

Perspectives

Perspectives trimestrielles sur l'économie et les catégories d'actif

Été 2024





Les perspectives économiques mondiales s'améliorent. Le frein à la croissance imposé par les banques centrales s'amenuise et les conditions financières semblent raisonnablement équilibrées.



Michael Sager, Ph.D.

Directeur général et chef,
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



Francis Thivierge, M.Sc., CFA

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

Les perspectives de placement demeurent favorables, mais les risques politiques augmentent

Voici le numéro d'été 2024 de Perspectives.

Les perspectives économiques mondiales s'améliorent. Le frein à la croissance imposé par les banques centrales s'amenuise et les conditions financières semblent raisonnablement équilibrées. Les signes de reprise évoqués dans le [dernier numéro de Perspectives](#) progressent; le nombre de pays qui font état d'un raffermissement graduel de la croissance a augmenté. Les États-Unis n'en font toutefois pas partie. Il y est plutôt question d'un léger ralentissement selon les données : la croissance semble passer d'un rythme effréné non durable à une cadence plus conforme à la tendance à long terme de l'économie américaine. La reprise de la croissance mondiale n'empêchera vraisemblablement pas un nouveau ralentissement de l'inflation. Tout particulièrement, les récentes données du secteur des services aux États-Unis ont fléchi. Si cette tendance se maintient, la Réserve fédérale américaine (Fed) commencera probablement à assouplir sa politique monétaire, alors que de nombreuses autres banques centrales s'apprêtent à faire de même durant les 12 prochains mois.

Nos perspectives favorables concernant la macroéconomie justifient également un optimisme prudent à l'égard des marchés des actifs. Nous pensons que les actions – en particulier celles ayant les paramètres fondamentaux les plus solides et les valorisations les plus intéressantes – et les titres à revenu fixe s'en tireront raisonnablement bien au cours des 12 prochains mois. Utilisés conjointement, ces instruments devraient procurer des rendements relativement intéressants aux investisseurs dans les portefeuilles équilibrés traditionnels.

Comme toujours, il est primordial d'évaluer la taille et la source des risques associés à ces perspectives relativement favorables. À l'heure actuelle, les risques politiques semblent poser un défi plus important pour les marchés et la confiance des investisseurs que les données économiques ou les décisions futures sur les taux directeurs des banques centrales. La volatilité découlant d'événements politiques spécifiques a déjà augmenté dans plusieurs marchés, notamment en Europe et en Amérique latine. On peut soutenir que les risques politiques les plus importants ne se sont pas encore manifestés étant donné que les élections américaines de novembre sont de plus en plus liées à l'évolution des cours. Cet événement est souvent associé à des rendements boursiers positifs et à une volatilité accrue. Cette fois-ci, la valorisation initiale des marchés boursiers américains rend beaucoup plus difficile la réalisation d'un gain considérable. En revanche, la volatilité demeure faible de façon générale sur les marchés et devrait augmenter à l'approche de cet événement, surtout compte tenu de la polarisation actuelle de la politique américaine.

À [Gestion d'actifs CIBC](#), nous nous engageons à fournir des analyses des marchés et des placements. Nous espérons que notre revue trimestrielle des marchés et nos perspectives économiques vous seront utiles pour trouver les bonnes stratégies de placement qui cadrent avec les objectifs de votre portefeuille et comprendre les marchés pendant le second semestre de l'année. Si vous avez des questions ou si vous souhaitez discuter de nos perspectives et de nos commentaires, veuillez communiquer en tout temps avec votre conseiller ou un représentant de la Banque CIBC.

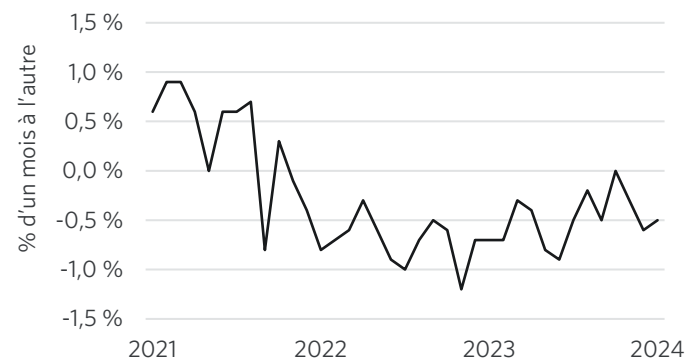


Stratégie relative aux marchés mondiaux

Les perspectives de placement demeurent favorables, mais les risques politiques augmentent considérablement

Après avoir surpris à la hausse plus tôt cette année, la croissance du produit intérieur brut (PIB) a quelque peu ralenti au cours des derniers mois. Ce ralentissement est en grande partie attribuable aux États-Unis, où un léger retour graduel à la tendance semble se produire. Cela comprend le marché du travail, pour lequel l'offre et la demande semblent plus équilibrées que durant les dernières années. Simultanément, la reprise de la croissance mondiale a augmenté, de plus en plus de pays faisant état d'une amélioration graduelle de l'activité économique. Le Canada fait partie du lot, même si ses données sur l'activité ont été plutôt contrastées, mais elles devraient s'améliorer.

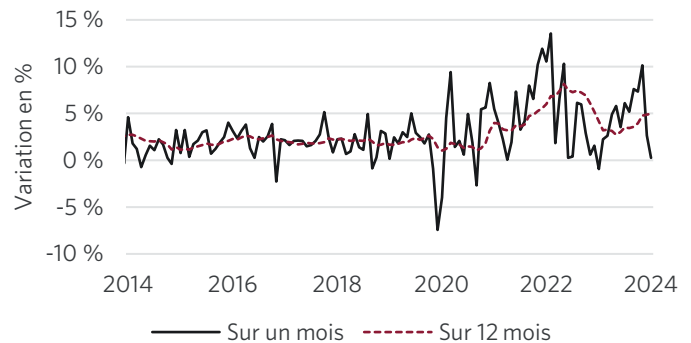
Amélioration progressive des indicateurs avancés Indicateur économique avancé du Conference Board



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg. Données au 31 mai 2024.

L'inflation demeure supérieure à la cible des banques centrales dans la plupart des pays. Après une longue période de désinflation des prix à la consommation en 2022 et durant le premier semestre de 2023, de nombreuses banques centrales des marchés développés ont passé la majeure partie de la période suivante à s'inquiéter de l'ampleur d'une remontée de l'inflation, menée par le secteur des services. Le Canada a fait figure d'exception. Malgré les hausses élevées et soutenues des salaires, la Banque du Canada (BdC) a réagi en juin au ralentissement de l'inflation des prix à la consommation au pays et est devenue la première banque centrale du G7 à **réduire son taux directeur** (d'un quart de point pour le ramener à 4,75 %). Par ailleurs, les perspectives d'inflation se sont récemment améliorées aux États-Unis, les plus récentes données sur les prix à la consommation – et les prix à la production – semblant indiquer que l'inflation avait renoué avec la cible de 2,0 % de la Fed. La forte baisse de l'inflation dans le secteur des services – à l'exclusion du logement – a été particulièrement encourageante; cette donnée demeure déterminante quant au moment où la Fed assouplira sa politique et à l'ampleur de cet assouplissement. Selon les données disponibles, nous nous attendons toujours à un cycle d'assouplissement des taux d'intérêt bref et superficiel dans la plupart des pays développés, y compris les États-Unis et le Canada.

Les pressions inflationnistes sous-jacentes persistent, mais diminuent IPC des É.-U. – Services hors logement



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 31 mai 2024.

Dans l'ensemble, l'économie mondiale n'est ni en surchauffe ni particulièrement anémique. Les conditions financières ne sont ni trop laxistes ni inutilement restrictives. Ce contexte macroéconomique favorable est conforme au scénario sur 12 mois de **taux plus élevés pendant plus longtemps** que nous avons décrit dans le [numéro du printemps de Perspectives](#). C'est pourquoi nous ne proposons que de légères modifications à ce scénario dans le présent numéro.

La reprise du marché boursier se traduit par un assouplissement des conditions financières

Indice Goldman Sachs des conditions financières aux États-Unis



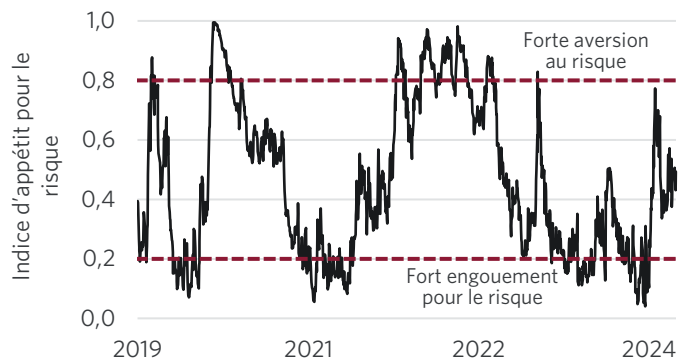
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et Goldman Sachs. Données au 28 juin 2024.

