

PERSPECTIVES

Période de 12 mois débutant le 1^{er} avril 2023

Table des matières

Faits saillants des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Aperçu mondial	3
Stratégie mondiale	3
Marchés boursiers mondiaux	4
Stratégies d'obligations mondiales	4
Devises	5
Marchandises	6
Perspectives économiques régionales	7
Autres scénarios	10
Prévisions économiques	11

Les investisseurs se heurtent toujours à l'incertitude

Comme le montrent les événements qui ont récemment eu lieu dans le secteur bancaire américain, les investisseurs font encore face à beaucoup d'incertitude. La clé sera de déterminer à quel moment les risques sont suffisamment appréhendés par le marché et, par conséquent, bien pris en compte dans les prix. Notre scénario central d'une récession économique mondiale demeure intact. En fait, les événements récents ont peut-être même renforcé marginalement notre conviction. Toutefois, on ne peut ignorer le risque extrême d'un résultat négatif plus grave. Et cela dit, il est encore possible d'obtenir l'atterrissage en douceur souhaité. Étant donné toutes ces réflexions, notre stratégie continue de privilégier les liquidités et les titres à revenu fixe gouvernementaux au détriment des actions. La baisse potentielle des taux obligataires sera limitée par les perspectives d'inflation. Toutefois, en période de récession, les obligations devraient produire de faibles rendements positifs. Cela fait contraste aux actions, puisque des pressions s'exerceront sur les bénéfiques et les valorisations.

Faits saillants des catégories d'actif

Actions : En supposant que l'économie mondiale ralentisse et glisse en récession, les bénéfiques des sociétés de l'indice S&P 500 pourraient diminuer de 15 % à 20 % lorsqu'envisagés sur des périodes de 12 mois. D'autres régions pourraient subir des baisses similaires, voire plus importantes pour les pays dont l'économie est plus cyclique. Les titres du Canada et des marchés émergents sont relativement mieux placés pour affronter une récession mondiale en raison de leurs valorisations et pourraient enregistrer des rendements supérieurs.

Titres à revenu fixe : Nous croyons que les obligations mondiales devraient offrir des rendements positifs au cours des 12 prochains mois; le taux des obligations du Trésor à 10 ans devrait se situer dans une fourchette de 3,00 % à 4,25 %, oscillant autour des 3,50 %.

Devises : Si l'activité économique ralentit de façon générale, le dollar américain pourrait jouer son rôle de valeur refuge mondiale et rester résilient par rapport aux monnaies cycliques; les marchés des devises devraient connaître une volatilité accrue sur l'horizon prévisionnel.

Chine : La reprise de la Chine après la pandémie de Covid est en cours et jusqu'à présent, elle est vigoureuse. Selon les prévisions consensuelles, les consommateurs libéreraient une demande comprimée et entraîneraient ainsi une expansion forte et autoportante. Permettez-nous d'en douter, en particulier pour la seconde moitié de notre horizon prévisionnel. Nous prévoyons une croissance moyenne de 5,3 % pour 2023, en raison d'un effet d'année de base favorable au deuxième trimestre de 2023.

Perspectives multi-actifs

Catégorie d'actif	Données actuelles 31 mars 2023	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Taux des bons du Trésor à 3 mois du Canada	4,50 %	4,00 %	4,75 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	3,73 %	3,00 %	4,00 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	2,90 %	2,75 %	3,50 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	3,47 %	3,00 %	4,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	2,29 %	1,75 %	3,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,33 %	0,00 %	1,00 %
Taux de rendement réel des obligations d'État à 10 ans du Canada	1,21 %	0,75 %	1,25 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,66 %	1,50 %	2,00 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	4,49 %	4,25 %	7,00 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	400	250	500
Indice S&P/TSX	20 100	17 000	21 500
Indice S&P 500	4 109	3 400	4 300
Indice Euro Stoxx 50	4 315	3 400	4 400
Indice Topix - Japon	2 004	1 700	2 100
Indice MSCI Marchés émergents	59 416	50 000	65 000
USD/CAD	1,3516	1,333	1,434
EUR/USD	1,0839	1,000	1,120
USD/JPY	132,86	120,00	140,00
USD/CNH	6,87	6,60	7,25
Or	1 969	1 800	2 100
Prix du pétrole WTI (West Texas Intermediate)	75,67	55,00	92,00

Source : Thomson Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. Données au 31 mars 2023. Sauf indication contraire, tous les prix sont en monnaie locale.

Perspectives des catégories d'actif

Aperçu mondial

Les banques centrales sont dans une impasse

Vous souvenez-vous de la crise financière mondiale de 2008? Il y a 15 ans, le monde a connu une succession dévastatrice d'événements catastrophiques inattendus qui ont durement frappé les marchés financiers et, par ricochet, l'économie mondiale. La grande question est maintenant de savoir si la situation actuelle marque le début d'une panique bancaire et d'un resserrement du crédit rappelant la débâcle de 2008. Il n'y a pas si longtemps, la plupart des investisseurs auraient cru qu'un tel revirement était peu probable. Cependant, après la faillite de deux banques américaines et les retraits records enregistrés par les petits prêteurs, les investisseurs sont nerveux et moins convaincus. À ce stade, on ne peut écarter la possibilité que la crise bancaire s'avère plus durable et plus dommageable. Tout dépend de la façon dont les banques centrales gèrent la situation.

Tout à coup, la tâche des banques centrales des pays développés s'est compliquée. Leur situation ressemble de plus en plus à une impasse. Partout, l'inflation est encore trop élevée, ce qui veut dire que la lutte contre l'inflation n'est pas terminée. Pour toute banque centrale qui lutte crédiblement contre l'inflation, cela signifie que la politique monétaire devrait rester restrictive. Autrement dit, les taux d'intérêt à court terme devraient rester assez élevés pour un jour freiner les pressions inflationnistes.

Toutes les banques centrales en conviennent : il est absolument nécessaire de revenir à un régime de taux d'intérêt à court terme relativement élevés pour ramener l'inflation aux cibles fixées par leurs politiques monétaires respectives. Toutefois, ce régime a aussi un effet secondaire indésirable : une instabilité financière accrue. À preuve, la crise de liquidité des banques à l'échelle des pays développés est une conséquence directe de la hausse des taux d'intérêt à court terme aux niveaux d'il y a plus de 16 ans. En raison de ce changement de régime, la masse monétaire (dépôts bancaires) est en forte contraction dans presque tous les pays développés. Malheureusement, la liquidité restreinte du système bancaire devrait persister aussi longtemps que les taux à court terme demeurent élevés, c'est-à-dire aussi longtemps que l'inflation n'aura pas été vaincue.

