaines dont les coûts d'emprunt devaient augmenter. Les conditions de crédit s'améliorent dans la zone euro, au grand soulagement des banques. Le système bancaire italien est une source possible de tensions sur le marché et n'est pas encore tiré d'affaire. Cependant, il évolue dans la bonne direction avec les premières étapes d'un programme de recapitalisation et la mise en quarantaine d'actifs toxiques. L'incertitude politique a aussi diminué après les élections en France et en Allemagne.

L'appréciation rapide de l'euro au T3 a érodé la performance des marchés boursiers. Initialement, les actions et la devise ont réagi positivement au renforcement des statistiques économiques, mais la vigueur de la monnaie a commencé à émousser la compétitivité et les bénéfiques réalisés à l'étranger après conversion. L'euro a maintenant amorcé une phase de consolidation, donnant aux actions de la zone euro la possibilité de rattraper et de dépasser les marchés mondiaux.

Sauf au Japon, les valorisations ne sont pas extrêmement fortes comparativement à d'autres marchés développés, particulièrement les États-Unis. Nous nous attendons à ce que les actions internationales retrouvent leur rendement supérieur, soutenues par la valorisation et les conditions cycliques.

Canada

L'économie du Canada a surpris positivement au cours des 12 derniers mois, donnant à la Banque du Canada la possibilité d'augmenter ses taux d'intérêt en tout de 50 points de base (pb). Résultat, le dollar canadien a été particulièrement vigoureux par rapport au dollar américain au troisième trimestre. Cela influera sur la compétitivité et le rapatriement des bénéfiques réalisés à l'étranger.

Le secteur de l'énergie a le plus contribué à la croissance des bénéfiques l'an dernier, avec le retour à la rentabilité. Les bénéfiques ont augmenté de plus de cent pour cent au cours des 12 derniers mois et les marges bénéficiaires nettes sont maintenant revenues à leur moyenne historique à long terme. En dehors de l'énergie, la croissance des bénéfiques est aussi bonne dans d'autres secteurs cycliques : matériaux, services financiers et industrie. Elle a été plus décevante dans les secteurs liés à la consommation.

Pour la prochaine année, le consensus des prévisionnistes table sur un maintien de l'indice composé TSX au rythme de croissance des bénéfices de l'an dernier, autour de 14 %. Notre opinion est plus prudente, puisque nous croyons que le soutien apporté par le secteur de l'énergie ne sera pas réitéré.

Presque tous les marchés boursiers développés semblent surévalués sur la base du ratio C/B. La valorisation de l'indice composé TSX se situe au milieu de la fourchette des marchés développés, entre la région la moins surévaluée, la zone euro, et la plus chère, les États-Unis.

Les actions canadiennes ont accusé un important retard depuis le début de l'année. À court terme, elles ont beaucoup de latitude pour rattraper les autres marchés. Le catalyseur pourrait être une stabilisation du dollar canadien et du prix du pétrole. Cependant, l'excès d'optimisme évident dans les prévisions de bénéfices qui font consensus et la faible probabilité d'une réitération de la vigueur économique récente rendent les actions canadiennes moins intéressantes à plus long terme.

Le point sur les matières premières

Les prix des matières premières ont remonté au troisième trimestre, la croissance économique de la Chine et mondiale ayant accéléré. En particulier, les mesures politiques en Chine soutiennent la demande en réduisant l'offre. Le marché de l'acier est un des bénéficiaires de ces politiques. Dans ses efforts pour limiter la pollution et réduire la production d'industries aux stocks pléthoriques, le gouvernement a imposé des politiques strictes, notamment pour diminuer la production d'acier des fours à induction. Résultat, la production a été transférée aux hauts fourneaux, ce qui entraîne une augmentation de la demande de minerai de fer et de charbon métallurgique. Cette politique s'est soldée par un resserrement du marché de l'acier chinois et a entraîné une diminution des exportations sidérurgiques vers les marchés mondiaux. Par ricochet, les marges bénéficiaires des producteurs d'acier nord-américains ont augmenté. Des mesures similaires touchent aussi les marchés mondiaux de l'aluminium et du charbon thermique. En outre, le gouvernement chinois a ordonné des limitations de l'activité industrielle à grande échelle du 15 novembre à mars 2018 afin de réduire la pollution et d'améliorer la qualité de l'air pendant les mois d'hiver. Résultat, un resserrement des marchés de l'acier, de l'aluminium, du charbon et des métaux communs pourrait soutenir les prix à des niveaux plus élevés que les fourchettes récentes.