Le contexte de placement demeure généralement favorable. Nous nous attendons à ce que les marchés boursiers inscrivent d'autres gains; ceux-ci seront peut-être moins importants qu'au cours de la dernière année pour les États-Unis. Les marchés du crédit devraient également continuer de bien se comporter dans le contexte de notre scénario de **plus élevés pendant plus longtemps**. Nos deux scénarios économiques sont relativement avantageux pour les portefeuilles de placement. Ils prévoient une inflation un peu plus élevée ou une croissance inférieure à celle prévue dans notre scénario principal, mais aucun grand risque pour les investisseurs qui, conformément à nos prévisions, restent relativement optimistes. La principale menace pour les marchés au cours des 12 prochains mois pourrait venir de l'actualité politique plutôt que des statistiques économiques.

ou des décisions des banques centrales. Parmi la longue liste de risques politiques, notons l'élection présidentielle de novembre aux États-Unis, d'autres élections en Europe ainsi que les relations de la Chine avec les États-Unis et l'Europe.

Les investisseurs se laissent porter par l'amélioration des perspectives

Indicateur de risque de Gestion d'actifs CIBC



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 28 juin 2024.

Le contexte relativement favorable que nous prévoyons ne justifie pas une surpondération tactique des actions. Les rendements boursiers normaux devraient dicter le positionnement du portefeuille en fonction de la [répartition stratégique de l'actif à long terme](#) de l'investisseur. Des rendements anormalement intéressants seraient nécessaires pour justifier une surpondération tactique. Malgré notre optimisme, nous ne nous attendons pas à ce que les marchés boursiers inscrivent des rendements anormalement intéressants. De plus, par rapport aux titres à revenu fixe, le rendement supérieur attendu des actions sera vraisemblablement faible au cours des 12 prochains mois. Nos perspectives économiques pour la prochaine année devraient aussi être relativement favorables aux rendements des titres à revenu fixe. Même si cette perspective n'offre pas d'occasions d'arbitrage tactiques marquées, elle est encourageante pour les détenteurs de portefeuilles équilibrés puisqu'ils pourront compter sur de solides rendements pendant la prochaine année dans les deux principales catégories d'actif de leur portefeuille.

Plutôt que de chercher les occasions d'arbitrage entre actions et titres à revenu fixe, nous continuons de miser sur différentes stratégies relatives au sein de chacune des catégories d'actifs. Du côté des actions, nous surpondérons principalement les actions canadiennes et sous-pondérons les actions de l'indice EAO^{MD}. Cette décision découle, entre autres, du caractère plus attrayant des valorisations canadiennes. Dans le segment des titres à revenu fixe, nous surpondérons les titres mondiaux à revenu fixe par opposition à une sous-pondération des obligations de l'indice des obligations universelles FTSE Canada. Cet accent témoigne des taux de rendement plutôt attractifs actuellement offerts par les marchés obligataires mondiaux de qualité similaire et souvent supérieure à ceux des obligations canadiennes.

Actions mondiales : occasions découlant du décalage conjoncturel

Catégorie d'actif	Actuel 28-jun-24	Fourchette la plus probable pour les 12 prochains mois	
		Minimum	Maximum
Taux des bons du Trésor du Canada à 3 mois	4,75 %	3,50 %	4,25 %
Taux des obligations d'État du Canada à 2 ans	3,99 %	3,15 %	3,85 %
Taux des obligations d'État du Canada à 10 ans	3,50 %	2,95 %	3,60 %
Taux des obligations d'État des É.-U. à 10 ans	4,40 %	3,50 %	4,75 %
Taux des obligations d'État allemandes à 10 ans	2,50 %	1,50 %	3,00 %
Taux des obligations d'État japonaises à 10 ans	1,05 %	0,65 %	1,50 %
Écarts de taux des oblig, de sociétés canad, de première qualité	1,17 %	0,90 %	1,25 %
Écarts de taux des oblig, de sociétés amér, à rendement élevé	3,17 %	2,73 %	3,65 %
Écarts de taux des oblig, souveraines des MÉ (libellées en \$ US)	344	250	500
Indice S&P/TSX	21 876	20 850	25 200
Indice S&P500	5 460	4 775	5 825
Indice Euro Stoxx50	4 894	4 600	5 600
Indice Topix - Japon	2 810	2 600	3 175
Indice MSCI Marchés émergents	67 433	61 700	74 800
USD/CAD	1,368	1,315	1,390
EUR/USD	1,071	1,040	1,120
USD/JPY	160,88	148,00	168,00
USD/CNH	7,30	7,15	7,45
Or	2,327	2,200	2,500
Prix du pétrole WTI	81,54	60,00	92,00

Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 28 juin 2024.

Actions mondiales : une attitude prudente et optimiste, orientée sur les paramètres fondamentaux intéressants

Le rendement des marchés boursiers mondiaux a été contrasté au dernier trimestre. Certains marchés ont produit de solides rendements. C'est le cas notamment des États-Unis (au T2 2024, le NASDAQ et le S&P 500 ont progressé respectivement de 8,15 % et de plus de 4 %), de Hong Kong (7,12 %), de la Chine (l'indice HSCE a gagné 9,2 %) et de Taïwan. Alors que d'autres ont souffert de l'incertitude politique. Vers la fin du deuxième trimestre, les résultats inattendus des élections au Mexique, en Inde, en Afrique du Sud et en Europe ont entraîné une forte hausse de la volatilité. En France, l'indice CAC 40 a reculé de 7 % en réaction aux résultats des élections européennes au début de juin, et le marché boursier mexicain a perdu plus de 4 % pendant le mois en réaction aux résultats surprenants du parti Morena – le parti au pouvoir – lors des élections. En revanche, les actions sud-africaines ont progressé de 7 % en juin, globalement soutenues par l'annonce de la formation d'un gouvernement de coalition.

Les valorisations boursières sont de neutres à élevées, selon les régions. Le Canada est relativement intéressant, affichant un ratio cours/bénéfice prévisionnel généralement conforme à sa moyenne historique. C'est ce qui explique en partie notre surpondération tactique actuelle de ce marché.

Les valorisations des actions canadiennes sont en hausse, mais elles ne sont toujours pas chères

Ratio C/B prévisionnel de l'indice S&P/TSX



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 28 juin 2024.

Un autre important paramètre de valorisation que nous surveillons est l'écart entre le ratio cours / bénéfice et le taux d'intérêt à court terme sans risque. Il s'agit d'une simple estimation de la prime de risque des actions. Le resserrement de la politique monétaire des banques centrales au cours des dernières années a amené cet écart à des niveaux qui supposent que de nombreux marchés boursiers sont surévalués, y compris celui des sociétés à grande capitalisation américaines. Le retour des taux directeurs à un niveau plus neutre devrait se traduire par une amélioration de la prime de risque des actions. Cependant, la plupart des marchés boursiers ne deviendront pas bon marché par la suite. C'est pourquoi nous faisons toujours preuve d'un optimisme prudent.

La prime de risque sur les actions est faible, mais elle s'améliorera à mesure que les banques centrales assoupliront leur politique

Ratio cours/bénéfice moins taux à court terme sans risque

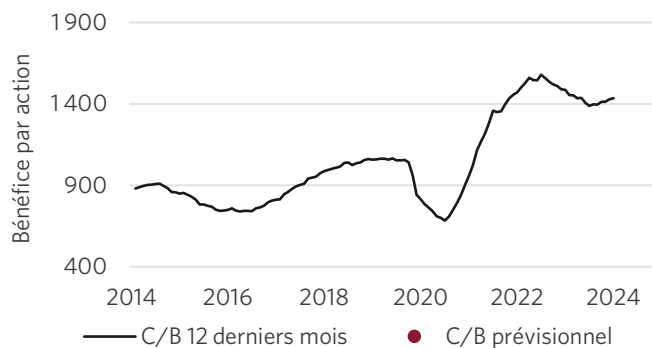


Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 28 juin 2024.

Le consensus des projections par analyse ascendante anticipe une hausse des bénéfices de l'ordre de 7 % en Europe et de 18 % dans les marchés émergents, selon la région. Cette hausse est élevée au regard de la croissance moyenne des 40 dernières années. Par le passé, les bénéfices étaient supérieurs à la moyenne seulement lorsque l'économie surpassait son potentiel. Nos prévisions économiques des 12 prochains mois tendent vers une croissance du PIB mondial légèrement inférieure à son potentiel. D'autant plus de raisons d'observer un optimisme prudent.

Les bénéfices devraient continuer à se redresser

Bénéfices de l'indice S&P/TSX



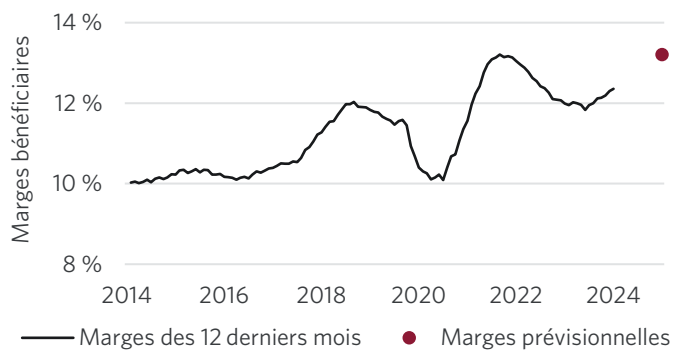
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 28 juin 2024.

