

PERSPECTIVES

Période de 12 mois débutant le 1^{er} juillet 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	6
Devises	6
Marchandises	7
Perspectives économiques régionales	8
Autres scénarios	11
Prévisions économiques	12

Les investisseurs devraient-ils considérer que la récession mondiale a été évitée ou retardée?

En septembre 2022, nous avons estimé que l'économie mondiale risquait fort de se retrouver en récession au cours des 12 mois suivants. C'est devenu notre scénario de référence, et le plus probable. Depuis, la récession ne s'est pas matérialisée. Pour les marchés boursiers, c'était le signe qu'un atterrissage en douceur se préparait; c'est pour cette raison qu'ils se sont fortement redressés par rapport aux creux de la fin de 2022. Une récession mondiale a-t-elle été évitée ou est-elle simplement reportée? Notre scénario de référence en prévoit toujours une. Même si l'inflation ralentit, elle demeure trop élevée. Pour toute banque centrale qui lutte vraiment contre l'inflation, cela signifie que les campagnes de resserrement de la politique monétaire ne sont pas terminées. Cela signifie également que l'orientation de la politique monétaire devra demeurer restrictive pendant un certain temps pour éliminer complètement les déséquilibres inflationnistes.

Faits saillants des catégories d'actif

Actions : Bien que certains segments particuliers du marché puissent être sous pression, ce n'est pas nécessairement le cas pour l'ensemble de celui-ci. L'Europe est actuellement en récession technique. Au Canada, les valorisations sont plus intéressantes, mais le marché est cyclique et dépend de l'économie américaine. De plus, certaines régions semblent plus intéressantes que les autres, comme les marchés émergents à l'extérieur de la Chine.

Titres à revenu fixe : Les obligations mondiales devraient offrir des rendements positifs au cours des 12 prochains mois. Le taux de rendement 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 : Nous en sommes aux derniers stades du cycle de resserrement mondial. À ce stade, le risque d'un choc du système financier est relativement plus élevé que la normale. La volatilité des taux de change devrait augmenter considérablement au deuxième semestre de l'année.

Chine : Même si la croissance économique sous-jacente en Chine devait demeurer faible, de nouvelles mesures de relance devraient limiter les risques de baisse. Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB d'environ 5 % au cours des quatre prochains trimestres. Cette projection est conforme aux prévisions consensuelles, mais elle intègre également un soutien total de la politique monétaire de l'ordre de 1 % à 1,5 % environ du PIB.

Perspectives multi-actifs

Catégorie d'actif	Données actuelles 30 juin 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	4,75 %	4,00 %	5,25 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	4,58 %	3,25 %	5,00 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	3,27 %	2,85 %	3,75 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	3,84 %	3,00 %	4,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	2,39 %	1,75 %	3,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,39 %	0,00 %	1,00 %
Taux de rendement réel des obligations d'État à 10 ans du Canada	1,35 %	1,25 %	1,35 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,47 %	1,30 %	1,90 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	4,01 %	4,00 %	7,00 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	363	250	500
Indice S&P/TSX	20 155	17 000	21 500
Indice S&P 500	4 450	3 600	4 700
Indice Euro Stoxx 50	4 399	3 500	4 600
Indice Topix - Japon	2 289	2 000	2 550
Indice MSCI Marchés émergents	59 844	50 000	65 000
USD/CAD	1,3242	1,310	1,430
EUR/USD	1,0909	1,000	1,120
USD/JPY	144,31	130,00	150,00
USD/CNH	7,27	6,60	7,25
Or	1 919	1 800	2 100
Prix du pétrole WTI (West Texas Intermediate)	70,64	55,00	85,00

Source : Thomson Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. Données au 11 juillet 2023. Sauf indication contraire, tous les prix sont en monnaie locale.

Perspectives des catégories d'actif

Aperçu mondial

Une récession mondiale évitée ou retardée?

Si l'on examine les économies canadienne et américaine, on pourrait être tenté de conclure qu'un atterrissage en douceur est en préparation. Toutefois, si l'on arrête son regard sur le reste du monde, on constate que l'atterrissage sera plutôt difficile. De nombreuses économies européennes, y compris l'Allemagne, sont déjà techniquement entrées en récession. La situation en Chine est également un point important dont il faut tenir compte. Bien que les données officielles sur le PIB montrent que l'économie chinoise baisse tout simplement de régime, d'autres indicateurs, comme les importations, confirment une contraction de l'activité économique chinoise. Dans l'ensemble, 25 % des 33 économies que nous suivons ont glissé en récession, et 50 % d'entre elles se dirigent clairement dans cette direction. Seulement un quart de tous ces pays se montrent plus résilients. Les États-Unis en font partie.

Une récession mondiale a-t-elle été évitée ou est-elle simplement retardée? Notre scénario de référence en prévoit toujours une. Même si l'inflation ralentit, elle demeure trop élevée. Pour toute banque centrale qui lutte vraiment contre l'inflation, cela signifie que les campagnes de resserrement ne sont pas terminées. Cela signifie également que l'orientation de la politique monétaire devra demeurer restrictive pendant un certain temps pour éliminer complètement les déséquilibres inflationnistes. Malheureusement, cette situation aura d'autres effets négatifs sur le plan économique.

Qu'est-ce qui explique la résilience de tant d'économies au cours de la première moitié de l'année? Il y a trois raisons. La première raison est que l'effet négatif de l'inflation élevée et de la hausse rapide des taux d'intérêt sur le revenu des ménages a jusqu'à maintenant été atténué par l'épuisement des économies excédentaires accumulées durant la pandémie. La deuxième raison est que, dans un contexte d'inversion des courbes de rendement, les banques commerciales ont tempéré l'incidence des taux d'intérêt sur les propriétaires. Dans tous les pays développés, les taux hypothécaires n'ont pas augmenté en parallèle avec les taux directeurs. La troisième raison, aussi liée à l'inversion des courbes de rendement, est que les gouvernements épuisent leurs soldes en espèces détenues auprès des banques centrales, ce qui restreint les efforts des autorités monétaires pour éliminer les liquidités du système financier.