La seule façon de sortir de ce cercle vicieux est de provoquer un ralentissement économique mondial assez prononcé pour que l'économie affiche des capacités excédentaires suffisantes pour ramener l'inflation à la cible. Au cours des cycles économiques précédents, un faible taux d'inflation a permis aux autorités monétaires d'agir rapidement grâce à d'importantes baisses de taux. Ce cycle est très différent. Même si nos prévisions de base laissent entrevoir un important ralentissement de l'économie mondiale, l'inflation ne devrait pas ralentir sensiblement. Cela limitera considérablement les mesures que peuvent prendre les banques centrales en vue d'assouplir leur politique.

Cela signifie que les autorités monétaires seront probablement parfois contraintes de mettre temporairement de côté leurs objectifs de lutte contre l'inflation pour soutenir les banques en difficulté en injectant des liquidités dans le système et en

augmentant *de facto* leur bilan. Toutefois, elles reprendront leur lutte contre l'inflation dès que la situation sera jugée maîtrisée. Ces revirements de politique s'accompagneront de conditions de navigation très difficiles pour les investisseurs. Il y a trois mois, nous avons soutenu qu'il était trop tôt pour conclure que le pire est déjà passé pour les marchés des capitaux. Maintenant que les banques centrales sont dans une impasse, cela nous semble encore plus vrai.

Stratégie mondiale

Une autre source d'inquiétude

Comme le montrent les événements qui ont récemment eu lieu dans le secteur bancaire américain, les investisseurs font encore face à beaucoup d'incertitude. La clé sera de déterminer à quel moment les risques sont suffisamment appréhendés par le marché et, par conséquent, bien pris en compte dans les prix. Notre scénario central d'une récession économique superficielle demeure intact. En fait, les événements récents ont peut-être même renforcé marginalement notre conviction. Toutefois, on ne peut ignorer le risque extrême d'un résultat négatif plus grave. Et cela dit, il est encore possible d'obtenir l'atterrissage en douceur souhaité. Étant donné toutes ces réflexions, notre stratégie continue de privilégier les liquidités et les titres à revenu fixe gouvernementaux au détriment des actions. La baisse potentielle des taux obligataires sera limitée par les perspectives d'inflation. Toutefois, en période de récession, les obligations devraient produire de faibles rendements positifs. Cela fait contraste aux actions, puisque des pressions s'exerceront sur les bénéfiques et les valorisations.

La récente remontée des actions a fait naître l'espoir que ce soit la fin du marché baissier. Est-ce le cas? Un redressement soudain du marché baissier se produit dans la plupart des récessions. Habituellement, le marché boursier remonte de 10 % ou même de 20 %, trois ou quatre fois avant le creux. Ces remontées contrentendancielles ne s'avèrent généralement pas durables. La question est de savoir si les conditions qui pourraient indiquer la fin du marché baissier sont présentes ou non. Nous pensons qu'elles ne le sont pas encore. Ces conditions comprennent : une croissance qui demeure inférieure à la moyenne pour atténuer les pressions inflationnistes; un rééquilibrage de l'offre et de la demande sur le marché du travail; une inflation qui se rapproche de l'objectif de la banque centrale; des valorisations qui reflètent un contexte d'incertitude; et des prévisions consensuelles de bénéfiques qui doivent être révisées à la baisse.

Une différence importante par rapport aux épisodes précédents concerne les valorisations qu'affichait le marché au sommet. Sur le marché boursier américain, malgré une correction de 14 % par rapport au sommet atteint au début de 2022, l'indice S&P 500 peut encore être considéré surévalué. En effet, vu que la surévaluation était extrême au départ, la correction a été trop faible pour ramener les valorisations à leur juste valeur. Que l'on examine les valorisations en termes absolus par rapport à l'inflation ou par rapport aux taux, l'indice S&P 500 est cher dans les deux cas. Il faudrait que l'inflation et les taux directs diminuent considérablement pour justifier les valorisations actuelles. En fait, la baisse nécessaire cadrerait avec le scénario d'une récession plus grave et plus longue. Si un tel scénario se matérialisait, les valorisations ne reviendraient probablement pas à la normale; elles passeraient tout droit et deviendraient sous-évaluées. Si nos opinions se concrétisent, les valorisations devront baisser.

En supposant que l'économie mondiale ralentisse pour glisser en récession, le marché boursier sera pénalisé par la baisse des bénéfices des sociétés. Dans une récession typique, les bénéfices annuels des sociétés de l'indice S&P 500 tendent à diminuer de 15 % à 20 % lorsqu'envisagés sur des périodes de 12 mois. Sur une base trimestrielle, ils ont reculé au cours des derniers trimestres, mais relativement peu jusqu'à maintenant. Ils continuent de croître à un rythme raisonnable et devraient continuer à le faire selon les prévisions consensuelles. Les attentes devront être révisées à la baisse.

Nous admettons qu'il pourrait y avoir des perspectives plus favorables. Le marché boursier pourrait bien se comporter lors d'un atterrissage en douceur. Toutefois, les actions constituent une catégorie d'actif à risque. Les investisseurs ne devraient envisager d'investir dans des actions que s'ils sont convaincus que l'acceptation de ces risques sera adéquatement récompensée. Il est toujours possible qu'après coup, on constate que les risques ne se sont pas matérialisés. Dans un tel cas, il se pourrait qu'on regrette d'avoir manqué une bonne occasion. Mais nous ne savons pas ce qui se produira. Méfiez-vous de la crainte de rater une occasion.

Marchés boursiers mondiaux

Les actions sont vulnérables à d'autres baisses

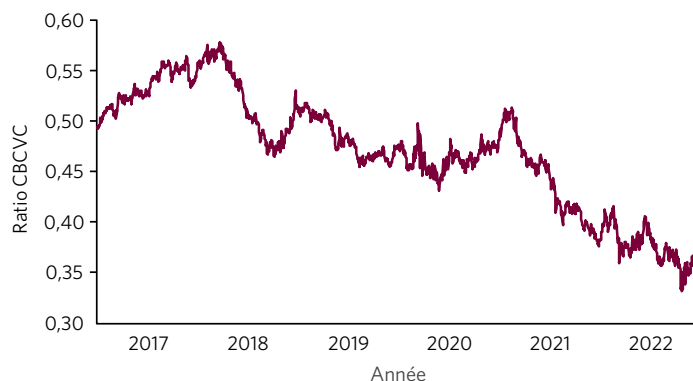
Au premier trimestre de 2023, le marché boursier américain a progressé de 7 %. En comparaison, les marchés boursiers de la zone euro se sont appréciés de 14 %, ceux du Canada, de 4 % et ceux des marchés émergents, de 3 %. Ce solide rendement est attribuable à l'évolution favorable des données économiques. L'activité économique, qui s'améliorait dans certains secteurs à la fin de 2022, a continué de surpasser les attentes, ravivant l'espoir d'un atterrissage en douceur. Toutefois, les données sur l'inflation montraient que les pressions sont encore très présentes. Cela laissait entendre que la Réserve fédérale américaine (Fed) devrait resserrer sa politique monétaire pour atteindre son objectif. La situation est devenue incertaine lorsque quelques banques ont fait faillite, soulevant des craintes que la crise de liquidité soit plus généralisée. Les actions sont donc parvenues à progresser, mais au prix de fortes fluctuations.