Il est possible de séparer la croissance prévue des bénéfices en fonction des perspectives des ventes et des marges bénéficiaires. Selon les prévisions consensuelles, les ventes devraient augmenter de 5 % aux États-Unis, de 1 % au Canada et de 7 % dans l'ensemble des marchés émergents au cours des 12 prochains mois. Ces données semblent globalement raisonnables, et même prudentes dans le cas du Canada. L'écart entre une forte croissance prévue des bénéfices et des prévisions plus raisonnables de croissance des ventes s'explique par les perspectives de croissance des marges bénéficiaires, que le marché s'attend à voir s'élargir. Le rythme de l'amélioration prévue semble optimiste. Les marges bénéficiaires ont tendance à suivre le cycle économique : elles augmentent et diminuent en fonction de l'accélération ou du ralentissement de l'activité économique.

Selon nos prévisions, la croissance économique est proche de la tendance; elle témoigne d'une résilience sans être spectaculaire. Le mouvement des marges reflète aussi le pouvoir d'établissement des prix des sociétés et leur capacité à augmenter les prix plus rapidement que les coûts des intrants. Comme la main-d'œuvre est le facteur le plus important dans la production et que les salaires sont généralement plus persistants que l'inflation globale, nous sommes d'avis qu'une désinflation continue graduelle dans l'ensemble de l'économie mondiale nuirait aux marges bénéficiaires. Compte tenu de tous ces facteurs, nous ne pensons pas que l'augmentation des valorisations ou la hausse des marges bénéficiaires soutiendra les rendements boursiers. Il est plus probable que la résilience de la croissance des revenus sera le principal facteur de rendement au cours de la prochaine année.

Les marges bénéficiaires devraient renouer avec les sommets précédents

Marges bénéficiaires du S&P 500



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 28 juin 2024.

Afin de composer avec les marchés durant la prochaine année, il faudra faire preuve d'un optimisme prudent, et se concentrer sur la solidité des paramètres fondamentaux et des valorisations relativement intéressantes. Les actions canadiennes ont enregistré des rendements nettement inférieurs au cours des deux dernières années. Par conséquent, leurs valorisations semblent plus intéressantes et elles n'ont pas fait l'objet du même phénomène de surachat que dans d'autres marchés. Elles pourraient donc connaître une période de rattrapage quand l'économie se remettra de son récent ralentissement.

Les actions de l'indice EAO^{MD} se sont relativement bien comportées durant les derniers trimestres, surtout dans le segment valeur du secteur de la finance. En Europe, les bénéfices des sociétés ont fait montre d'une résilience inattendue dans un contexte de faiblesse économique, les banques profitant de la hausse des taux d'intérêt et d'une réévaluation des ratios cours/bénéfices léthargiques. Ainsi, cette catégorie de titres a peu de chances de tirer son épingle du jeu par rapport aux autres. Le Japon offre des perspectives plus favorables, compte tenu des réformes structurelles mises en œuvre pour améliorer la compétitivité des entreprises. Toutefois, comme le Nikkei a progressé de plus de 50 % depuis le début de 2023, une grande part est déjà prise en compte dans le cours.

Les actions japonaises ont profité de la dépréciation du yen, qui est maintenant sous-évalué. La Banque du Japon s'écarte lentement de sa politique extrêmement conciliante, alors que la Fed s'apprête vraisemblablement à commencer à réduire les taux. Même s'il ne semble y avoir aucun catalyseur immédiat d'un revirement de la monnaie, ces conditions rendent moins probable une nouvelle dépréciation, et donc moins favorable aux actions.

La plupart de nos indicateurs laissent entrevoir un rendement relatif inférieur des actions américaines à court terme. Toutefois, le rendement de l'indice S&P 500 demeure concentré dans quelques sociétés peu sensibles aux perspectives économiques cycliques. Le risque est que cette situation persiste dans un avenir prévisible.

L'indice des marchés émergents a considérablement changé au cours des 15 dernières années. Traditionnellement, il était concentré dans les pays axés sur la production manufacturière et de marchandises. Depuis 2008 et jusqu'à tout récemment, il est de plus en plus dominé par la Chine et les secteurs liés à la consommation. Or, la Chine a été décevante au cours des dernières années et sa pondération dans l'indice a été revue à la baisse en conséquence. Parallèlement, Taïwan et l'Inde ont gagné en importance. Les signes positifs au sein du cycle mondial des semiconducteurs devraient soutenir Taïwan, même si les valorisations sont préoccupantes. Du côté de l'Inde, la question est de savoir si sa croissance intérieure restera assez robuste pour soutenir la valorisation élevée de ce marché. Selon notre scénario de base, ce sera le cas. Toutefois, l'importante progression des valorisations montre que beaucoup de bonnes nouvelles ont déjà été prises en compte. L'indice des marchés émergents accorde moins d'importance que par le passé aux perspectives de la Chine, mais elles demeurent déterminantes. Nous nous attendons à ce que les récentes mesures prises par la Chine ne contribuent que modestement à la croissance au cours des prochains trimestres. Sans mesures de relance supplémentaires, leur incidence sur la croissance s'estompera au début de 2025. Voilà qui représente un obstacle pour ce marché.

En conséquence, dans l'ensemble, l'indice des marchés émergents combine des pays dont les paramètres fondamentaux sont solides, mais dont les valorisations sont élevées, ainsi que des pays bon marché dont les perspectives de croissance sont moins intéressantes. Il est donc essentiel de mettre l'accent sur les paramètres fondamentaux.

Titres à revenu fixe mondiaux : aucune augmentation de la duration pour l'instant; le moment est aux achats d'obligations des marchés émergents

Le marché obligataire mondial a été légèrement négatif au deuxième trimestre de 2024, comme en témoigne le recul de 0,45 % de l'indice FTSE World Government Bond (couvert en dollars canadiens) pendant la période. Les taux de rendement ont progressé dans la première moitié du trimestre, mais ils ont terminé la période presque inchangés. Parmi les facteurs déterminants, notons le fait que la BdC – suivie un jour plus tard par la Banque centrale européenne (BCE) – a mis en œuvre son cycle de réduction des taux d'intérêt, ce qui s'est répercuté sur les marchés obligataires. La Fed et la Banque d'Angleterre ont toutes deux indiqué qu'elles envisageaient elles aussi d'assouplir leur

politique respective, à condition que le ralentissement de l'inflation se confirme. En revanche, la Banque du Japon fait toujours figure d'exception, cherchant à relever prudemment son taux directeur et à réduire son programme d'assouplissement quantitatif. Ces mesures devraient se traduire par une hausse graduelle des taux de rendement des obligations du gouvernement du Japon au cours des prochains trimestres.

Dans l'ensemble des marchés développés, et compte tenu des attentes à l'égard des politiques jumelées aux tendances économiques cycliques, les obligations d'État se négocient près de notre estimation de l'équilibre structurel à long terme. Compte tenu des perspectives d'accélération progressive de la croissance économique mondiale, les taux obligataires devraient rester cantonnés dans une fourchette relativement étroite au cours des 12 prochains mois. Par exemple, les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans devraient se situer dans une fourchette de 3,50 % à 4,75 %, autour d'un taux d'équilibre à long terme de 4,15 %. Les rendements des obligations du Trésor devraient donc être essentiellement composés de revenus d'intérêts durant la prochaine année.

Pour ce qui est de la stratégie de portefeuille, comme les obligations du Trésor américain à 10 ans (4,40 % au 30 juin 2024, selon Bloomberg) se négocient à peine au-dessus de notre niveau d'équilibre, nous recommandons une légère surpondération pour la durée. Nous maintiendrons cette surpondération en cas de hausse substantielle des rendements, en supposant qu'il n'y ait pas de changement important dans nos perspectives économiques.

Notre stratégie de portefeuille d'obligations des marchés émergents reste orientée positivement et procyclique. Au deuxième trimestre de 2024, le risque d'événement spécifique a nui au rendement de plusieurs marchés émergents. Parmi ceux-ci, mentionnons la volatilité liée aux élections au Mexique et en Afrique du Sud, dont il a été fait mention ci-dessus, ainsi qu'une remontée des préoccupations budgétaires au Brésil. Les perspectives de croissance mondiale demeurent suffisamment robustes pour permettre une exposition raisonnable du portefeuille aux titres à bêta élevé des obligations des marchés émergents, notamment celles du Brésil, de l'Afrique du Sud et du Chili. Ces perspectives seront bonifiées si le gouvernement chinois annonce des mesures supplémentaires pour stimuler l'activité économique. Par ailleurs, comme les rendements de départ sont élevés dans de nombreux pays, les valorisations demeurent relativement intéressantes. De plus, de nombreuses banques centrales des pays émergents devraient continuer d'assouplir leur politique monétaire en réaction à la tendance à la baisse des données sur l'inflation. Cet assouplissement devrait entraîner des gains en capital pour l'ensemble des obligations des marchés émergents.