Sur ces trois fronts, le soutien économique se transforme en frein économique. Dans la plupart des économies développées, l'épargne excédentaire est maintenant épuisée. Les ménages devraient plutôt accroître leur épargne, comme ils le font habituellement en période de ralentissement économique. Ainsi, ils disposent de moins d'argent à dépenser en biens et services de consommation.

Les banques centrales des pays développés en sont aux derniers stades du cycle de resserrement. À mesure que la pression sur

les banques commerciales s'intensifie, le risque d'une politique monétaire excessive augmente considérablement. À ce stade du cycle de resserrement, les taux sur les prêts bancaires ont tendance à augmenter plus rapidement que les taux directeurs. Cela signifie que les ménages, les sociétés non financières et les gouvernements devront consacrer beaucoup plus d'argent aux paiements d'intérêts, au détriment des dépenses discrétionnaires.

Enfin, il convient de noter que les soldes de trésorerie des gouvernements auprès des banques centrales sont presque à zéro. Ils devront être reconstitués par l'émission de beaucoup de bons du Trésor, alors que les besoins d'emprunt des gouvernements augmenteront considérablement. C'est pourquoi nous nous attendons à ce que le système financier mondial recommence à puiser dans les réserves excédentaires. Cela signifie également que les marchés obligataires commenceront probablement bientôt à ressentir pleinement l'incidence du resserrement quantitatif des banques centrales.

Comme nous l'avons mentionné au dernier trimestre, les banques centrales sont coincées dans une impasse. L'adoption d'un régime de taux d'intérêt à court terme relativement élevés était absolument nécessaire pour que les banques centrales ramènent l'inflation à la cible. Toutefois, ce régime a un effet secondaire indésirable : une instabilité financière accrue. À titre d'exemple, mentionnons les faillites de banques survenues en mars. Devrait-on s'attendre à une plus grande instabilité financière au cours de la période de prévision? C'est difficile à dire, mais une chose est certaine : les banques commerciales continueront d'être sous pression. La crise de liquidité des banques à l'échelle des pays développés est une conséquence directe de la forte hausse des taux d'intérêt à court terme. 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 dernier trimestre, nous avons soutenu que les autorités monétaires pourraient parfois être forcées de s'éloigner temporairement des objectifs de lutte contre l'inflation pour soutenir les banques en difficulté, puis de revenir à cette lutte une fois la situation maîtrisée. C'est exactement ce que la Réserve fédérale a fait au premier semestre de 2023. Heureusement, les perturbations financières ont été de courte durée et pas trop douloureuses. Il est peu probable que les conditions de marché favorables des derniers mois persistent. D'autres épisodes d'instabilité financière sont à prévoir.

Stratégie mondiale

Notre scénario de récession est-il toujours le même?

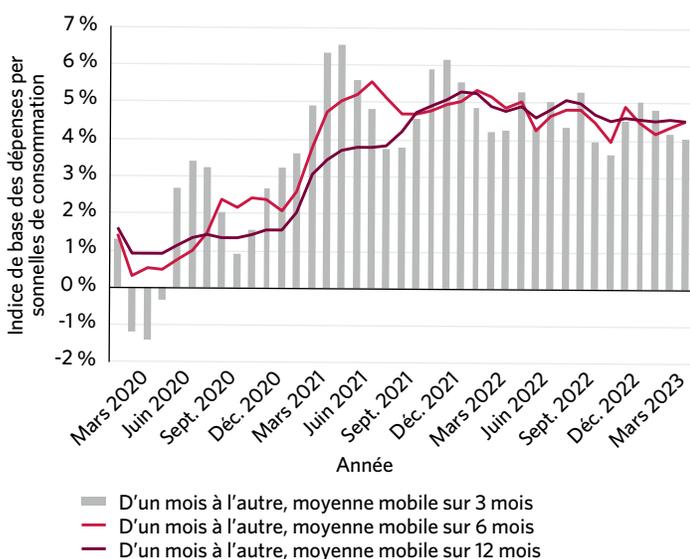
En septembre 2022, nous avons fait passer la probabilité d'une récession mondiale de 35 % à 50 % au cours des 12 mois suivants. C'est devenu notre scénario de référence, et le plus probable. Dans nos deux autres scénarios (30 % de probabilité d'un atterrissage en douceur à l'échelle mondiale et 20 % de probabilité d'une inflation persistante), la possibilité qu'une récession puisse être

évitée était prise en compte. Depuis, la récession ne s'est toujours pas matérialisée. Pour les marchés boursiers, c'était le signe qu'un atterrissage en douceur se préparait; c'est pour cette raison qu'ils se sont fortement redressés par rapport aux creux de la fin de 2022. Notre scénario de récession est-il toujours valable? Qu'est-ce que cela signifie pour les marchés?

Les solutions de placement de Gestion d'actifs CIBC sont fondées, entre autres, sur l'analyse macroéconomique fondamentale et plusieurs indicateurs. Parmi ceux-ci, [l'indice des conditions financières de Goldman Sachs](#) a cessé de se resserrer cette année, mais les sondages sur les conditions de prêts et les taux hypothécaires, qui ne sont pas inclus dans cet indice, ont montré des signes de resserrement supplémentaire. Les indicateurs avancés (comme les indicateurs du marché de l'habitation et les indices des directeurs d'achats) ont été faibles et ont reculé pour atteindre des niveaux caractéristiques d'une récession. [L'indice d'activité nationale de la Réserve fédérale de Chicago](#), un indicateur coïncident, est passé en territoire négatif au milieu de 2022 et affiche toujours une tendance à la baisse. Les ventes au détail et la production industrielle ont reculé pour atteindre un taux de croissance proche de zéro, mais leur niveau n'est pas encore comparable à celui d'une récession. De plus, certains signaux font état d'un affaiblissement du marché du travail, notamment d'une baisse du nombre de travailleurs temporaires et à temps partiel. En résumé, même si la récession prévue est retardée, nous ne sommes pas face à une expansion robuste. Les indicateurs que nous suivons montrent que l'économie croît à un rythme inférieur à son potentiel et qu'elle continue de ralentir.

L'inflation ralentit, mais elle devrait demeurer supérieure aux cibles. La principale mesure de l'inflation de la Fed, [l'indice de base des dépenses personnelles de consommation \(DPC\)](#), montre que l'inflation est persistante et élevée.