Perspectives sur les titres à revenu fixe

Comme on s'y attendait, les marchés obligataires nord-américains sont devenus de plus en plus volatils au troisième trimestre. Les taux obligataires ont commencé le trimestre avec un bond important, mais ils ont rapidement retrouvé leur trajectoire descendante observée pendant le premier semestre de l'année. Les taux ont terminé le trimestre avec un sursaut vers des niveaux supérieurs. Plusieurs facteurs ont

contribué à cette volatilité : l'inflation mondiale a continué de décevoir, même alors que la conjoncture économique cyclique mondiale continuait de s'améliorer. De plus, les déceptions en matière de politique liées à M. Trump et les tensions géopolitiques dans la péninsule coréenne ont exercé une pression à la baisse sur les taux obligataires mondiaux à différents moments pendant le trimestre.

Les banquiers centraux des marchés développés ont subtilement communiqué leur aspiration à renormaliser la politique monétaire. En tête de peloton, la Fed a exposé un plan de réduction de son bilan. Ce processus sera très graduel et pourrait progressivement pousser les taux obligataires américains à la hausse sur plusieurs années.

Pendant ce temps, d'autres grandes banques centrales continuent de s'approcher des limites de leur politique. En raison des limites du programme, la BCE et la Banque du Japon, devront bien, à un moment ou un autre, réduire leur assouplissement quantitatif. Cela devrait entraîner une dérive des rendements obligataires mondiaux au-dessus de leurs niveaux actuels historiquement bas. La réduction des achats d'actifs sera probablement annoncée par la BCE plus tard cet automne. De la même façon, la BdJ pourrait devoir repenser sa politique de maîtrise de la courbe des rendements à court et à moyen termes, car les capacités d'achat d'obligations ne sont pas infinies.

Compte tenu des différentes forces en jeu, nous nous attendons à ce que les taux obligataires américains et canadiens montent progressivement sur l'horizon de prévision. Comme nous l'avons souligné dans une édition antérieure de *Perspectives*, le potentiel de hausse reste limité dans le contexte d'attentes d'inflation plus timides et bien ancrées. Notre prévision sur 12 mois table sur un taux des obligations souveraines de 10 ans américaines et canadiennes de 2,5 % et 2,25 % respectivement d'ici la fin du T3 2018.

Marchés des devises

Dollar américain

Jusqu'à en 2017, le dollar américain a perdu tout le terrain gagné pendant l'année précédente (sur une base pondérée des échanges). Cela s'est produit parce que l'économie américaine et les données sur les prix n'étaient pas assez vigoureuses pour que les participants au marché misent sur une intervention plus énergique de la Fed. C'est particulièrement vrai dans le contexte d'une augmentation des attentes en matière de politique dans le reste du monde développé. Bon nombre des banquiers centraux en dehors des États-Unis ont soit commencé à renormaliser soit manifesté l'intention de renormaliser prochainement leur politique monétaire. Le résultat final était une dépréciation généralisée du billet vert.

Nos prévisions n'ont pas changé profondément. Nous continuons toujours de nous attendre à une vigueur limitée

et seulement sélective du dollar US au cours de la prochaine année. Pour que cela se produise cependant, la Fed doit poursuivre sur la voie d'une renormalisation graduelle. Les statistiques de croissance et d'inflation américaines pourraient commencer à décevoir en raison du resserrement déjà opéré par la Fed jusque-là. Dans ce cas, les autorités monétaires américaines seront forcées de suspendre leur action ou de suivre la voie d'une renormalisation plus lente, plus alignée sur les attentes du marché. Dans ce contexte, la vigueur récente du dollar américain devrait être suivie d'un nouvel accès de faiblesse. D'autre part, si les tensions inflationnistes deviennent plus apparentes que ce qu'on prévoit actuellement, les attentes du marché devront augmenter pour rattraper la trajectoire de normalisation présentée par la Fed dans ses projections économiques. Cela aiderait à soutenir de nouveaux gains modestes puisque d'autres banques centrales s'engageraient dans un processus de renormalisation similaire. La convergence graduelle des politiques amorcée plus tôt cette année continuerait ainsi.