Devises

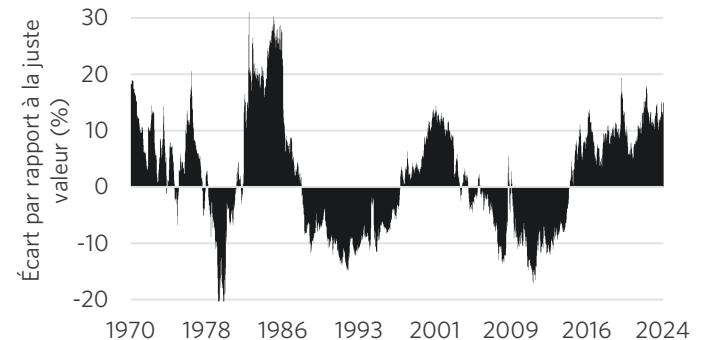
Dollar américain : toujours cher

Le dollar américain a poursuivi son ascension au deuxième trimestre de 2024 et est maintenant en hausse de plus de 4 % depuis le début de l'année après pondération en fonction des échanges. La vigueur du billet vert est conforme à la croissance cyclique soutenue de l'économie américaine, qui a forcé la Fed à user de patience. Cette vigueur était par ailleurs généralisée, le dollar s'étant particulièrement apprécié par rapport au yen et aux monnaies de plusieurs économies

émergentes, dont celle du Brésil. Déjà surévalué de 10 % au début de l'année, le dollar américain a vu sa surévaluation atteindre près de 15 % après pondération en fonction des échanges à la fin du deuxième trimestre de 2024.

Le dollar américain demeure cher

Valeur du dollar américain

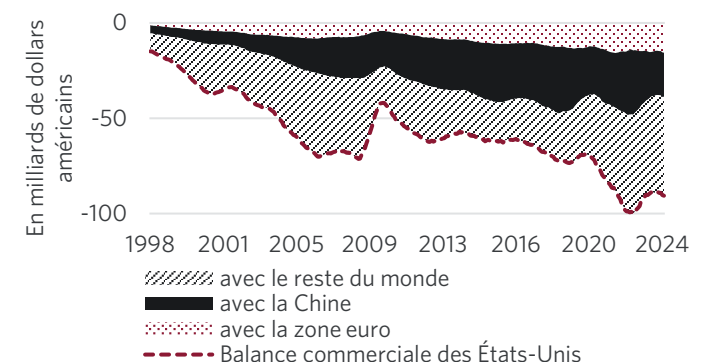


Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

Comme nous l'avons souligné dans [nos perspectives trimestrielles précédentes](#), la surévaluation du dollar américain n'a rien de nouveau. La devise est considérée comme chère depuis près d'une décennie. Ce contexte n'a certainement pas aidé l'économie américaine à profiter de tous les avantages concurrentiels des gains de productivité substantiels qu'elle a réalisés au cours des dernières années, en particulier par rapport à des pays comme le Canada et ceux de la zone euro. Par conséquent, le déficit commercial des États-Unis avec le reste du monde est maintenant beaucoup plus important qu'il y a dix ans. À l'approche des élections américaines, les déséquilibres commerciaux aux États-Unis occuperont probablement de nouveau le devant de la scène en raison des perspectives accrues d'une nouvelle guerre commerciale et des répercussions importantes sur la volatilité des marchés et les valorisations des devises.

La balance commerciale des États-Unis continue de se creuser malgré une forte productivité

Balance commerciale des États-Unis



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

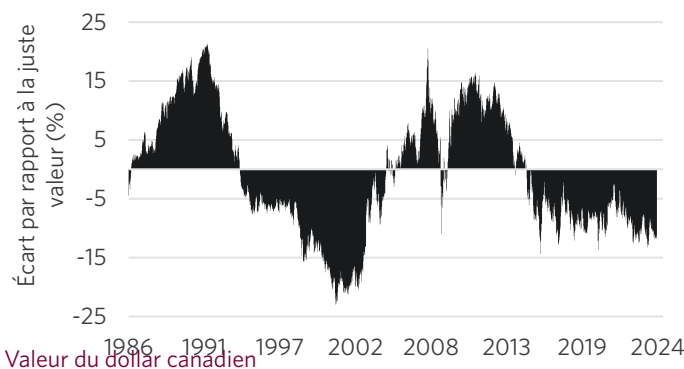
À plus long terme, l'un des risques les plus importants pour le dollar américain vient de la politique budgétaire. Le Congressional Budget Office prévoit que la dette du gouvernement américain en pourcentage du PIB continuera d'augmenter au cours des prochaines années, surpassant nettement les sommets passés. La façon de résoudre cette situation sans précédent sera particulièrement importante dans le contexte où le dollar américain demeure la principale monnaie de réserve de l'économie mondiale.

D'ici là, le dollar américain – comme l'économie américaine – devrait continuer de résister dans les trimestres à venir.

Dollar canadien : confiné dans une fourchette et faible

Au deuxième trimestre de 2024, le dollar canadien a stagné par rapport au dollar américain, oscillant autour de 0,73 \$ US, soit près du seuil inférieur de sa fourchette de négociation des deux dernières années et bien loin de notre estimation de sa juste valeur de 0,85 \$ US (ce qui équivaut à une sous-évaluation de 15 % par rapport au dollar américain).

Le dollar canadien est sous-évalué, mais il est peu probable qu'il s'apprécie à court terme



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

Le dollar canadien est considéré comme sous-évalué depuis près d'une décennie. Comme pour le dollar américain, la productivité du Canada contribue largement à la faiblesse de la monnaie. Le Canada est aux prises avec un choc de productivité négatif depuis plusieurs années, en termes absolus et par rapport aux États-Unis. Les prix de certaines des principales marchandises d'exportation du Canada, comme le pétrole brut, restent par ailleurs relativement décourageants à court terme. La politique monétaire devrait être globalement neutre, mais, comme il a été mentionné ci-dessus, des risques politiques pourraient commencer à exercer des pressions à la baisse sur le dollar canadien si les spéculations entourant une guerre commerciale se concrétisent.

Le taux de change \$ CA/\$ US devrait rester faible au cours des 12 prochains mois, se situant dans une fourchette de 0,7200 \$ US à 0,7600 \$ US (0,7310 \$ US au 28 juin 2024, selon Bloomberg).

Euro : une fourchette plus instable

L'euro a fluctué dans une large fourchette par rapport au dollar américain au deuxième trimestre de 2024. Il a dû composer avec deux importants obstacles qui lui ont nui en juin. Premièrement, la BCE a emboîté le pas à la BdC et a annoncé une première réduction d'un quart de point de son taux directeur au début du mois. À notre avis, les coûts unitaires de la main-d'œuvre élevés en Europe – qui reflète principalement la faiblesse persistante de la productivité dans la zone euro, comme au Canada – limiteront l'ampleur des mesures d'assouplissement de la BCE. Par conséquent, les écarts entre les politiques monétaires auront vraisemblablement peu d'incidence sur le comportement de l'euro au cours des prochains mois.

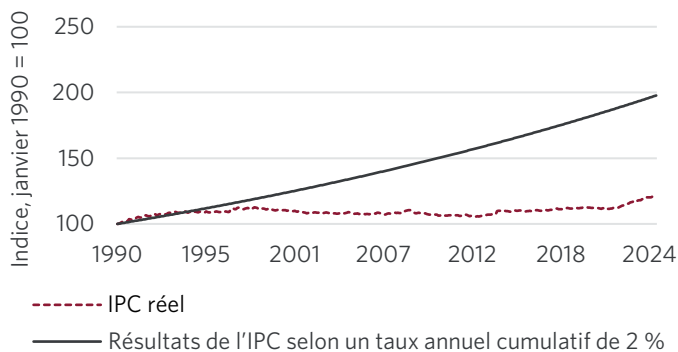
Deuxièmement, depuis les élections en Europe au début de juin et l'élection législative précipitée subséquente déclenchée en France par le président Macron, le risque politique a refait surface en Europe. Ce contexte a eu pour conséquence immédiate d'affaiblir l'euro et de creuser les écarts de taux des obligations d'État françaises et d'autres pays. Nous ne nous attendons pas à ce que l'euro recule encore de façon importante en raison du risque politique. La BCE demeure digne de confiance et indépendante. Il est peu probable que le résultat des élections françaises ait des conséquences notables dans la politique budgétaire du pays. Le déficit dépasse déjà les limites des possibilités définies par les règles budgétaires européennes. De fait, les élections législatives du début de juin en Europe ont permis de maintenir le statu quo, même si leurs résultats ont été largement éclipsés par la politique française. Cependant, le risque politique peut favoriser une volatilité accrue, tout comme le risque d'une hausse des tensions commerciales avec les États-Unis et la Chine. En conséquence, nous prévoyons un taux de change bilatéral EUR/\$ US plus volatil au cours de notre horizon de 12 mois, qui se négocie entre 1,0400 \$ US et 1,1200 \$ US (1,0713 \$ US au 28 juin 2024, selon Bloomberg).

Yen : l'équilibre des risques pointe vers une appréciation du yen

La dépréciation du yen par rapport au dollar américain qui dure depuis quatre ans s'est poursuivie tout au long du deuxième trimestre de 2024. Le taux de change a atteint 160 ¥ à la fin de la période, un niveau qui n'avait pas été observé depuis 1986, avant la profonde débâcle économique du Japon. Pendant celle-ci, le pays a vu son PIB par habitant chuter de façon spectaculaire par rapport aux États-Unis, en plus de subir une baisse tout aussi impressionnante de l'inflation. Ce contexte a récemment incité le gouvernement japonais à adopter une vaste gamme de réformes visant les entreprises et ayant pour but de ramener la rentabilité et la valeur pour les actionnaires au centre des préoccupations. Ultimement, ces mesures cherchent à normaliser l'économie japonaise par la création de richesse et la croissance du PIB, ainsi que par l'atteinte durable de la cible d'inflation de 2 % de la Banque du Japon. Dans le cadre de ces efforts, la Banque du Japon et le gouvernement japonais ont accueilli favorablement – quoique discrètement – la faiblesse du yen comme un élément essentiel de la normalisation économique. Cette dernière a entraîné la remontée initiale de l'inflation japonaise en l'absence de vigueur de l'économie intérieure, en plus d'agir comme un important facteur du rendement supérieur des marchés boursiers japonais, comme il a été mentionné ci-dessus.