Prenons un peu de recul pour examiner les 12 derniers mois. L'invasion de l'Ukraine par la Russie a retiré du réseau de l'approvisionnement mondial l'un des plus importants producteurs, a fait planer la menace d'un conflit direct avec l'OTAN et a engendré un risque de guerre nucléaire. Un choc inflationniste massif a soulevé les mesures globales et de base bien au-dessus de la cible des banques centrales. La Fed a rapidement fait passer son taux directeur de 0 % à 5 %, et a commencé à limiter la liquidité des marchés au moyen d'un resserrement quantitatif. Par suite de vagues de retraits dans le secteur bancaire, des paniques bancaires ont entraîné la faillite de quelques banques. Nous nous attendons à une récession, et le marché obligataire aussi (il suffit de voir la courbe des taux). Il en va de même pour de nombreux prévisionnistes et pour les banques centrales qui ont explicitement ou implicitement admis qu'il existait un important risque de récession. Avant tout cela, le marché boursier américain était plus surévalué qu'il ne l'a été la plupart du temps au cours des 70 dernières années. Malgré la surévaluation et ces événements négatifs, la correction a été d'à peine 14 % par rapport au sommet atteint par l'indice S&P 500 au début de 2022. En comparaison, rappelons que les actions avaient

reculé de 36 % en moyenne lors des récessions passées. On peut dire sans se tromper que le marché boursier a sous-réagi aux récents événements.

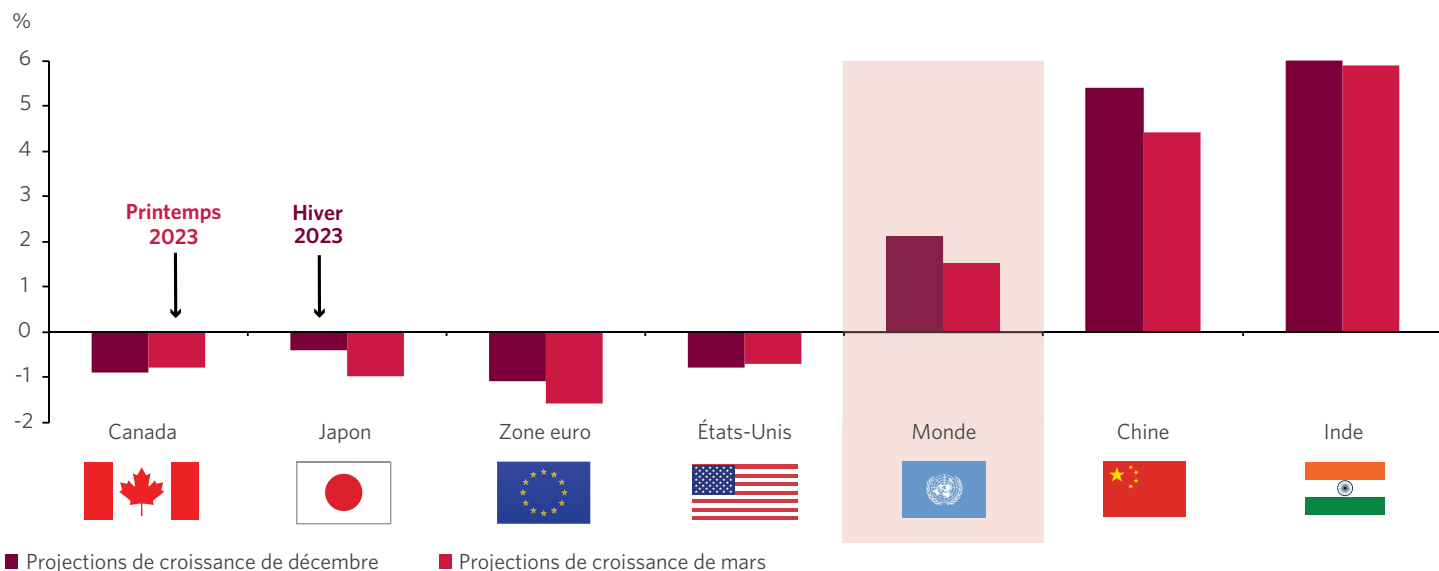
Bien que les États-Unis soient un indicateur du marché boursier mondial, nous ne pouvons pas nécessairement extrapoler à d'autres pays ce que nous observons aux États-Unis. En fait, les valorisations de la majorité des autres pays semblent relativement plus intéressantes. Les marchés du Canada et de l'Europe, ainsi que les marchés émergents ne sont pas sous-évalués, mais ils ne souffrent pas de la même surévaluation que le marché américain. Pour ce qui est des bénéfices, la croissance est bien corrélée entre les pays et elle est principalement dictée par le cycle économique. Nous constatons que les attentes consensuelles sont trop élevées à peu près partout. En supposant que l'économie mondiale ralentisse et glisse en récession, les bénéfices des sociétés de l'indice S&P 500 devraient diminuer de 15 % à 20 % lorsqu'envisagés sur des périodes de 12 mois. D'autres régions pourraient subir des baisses similaires, voire plus importantes pour les pays dont l'économie est plus cyclique. Les titres du Canada et des marchés émergents sont relativement mieux placés pour affronter une récession mondiale en raison de leurs valorisations. Sans nécessairement être épargnés par les turbulences des marchés, ils pourraient enregistrer des rendements supérieurs.

Ratio cours-bénéfices corrigé des variations cycliques (CBCVC) de l'indice S&P 500



Sources : Refinitiv-Datastream, Robert Shiller et Gestion d'actifs CIBC inc. selon les données disponibles au 31 mars 2023.

Projections de croissance mondiale : Prévisions de GAC de mars et de décembre



Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. selon les données disponibles au 31 mars 2023.

Stratégies d'obligations mondiales

Après une année difficile en 2022, les marchés obligataires mondiaux ont commencé l'année du bon pied. L'indice WGBI (couvert en dollars canadiens) s'est apprécié de 3,20 % au premier trimestre. Les surprises inflationnistes à l'échelle mondiale se sont estompées et le durcissement de ton des banques centrales s'est atténué, ce qui a permis aux taux de baisser.