Dollar canadien

Au cours des derniers mois, le dollar canadien a gagné beaucoup de terrain par rapport au dollar américain. Il s'est apprécié de plus de 13 % du creux cyclique de 72 cents à un sommet de 83 cents. Une ascension si rapide est très inhabituelle et aura probablement des conséquences importantes pour les perspectives économiques et celles de l'inflation du Canada.

La récente démonstration de force du dollar canadien peut essentiellement être reliée à deux phénomènes — la reprise plus forte que prévu de l'économie canadienne et la décision de la Banque du Canada d'opérer deux hausses du taux directeur coup sur coup. D'ici la fin de l'année, beaucoup de conditions devront être réunies pour que le dollar canadien se maintienne au-dessus de 80 cents US. Premièrement, les autorités monétaires canadiennes devront donner un nouveau tour de vis. Pour que cela se produise, l'économie du Canada doit rester en effervescence; ce n'est pas ce que nous prévoyons. L'économie canadienne perdra probablement un peu de son élan, notamment en raison de l'effet négatif de la vigueur du dollar sur sa balance commerciale.

Qui plus est, les perspectives du dollar canadien sont aussi liées à l'évolution de l'inflation. Dans l'état actuel des choses, l'inflation canadienne est trop faible pour justifier une nouvelle hausse des taux d'intérêt. La BdC reste convaincue que les tensions inflationnistes s'intensifieront prochainement. Nous, au contraire, nous tablons sur une série de statistiques d'inflation plus faibles que prévu généralement au cours des prochains mois. Cela s'explique par l'incidence négative de la vigueur du dollar canadien sur les prix à l'importation (c.-à-d. répercussions du taux de change étranger). Cela devrait forcer la BdC à rester sur la touche.

Globalement, nous croyons que le dollar canadien aura du mal à se maintenir à son niveau actuel à moyen et à long termes. Sa baisse possible sera déterminée par 1) la rapidité avec laquelle l'économie canadienne passera à une vitesse inférieure, 2) l'ampleur de la déception en matière d'inflation, 3) l'évolution de la situation sur le front du pétrole et 4) la résilience de l'économie américaine.

Euro

L'euro s'est nettement apprécié depuis le début de 2017. Sur une base pondérée en fonction des échanges, il a augmenté de plus de 7 % sous l'effet de l'évolution des attentes au sujet de la politique de la BCE. De plus en plus de participants du marché croient que, avant la fin de l'année, la BCE amorcera le processus de renormalisation de sa politique en réduisant ses achats d'obligations souveraines. Comme l'explique la section des perspectives économiques de la zone euro, la BCE a peu d'options autres que celle de réduire ses achats d'obligations souveraines pour gagner du temps, à la lumière du manque de pressions inflationnistes dans la zone euro.

Sur le plan des devises, alors que l'euro frise maintenant la borne supérieure de sa fourchette de négociation à moyen terme, la question est de savoir s'il faut s'attendre à de nouvelles mesures de renormalisation de la BCE à l'aube de 2018. Étant donné nos prévisions pour l'économie de la zone euro, ainsi que pour l'inflation, nous attribuons une très faible probabilité à une telle tournure de événements. À partir de là, le potentiel de hausse de l'euro semble plus limité.

Yen japonais

La Banque du Japon est probablement très heureuse de voir que le yen n'a pas rattrapé le terrain perdu après l'adoption de sa politique d'assouplissement quantitatif et qualitatif avec un contrôle de la courbe des rendements, il y a environ un an. Depuis, le taux USDJPY bilatéral se maintient autour de 112 — ce qui est considéré comme sous-évalué d'après nos mesures de valorisation internes. Cependant, les autorités monétaires japonaises sont probablement beaucoup moins enthousiasmées par le manque de tensions inflationnistes au Japon. Si la faiblesse du yen s'est traduite par une hausse de l'inflation des prix à l'importation, celle-ci a été très peu répercutée. L'inflation selon l'IPC de base est encore voisine de zéro, puisque l'inflation des salaires demeure timide, malgré un marché du travail très tendu.