Principale mesure de l'inflation de la Fed : l'indice de base des DPC



Sources : Refinitiv Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.
Selon les données disponibles en date du 11 juillet 2023.

La déflation des prix des biens est terminée, en raison de l'amélioration des chaînes d'approvisionnement. La baisse rapide de la « super inflation de base », soit celle touchant les services et excluant le logement, procure un certain espoir. Toutefois, l'inflation s'est répercutée sur le coût de la main-d'œuvre. Les banques centrales ont tenté d'éviter cette situation autant que possible, car elle a tendance à durer plus longtemps. Par conséquent, elles devront rester fermes jusqu'à ce que le marché du travail se soit suffisamment rééquilibré pour atténuer les pressions inflationnistes.

Les primes de risque des actifs risqués, y compris un grand nombre d'actions, sont généralement serrées par rapport à la moyenne historique, reflétant la forte augmentation du taux sans risque à court terme. Les obligations et les actions ont une vision du monde différente. Les inversions de la courbe de rendement portent à croire que les marchés des obligations souveraines tiennent compte d'une possible récession. Par ailleurs, selon le consensus des projections par analyse ascendante à l'égard des bénéfices des marchés boursiers, on s'attend à une croissance stable chaque trimestre jusqu'à la fin de 2024. On assiste également à une divergence entre la volatilité des marchés obligataires et celle des marchés boursiers. La récente volatilité élevée des marchés obligataires reflète l'incertitude à l'égard de l'inflation et de la politique monétaire. Quant à la volatilité sur les marchés boursiers, elle demeure faible, ce qui laisse entrevoir une vision plus optimiste en ce qui concerne l'économie et les risques géopolitiques. Si notre scénario de récession se concrétise et que les banques centrales refusent d'assouplir leur politique monétaire, les actifs risqués seront probablement exposés à un risque de baisse.

Nous reconnaissons qu'il existe une voie vers des perspectives plus favorables. La récession pourrait s'avérer courte et superficielle, et le marché boursier pourrait ne pas avoir à traverser la « vallée de la mort ». Toutefois, les actions étant une catégorie d'actif risquée, il faut en évaluer le potentiel de hausse et de baisse. À l'heure actuelle, il semble que le potentiel de hausse soit insuffisant pour compenser le risque de baisse.

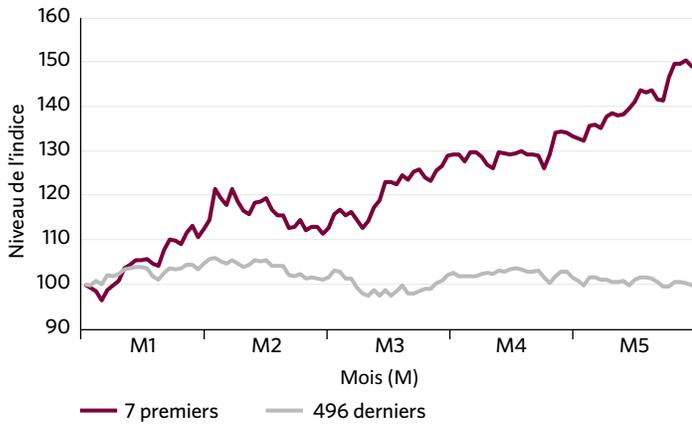
Marchés boursiers mondiaux

Forte remontée et faible participation

Les marchés des actions se sont relativement bien comportés pendant la première moitié de l'année, soutenus par un regain d'optimisme et l'attente d'un possible atterrissage en douceur. Les rendements ont été principalement attribuables à plusieurs grandes sociétés technologiques, comme Apple et Microsoft. À titre de comparaison, [l'indice NASDAQ 100](#) a progressé de 38,75 % au premier semestre de cette année, tandis que la [moyenne Dow Jones des valeurs industrielles](#) et l'indice composé S&P/TSX, qui sont tous deux beaucoup moins exposés aux technologies, ont crû de seulement 3,80 % et de 3,97 %, respectivement, au cours de la même période. Le rendement depuis le début de l'année de l'indice S&P 500 se situait entre ces deux extrêmes. Le rendement des titres technologiques a été presque entièrement attribuable à l'expansion des multiples cours-bénéfices, et non à la croissance des bénéfices.

Les titres de sociétés technologiques sont considérés comme des actions de croissance, dont la probabilité d'expansion des multiples cours-bénéfices augmente au fil du temps. Au cours des trois années précédant 2023, les actions du secteur des technologies ont généralement affiché une relation étroite et attendue avec les taux d'intérêt, se comportant bien lorsque les taux baissaient et faisant piètre figure lorsque les taux augmentaient. Cette relation s'est complètement rompue cette année.