Comme nous l'avons indiqué dans le dernier numéro de *Perspectives*, nous croyons que les obligations mondiales devraient offrir des rendements positifs au cours des 12 prochains mois. Le taux des obligations du Trésor à 10 ans devrait se situer dans une fourchette de 3,00 % à 4,25 %, oscillant autour des 3,50 %. Les prévisions de la Fed n'entraînent plus une forte hausse des taux réels à 10 ans, comme ce fut le cas au cours des trois premiers trimestres de 2022. Cela a permis aux taux réels à 10 ans de se stabiliser dans une fourchette étroite. Parallèlement, le taux neutre par rapport à l'inflation est resté maîtrisé ces derniers temps, en raison des signes croissants d'une accélération du repli cyclique à l'échelle mondiale, qui influence les prévisions d'inflation.

L'économie mondiale continuera de faire face à de nombreux obstacles pendant le reste de 2023, ce qui devrait limiter les taux obligataires. Aux États-Unis, pour juguler l'inflation, la Fed devra maintenir un taux directeur réel restrictif. Cela augmentera le risque d'instabilité financière. En Chine, la mauvaise idée de se fier aux consommateurs, le repli des emplois manufacturiers à cause de la baisse de la demande étrangère et les effets de richesse défavorables imputables au déséquilibre du secteur de l'habitation nationale pourraient entraîner des surprises économiques négatives. Enfin, en Europe, les économies devront composer avec le soutien réduit que la BCE apportera aux banques de la région. Elles devront aussi composer avec la forte contraction de la masse monétaire, les effets tardifs du resserrement déjà opéré par la politique de la BCE et le resserrement des conditions de prêt bancaire. En résumé, la suppression de la demande se fera de plus en plus sentir sur l'horizon de placement. Par conséquent, il faut s'attendre à une série d'offres de valeurs refuges sur les marchés obligataires des pays développés.

Pour ce qui est des obligations des marchés émergents libellées en monnaies locales, les investisseurs devraient rester prudents et sélectifs. Comme nous l'avons décrit ci-dessus, le contexte macroéconomique mondial demeurera trop incertain pour ce qui est de conserver la composante plus risquée de notre univers obligataire. Les périodes inattendues de croissance mondiale décevante donnent souvent lieu au retrait des capitaux investis dans des obligations des pays émergents. Par conséquent, nos placements en obligations libellées en monnaies locales resteront défensifs, probablement jusqu'à ce que la Fed commence à signaler plus clairement un changement d'orientation de sa politique. Pour ce qui est des titres de créance libellés en dollars américains des marchés émergents, nous recommandons de conserver une faible pondération pour l'instant et d'attendre de meilleurs points d'entrée, puisque les écarts de taux n'offrent pas une protection suffisante pour le moment.

Devises

Dollar américain

Les inquiétudes grandissantes à l'égard des banques américaines ont causé la dépréciation du dollar américain (USD) vers la fin du premier trimestre de 2023. Le dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux a reculé de plus de 2,0 % depuis mars. Y aura-t-il encore beaucoup d'autres baisses pour le billet vert?

En mars dernier, la Fed a déployé des efforts colossaux pour soutenir le secteur bancaire en difficulté aux États-Unis. Dans l'ensemble, les banques ont reçu un peu plus de 300 milliards de dollars, une injection de liquidités comparable à celle dont on a bénéficié les banques en mars 2008 au moment de la crise financière mondiale. Le fait que la Fed augmente son bilan au moment où d'autres banques centrales réduisent le leur explique essentiellement la faiblesse renouvelée du dollar américain.

Le dollar américain continuera de subir des pressions à la baisse tant que les participants aux marchés continueront de percevoir la crise bancaire comme un phénomène américain. Par contre,

si l'activité économique ralentit de façon plus générale, le dollar américain pourrait jouer son rôle de valeur refuge mondiale et rester résilient face aux monnaies cycliques. La principale conclusion est la même qu'il y a trois mois : les marchés des devises devraient connaître une volatilité accrue sur l'horizon prévisionnel.

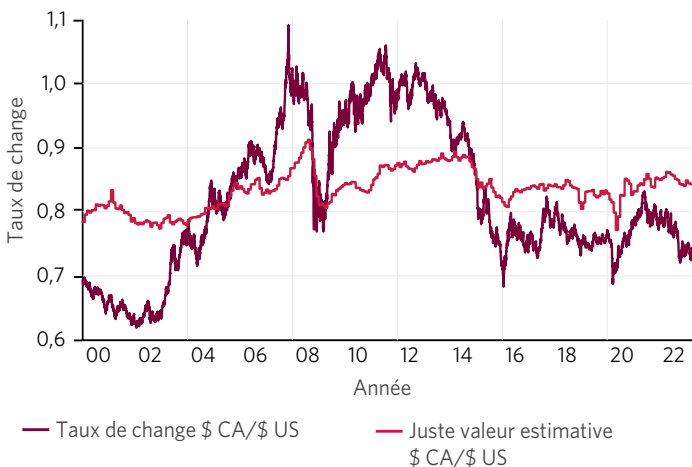
Dollar canadien

Face à l'intensification des inquiétudes entourant la croissance mondiale, le dollar canadien (\$ CA) affiche une tendance à la baisse depuis plus d'un an et s'est déprécié de plus de 12 % par rapport au dollar américain au regard du sommet cyclique atteint à l'été 2021. Il s'est maintenu autour de 0,73 \$ US au début de l'année et a profité des réductions inattendues de la production de pétrole de l'OPEP au début du deuxième trimestre. Vu que nous prévoyons un autre ralentissement de l'activité économique mondiale, nous pensons que le dollar canadien pourrait demeurer faible par rapport à de nombreuses monnaies moins cycliques.

D'une part, on s'attend à ce que la conjoncture économique mondiale se détériore davantage sur l'horizon prévisionnel. Cela signifie que les préoccupations entourant la croissance mondiale continueront d'exercer des pressions à la baisse sur le dollar canadien par rapport au dollar américain. D'autre part, étant donné que la Banque du Canada a suspendu les hausses de taux avant la Fed, les attentes relatives à la politique monétaire de ces deux banques centrales devraient soutenir accessoirement le dollar américain. Enfin, les prix de l'énergie devraient encore baisser. Tout compte fait, le dollar canadien restera sous pression et évoluera dans une fourchette comprise entre 1,333 et 1,434 en 2023.

Que nous réserve le dollar canadien?

Taux de change \$ CA/\$ US et estimation de la juste valeur



Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. selon les données disponibles au 31 mars 2023.