Comme l'objectif d'inflation de la BdJ est encore très hors de sa portée, elle a peu d'autres choix que de maintenir son programme d'assouplissement pendant plus longtemps. Tant que celui-ci restera en place, le potentiel de hausse du yen devrait être limité. Mais le problème est que, bien que la BdJ ait réduit ses achats d'obligations du gouvernement du Japon (OGJ) avec l'introduction du contrôle de la courbe des rendements, elle continue d'acheter trop d'OGJ — elle détient déjà plus de 45 % du stock total. Cela pourrait devenir problématique à la longue, puisque la BdJ devient le plus grand détenteur des titres de créance de l'État.

À l'avenir, le yen (USDJPY) se maintiendra probablement dans une fourchette comprise entre 107 et 116. Le Japon devrait par conséquent rester en queue du mouvement mondial de renormalisation des politiques monétaires. Cela implique que le yen pourrait demeurer sous pression par rapport aux autres grandes devises, à moins que des risques géopolitiques ne refassent surface et que la monnaie japonaise ne serve à nouveau de valeur refuge.

Perspectives régionales Canada

- **La croissance surprise du Canada en 2017 sera probablement suivie d'une déception à l'aube de 2018.**
- **Nous projetons une décélération de l'activité économique canadienne passant de plus de 4 % actuellement à 1,6 % d'ici l'automne 2018 (c.-à-d. une moyenne sur quatre trimestres de +2,1 %).**

La démonstration de force de l'économie canadienne n'est rien moins qu'impressionnante jusque-là en 2017. Le rythme de croissance annuel du PIB réel a dépassé les 4,0 % pour la première fois en plus de seize ans. Devant cette performance, la BdC n'a pas hésité à hausser les taux d'intérêt deux fois coup sur coup, jugeant que l'inflation recommencera probablement à réapparaître prochainement. À l'avenir, l'économie canadienne pourra difficilement éviter de rétrograder. Qui plus est, le retour de l'inflation pourrait être beaucoup plus lent que ce que croient les autorités monétaires canadiennes.

L'accélération de la croissance canadienne qui s'est produite au premier semestre de l'année était en grande partie attribuable à deux phénomènes spécifiques : un bond des dépenses de consommation et une reprise plus forte et prolongée du secteur de l'énergie nationale. Dans les deux cas, un ralentissement de l'activité est probablement à prévoir.

Se sentant particulièrement optimistes, les ménages canadiens ont profité des coûts d'emprunt ultra bas pour se lancer dans des dépenses au cours des six premiers mois de 2017. Au milieu de l'année, les ventes au détail croissaient à un rythme d'environ 8 % (d'une année à l'autre) et le secteur du commerce de détail enregistrait sa meilleure performance en plus de quatre ans. Cela s'explique en grande partie par la forte augmentation du crédit à court terme des ménages, après les réductions des taux d'intérêt de 50 pb à titre d'assurance par la BdC au début de 2015. De la même manière, la hausse de 50 pb que la banque vient d'administrer devrait se traduire par une décélération de la croissance du crédit à la consommation à court terme et un ralentissement des dépenses de consommation.

L'économie canadienne a aussi obtenu un solide coup de pouce de la reprise du secteur de l'énergie. L'été dernier, le PIB au coût des facteurs¹ du secteur de l'énergie a augmenté de près de 18 % d'une année à l'autre, contribuant à hauteur de 1,54 % à la croissance générale du PIB. En d'autres termes,

un secteur qui représente moins de 10 % de l'économie était responsable à lui seul de 40 % de la croissance au cours des douze derniers mois. À l'avenir, les perspectives de croissance du secteur de l'énergie canadien sont beaucoup moins prometteuses en raison des prix du pétrole relativement faibles, de la vigueur du dollar canadien et de la diminution de la demande de pétrole canadien aux États-Unis.

Le problème de la BdC, comme des banques centrales de la plupart des petites économies ouvertes, est que l'effet des changements de taux directeur est habituellement amplifié par une incidence indirecte sur le taux de change. Et c'est exactement ce qui s'est passé. La BdC a haussé les taux de 50 pb en tout. Cependant, au cours de la même période, le CAD s'est apprécié de plus de 10 % sur une base pondérée en fonction des échanges. Déjà pénalisé sur le front du commerce international, le Canada est sur le point d'essuyer un revers encore plus important.