S&P 500 : envergure très étroite

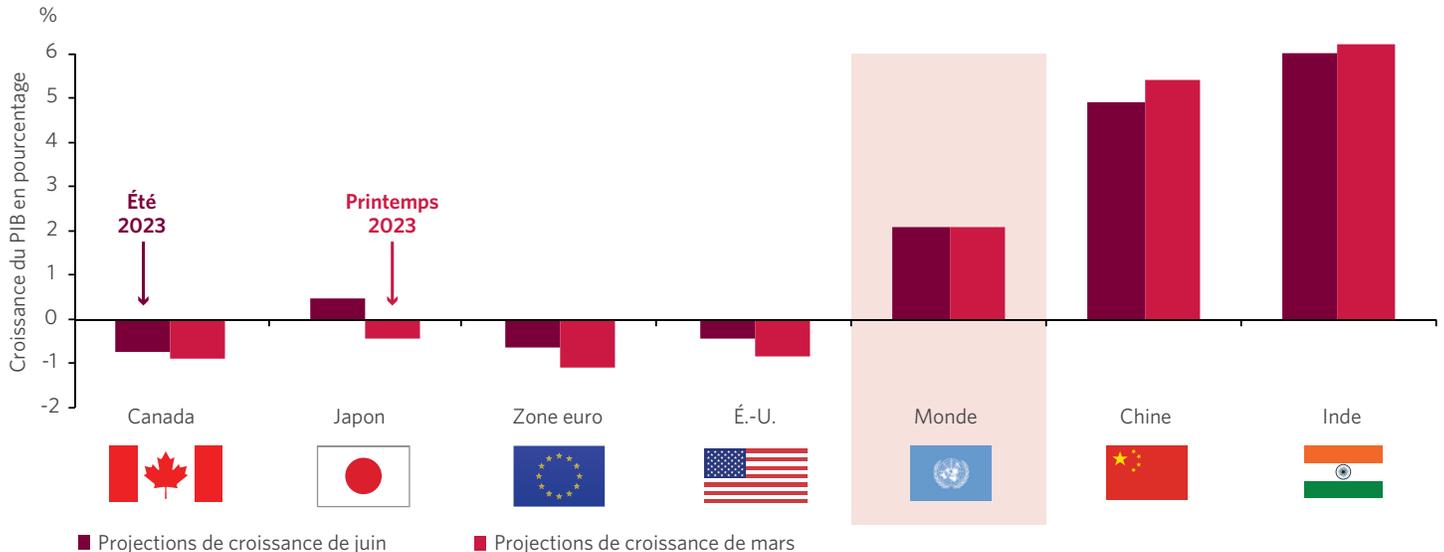


Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. Selon les données disponibles le 11 juillet 2023.

Une explication possible aux rendements boursiers relativement solides au cours du premier semestre de 2023 est qu'un atterrissage en douceur potentiel était déjà pris en compte dans la valeur des actions, amenant les investisseurs à croire qu'une récession causerait moins de volatilité sur les marchés. De plus, la crainte de rater une reprise du marché après une possible récession a été un facteur important. L'intérêt pour l'intelligence artificielle (IA) a également attiré l'attention des investisseurs sur les titres technologiques.

Le marché a eu de nombreux chocs à absorber. Les actions mondiales, mesurées par l'indice MSCI Monde, ont subi une

Global growth projections: June vs. March CAM forecast

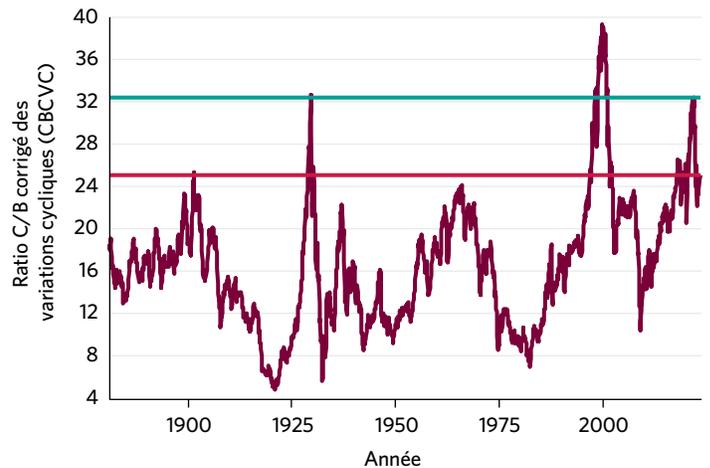


Sources: Refinitiv-Datastream and CIBC Asset Management Inc. Based on data available as at July 11, 2023.

correction de 23 % en monnaies locales, du sommet au creux (du 4 janvier 2022 au 12 octobre 2022). Ce pourcentage est relativement faible par rapport aux données historiques. La correction a été principalement attribuable à la surévaluation et à la hausse des taux d'intérêt, ainsi qu'à l'augmentation de l'inflation, à la volatilité et aux tensions géopolitiques. On peut se demander si ces chocs ont été entièrement pris en compte ou non. Quoi qu'il en soit, il est difficile de dire si une récession a aussi été entièrement intégrée.

La faiblesse de la reprise boursière au premier semestre de cette année peut être considérée comme positive ou négative. Selon une interprétation défavorable, le marché boursier n'est pas aussi résilient qu'il n'y paraît. D'un point de vue plus positif, certains segments du marché boursier mondial, comme les actions américaines, européennes et technologiques ont possiblement des valorisations excessives, mais ce n'est pas nécessairement le cas pour l'ensemble du marché boursier.

Ratio CBCC de l'indice S&P 500 (bénéfice corrigé des variations cycliques)



Sources : Refinitiv Datastream, Robert Shiller et Gestion d'actifs CIBC inc. Selon les données disponibles en date du 11 juillet 2023.

L'Europe est actuellement en récession technique. Au Canada, les valorisations sont plus intéressantes, mais le marché est cyclique et dépend de l'économie américaine. Certaines régions semblent aussi plus intéressantes, comme les marchés émergents à l'extérieur de la Chine. La Chine est un cas spécial en raison des tensions géopolitiques potentielles avec les États-Unis. Les titres d'autres pays d'Asie et d'Amérique latine ne sont pas trop chers : soit ces pays affichent de meilleures perspectives de croissance soit les banques centrales se préparent à assouplir leur politique monétaire. À mesure qu'évoluera le cycle asynchrone un peu partout dans le monde, des occasions se présenteront.

Stratégies d'obligations mondiales

Les marchés obligataires mondiaux ont été relativement stables au deuxième trimestre. L'**indice WGBI** (couvert en dollars canadiens) a fait du surplace au deuxième trimestre et a progressé de 3,00 % depuis le début de l'année. Les messages contradictoires des données économiques et l'incertitude quant aux prochaines interventions des banques centrales ont laissé les marchés obligataires mondiaux sur des bases chambranlantes.

Néanmoins, nous nous attendons à ce que les obligations mondiales offrent des rendements positifs au cours des 12 prochains mois. Le taux de rendement des obligations du Trésor à 10 ans devrait se situer dans une fourchette de 3,00 % à 4,25 %, oscillant autour des 3,50 %. La Réserve fédérale devra probablement maintenir son taux directeur en territoire restrictif afin de freiner une fois pour toutes l'inflation. Le taux final des fonds fédéraux devrait être atteint au cours du prochain trimestre environ. Cela est conforme aux attentes du marché, ce qui laisse croire que la volatilité du marché obligataire devrait diminuer par rapport aux 12 derniers mois.

Obligation américaine à 10 ans



Sources : Bloomberg et Gestion d'actifs CIBC inc. Selon les données disponibles en date du 11 juillet 2023.

Sources: Refinitiv-Datstream, Robert Shiller and CIBC Asset Management Inc. Based on data available as at July 11, 2023.