Euro

Depuis le début de 2023, l'euro s'est bien comporté par rapport au dollar américain, progressant de plus de 14 % par rapport à ses creux cycliques de septembre 2022. Ce rendement supérieur est largement attribuable au durcissement des politiques de la BCE au cours de la période. Le dernier épisode de vigueur de l'euro par rapport au dollar américain peut être directement lié aux difficultés éprouvées par les banques américaines.

Maintenant que la BCE a entrepris de lutter contre l'inflation, on assiste à un drainage de la liquidité du système bancaire de la zone euro. Donc, si rien ne change, l'injection de liquidité en dollars américains opérée par la Fed et le drainage de la liquidité en euros

par la BCE continueront tous les deux à exercer des pressions à la hausse sur la valeur de l'euro par rapport au dollar américain. L'avenir de l'euro dépendra en grande partie des banques de la zone euro, selon qu'elles pourront ou non continuer à surmonter la tourmente bancaire. Cela semble peu probable, car les banques européennes doivent composer avec une forte contraction de la masse monétaire, tout comme les banques américaines. Pour ces raisons, l'euro devrait se négocier entre 1,000 et 1,120 sur l'horizon prévisionnel.

Yen japonais

Vers la fin de l'année dernière, le yen japonais (JPY) est devenu considérablement sous-évalué (-40 % par rapport au dollar américain), et il s'agit de sa plus forte sous-évaluation en près de 40 ans. Cette situation est principalement attribuable à la politique de contrôle de la courbe des taux (CCT) de la Banque du Japon. À la fin d'octobre, le Japon a commencé à récupérer une partie de ses pertes importantes. Qu'est-ce qui a changé? Pour la première fois depuis très longtemps, les pressions inflationnistes s'intensifient au Japon. L'inflation de base selon l'indice des prix à la consommation a atteint son plus haut niveau en plus de 30 ans. Cela signifie qu'un changement d'orientation de la politique est en cours au Japon. Quand cela se produira, il est très probable que le découplage des taux des obligations d'État japonaises finisse par entraîner un rapatriement de capitaux, ce qui exercera des pressions à la hausse sur le yen japonais. Le taux de change bilatéral USD/JPY devrait fluctuer entre 120 et 140 en 2023.

Marchandises

Pétrole

Le prix du pétrole s'est généralement établi entre 70 \$ et 80 \$ le baril au cours des derniers mois. Dernièrement, le baril s'est négocié plus près de la limite supérieure de la fourchette, l'OPEP+ ayant annoncé des baisses de production inattendues au début d'avril pour soutenir le marché. À court terme, nous pensons que les perspectives du pétrole demeurent volatiles. Le tiraillement quotidien entre l'appétit et l'aversion pour le risque au sein du marché malmène le pétrole.

Du côté de la demande, le marché continue d'osciller entre les risques de récession mondiale, dont l'incidence sur la demande est possiblement négative, et la réouverture de la Chine, dont l'incidence pourrait quant à elle être positive. Ces derniers temps, les risques de récession sont devenus plus prévalents, car l'incertitude entourant les récentes faillites bancaires aux États-Unis a eu une incidence négative sur les actifs procycliques comme le pétrole. Cela dit, nous croyons que la réouverture de la Chine, qui cible une croissance du PIB de 5 % cette année, pourrait stimuler la demande de pétrole. Nous observons des signes de croissance de la demande, notamment en raison de la production industrielle et de la hausse de l'activité aérienne en Chine, qui augmente la demande de carburant.

Du côté de l'offre, les producteurs d'énergie mondiaux ont continué de faire preuve de rigueur. Les bilans sont solides et les capitaux sont remboursés aux actionnaires, ce qui a contribué à soutenir les prix du pétrole, puisque les placements visant la croissance ont été limités pour faire place à des remboursements de capital. L'approvisionnement russe n'a pas diminué autant que prévu, mais l'OPEP a montré qu'elle était prête à soutenir le marché en retirant des barils au besoin. De même, l'approvisionnement nord-américain n'a pas augmenté rapidement compte tenu des prix plus élevés.

Nous continuerons de surveiller les signes de croissance ou de contraction de la demande et l'incidence potentielle sur les prix de l'énergie. Pour ce qui est de l'offre, nous surveillerons les niveaux des exportations russes et les signaux donnés par l'OPEP. Nous

surveillerons aussi l'évolution de l'approvisionnement provenant des États-Unis et du Canada.

Or

L'or continue d'être étroitement corrélé (négativement) avec le dollar américain, ce qui, jusqu'au début de 2023, a fortement soutenu le prix. L'or est passé d'environ 1 840 \$ l'once au début de l'année à plus de 2 000 \$ l'once en avril, tandis que l'indice du taux de change du dollar américain (DXY) est passé de 105 en janvier à environ 102 en avril. La dépréciation du dollar américain est liée aux nouvelles attentes entourant les taux d'intérêt. Celles-ci ont en effet évolué à la suite des faillites des banques régionales américaines en mars, modifiant l'orientation des perspectives de hausses de taux à court et à moyen terme. L'or a encore une fois démontré sa valeur aux fins de couverture d'un portefeuille en période d'incertitude macroéconomique.

Il nous semble toujours pertinent d'inclure des placements aurifères dans un portefeuille, étant donné que de nombreuses incertitudes à l'échelle mondiale accentuent les risques qui pèsent sur les perspectives. Le risque d'inflation, le risque de récession et l'incertitude à l'égard des perspectives de taux d'intérêt sont autant d'inconnues à l'heure actuelle dans l'économie mondiale. L'or peut être avantageux; les investisseurs cherchent à couvrir les risques en augmentant l'exposition de leurs portefeuilles à cette marchandise.

Nous serons à l'affût de signes faisant état de nouvelles tensions au sein du système financier américain et mondial, ainsi que de données sur l'inflation et la croissance du PIB. Nous surveillons aussi les données sur l'emploi comme indicateurs avancés potentiels de la politique de taux d'intérêt (et de son incidence sur le dollar américain). Dans la mesure où la Fed devra peut-être suspendre ses hausses de taux dans l'immédiat, nous sommes d'avis que l'or pourrait être avantageux au cours des prochains mois.