Globalement, la surprise de la croissance du Canada en 2017 sera probablement suivie par une déception à l'aube de 2018. Nous projetons une décélération de l'activité économique canadienne passant de plus de 4 % actuellement à 1,6 % d'ici l'automne 2018 (c.-à-d. une moyenne sur quatre trimestres de 2,1 %). Avec le maintien obstiné de l'inflation sous l'objectif de la BdC, le cycle de resserrement de la banque centrale devrait être de courte durée.

¹La somme de la valeur ajoutée nette dans diverses activités économiques s'appelle le PIB au coût des facteurs.

L'ALÉNA est-il menacé ?

Alors que les négociations de l'ALÉNA* sont en cours, les craintes au sujet d'un effet économique potentiellement négatif des modifications à venir des accords commerciaux existants entre les États-Unis et le Canada ont refait surface. Il va sans dire que, dans un scénario dans lequel l'administration Trump mettrait brutalement fin à l'ALÉNA, l'économie du Canada subirait un sérieux revers, qui serait presque aussi négatif que celui qui attend le Mexique. Cependant, ce n'est pas l'issue la plus probable. Nous pensons que ces négociations aboutiront probablement à une version édulcorée de l'ALÉNA ou, au pire, à un nouvel accord commercial bilatéral États-Unis-Canada. Dans les deux cas, l'effet potentiel sur l'économie serait assurément plus gérable. Pour le moment, nous croyons que l'ALÉNA sera maintenu. Seuls certains domaines seront modifiés pour permettre d'afficher un gain politique plutôt que pour leur effet économique.

*Accord de libre-échange nord-américain

Les négociations ont lieu à huis clos et il est difficile d'en évaluer les progrès jusque-là. Ce que rapportent les médias relève plus de la gesticulation politique que d'indications claires des résultats politiques finaux. Il est difficile d'évaluer l'issue des négociations à ce stade. L'administration Trump pourrait aussi vouloir utiliser ces négociations pour remporter une victoire politique, vu le peu de progrès enregistré sur le front des réformes de la santé et de la fiscalité.

Des risques persistent pour le moment et celui de l'imposition de nouveaux droits compensatoires n'est pas négligeable. À l'avenir, le principal risque concerne des changements importants des mécanismes actuels de règlement des différends, qui rendraient les différends beaucoup plus difficiles à résoudre. Le temps nous dira ce qu'il en est, mais nous restons prudents à l'égard des actifs canadiens étant donné ce risque non résolu.

États-Unis

- **Nous prévoyons que la croissance du PIB américaine sera de 2 % en moyenne au cours des quatre prochains trimestres, ce qui est inférieur aux projections qui font consensus.**
- **Malgré un marché du travail tendu, de nouvelles déceptions en matière d'inflation sont à prévoir.**

Les autorités monétaires américaines continuent de resserrer leur politique, mais l'inflation obstinément basse est devenue un important sujet de préoccupation. Depuis le début de l'année, l'inflation mesurée par l'indice des dépenses personnelles de consommation (PCE) de base s'est encore éloignée de l'objectif d'inflation de la Fed. Jusque-là, la déception n'était pas assez grande pour pousser cette dernière à rester sur la touche. Mais l'évolution future sur le front de l'inflation sera déterminante. Étant donné que le marché du travail américain est déjà étriqué, sommes-nous sur le point d'assister à une poussée d'inflation outre-frontière ? Nous ne le pensons pas. Nous sommes d'avis que l'inflation restera faible, mais augmentera graduellement, freinée par la présence de plusieurs forces particulières à l'industrie telles qu'une concurrence mondiale élevée ou en hausse.

Une hausse surprise de l'inflation est plus probable du côté des salaires, puisque la main-d'œuvre devient une ressource de plus en plus rare dans plusieurs secteurs. Mais même sur ce front, les probabilités d'une surprise en matière d'inflation ne sont pas très élevées. Les salaires américains devraient continuer de croître à un rythme limité par rapport

aux épisodes antérieurs de marchés du travail tendus. Cela s'explique par le vieillissement de la main-d'œuvre (c.-à-d. cohortes plus âgées dont les augmentations de salaire sont plus petites en raison d'une diminution de la croissance de la productivité) ainsi que d'autres forces latentes. C'est notamment le cas de la faible croissance de la productivité tendancielle et de la diminution du pouvoir de négociation des employés (étant donné les menaces réelles ou potentielles d'externalisation ou de remplacement par des machines).