L'économie japonaise a subi des décennies d'inflation anémique

Inflation réelle et taux annuel cumulatif de 2 %



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg. Données en date du 28 juin 2024.

Nous estimons que le yen est maintenant considérablement sous-évalué par rapport à de nombreuses devises, dont le dollar américain et le yuan. Cette sous-évaluation se répercute sur la balance commerciale extérieure, les excédents bilatéraux du Japon augmentant fortement par rapport aux États-Unis et à la Chine. Par conséquent, cette longue période de faiblesse du yen tire probablement à sa fin. L'équilibre des risques au cours des 12 prochains mois favorise l'appréciation du yen, à mesure que la Banque du Japon augmentera graduellement son taux directeur et continuera de réduire lentement l'ampleur de son programme d'assouplissement quantitatif, parallèlement à un certain assouplissement de la Fed et de la Banque populaire de Chine ainsi qu'à d'autres réductions des taux directeurs des marchés émergents qui rendront les opérations de portage moins attrayantes. Pourtant, peu de signes pointent vers un changement de direction imminent et durable du yen étant donné la persistance du piètre rendement de l'économie intérieure et de la croissance négative des salaires réels.

Nous prévoyons que le yen se négociera entre 148 ¥ et 168 ¥ par rapport au dollar américain au cours des 12 prochains mois (160,88 ¥ au 28 juin 2024, selon Bloomberg).

Marchandises

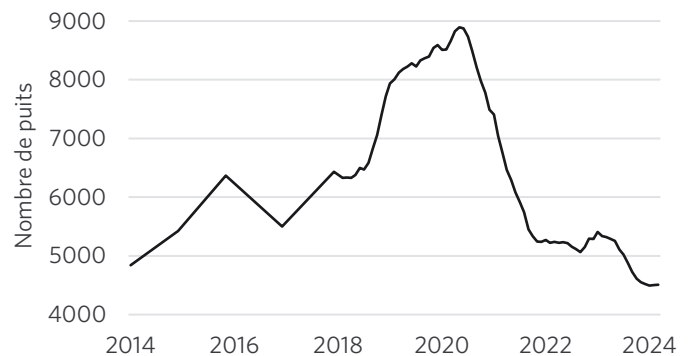
Pétrole : toujours dans une fourchette étroite malgré la volatilité

Les prix du pétrole ont fluctué durant les derniers mois, passant d'un sommet de 87 \$ US le baril au début d'avril à aussi peu que 73 \$ US le baril au début de juin, avant de remonter à 80 \$ US à la fin du mois. Plusieurs facteurs expliquent ce contexte. Du côté de l'offre, la confusion régnait à l'issue de la réunion de juin de l'OPEP+, à Riyad. Le groupe a prolongé les réductions obligatoires de production jusqu'en 2025, mais a aussi prévu de mettre fin à des réductions volontaires équivalent à 2,2 millions de barils par jour, qui réintégreraient le marché à compter d'octobre 2024. L'OPEP+ a par la suite précisé sa position et souligné que toute décision en matière de production sera prise en fonction des conditions du marché. Nous nous attendons à ce que les producteurs continuent d'adhérer à cette discipline. En Amérique du Nord, les sociétés cotées en bourse mettent toujours l'accent sur la solidité du bilan et les rendements des actionnaires après le financement de leurs activités courantes. La croissance demeure une priorité de moindre importance.

Les puits de pétrole forés à terre, mais non complétés sont l'un des indicateurs avancés de la production de pétrole brut que nous surveillons aux États-Unis. Cette mesure donne un aperçu des stocks que les producteurs américains peuvent facilement mettre sur le marché à court terme. Ces puits ont atteint un sommet en 2020, pendant la pandémie et, par la suite, il est retombé à un niveau inégalé en 10 ans. Par conséquent, les capitaux supplémentaires engagés dans les activités d'exploitation seront nécessaires simplement pour maintenir la production aux niveaux actuels et ne suffiront pas à financer une croissance supplémentaire.

La chute des puits de pétrole forés, mais non complétés limite l'offre de pétrole aux États-Unis

Puits de pétrole forés à terre, mais non complétés aux États-Unis

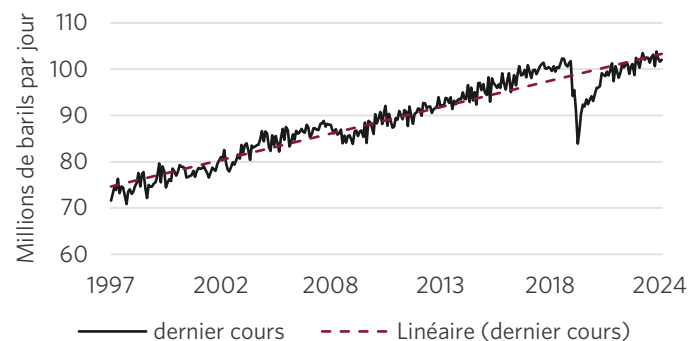


Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg. Données en date du 30 avril 2024.

Du côté de la demande, les vacances estivales dans l'hémisphère Nord seront une période importante pour surveiller les perspectives à court terme de la demande d'énergie. À moyen et à long terme, nous prévoyons que la demande de pétrole continuera d'augmenter de concert avec la croissance de la population mondiale et du PIB. Cette projection est conforme à la tendance observée au cours des 30 dernières années.

Tendance haussière à long terme de la demande de pétrole

Demande annuelle de pétrole



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Département américain de l'Énergie. Données au 28 juin 2024.

En combinant ces divers facteurs, nous nous attendons à ce que le pétrole se négocie dans une fourchette de 60 \$ US à 92 \$ US le baril pendant les prochains trimestres, avec des écarts temporaires hors de cette fourchette dictés par les fluctuations des risques géopolitiques et des données macroéconomiques. Cette fourchette représente un prix sain pour les producteurs canadiens, qui continueront de générer des flux de trésorerie disponibles importants à ces niveaux. Ces flux de trésorerie peuvent servir à soutenir leurs efforts d'assainissement du bilan et à retourner des capitaux aux actionnaires.

Cuivre : hausse graduelle des prix

Le cours du cuivre a été instable au deuxième trimestre de 2024. Après avoir atteint un creux de 4,05 \$ US la livre au début d'avril, il s'est hissé à un sommet historique de 5,00 \$ US la livre à la mi-mai, profitant du contexte financier, avant de redescendre à un prix fondamentalement plus raisonnable de 4,40 \$ US la livre à la fin de juin.

Du côté de l'offre, les stocks mondiaux de cuivre ont augmenté pendant les derniers mois, surtout dans les entrepôts en Chine. Cette situation est plutôt inhabituelle en cette période de pointe de la construction dans l'hémisphère nord. Il est probable que la volatilité des prix a incité certains acheteurs à attendre plus de certitude et de stabilité. L'augmentation des stocks pourrait aussi indiquer que la demande mondiale – de cuivre, mais plus généralement – n'est pas aussi robuste que prévu. Nous surveillerons de près les données durant les prochains trimestres pour voir si les modèles de stocks saisonniers habituels se normalisent.

Hausse des stocks de cuivre

Stocks mondiaux de cuivre



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg; BML. Données en date du 28 juin 2024.

Du côté de la demande, les données de la Chine ont été décevantes pendant les derniers mois, ce qui a suscité des inquiétudes au sujet de la demande de cuivre de ce principal utilisateur final. La croissance en Chine demeure inégale : la solidité affichée par les exportations et les secteurs liés à la transition de l'énergie étant compromise par la faiblesse du secteur immobilier et des dépenses de consommation. Nous demeurons à l'affût d'autres mesures de relance ciblées pour soutenir l'économie chinoise dans les mois à venir.

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 productifs d'énergie renouvelable que pour les réseaux de distribution de l'électricité à faibles émissions de carbone aux utilisateurs finaux. L'incidence de l'augmentation

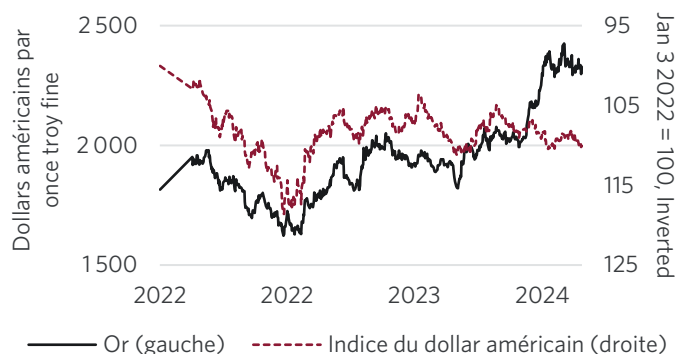
de la demande dans le cadre de cette transition l'emportera sur le ralentissement de la demande de sources traditionnelles, y compris celle de logements en Chine. Par conséquent, il faudra une hausse des prix du cuivre pour favoriser la mise en œuvre de la prochaine génération de projets d'approvisionnement en cuivre afin de répondre à la demande.