Nous continuons de surveiller les indicateurs suivants de l'évolution des prix des métaux précieux :

- Les événements géopolitiques en cours
- Les politiques budgétaires et monétaires mondiales
- La forme de la courbe de rendement
- Les indicateurs de l'inflation
- Les données macroéconomiques mondiales, les statistiques sur la pandémie et l'actualité politique et sociale

Cuivre

Le prix du cuivre s'est plutôt bien comporté, malgré les craintes grandissantes des investisseurs à l'égard d'une récession. Comme le marché pétrolier, le marché du cuivre continue d'évaluer les risques de récession mondiale et le potentiel de croissance de la Chine en 2023. À court terme, il est fort probable que le cuivre continuera de se négocier dans un contexte de perspectives macroéconomiques mondiales favorables, principalement en fonction de la Chine, qui demeure le principal consommateur du métal rouge. Compte tenu de la réouverture de la Chine et de l'objectif de croissance du PIB de 5 % qu'elle s'est fixée cette année, nous pensons que les perspectives pourraient être favorables pour le cuivre à court terme.

À moyen terme, nous continuons de voir des arguments convaincants en faveur d'une appréciation du prix du cuivre. La transition vers une économie à faibles émissions de carbone exigera beaucoup de cuivre, aussi bien pour la fabrication d'actifs d'énergie renouvelable que dans les réseaux de distribution qui permettront de fournir de l'électricité à faibles émissions de carbone aux utilisateurs finaux. Nous continuons de croire que la demande de cuivre devrait

nettement s'accroître avec la transition énergétique. À notre avis, les prix du cuivre devront augmenter pour que la prochaine génération de projets d'exploitation de cuivre soit mise en œuvre afin de fournir les matériaux nécessaires à la transition énergétique.

Perspectives économiques régionales

Canada

La récession évitée?

L'économie canadienne a-t-elle déjà glissé en récession? Selon les données sur le PIB, la réponse est évidemment non. La croissance annuelle du PIB réel du Canada s'établissait toujours à 3,0 % au début de 2023. Toutefois, si l'on examine d'autres indicateurs de l'activité économique, la réponse n'est pas aussi tranchée.

La raison pour laquelle la Banque du Canada a déjà interrompu ses hausses de taux est liée au marché canadien de l'habitation, qui est déjà en récession. Effectivement, l'activité immobilière s'est beaucoup contractée, les ventes de logements existants ayant reculé de 42 % par rapport à leurs sommets cycliques de 2021 et de 16 % par rapport aux niveaux d'avant la pandémie. Par ailleurs, cela fait plus d'un an que les prix des logements subissent des corrections, le prix moyen d'une maison ayant baissé de 19 % sur 12 mois. La principale préoccupation des autorités monétaires canadiennes est la détérioration de l'accessibilité à la propriété. La part du revenu disponible qu'un ménage représentatif consacre aux dépenses liées au logement est passée d'environ 32 % en 2020, lorsque le choc pandémique a frappé le Canada, à 50 % au début de 2023.

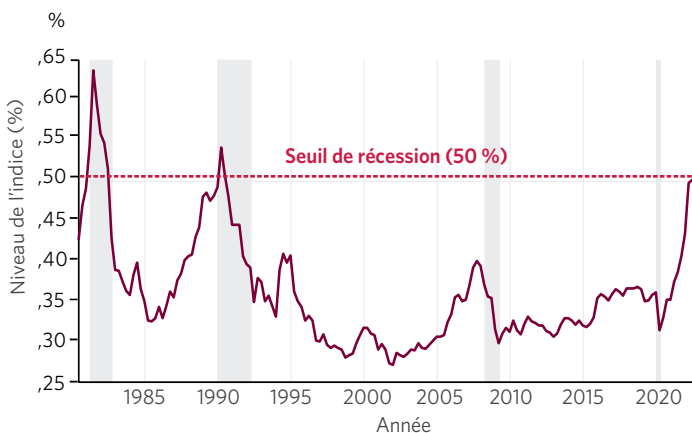
La dernière fois que des ménages canadiens ont dû composer avec un choc de cette ampleur est juste avant la récession du début des années 1990. Rappelons que la récession du début des années 1990, qui s'est déroulée de mars 1990 à avril 1992, était particulièrement grave. Comme dans la plupart des récessions, le ralentissement économique d'alors avait été causé par le marché de l'habitation. Autrement dit, la récession du marché de l'habitation est vite devenue une véritable récession économique. Vu que la Banque du Canada ne souhaite pas voir la situation dégénérer ainsi, elle a prudemment décidé d'interrompre les hausses de taux.

Est-ce qu'il est possible d'éviter une récession? Selon nous, non. Notre scénario de base prévoit une contraction moyenne de 0,9 % du PIB réel du Canada sur l'horizon prévisionnel (du 2^e trimestre de 2023 au 1^{er} trimestre de 2024). Nous sommes plus pessimistes que la plupart des prévisionnistes pour trois raisons. D'abord, il y a l'incidence des hausses de taux d'intérêt de l'an dernier, dont les ménages canadiens lourdement endettés commencent à se ressentir. La Banque du Canada a relevé les taux de 400 points de base (pb) au cours de la dernière année. Par le passé, de telles augmentations ont déclenché huit récessions et un seul atterrissage en douceur. Ensuite, les ménages canadiens doivent composer avec un important effet de richesse négatif. En 2008-2009, l'effet de richesse négatif a été la raison principale pour laquelle les dépenses de consommation sont devenues négatives, et le facteur qui a plongé le Canada en récession. En 2023, l'effet de richesse négatif devrait être encore plus prononcé qu'en 2008-2009, ce qui laisse entrevoir une contraction des dépenses de consommation réelles. La plupart des prévisionnistes sous-estiment l'incidence de l'effet de richesse négatif. Finalement, le Canada devra aussi composer avec le choc très négatif de la demande étrangère, en raison de la récession mondiale en pleine progression.

L'atterrissage en douceur que vise toujours la Banque du Canada semble de moins en moins probable. À notre avis, un atterrissage plus rude est déjà en cours. Espérons qu'il ne sera pas accompagné d'instabilité financière. Si c'est le cas, la Banque du Canada pourrait avoir à revenir temporairement en mode d'assouplissement, comme l'a fait la Fed en mars dernier.

La pause de la Banque du Canada expliquée

Indice canadien d'accessibilité à la propriété de la Banque du Canada



Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. selon les données disponibles au 31 mars 2023.

États-Unis

Une Fed plus prudente

L'économie américaine s'est clairement repliée en 2022, la croissance annuelle du PIB réel passant de 3,6 % à 0,9 %. Est-ce un recul suffisant pour que la Fed déclare victoire dans sa lutte contre l'inflation et retourne à l'arrière-plan? La dure réalité est que, plus d'un an après le début de la campagne de resserrement de la Fed, la lutte contre l'inflation est loin d'être terminée. L'inflation reste obstinément élevée et le marché du travail aux États-Unis demeure extrêmement vigoureux.