Si nous n'attendons pas de flambée d'inflation sur l'horizon de prévision, l'inflation des salaires finira bien par reprendre à moyen terme en raison de la rareté croissante de la main-d'œuvre. Cela signifie que la Fed continuera de normaliser sa politique à un rythme graduel. Néanmoins, l'exercice devrait s'avérer délicat étant donné les fardeaux élevés de dettes et la faiblesse de la croissance sous-jacente. Ces deux facteurs limitent le nombre de hausses qui peuvent être administrées sans ralentir l'économie de manière importante.

Nous prévoyons que la croissance du PIB américaine sera de 2 % en moyenne au cours des quatre prochains trimestres, ce qui est inférieur aux projections qui font consensus. La croissance demeurera caractérisée par des investissements non résidentiels faibles, qui devraient être limités par l'augmentation des coûts d'emprunt et les perspectives de bénéfices limitées.

Europe

- **Nous ajoutons des ombres à des perspectives par ailleurs roses pour la zone euro. L'économie de la zone devrait croître de 1,5 % en moyenne au cours des quatre prochains trimestres, avec un différentiel de croissance en augmentation entre les économies fortes (p. ex., Allemagne) et les plus faibles (p. ex., Italie).**

L'économie de la zone euro croît à un rythme sain depuis près de deux ans. Si le mérite de cette bonne performance revient probablement à la BCE, il est trop tôt pour crier victoire sur le front de l'inflation. L'inflation est toujours en dessous de l'objectif implicite de la BCE et on prévoit qu'elle n'atteindra pas cet objectif avant 2019 (selon la plupart des prévisionnistes, y compris nous-mêmes et la BCE). Cela implique que la BCE devra maintenir sa politique non orthodoxe de taux inférieurs à zéro et d'assouplissement quantitatif (AQ) un peu plus longtemps.

Le problème c'est qu'avec la politique d'AQ actuelle, il ne restera plus assez de Bund allemands à acheter d'ici le printemps 2018. Pour éviter d'atteindre trop vite les limites de sa politique, la BCE doit ralentir le rythme de ses achats d'obligations souveraines, ce qui est plus vite dit que fait. Un ralentissement trop graduel ne permettra pas de gagner assez de temps, mais s'il est trop prononcé, cela pourrait se traduire par une hausse des coûts d'emprunt pour les gouvernements de la zone euro. Ce n'est peut-être pas un problème pour les économies fortes et budgétairement saines comme celle

de l'Allemagne, mais cela pourrait être désastreux pour des économies plus fragiles et financièrement plus précaires comme l'Italie.

N'oublions pas que la réduction graduelle de l'AQ par la BCE ne consiste pas seulement à acheter moins d'obligations d'État allemandes. Cela implique aussi une réduction proportionnelle des achats d'obligations souveraines émises par tous les États de la zone euro. Pour les pays comme l'Italie, cela pourrait devenir problématique. L'Italie a une très lourde dette publique et a des besoins d'emprunt encore considérables. Il ne sera certainement pas facile de trouver la juste dose d'AQ. Pour compliquer encore la situation, nous soupçonnons que la conjoncture propice ne durera probablement pas pour l'Italie. Après des années de panne, l'économie italienne s'est enfin engagée sur la voie de la reprise à la fin de 2014. Cependant, cette reprise était essentiellement motivée par les exportations. Cela implique que l'Italie a le plus à perdre si l'euro s'apprécie trop. Bref, le récent renforcement de la monnaie commune fait courir un risque important à la reprise économique italienne.

Cette reprise est aussi menacée par les interventions de politique monétaire de la BCE. L'économie de la zone euro se porte mieux principalement parce que la BCE a injecté des quantités sans précédent de liquidités dans le secteur bancaire en 2015 et 2016. Ce secteur a commencé à prêter à nouveau aux ménages et aux sociétés non financières dans la zone euro. Maintenant que la BCE apporte moins de soutien au secteur bancaire, les banques des économies plus faibles de la zone ont commencé à réduire leurs prêts. C'est notamment ce qui se passe en Italie.