Décomposant les rendements obligataires nominaux selon le taux réel et le point d'équilibre avec l'inflation, notre scénario de référence prévoit un rendement obligataire stable pour la période de prévision. Les taux réels des obligations à 10 ans ont augmenté

au-dessus de 1,6 % au deuxième trimestre, un niveau qui, selon nous, est maintenant suffisamment restrictif pour permettre à la Réserve fédérale d'atteindre ses objectifs d'inflation. Les facteurs structurels devraient maintenir les seuils de rentabilité à un niveau plus élevé que par le passé. Ces seuils pourraient même augmenter si l'économie se révèle plus résiliente que prévu.

Notre scénario de rechange pessimiste est plus optimiste à l'égard des obligations. Dans ce scénario, les économies des marchés développés connaissent des récessions plus prononcées que prévu en raison des politiques monétaires exagérées.

Notre stratégie à l'égard des obligations locales des marchés émergents demeure inchangée et suggère aux investisseurs de rester prudents et sélectifs. Les périodes de croissance mondiale négative inattendue donnent souvent lieu au retrait des capitaux investis dans des obligations des pays émergents. De plus, comme les valorisations des titres de créance libellés en dollars américains des marchés émergents sont peu attrayantes, nous conservons une faible pondération en attendant de meilleurs points d'entrée.

Devises

Dollar américain

Le dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux n'a pratiquement pas bougé au deuxième trimestre. Au second semestre, on pourrait penser que le billet vert restera bien soutenu tant que la Réserve fédérale américaine (Fed) poursuivra son resserrement. Après tout, les taux à court terme aux États-Unis sont plus élevés que dans la plupart des autres pays développés.

Toutefois, le fait d'avoir un taux directeur plus élevé que partout ailleurs dans le monde industrialisé signifie également que les banques américaines sont soumises à une crise de liquidité plus intense opérée par la politique monétaire. Les tensions dans le secteur bancaire américain se sont atténuées à la fin du deuxième trimestre, mais les conditions de décaissement des banques ont continué de se détériorer. Tant et aussi longtemps que les problèmes du secteur bancaire américain seront perçus comme étant centrés sur les États-Unis par la plupart des intervenants du marché, le dollar américain continuera de subir des pressions à la baisse.

La volatilité des marchés des devises a considérablement diminué à la fin du deuxième trimestre de 2023. Cependant, il est peu probable que le calme persiste sur les marchés. Vers la fin d'un cycle de resserrement mondial, le risque d'accidents financiers est plus élevé. La volatilité des taux de change devrait augmenter considérablement au cours de la deuxième moitié de l'année.

Dollar canadien

Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain à la fin du deuxième trimestre, passant de 74 cents américains à 76 cents américains. Depuis plus d'un an, le huard se négocie bien en deçà des niveaux conformes aux principaux facteurs déterminants fondamentaux à court terme : attentes relatives de la Banque du Canada (BdC) et de la Fed en matière de politique monétaire et prix du pétrole. Le dollar canadien est une

devise cyclique. La détérioration des perspectives de croissance mondiale pèse généralement lourdement sur son rendement. La récente appréciation du dollar canadien reflète une diminution des préoccupations des intervenants du marché à l'égard de la croissance mondiale à la fin du deuxième trimestre.

Si nos prévisions de base d'une récession mondiale s'avèrent justes, les préoccupations relatives à la croissance mondiale se répéteront au cours de la période de prévision. Cela exercera de nouvelles pressions à la baisse sur le dollar canadien. Pour cette raison, le dollar canadien devrait se négocier entre 1,31 et 1,43 au cours des 12 prochains mois.

Euro

Au deuxième trimestre, l'euro a tenu le coup par rapport au dollar américain, se négociant entre 1,07 et 1,10. Contrairement à la Fed, la Banque centrale européenne (BCE) n'a pas fait une pause à sa réunion de juin et a plutôt annoncé une nouvelle hausse de taux. Les attentes relatives à l'égard de la politique monétaire de la BCE et de la Fed devraient être relativement neutres pour ce qui est du taux de change EUR/USD au cours de la période visée. Ce qui attend l'euro dépendra en grande partie de l'évolution du système bancaire de la zone euro. Tout comme leurs homologues américaines, les banques européennes connaissent une forte contraction de la masse monétaire. Les tensions bancaires, qui sont essentiellement présentes aux États-Unis, pourraient aussi se manifester dans la zone euro. Pour ces raisons, l'euro devrait se négocier entre 1,00 et 1,12 au cours de la période de prévision.

Yen japonais

Les pressions à la baisse sur le yen japonais (JPY) se sont ravivées au deuxième trimestre. Le taux de change USD/JPY s'est apprécié de près de 9 %, près des sommets cycliques d'octobre 2022. Cette situation est principalement attribuable à l'inaction de la Banque du Japon (BdJ). Comme l'IPC de base au Japon a atteint son plus haut niveau en plus de 30 ans, un changement de politique devrait déjà être en cours au Japon. Toutefois, la BdJ n'a apporté aucun changement à ses politiques d'assouplissement quantitatif et qualitatif et de contrôle de la courbe de rendement lors de sa réunion de juin sur l'établissement des politiques. Il n'en demeure pas moins que pour la première fois depuis très longtemps, les pressions inflationnistes s'intensifient au Japon. La BdJ devra bientôt ralentir le rythme. 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 USD/JPY devrait se situer entre 130 et 150 au cours des 12 prochains mois.

Marchandises

Pétrole

Le prix du baril de pétrole a généralement fluctué de façon latérale cette année, oscillant entre 70 \$ et 80 \$ et chutant à quelques reprises dans la barre des 60 \$. Le prix du baril s'établit maintenant à près de 70 \$ à l'approche de la période des grands déplacements

estivaux. Alors que les craintes de récession s'intensifient, les investisseurs continuent d'évaluer l'approche rigoureuse du côté de l'offre par rapport à l'intensification des craintes à l'égard de la demande mondiale.

Du côté de la demande, les investisseurs demeurent préoccupés par le fait que les principales économies mondiales ralentissent (États-Unis et Europe) ou font face à une reprise qui s'essouffle (Chine). Ces facteurs ont pesé sur l'optimisme et les prix du pétrole au cours des derniers mois.