Les prochaines politiques de la Fed dépendront de la tournure des événements. Une possibilité est que l'économie américaine évite une récession. *A priori*, cela peut sembler une bonne nouvelle. Toutefois, la mauvaise nouvelle, c'est que cela signifierait simplement que les autorités monétaires américaines devraient maintenir leur politique monétaire restrictive beaucoup plus longtemps, et pourraient se voir dans l'obligation de la resserrer davantage.

Une autre possibilité est que le resserrement opéré jusqu'à maintenant soit suffisant pour pousser l'économie américaine en récession. Cela correspond à notre scénario de base. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB réel des États-Unis s'établisse en moyenne à -0,8 % sur l'horizon prévisionnel (du 2^e trimestre de 2023 au 1^{er} trimestre de 2024), ce qui est inférieur aux prévisions consensuelles. Si nos prévisions se matérialisent, le léger repli de l'économie américaine aidera probablement la Fed à ramener l'inflation près de la cible. Toutefois, il n'est pas certain que l'assouplissement des conditions du marché du travail suffira à éliminer les pressions inflationnistes alimentées par les coûts que subit actuellement l'économie américaine.

Compte tenu des récentes turbulences bancaires aux États-Unis, nous devons maintenant envisager un scénario plus sombre dans lequel l'instabilité financière devient tellement problématique qu'elle force la Fed à mettre temporairement de côté ses objectifs de stabilité macroéconomique pour se concentrer sur le rétablissement de la stabilité financière en fournissant la liquidité nécessaire au fonctionnement ordonné des marchés des capitaux. Précisons que la

Fed a déjà pris des mesures en ce sens en créant son programme de financement à terme des banques (BTFP) et en injectant une liquidité considérable par la voie du réescompte et de ses autres facilités de crédit.

Vu que le risque penche du côté négatif, la Fed sera probablement plus prudente que prévu au trimestre précédent et n'opérera qu'une seule hausse de taux sur l'horizon prévisionnel. Les événements des prochains mois contribueront à déterminer la politique de la Fed.

Europe

La BCE sur la corde raide

En mars dernier, la Banque centrale européenne (BCE) a courageusement procédé à une autre hausse de taux de 50 points de base pour lutter contre l'inflation, alors qu'elle commençait officiellement à réduire ses placements en obligations (resserrement quantitatif ou « RQ »). Mais avait-elle vraiment le choix? Compte tenu d'un IPC global de 8,5 % et d'un IPC de base de 5,6 %, les données sur l'inflation dans la zone euro demeurent bien loin de la zone de confort de la BCE.

Selon les plus récentes projections de la BCE pour la zone euro, il n'y a aucune raison qu'elle interrompe ses hausses de taux. En effet, le personnel de la BCE prévoit que l'inflation de base demeurera élevée tout au long de l'année, en raison des fortes pressions inflationnistes alimentées par les coûts. Pour cette raison, beaucoup s'attendent à ce que la BCE augmente davantage son taux directeur sur l'horizon prévisionnel.

Il y a néanmoins plusieurs raisons qui pourraient contraindre la BCE à faire une pause. D'abord, le resserrement actuel des conditions financières dans la zone euro dépasse déjà de beaucoup celui qui a été opéré en 2011. À l'époque, le resserrement avait été suffisant pour pousser l'économie de la zone euro en récession. Notre scénario de base table sur une récession dans la zone euro et une croissance moyenne du PIB réel de -1,1 % sur l'horizon prévisionnel (du 2^e trimestre de 2023 au 1^{er} trimestre de 2024). Si elle se concrétise, la contraction de l'activité économique sera comparable à celle survenue en 2012, et pourrait être qualifiée de récession modérée.

Même si la récession qui a eu lieu en 2012-2013 dans la zone euro a été jugée modérée, elle a entraîné à la fois une crise budgétaire et une crise bancaire. La même chose pourrait-elle se produire cette fois-ci? Il y a certainement des raisons de s'inquiéter. La contraction abrupte et croissante de la masse monétaire dans la zone euro est certainement un choc négatif pour la liquidité et la rentabilité des banques. Il est peu probable que les pressions exercées sur les banques disparaissent, d'autant plus que la BCE réduit considérablement le soutien qu'elle leur offrait dans le cadre d'opérations de refinancement à long terme ciblées (ORLTC).

Pour éviter une crise de la dette souveraine, la BCE a mis en place deux lignes de défense permettant de contenir les écarts de taux des pays périphériques. Toutefois, à mesure qu'elle réduit ses placements en titres de créance d'État, le défi sera d'éviter le découplage persistant des rendements des obligations d'État allemandes. Cette tâche s'annonce difficile, étant donné que les banques centrales européennes qui ne sont pas membres de la BCE vendent maintenant plus d'obligations d'État allemandes qu'elles en achètent et que les nouvelles émissions d'obligations d'État allemandes devraient plus que doubler.

Tout comme les autres banques centrales des pays développés, la BCE demeure déterminée à remporter la bataille contre l'inflation. Plus elle augmente le taux d'intérêt à court terme sans risque et plus elle réduit

la taille de son bilan, plus s'accroît le risque d'une crise budgétaire, d'une crise bancaire ou des deux, comme en 2011-2012.

Chine

Chine : Est-ce une mauvaise idée de se fier aux consommateurs?

La reprise de la Chine après la pandémie de Covid est en cours et jusqu'à présent, elle est vigoureuse. Selon les prévisions consensuelles, les consommateurs devraient faire éclater la demande comprimée, entraînant une forte expansion autoportante. Permettez-nous d'en douter, en particulier pour la seconde moitié de notre horizon prévisionnel.

Les inquiétudes à l'égard des revenus sont demeurées élevées. Les sondages auprès des consommateurs font ressortir de faibles intentions de dépenses. Les perspectives sont particulièrement décevantes pour les ménages à revenu faible ou moyen. Ils ont été durement touchés par les effets économiques des mesures de confinement et des restrictions liées aux déplacements.

Les perspectives du marché du travail sont médiocres. C'est particulièrement vrai pour les travailleurs migrants, qui représentent environ le tiers de la population active. Près de la moitié d'entre eux travaillent dans les secteurs de la fabrication et de la construction. La baisse des exportations devrait considérablement entraver l'emploi dans le secteur manufacturier, tandis que l'offre excédentaire de biens immobiliers devrait continuer de freiner l'emploi dans le secteur de la construction.

Il semble également difficile pour les nouveaux diplômés de trouver un emploi. Le nombre de nouveaux diplômés collégiaux et universitaires a poursuivi sa tendance à la hausse des dernières années, bondissant de près de 50 % depuis 2019. De plus, les nouveaux diplômés finissent par occuper des emplois dont les salaires sont bien inférieurs à leurs attentes initiales. Ce n'est pas une coïncidence si les demandes d'emploi ont bondi dans le secteur public.