Le résultat nous incite à ajouter des zones d'ombre à des perspectives de la zone euro par ailleurs roses. L'économie de la zone euro devrait croître de 1,5 % en moyenne au cours des quatre prochains trimestres, avec un accroissement des différentiels de croissance entre les économies fortes (comme l'Allemagne) et les économies faibles (comme l'Italie). En termes de politique, la BCE doit ralentir le rythme auquel elle achète des obligations souveraines. Cela promet d'être un exercice d'équilibrisme difficile, présentant un risque potentiel pour la stabilité financière et budgétaire.

Chine

Expansion du crédit : le relais a été passé

- **L'économie chinoise s'est révélée plus résiliente qu'on le prévoyait. Notre projection de la croissance du PIB réel est de 6,3 % d'ici le T3 2018, soit un ralentissement plus faible que prévu antérieurement.**
- **L'expansion saine du crédit dans le secteur des ménages compensera le ralentissement de l'expansion du crédit dans le secteur des entreprises non financières.**

Les perspectives de croissance de l'économie chinoise restent relativement positives pour la prochaine année, bien soutenues par la poursuite d'une demande mondiale

forte d'exportations de l'Empire du Milieu. Cela représente une révision à la hausse par rapport à notre dernière projection trimestrielle. Inutile de dire que le risque sur le front commercial est celui d'une augmentation du protectionnisme américain. La vigueur du yuan est un autre risque potentiel. Une appréciation trop forte de la monnaie chinoise resserrerait les conditions financières et nuirait à la compétitivité du pays.

Quant à la demande intérieure, la croissance devrait être bien étayée par la consommation dynamique. Les dépenses de consommation solides sont soutenues et continueront de l'être par de bonnes augmentations de salaire, la poursuite de l'urbanisation et une impulsion du crédit* très forte. Sur le front du crédit, la croissance des prêts aux ménages dépasse déjà les prêts aux sociétés non financières, à la fois en termes de taux de croissance et de valeur. Alors qu'il reste encore beaucoup de marge pour le levier financier inutilisé, cette tendance devrait continuer un certain temps. Étant donné les forces à l'œuvre, la consommation personnelle représentera une plus grande part de la croissance en 2018, alors que l'économie poursuit son rééquilibrage en faveur de la consommation et au détriment des investissements fixes.

À l'avenir, la conjugaison d'un contexte de croissance mondiale ferme et de l'augmentation de la part de la croissance due à la consommation intérieure devrait permettre à l'économie chinoise une expansion de 6,3 % en 2018.

Cette année, la banque centrale chinoise est devenue de plus en plus prudente. Elle a eu tendance à resserrer les conditions de liquidité à la marge afin de promouvoir une amélioration de la stabilité du système financier. Les décisions de politique de la banque centrale chinoise pourraient devenir légèrement plus difficiles au cours des 12 prochains mois à mesure que l'inflation réaccélérera quelque peu, principalement motivée par les prix des aliments. Nos prévisions tablent sur un taux d'inflation de l'IPC cible inférieur à 2,5 % d'ici le T3 2018. Si nos projections d'inflation et de croissance se matérialisent, les autorités monétaires chinoises maintiendront probablement une attitude plus restrictive en termes de politique monétaire.

* impulsion du crédit = le changement de l'ouverture de nouveaux crédits en pourcentage du PIB

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
- Investissement en immobilisations
- Incidence du pétrole sur la balance commerciale (énergie et autres marchandises)
- Crédit à la consommation à court terme

États-Unis

- Annonces concernant la politique budgétaire (réduction d'impôts, négociations commerciales, droits de douane, etc.)
- Croissance des salaires (la meilleure mesure est l'indice du coût de l'emploi)
- Combinaison de la croissance de l'emploi (par groupes d'âge)
- 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
- Combinaison de la croissance du PIB (production industrielle par rapport au commerce de détail par rapport aux services)
- Prêts aux ménages et aux entreprises

- Initiatives de politique budgétaire et monétaire
- Tensions géopolitiques avec la Corée du Nord
- Marges bénéficiaires de sociétés non financières

Autres marchés

- Prêts des banques européennes
- Annonces de réductions des rachats d'actifs par la BCE
- Coûts d'emprunt des gouvernements
- Négociations du Brexit
- Élections en Italie
- Indices mondiaux des directeurs des achats
- Activité de l'immobilier commercial au Royaume-Uni

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.