Du côté de l'offre, les producteurs continuent de faire preuve de discipline. Les producteurs nord-américains continuent de vivre selon leurs moyens et l'offre supplémentaire sur le marché est limitée. Le nombre de plateformes diminue aux États-Unis, ce qui indique que les producteurs sont sensibles aux prix et agissent de façon rationnelle. Par ailleurs, au sein de l'OPEP+, l'Arabie saoudite a récemment annoncé qu'elle prolongerait jusqu'au mois d'août les réductions volontaires de 1 million de barils par jour. La Russie a également indiqué qu'elle réduirait sa production de 500 Mb/j en août.

Au cours des prochains mois, nous continuerons de surveiller les preuves de croissance ou de contraction de la demande pour déterminer où se situe le soutien aux prix du pétrole cette année. Du côté de l'offre, nous surveillons le nombre de plateformes sur les principaux marchés, les prévisions des sociétés quant aux cibles de production et les signes d'une discipline soutenue par les pays membres de l'OPEP+ pour soutenir le prix.

Or

Depuis le début de l'année, le prix de l'or a fluctué, passant d'environ 1 800 \$ l'once au début de l'année à 2 000 \$ l'once à quelques reprises, avant de reculer au début de l'été pour se rapprocher de 1 900 \$ l'once. Les fluctuations du prix de l'or restent inversement liées au dollar américain.

Selon nous, la Fed est sur le point de mettre fin à son cycle de hausses de taux. Lorsque les taux atteindront un sommet, puis redescendront, l'or pourrait reprendre de la vigueur. Les risques de récession mondiale et la guerre en cours en Europe pourraient aussi soutenir l'or alors que les investisseurs évaluent l'incertitude sur le marché, en raison de ses propriétés de couverture. Parmi les risques pour l'or, mentionnons un cycle prolongé de hausses de taux aux États-Unis si l'inflation et la croissance s'avèrent plus difficiles à freiner que prévu. Les politiques budgétaires mondiales, les courbes de rendement, les données sur la pandémie et les événements sociopolitiques sont d'autres indicateurs des perspectives de l'or et des prix d'autres métaux précieux.

Cuivre

Depuis le début de l'année, le prix du cuivre a fait du surplace, mais a été relativement volatil. Les prix ont bondi en janvier pour s'établir à 4,25 \$/lb, avant de reculer au cours des mois suivants pour revenir à leur niveau de départ de l'année, soit environ 3,80 \$/lb. Le marché physique reste serré, les stocks demeurant à un niveau peu élevé. Ce resserrement a contribué à soutenir les prix. En revanche, les

données macroéconomiques en Chine, le plus grand consommateur mondial de cuivre, ont été contrastées. La demande a été forte au début de l'année, mais a été léthargique par la suite, la reprise ayant ralenti après les mesures de confinement liées à la COVID-19.

Le principal facteur de demande pour le cuivre demeurera la Chine. Nous sommes à l'affût de nouvelles mesures de relance gouvernementales visant à soutenir l'économie et, plus précisément, des secteurs qui seront ciblés. Le marché de l'habitation chinois reste faible, et nous attendons des signes de stabilisation.

Du côté de l'offre, les stocks mondiaux de cuivre restent à leur plus bas niveau depuis 2008. Cela a contribué à soutenir le prix, malgré les préoccupations relatives à la demande. À plus long terme, bien qu'il y ait quelques nouvelles mines en démarrage, la croissance au-delà de ces nouvelles activités semble minime. Le cuivre sera un métal essentiel à la transition vers une économie à faibles émissions de carbone. Des prix plus élevés seront nécessaires pour stimuler la hausse du volume du cuivre sur le marché. Nous demeurons optimistes à l'égard des perspectives à moyen et long terme du cuivre.

Perspectives économiques régionales

Canada

Un atterrissage imminent

Le printemps dernier, la Banque du Canada (BdC) s'est empressée de se mettre sur la touche. À l'époque, cette décision était tout à fait logique. La BdC voulait voir comment l'économie canadienne réagirait aux hausses de taux déjà décrétées avant de resserrer davantage sa politique monétaire.

En juin, elle a surpris les marchés en portant le taux du financement à un jour à 4,75 %, son plus haut niveau en 23 ans. Elle avait bien des raisons de revenir en mode de resserrement. L'inflation reste obstinément élevée, selon les indices de prix que privilégie la BdC. Le marché du travail (principal moteur de la hausse inflationniste des salaires à moyen terme) reste extrêmement tendu. Le Canada est aux prises avec son plus important choc de productivité négatif de tous les temps. De plus, les attentes d'inflation ont commencé à s'estomper.

L'économie canadienne a fait preuve de résilience au cours du premier semestre, car trois facteurs ont atténué l'impact du resserrement de la BdC. L'épargne excédentaire accumulée durant la pandémie s'est étiolée, ce qui a amorti les chocs négatifs sur les revenus imputables à l'inflation élevée et à la hausse des taux d'intérêt. Les banques commerciales canadiennes ont déployé d'importants efforts pour atténuer les répercussions sur les propriétaires d'habitations. Le gouvernement fédéral a réduit le solde de sa trésorerie à la banque centrale, neutralisant les efforts de la BdC visant à restreindre les liquidités du système bancaire. Pour ces trois raisons, le ralentissement économique prévu au

Canada a été reporté, mais non évité.

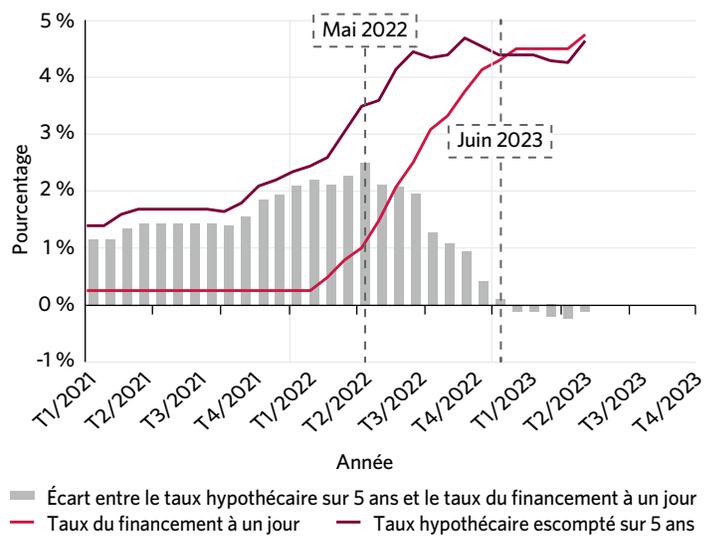
Nous en sommes aux dernières étapes du cycle de resserrement de la BdC, et la pression sur la liquidité et la rentabilité des banques s'intensifie, aggravant considérablement le risque que la politique monétaire aille trop loin. À ce stade du cycle de la politique monétaire, l'impact du resserrement de la BdC est amplifié par le resserrement des conditions de prêt des banques. Autrement dit, les taux d'intérêt sur les prêts augmentent généralement beaucoup plus rapidement que le taux directeur.