Or : toujours attrayant

L'or a fait du surplace au deuxième trimestre, se négociant entre 2 300 \$ US l'once et 2 400 \$ US l'once pendant presque toute la période. Cette hausse des prix est conforme au comportement du dollar américain, qui a été confiné à une fourchette tout au long de la période. Toutefois, la corrélation entre l'or et le dollar américain s'est considérablement atténuée pendant les derniers trimestres. L'or s'est négocié bien au-dessus du niveau conforme avec le dollar américain en raison des risques géopolitiques, des achats soutenus par la banque centrale et des attentes d'au moins quelques réductions de taux aux États-Unis dans les mois à venir.

La corrélation entre l'or et le dollar s'est récemment affaiblie

Indice or contre USD



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg. Données en date du 28 juin 2024.

À court terme, le risque que le conflit au Moyen-Orient et celui en Ukraine s'amplifient pourrait soutenir davantage l'or. Si la sagesse l'emporte et que ces régions se stabilisent, une partie de la prime de risque actuellement intégrée à l'or pourrait commencer à disparaître.

Essentiellement, les attentes concernant des réductions de taux d'intérêt favoriseront vraisemblablement l'or. Nous prévoyons également que la corrélation inverse traditionnelle entre l'or et le dollar américain continuera de se manifester, ce qui devrait soutenir le prix lorsque les taux baisseront.

Nous sommes toujours en faveur d'une répartition stratégique de l'or. Notre argument s'appuie sur un risque géopolitique, la prévision d'une volatilité financière et économique plus élevée, des taux d'intérêt plus faibles et un risque résiduel de récession. L'or devrait offrir une protection relativement uniforme contre un large éventail de risques extrêmes.

Analyse économique

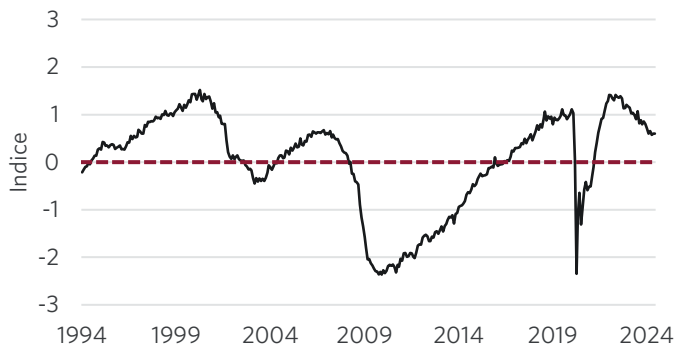
États-Unis : ralentissement de la croissance vers un retour à la tendance

L'étonnante croissance affichée par l'économie américaine durant les derniers trimestres ralentit. Ce ralentissement devrait être faible, l'activité se rétablissant vers son taux tendanciel historique, soit environ 1,8 % sur 12 mois. La croissance devrait être soutenue par trois segments : la consommation des ménages, les investissements des entreprises et les dépenses publiques. La consommation des ménages semble résister aux contraintes extérieures, soutenue par un marché du travail de plus en plus vigoureux, au sein duquel l'offre et la demande de main-d'œuvre s'équilibrent rapidement.

Les investissements des entreprises devraient s'accélérer, la demande comprimée pour de la machinerie et de l'équipement devrait réagir positivement à la mise en œuvre imminente du cycle d'assouplissement superficiel de la Fed. Quant aux dépenses publiques, elles devraient demeurer considérables, aucun des deux partis politiques ne semblant disposé à adopter une politique budgétaire plus restrictive avant les élections de novembre. Les exportations nettes devraient freiner la croissance. La vigueur soutenue du dollar américain et le risque d'une expansion généralisée des politiques douanières risquent de compromettre l'intensité des échanges commerciaux avec les États-Unis au cours de la prochaine année.

Le marché du travail américain poursuit son rééquilibrage

Marché du travail américain



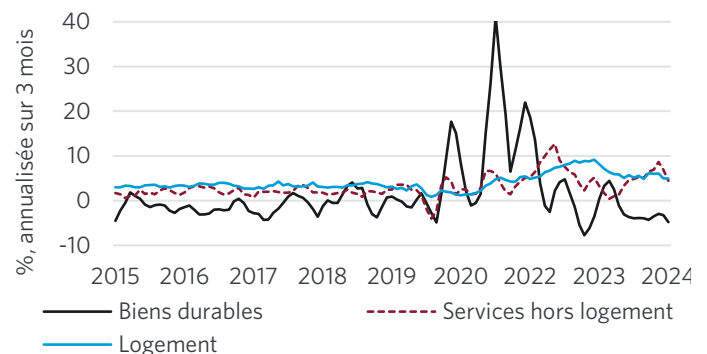
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg; Réserve fédérale de Kansas City. Données en date du 28 juin 2024.

Nous nous attendons à ce que l'inflation recule progressivement jusqu'à renouer avec la cible de 2 % de la Fed. Ce recul proviendra vraisemblablement d'une baisse de l'inflation des biens durables. L'assouplissement de l'inflation dans le secteur des services – à l'exclusion du logement – s'est poursuivi, soutenu par la faiblesse de la croissance des salaires et la forte croissance de la productivité. On s'attend à ce que l'inflation des loyers persiste (malgré les progrès observés dans les plus récentes données). Cette composante représente 15 % de la mesure de l'inflation privilégiée par la Fed, soit l'indice implicite des dépenses personnelles. La persistance de l'inflation des loyers découle probablement d'un taux d'inoccupation historiquement bas, d'une solide formation des ménages et de

l'abordabilité inhabituellement faible des logements causée par la remontée des prix des logements et les taux hypothécaires toujours élevés.

L'IPC américain devrait diminuer progressivement

IPC global américain



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

L'inflation tenace des loyers ne devrait pas entraver les réductions de taux de la Fed, mais elle soutient notre hypothèse selon laquelle le cycle d'assouplissement sera relativement court et superficiel.

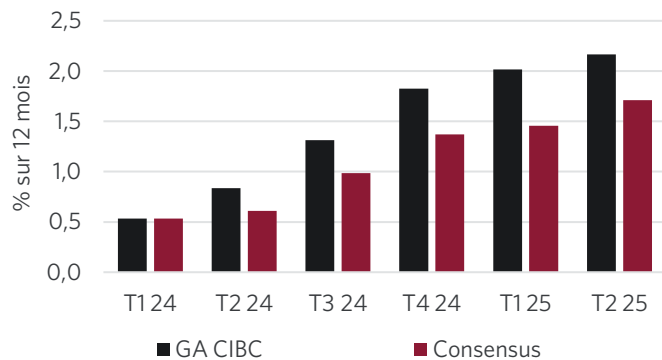
Comme la politique américaine sera au centre de l'attention plus tard cette année, les principaux risques qui pèseront sur les perspectives économiques se situeront probablement au-delà de notre horizon prévisionnel de 12 mois. Ces risques comprennent la dette publique. Celle-ci demeure sur une trajectoire à la hausse, même dans le contexte des hypothèses économiques les plus optimistes formulées par le Congressional Budget Office concernant la croissance et le paiement des intérêts. Sans mesures correctives – que nous ne prévoyons pas, quelle que soit l'issue des élections de novembre – l'augmentation de la dette suppose une prime de terme accrue et un niveau d'équilibre supérieur des rendements obligataires. Néanmoins, les répercussions de la politique budgétaire prendront un certain temps avant de se manifester, ce qui nous rassure quant au fait que l'économie américaine croît à un rythme proche de son potentiel.

Canada : les risques d'inflation persistent, malgré d'importants progrès

L'économie canadienne a fortement rebondi au premier trimestre de l'année, après trois trimestres de faible croissance. La consommation des ménages a été le principal moteur de la reprise et elle s'est maintenue grâce aux solides gains de revenu disponible réel des ménages. Par ailleurs, la solide croissance des revenus témoigne de la vigueur soutenue de la croissance des salaires et de l'emploi. Nous nous attendons à ce que la croissance du PIB se poursuive. D'une part, le resserrement persistant des conditions du marché du travail devrait soutenir les revenus des ménages et les dépenses de consommation. D'autre part, la mise en œuvre de mesures d'assouplissement monétaire par la BdC devrait alimenter la demande comprimée de logements ainsi que les dépenses d'investissement dans les secteurs résidentiel et commercial.

L'économie canadienne devrait prendre de la vigueur

Prévisions de croissance du PIB réel canadien



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

L'inflation poursuit son importante progression vers un retour à la cible de 2 % de la BdC. L'IPC global – la mesure privilégiée par la BdC – a clôturé la période à 2,9 % sur 12 mois. Ces progrès découlent surtout de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement, qui a permis de réduire l'inflation des prix des biens. L'inflation persiste dans le secteur des services, en raison de l'inflation élevée des loyers et des intérêts hypothécaires. Dans ce contexte, la BdC a laissé entendre qu'elle apporterait d'autres réductions au deuxième semestre de 2024 si les pressions inflationnistes continuaient de se dissiper, comme elle s'y attend. Selon nous, des risques modérés à la hausse pèsent sur les perspectives d'inflation de la BdC, ce qui limitera probablement l'ampleur des réductions de taux. Ces risques – soit une forte croissance des salaires et l'inflation du coût des logements – ont un point en commun : une croissance rapide de la population.