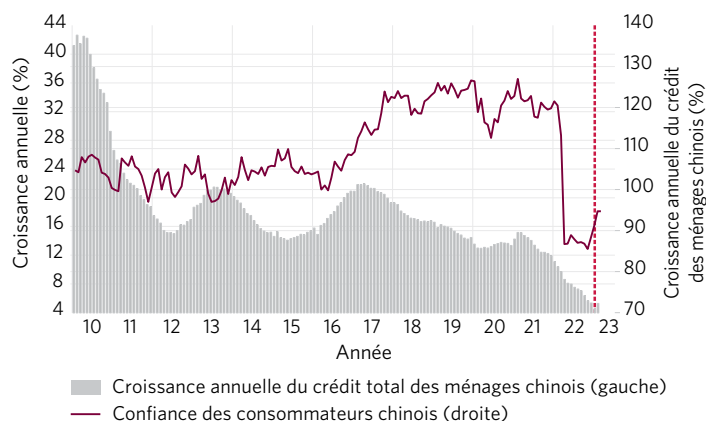
Dans un contexte où la population en âge de travailler diminue, les travailleurs migrants (urbanisation) sont à l'origine de la majeure partie de la demande de nouveaux logements, suivis par les nouveaux diplômés. Nous ne pensons pas que l'habitation sera un moteur de croissance clé. Les effets de richesse positifs, si jamais il y en avait, devraient être limités.

Le tourisme à l'étranger constitue un autre obstacle important (importations de services). Si la demande de voyages à l'étranger (des ménages fortunés surtout) augmentait fortement, jusqu'à la moitié de ce qu'elle était avant la pandémie, cela réduirait la croissance du PIB de près de 1 %.

La Chine a modéré ses attentes quant à la croissance du PIB, ciblant un taux de 5 % en 2023. Les effets d'année de base favorables et la réouverture devraient permettre d'atteindre facilement cet objectif annuel. Toutefois, les obstacles à la croissance susmentionnés et la baisse de la demande extérieure devraient ramener la croissance sous la barre des 5 % vers la fin de l'année. Cela forcerait les autorités à annoncer de nouvelles mesures de relance dans le secteur des infrastructures. Nos prévisions s'établissent en moyenne à 5,3 %, en raison d'un effet d'année de base positif au deuxième trimestre de 2023.

Chine : Est-ce une mauvaise idée de se fier aux consommateurs?

Confiance des consommateurs chinois et croissance annuelle (en %) du crédit des ménages chinois



Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. selon les données disponibles au 31 mars 2023.

Autres scénarios

Atterrissage en douceur à l'échelle mondiale (probabilité de 30 %)

Bien que notre scénario principal demeure une récession économique mondiale, il est encore possible d'éviter une récession. Pour toute banque centrale, orchestrer un atterrissage en douceur n'est pas une tâche facile, si l'on se fie à l'expérience passée. Le fait qu'un si grand nombre d'entre elles cherchent simultanément à atteindre cet objectif complique certainement sa réalisation. Pourtant, c'est exactement ce qu'elles visent, en espérant, les doigts croisés, pouvoir éviter un atterrissage brutal. Un atterrissage en douceur nécessite un ralentissement de la croissance opéré par la politique monétaire, qui fait en sorte que l'économie a juste assez de capacités inutilisées pour ramener l'inflation à la cible. Dans ce scénario, les perturbations des chaînes d'approvisionnement qui ont initialement déclenché l'inflation n'entrent plus en jeu. Un atterrissage en douceur couronné de succès ouvrirait évidemment la voie à de meilleures conditions de marché.

Instabilité financière (probabilité de 10 %)

Dans ce scénario, la vitesse et l'ampleur du resserrement monétaire qui a déjà eu lieu s'avèrent trop importantes pour le secteur bancaire et l'économie, donnant lieu à des épisodes d'instabilité financière. Les banques, aux prises avec une baisse de rentabilité plus grave et avec une détérioration des conditions de liquidité, n'ont d'autre choix que de resserrer considérablement les normes de crédit. Les répercussions combinées de la forte hausse des taux directeurs et du resserrement des conditions de prêt bancaire finissent par porter un coup trop dur, qui vient abattre l'économie mondiale. La récession mondiale s'avère ainsi plus grave et plus longue que celle prévue dans notre scénario de base. La destruction plus grave de la demande s'accompagne d'attentes bien établies entourant un ralentissement plus rapide de l'inflation. Dans de telles conditions, les banques centrales reviennent beaucoup plus rapidement en mode d'assouplissement pour rétablir la stabilité financière.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Atterrissage en douceur à l'échelle mondiale (30 %)	Dollar américain Obligations à rendement réel Métaux précieux	Actions mondiales Obligations des marchés émergents Marchandises
Instabilité financière (10 %)	Actions mondiales Marchandises Obligations de sociétés à rendement élevé	Liquidités Obligations d'État Or



Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel ¹	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ²	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	2,1 %	0,3 %	-0,9 %	5,2 %	3,0 %	3,9 %	-
États-Unis	0,9 %	0,7 %	-0,8 %	6,0 %	3,6 %	4,3 %	+25 pb
Zone euro	1,8 %	0,6 %	-1,1 %	8,5 %	4,2 %	4,5 %	+25 pb
Chine	2,9 %	5,9 %	5,4 %	1,0 %	2,4 %	2,4 %	Réductions du ratio des réserves obligatoires
Japon	0,4 %	1,0 %	-0,4 %	3,3 %	2,0 %	2,2 %	-
Monde	1,8 %	2,5 %	2,1 %	6,5 %	4,3 %	5,7 %	-

Données en date du 31 mars 2023

Sources : Datastream, Bloomberg et calculs de Gestion d'actifs CIBC inc.

¹ Croissance du PIB réel (% sur 12 mois)² % sur 12 mois

Auteurs



Luc de la Durantaye

Stratège en chef des placements,
chef des placements et directeur général,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Daniel Greenspan

Analyste principal et
directeur de l'équipe des ressources



Francis Thivierge

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



Vincent Lépine

Directeur en chef,
Recherche sur l'économie et les marchés,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Éric Morin

Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Jean-Laurent Gagnon

Gestionnaire de portefeuilles, Titres à revenu fixe,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises

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. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. et peuvent changer à tout moment. Gestion d'actifs CIBC inc. n'accepte aucune obligation ni responsabilité relative à la mise à jour de ces opinions. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Répartition d'actifs multiples et gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes, au sein de la plateforme de placement intégrée de la Banque CIBC. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

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

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affiliée à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc. Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques déposées de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

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