Il ne faut pas oublier non plus que l'impact maximal du resserrement déjà mis en œuvre se fera sentir au cours de notre horizon prévisionnel d'un an. C'est très important pour le Canada. À 180 % du revenu disponible, l'endettement des ménages canadiens a atteint des sommets records et est deux fois plus élevé que celui des ménages américains. Le ratio de service de la dette totale au Canada a augmenté de 320 pb depuis le début de 2022.

Pour toutes ces raisons, nous sommes plus pessimistes que la plupart des conjuncturistes quant aux perspectives de croissance du Canada. Notre scénario de base prévoit une contraction moyenne de 0,7 % du PIB réel du Canada d'ici 12 mois. L'atterrissage en douceur que vise la BdC semble de moins en moins probable. Selon nous, un atterrissage plus brutal est à prévoir. Espérons qu'il ne sera pas accompagné d'instabilité financière.

Les répercussions du resserrement de la BdC s'atténuent

Taux du financement à un jour de la BdC et taux hypothécaire escompté sur 5 ans



Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. Selon les données disponibles le 11 juillet 2023.

États-Unis

La bataille de la Réserve fédérale contre l'inflation élevée n'est pas terminée

L'économie américaine a-t-elle glissé en récession? C'est encore difficile à dire. D'une part, divers indicateurs avancés laissent nettement entrevoir un ralentissement économique, à l'instar des bénéfices des entreprises, de la rémunération des employés, du

revenu intérieur brut (RIB), des importations réelles et de l'emploi des ménages. De l'autre, les deux indicateurs économiques qui retiennent le plus l'attention des médias, soit l'emploi salarié et le produit intérieur brut (PIB), racontent une tout autre histoire.

Notre point de vue de base n'a pas changé. La récession que nous prévoyions pour l'économie américaine a été reportée, mais n'a pas été évitée. Dans le passé, l'emploi salarié et le PIB ont sous-estimé l'ampleur du ralentissement au moment où l'économie américaine tombait en récession. Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB réel des États-Unis de -0,4 % entre le troisième trimestre de 2023 et le deuxième trimestre de 2024.

Le problème pour la Réserve fédérale (Fed), c'est que les déséquilibres inflationnistes n'ont pas disparu. Depuis la fin de 2022, les prévisions de la Fed quant au taux nominal des fonds fédéraux et de l'inflation des dépenses personnelles de consommation laissent entrevoir une politique monétaire bien plus restrictive pendant bien plus longtemps. Les autorités monétaires américaines se sont rendu compte qu'elles devront lutter beaucoup plus fort pour gagner la bataille contre l'inflation. En juin dernier, la Fed a révisé ses prévisions à la hausse : le taux réel des fonds fédéraux serait de 2,0 % en 2024 et de 1,3 % en 2025. Selon les normes historiques, c'est très élevé. Au cours des 30 dernières années, le taux réel des fonds fédéraux a rarement dépassé le taux de croissance potentielle du PIB réel, qui est actuellement estimé à +1,8 %. Lorsqu'il l'a dépassé, l'économie américaine n'a pas tardé à s'enfoncer dans une récession.

La Fed est prise dans un cercle vicieux. Pour gagner la bataille contre l'inflation, elle doit resserrer substantiellement sa politique monétaire. Toutefois, en visant la stabilité macroéconomique, elle exerce beaucoup de pression sur les banques commerciales, en particulier les petites. Elle augmente *de facto* le risque d'instabilité du système financier américain.

Lorsque la Fed resserre fortement sa politique, les déséquilibres budgétaires aux États-Unis, déjà importants, sont susceptibles de s'accroître sérieusement. La hausse des taux d'intérêt s'accompagne d'une hausse des coûts du service de la dette pour tous les agents économiques qui sont lourdement endettés, notamment le gouvernement fédéral américain, dont la dette publique est supérieure au PIB et dont le déficit annuel dépasse 2 000 milliards de dollars, soit 8 % du PIB. On prévoit une augmentation massive de l'offre de titres de créance du Trésor. Lorsque le Trésor a procédé à des émissions importantes par le passé, la Fed était toujours là pour monétiser les titres de créance et amortir le choc de l'offre. Cette fois-ci, elle s'emploie à réduire la taille de son bilan, réduisant ainsi ses placements en titres du Trésor américain. Bref, un resserrement prolongé de la politique de la Fed s'accompagne d'un risque budgétaire croissant.

Europe

D'une récession superficielle à une récession plus profonde

Techniquement, la zone euro – l'Allemagne en tête – connaît déjà une récession. Jusqu'ici, la récession a été superficielle en raison

de l'élan donné à l'économie de la zone euro par les exportations nettes et l'accumulation des stocks. La surprise jusqu'à maintenant, c'est qu'elle est ciblée, l'Allemagne ayant été beaucoup plus durement touchée que les autres économies de la zone euro.

La résilience économique de la zone euro au premier semestre s'explique par les trois mêmes facteurs qui jouent dans la plupart des autres économies développées : l'épargne excédentaire accumulée durant la pandémie s'est étiolée; les banques commerciales européennes ont déployé des efforts pour atténuer les répercussions sur les propriétaires d'habitations; et les gouvernements ont réduit le solde de leur trésorerie à la BCE, neutralisant les efforts de la banque centrale visant à restreindre les liquidités du système bancaire. Sur ces trois plans, le soutien économique se transforme en un frein à la croissance.