Le marché canadien du travail a poursuivi son rééquilibrage au deuxième trimestre. Ce rééquilibrage découle principalement de la hausse rapide de l'offre de main-d'œuvre provenant de la croissance de la population. Un rééquilibrage du marché du travail axé sur l'offre se déroule différemment d'un ajustement plus traditionnel orienté sur la demande. Ce dernier survient dans le contexte d'un affaiblissement de la demande de biens et de services, qui entraîne un recul de l'emploi et une hausse du chômage qui exercent des pressions à la baisse sur la croissance des salaires. Fait exceptionnel, l'économie canadienne a récemment connu une hausse modérée du chômage jumelée à une croissance soutenue de l'emploi, ainsi qu'à des gains de salaires élevés et à une forte demande de biens et de services.

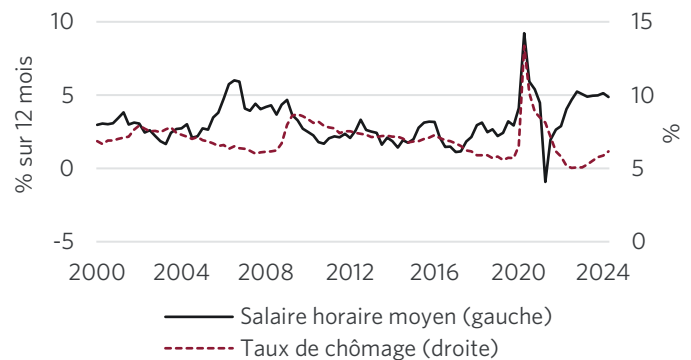
Deux facteurs ont soutenu la solide croissance des salaires. Premièrement, il faut du temps pour intégrer les nouveaux arrivants au Canada à la population active. Cela signifie que l'avantage d'une offre de main-d'œuvre supplémentaire qui contient l'inflation des salaires tout en stimulant la production est retardé. Parallèlement, ces nouveaux arrivants sont des consommateurs; ils exercent une pression à la hausse immédiate sur la demande de biens et de services. Au cours des 12 derniers mois, on comptait environ deux consommateurs de plus pour chaque ajout à la population active.

L'augmentation de la demande de biens et de services aura vraisemblablement pour conséquence de stimuler encore plus la demande de main-d'œuvre. De plus, la hausse de la demande de main-d'œuvre fera en sorte qu'il sera difficile de ralentir suffisamment la croissance des salaires pour qu'elle soit compatible avec la cible d'inflation de la BdC. Cet effet est amplifié par le second facteur :

la forte proportion de travailleurs syndiqués au Canada. Une façon de mesurer cet effet est de suivre les accords salariaux assortis d'une indemnité de vie chère. Ces accords continuent d'augmenter trop rapidement pour s'arrimer à la cible d'inflation de la BdC, compte tenu de la faiblesse persistante de la productivité au Canada. Ce contexte a été accentué, du moins temporairement, par la récente croissance rapide de la population. Inversement, les États-Unis ont aussi composé avec une forte croissance de l'immigration et de la population au cours des dernières années, mais celle-ci s'est fait en parallèle d'une vigoureuse remontée de la productivité de la main-d'œuvre. Cette conjoncture indique que le Canada est aux prises avec des problèmes bien ancrés, comme de faibles investissements du secteur privé.

L'inflation des salaires a persisté malgré la hausse du chômage

Inflation des salaires et chômage au Canada



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

La baisse soutenue de la productivité suppose une demande accrue de main-d'œuvre et une hausse des coûts unitaires de la main-d'œuvre. Puis, ces coûts élevés soutiennent les pressions inflationnistes, à mesure que les sociétés cherchent à transférer au moins une partie de ces coûts supplémentaires aux clients afin de maintenir leurs marges bénéficiaires. L'avenir sera difficile pour la BdC; il semble que le scénario de taux élevés pendant plus longtemps soit son option la plus probable.

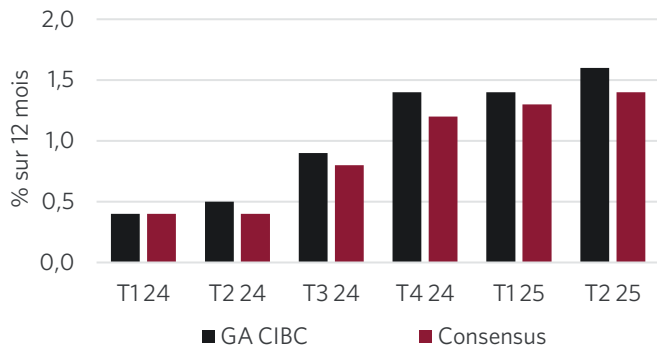
Zone euro : la reprise s'accélère, l'inflation reste problématique

Nous prévoyons toujours une reprise modérée de l'économie de la zone euro ainsi qu'une croissance du PIB de 1,6 % au cours de la prochaine année. Cette donnée correspond globalement à son taux tendanciel à long terme et à sa croissance annualisée qui oscillait autour de 0,4 % au premier semestre de 2024. Le principal moteur de la reprise sera la consommation : le marché du travail résiste toujours aux contraintes extérieures, l'épargne est abondante et les conditions financières se sont assouplies au premier semestre de 2024. Les exportations nettes devraient stimuler davantage la croissance, conformément à l'expansion de la reprise économique mondiale.

Toutefois, l'apport des dépenses d'investissement sera beaucoup plus faible, et les stocks seront un frein considérable. La reprise économique devrait se généraliser à l'ensemble des pays de la zone euro. Jusqu'à récemment, la principale source de croissance provenait des pays du sud, notamment de l'Espagne et de l'Italie. La croissance reprend enfin en Allemagne et devrait atteindre les autres pays de la zone euro.

La croissance de la zone euro devrait se raffermir davantage

Prévisions de croissance du PIB réel de la zone euro



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

D'autres progrès importants ont également été réalisés sur le plan de l'inflation depuis le début de 2024. En mai, les données annuelles de l'IPC harmonisé – global et de base – avaient été ramenées à 2,5 % et à 2,9 %, respectivement, se rapprochant de plus en plus de la cible de 2 % de la BCE. Ce contexte a donné à la BCE une marge de manœuvre suffisante pour apporter une première réduction d'un quart de point de son taux directeur au début de juin. Son taux de refinancement principal s'établit maintenant à 4,25 %.

De nouvelles baisses de taux sont attendues. La marge de manœuvre de la BCE est toutefois vraisemblablement plus faible que ce à quoi s'attend le consensus de marché. Dans la zone euro, comme dans d'autres pays développés, les baisses de taux risquent d'être relativement limitées et de ne pas durer. La BCE a d'ailleurs récemment révisé à la hausse ses propres prévisions d'inflation pour 2024 et 2025, et accompagné sa première baisse de taux de mises en garde.

Or, même la BCE semble un peu trop optimiste concernant l'inflation. Nous sommes d'avis qu'elle parviendra à ramener l'inflation à la cible, notre [taux d'inflation annualisé prévu](#) sur 10 ans pour la zone euro étant de 1,9 %. Mais il pourrait y avoir plus d'obstacles que ce qu'anticipe la BCE pour y parvenir. En particulier – comme c'est le cas au Canada –, le principal facteur d'inflation supérieure à la cible est toujours la forte croissance des coûts unitaires de la main-d'œuvre. Également à l'instar du Canada, cette situation s'explique par la croissance soutenue des salaires – selon les données de la BCE, les salaires ont augmenté de 4,7 % sur 12 mois au premier trimestre – et la baisse de la productivité de la main-d'œuvre. La BCE table sur le fait que la croissance de la productivité des deux prochaines années sera le double du taux moyen observé au cours des deux dernières décennies. Sans réformes substantielles de l'offre, et dans un contexte de croissance tendancielle, nous pensons que cette stratégie est trop dynamique. Cela représente un défi important pour la prévision de la BCE d'une forte décélération des coûts unitaires de la main-d'œuvre en 2025.

Les coûts unitaires de la main-d'œuvre sont un défi pour la BCE

Coûts unitaires de la main-d'œuvre et croissance de la productivité dans la zone euro



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

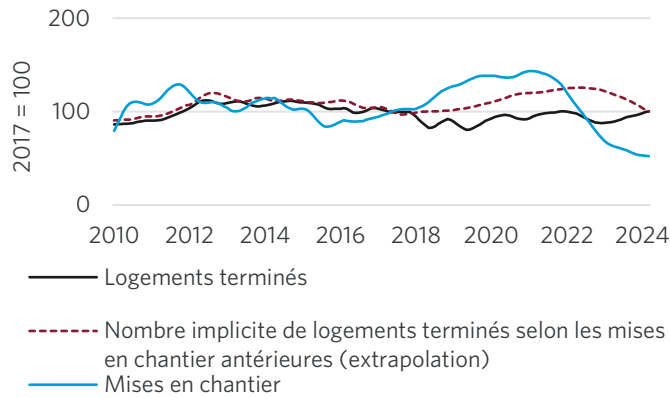
Chine : davantage de mesures de relance sont nécessaires pour soutenir la croissance; l'intervention du gouvernement sera vraisemblablement insuffisante

Comme nous l'avons prévu, la croissance chinoise reste faible. Elle continue essentiellement de se heurter à l'anémie de la construction résidentielle. D'autres secteurs connaissent également leur lot de difficultés, malgré les mesures de relance massives mises en place, dans les technologies et dans les énergies renouvelables par exemple. Le marasme économique, l'incertitude entourant l'avenir du marché de l'habitation et l'inadéquation des politiques ne font qu'amplifier le recul de la demande et des prix du logement.