Nous nous attendons à ce que la récession dans la zone euro s'accroisse au cours de la période de prévision. Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, les conditions financières dans la zone euro se sont nettement resserrées depuis l'automne 2022, surtout à cause de l'appréciation de l'euro pondérée en fonction des échanges commerciaux. Notre scénario de base table sur une récession dans la zone euro et une croissance moyenne du PIB réel de -0,6 % sur la période de prévision. Cette contraction sera semblable à celle de 2012, qualifiée de récession modérée.

Chine

Mesures de relance nécessaires

Les attentes peu reluisantes que nous avons communiquées au dernier trimestre à l'égard de l'économie chinoise se sont concrétisées. La réouverture de la Chine après la pandémie n'a pas donné les résultats attendus par la majorité des analystes, vu la faiblesse des données fondamentales des ménages. À l'avenir, ces forces négatives continueront de peser sur la vigueur de l'économie chinoise.

La dynamique du marché du travail est particulièrement faible pour les principaux segments de la demande de logements. Par exemple, le taux de chômage chez les jeunes dépasse 20 %, un sommet record. De plus, la demande de logements locatifs par les travailleurs migrants reste anémique. La déflation des loyers, l'offre excédentaire de logements et la faible abordabilité devraient inciter les investisseurs à rester sur la touche pour le moment. Sans un apport substantiel de la croissance du marché de l'habitation, la Chine aura du mal à afficher une forte expansion.

Les décideurs s'inquiètent de la reprise plus lente que prévu en Chine. Une croissance lente accentuera probablement l'écart de production négatif. Cet écart a déjà ramené l'inflation de base à 0,5 %, soit bien en deçà de la cible de 3 % de la Banque populaire de Chine pour 2023. La faiblesse de l'inflation est un problème pour une économie très endettée comme celle de la Chine, car elle alourdit le fardeau du service de la dette. Dans ces conditions, les décideurs n'ont d'autre choix que de stimuler encore plus l'économie, suffisamment (espérons-le) pour éviter qu'elle ne tombe dans un piège déflationniste. C'est toutefois plus facile à dire qu'à faire.

Cette fois-ci, les autorités chinoises disposent de moins de marge de manœuvre que lors des périodes de ralentissement économique précédentes. La Banque populaire de Chine ne peut pas réduire les taux. Elle ne veut pas accroître l'offre excédentaire de logements en créant une autre reprise alimentée par l'habitation, comme elle l'a fait entre 2016 et 2018. En ce qui concerne la politique budgétaire, le recours excessif aux mesures de relance dans le secteur des infrastructures depuis 2008 signifie que la Chine possède la plupart des infrastructures dont elle a besoin. Par le passé, ces mesures de relance ont entraîné des coûts de stabilité financière de plus en plus importants. Par conséquent, la dette des mécanismes de financement des gouvernements locaux a augmenté de près de 50 % du PIB au cours de la dernière décennie. La plupart de ces mécanismes ne sont pas rentables et affichent des flux de trésorerie d'exploitation négatifs, ce qui laisse entrevoir une marge de manœuvre limitée pour les infrastructures traditionnelles.

Nous nous attendons plutôt à ce que la Chine intensifie sa transition énergétique en mettant l'accent sur les véhicules électriques, les panneaux solaires, l'énergie éolienne, les réseaux intelligents et les usines de batteries. Nous nous attendons à ce que les banques de politique publique ou la Banque populaire de Chine jouent un rôle déterminant dans le financement de cette transition accélérée. Le gouvernement chinois devra aussi contribuer à stimuler l'économie au moyen d'incitatifs fiscaux pour l'énergie propre.

La croissance économique sous-jacente en Chine devrait demeurer faible, mais les mesures de relance devraient limiter le risque de baisse de l'économie chinoise. Nous prévoyons une croissance moyenne du PIB d'environ 5 % au cours des quatre prochains trimestres. Ce chiffre est conforme aux prévisions consensuelles, mais intègre aussi un soutien plus important de la politique publique, soit de 1 % à 1,5 % du PIB.

Mesures de relance nécessaires

Croissance du crédit en Chine (variation nette en % sur 12 mois)



Sources : Refinitiv Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. Selon les données disponibles le 11 juillet 2023.

Autres scénarios

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

Il est encore possible d'éviter une récession. Pour une banque centrale, opérer un atterrissage en douceur n'est pas une tâche facile. Le fait que tant de banques centrales visent simultanément ce résultat complique la réalisation de cet objectif. Un atterrissage en douceur nécessite que la politique monétaire réussisse à ralentir la croissance et produise juste assez de stagnation 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 réussi favoriserait le maintien de bonnes conditions sur le marché pour les actifs risqués.

Instabilité financière (probabilité de 10 %)

Dans ce scénario, la vitesse et l'ampleur des resserments monétaires déjà entrepris s'avèrent trop importantes pour le secteur bancaire et l'économie, ce qui entraîne des épisodes d'instabilité financière. Face à des répercussions plus graves sur la rentabilité et à la détérioration des conditions de liquidités, les banques n'auraient d'autre choix que de resserrer considérablement les normes de prêt. L'incidence combinée de la forte hausse des taux directeurs et du resserrement des conditions de prêts bancaires entraînerait une récession mondiale plus grave et plus longue que prévu dans nos prévisions de base. La destruction plus sévère de la demande serait accompagnée d'une décélération plus rapide de l'inflation. Dans de telles conditions, les banques centrales reviendraient en mode « assouplissement » beaucoup plus vite 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	2,2 %	0,6 %	-0,7 %	4,4 %	2,7 %	3,4 %	+50 pb
États-Unis	1,6 %	0,4 %	-0,4 %	4,0 %	3,0 %	3,5 %	+50 pb
Zone euro	1,0 %	0,8 %	-0,6 %	6,1 %	3,2 %	4,3 %	+50 pb
Chine	4,5 %	4,8 %	4,9 %	0,2 %	2,0 %	1,1 %	-
Japon	1,9 %	1,2 %	0,5 %	3,5 %	2,1 %	2,2 %	-
Monde	2,2 %	2,3 %	2,1 %	6,0 %	3,6 %	5,0 %	-

Source : Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données disponibles en date du 11 juillet 2023.

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.