D'autres mesures de relance s'imposent, mais les autorités manquent cruellement de marge de manœuvre. Il est peu probable que le secteur de l'habitation stimule la croissance à long terme étant donné l'accélération prévue du déclin de la population. Il s'agit là d'une situation exceptionnelle pour un pays au stade de développement économique de la Chine. La faiblesse des taux d'intérêt nuit à la rentabilité des banques. Comme la dette publique locale est déjà élevée, les mesures de relance des infrastructures à grande échelle (semblables à celles lancées dans le passé) ne sont pas une option. De toute façon, elles ne feraient qu'aggraver les problèmes d'offre excédentaire et les difficultés financières que les autorités tentent de résoudre depuis un certain temps.

L'un des principaux défis que doit relever l'économie chinoise est l'important volume de construction résidentielle non terminée. La baisse de la demande de logements et les mesures de répression du gouvernement visant à limiter l'accès au crédit ont forcé les promoteurs à court d'argent à interrompre la construction de nombreux projets. Par conséquent, les taux d'achèvement ont chuté bien en deçà des niveaux que supposent les mises en chantier. Selon nos estimations, le nombre de chantiers au point mort représente au moins 5 % du PIB. Il s'agit d'un obstacle majeur à l'amélioration des perspectives économiques.

Une multitude de chantiers à l'arrêt
Marché de l'habitation en Chine



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données en date du 28 juin 2024.

Le secteur de l'habitation ne devrait pas être un moteur de croissance à long terme. Toutefois, la mise en œuvre de mesures de relance visant à remettre sur les rails des chantiers au point mort représente une excellente occasion d'apporter un soutien cyclique à l'économie chinoise. Cela pourrait empêcher d'entrer dans un cercle vicieux qui minerait la confiance, amplifierait le repli du marché de l'habitation et augmenterait les risques liés à la stabilité financière. Nous nous attendons à voir des mesures qui incluront vraisemblablement des initiatives pour la rénovation domiciliaire semblables à celles mises en œuvre après 2015, mais qui mettront davantage l'accent sur les

objectifs du président Xi en matière de logement social. Étant donné que les projets d'autoconstruction représentent de 15 % à 20 % du parc de logements total, le fait de convertir des propriétés privées de qualité inférieure en logements subventionnés par l'État pourrait faire progresser la vision de prospérité commune du président Xi et favoriser une société plus équitable, tout en absorbant l'offre de logements. De 2015 à 2019, la Banque populaire de Chine a financé des améliorations domiciliaires équivalant à environ 3 % du PIB par l'intermédiaire de son programme de prêts supplémentaires garantis. Nous nous attendons à ce que ce programme soit reconduit.

Les mesures de relance annoncées et prévues devraient stimuler la croissance du PIB chinois pour le reste de 2024. Toutefois, la vigueur de la croissance globale s'essoufflera par la suite, pour ultimement glisser en territoire négatif. Cette perte d'élan devrait être accentuée par un resserrement budgétaire imprévu de la part des gouvernements locaux, qui tirent environ un tiers de leurs revenus de la vente de terrains, laquelle sera mise à dure épreuve par les perspectives anémiques concernant les nouvelles constructions. La croissance du PIB devrait atteindre un sommet de 4,9 % au quatrième trimestre, pour une croissance moyenne de 4,4 % durant les quatre prochains trimestres. Ce taux de croissance est nettement inférieur à ce qu'il était voilà quelques années seulement et il sera insuffisant pour réduire l'écart important de production excédentaire dans l'économie chinoise. En conséquence, l'inflation devrait rester faible.

Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que la Banque populaire de Chine soit moins réticente à laisser le yuan se déprécier davantage par rapport à une vaste gamme de devises.

Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel	PIB – consensus	PIB – estimation de GAC	Inflation actuelle	Inflation – consensus	Inflation – estimation de GAC	Taux directeur – estimation de GAC
Canada	0,5 %	1,5 %	1,8 %	2,9 %	2,2 %	2,8 %	-0,75 %
États-Unis	2,9 %	1,8 %	1,8 %	3,3 %	2,7 %	3,0 %	-1,00 %
Zone euro	0,4 %	1,2 %	1,3 %	2,6 %	2,2 %	2,5 %	-0,75 %
Chine	5,3 %	4,5 %	4,4 %	0,3 %	1,2 %	1,2 %	
Japon	-0,1 %	1,1 %	1,3 %	2,9 %	2,2 %	2,5 %	0,40 %
Monde	2,7 %	2,7 %	3,2 %	3,5 %	3,0 %	3,4 %	

Source : L'information est fournie par Gestion d'actifs CIBC inc. L'inflation désigne l'IPC.

Autres scénarios économiques

Des taux plus élevés pendant plus longtemps (probabilité de 50 %) :

Dans ce contexte, l'inflation devrait persister au-delà des attentes consensuelles, ce qui pousse les banques centrales à se rabattre sur le statu quo plus tôt que prévu. Le cycle d'assouplissement des banques centrales des marchés développés sera relativement court et superficiel. Le cycle de réduction de la Fed devrait donner lieu à des réductions de taux totales de 100 points de base. Quant à son bilan, la Fed usera vraisemblablement de prudence en conservant des réserves excédentaires abondantes. La réduction progressive du resserrement quantitatif amorcé en mai 2024 devrait prendre fin plus tard cette année. L'économie américaine devrait progresser de 1,9 % sur 12 mois au début de 2025, et à un rythme moyen de 1,8 % sur 12 mois au cours des quatre prochains trimestres. On prévoit que la croissance mondiale devrait atteindre 3,0 % sur 12 mois en moyenne pour la période de prévision annuelle. L'inflation de base selon les dépenses personnelles de consommation devrait s'établir à 2,6 % au début de 2025. Les prévisions d'inflation à long terme resteront bien ancrées, mais la prime de terme devrait augmenter. Le taux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans devrait chuter pour s'établir à 4,0 %.

Une seconde vague d'inflation (probabilité de 25 %) : Dans ce scénario, la politique monétaire mondiale n'est pas assez restrictive et permet à l'économie de croître au-delà de son potentiel sur l'horizon prévisionnel. La croissance du PIB réel des États-Unis demeurera

élevée au premier trimestre de 2025, à 2,8 % sur 12 mois, et la croissance mondiale, à plus de 3,0 %. L'abondance des liquidités des banques centrales et l'absence de rigueur budgétaire permettront à l'inflation de s'accélérer, forçant les banques centrales des marchés développés à maintenir leur taux directeur tel quel. Selon ce scénario, le taux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans augmentera pour s'établir à 5,0 % dans un contexte de prime de terme accrue et de hausse des prévisions d'inflation à long terme.

Un ralentissement mondial (probabilité de 25 %) : Dans ce scénario, la politique monétaire mondiale s'avère trop restrictive. Conjuguée à un frein plus important que prévu de la politique budgétaire, l'économie mondiale se replie et l'inflation ralentit brusquement. Ce contexte donne aux banques centrales la marge de manœuvre nécessaire pour procéder à des baisses de taux plus marquées dans le but d'atténuer le repli économique. Les marchés obligataires se redresseront de façon plus convaincante, le taux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans devant reculer pour atteindre 3,1 % et la courbe des rendements s'aplatissant.

À propos des auteurs



Michael Sager, Ph.D.

Directeur général et chef,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Francis Thivierge, M.Sc., CFA

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



Éric Morin

Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Daniel Greenspan, MBA

Directeur en chef, Recherche sur les actions,
Titres mondiaux à revenu fixe et actions



Vincent Lépine

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



À propos de Gestion d'actifs CIBC

À Gestion d'actifs CIBC, nous croyons que toute solution de placement personnalisée doit être ancrée dans la recherche et la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Communiquez avec nous en tout temps

Pour en savoir plus sur Gestion d'actifs CIBC et sur nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller. Pour d'autres analyses, suivez-nous sur [LinkedIn](#).

Les énoncés prospectifs comprennent des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui y font référence, ou qui comprennent des termes comme « s'attendre à », « prévoir », « compter », « planifier », « croire », « estimer » ou d'autres termes similaires. De plus, tous les énoncés qui peuvent être faits concernant le rendement futur, les stratégies ou les perspectives et les éventuelles mesures futures prises par le fonds sont aussi des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne sont pas garants du rendement futur. Ces énoncés comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et les réalisations réels du fonds diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, la conjoncture économique, la conjoncture des marchés et des entreprises en général, les fluctuations des prix des titres, des taux d'intérêt et des taux de change, les changements dans la réglementation gouvernementale et les événements catastrophiques.

La liste ci-dessus des facteurs importants qui peuvent influencer sur les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre des décisions de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas, et décline expressément toute obligation, à mettre à jour ou à réviser tout énoncé prospectif, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autrement, avant la publication du prochain rapport de la direction sur le rendement du fonds. Le rendement passé peut ne pas se reproduire et n'est pas garant du rendement futur.

« Bloomberg^{MD} » 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 affilié 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.

« EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de commerce de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit explicite de Gestion d'actifs CIBC inc.