



# PERSPECTIVES

Pour la période de 12 mois débutant le 1<sup>er</sup> octobre 2020

## Table des matières

Points saillants des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Perspectives des catégories d'actifs	3
Stratégie mondiale	3
Actions mondiales	4
Obligations mondiales	5
Devises	5
Matières premières et denrées	7
Tour d'horizon économique régional	8
Autres scénarios	11
Prévisions économiques	12

## La reprise en marche

Les taux d'intérêt plus bas et la perspective d'une reprise économique continue soutiennent l'essor des marchés boursiers. Certains secteurs de ces marchés sont allés trop loin, trop vite, plus tôt cette année, mais nous voyons le repli de septembre comme une phase de consolidation après une forte reprise plutôt que comme le début d'un repli du marché.

### Points saillants des catégories d'actifs

**Actions :** Entraînées par la forte progression de l'Asie, les actions des marchés émergents ont représenté le groupe régional le plus performant, dépassant même l'indice S&P 500.

**Revenu fixe :** Les obligations des marchés développés offrent peu de valeur; celles des marchés émergents présentent de meilleures occasions à saisir. Nous nous concentrons sur des marchés obligataires asiatiques choisis et des marchés affichant moins de volatilité, comme ceux du Chili et de la Pologne.

**Devises :** Avec un taux directeur de la Réserve fédérale américaine proche de zéro, une reprise économique en cours et l'adoption d'un nouveau cadre de ciblage d'une inflation moyenne par la Fed, le dollar américain subira probablement de plus en plus de pressions à la baisse.

**Chine :** D'importantes mesures touchant les infrastructures et de détente monétaire dynamisent la reprise de la Chine après le confinement — qu'il convient maintenant de qualifier d'expansion économique. L'économie chinoise devrait croître à un rythme moyen supérieur aux prévisions qui font consensus de 10 % au cours des quatre prochains trimestres.

# Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 30-septembre-20	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Canada - Taux des bons du Trésor - 3 mois	0,25 %	0,25 %	0,25 %
Obligations du Canada - 2 ans	0,25 %	0,20 %	0,60 %
Obligations du Canada - 10 ans	0,56 %	0,40 %	1,15 %
États-Unis - Obligations du Trésor- 10 ans	0,68 %	0,50 %	1,25 %
Allemagne - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,52 %	-0,55 %	0,30 %
Japon - Obligations gouvernementales - 10 ans	0,01 %	-0,25 %	0,25 %
Obligations du Canada - Rendement réel - 10 ans	-0,20 %	-0,10 %	0,15 %
Canada - Écart, obligations de sociétés, qual. supérieure	1,38 %	1,05 %	1,90 %
États-Unis - Écart, obligations à rendement élevé	5,58 %	4,15 %	7,25 %
Écarts des obligations souveraines de marchés émergents (en USD)	398	250	600
Indice des prix S&P/TSX	16 121	15 500	18 400
Indice des prix S&P 500	3 363	3 150	3 750
Indice des prix Euro Stoxx 50	3 194	3 000	3 650
Indice des prix Topix - Japon	1 625	1 525	1 850
Indice MSCI Marchés émergents	61 978	59 000	71 000
Dollar américain/Dollar canadien	1,3319	1,2800	1,3900
Euro/Dollar américain	1,1721	1,1000	1,2000
Dollar américain/Yen japonais	105,48	102,00	111,00
Dollar américain/Yuan chinois extraterritorial	6,78	6,30	6,90
Or	1 886	1 700	2 000
Pétrole WTI ( West Texas Intermediate )	40,22	40,00	55,00

# Perspectives des catégories d'actifs

## Aperçu mondial

### La reprise mondiale toujours sur la bonne voie

Dans notre dernière prévision trimestrielle, nous avons conclu qu'une reprise économique mondiale plus rapide que prévu généralement était en train de prendre forme grâce aux efforts colossaux déployés par les autorités budgétaires et monétaires. Nous restons du même avis. Bien entendu, cette prévision optimiste était et reste soumise à une condition : que la pandémie ne s'aggrave pas. Jusqu'à récemment, les statistiques étaient très encourageantes, avec un aplatissement des courbes d'infections dans la plupart des régions du monde. Mais dernièrement, le nombre de cas actifs de COVID-19 a recommencé à monter en de multiples endroits. Au point de compromettre la reprise économique mondiale en cours ? Nous avons quelques bonnes raisons d'en douter.

En ce qui concerne la propagation du virus de la COVID-19, il est important de tenir compte de ce que les capacités de dépistage ont considérablement augmenté depuis l'écllosion initiale, au début de 2020. Un peu partout dans le monde développé, le nombre quotidien de tests de dépistage de la COVID-19 administrés est maintenant cinq ou six fois supérieur à ce qu'il était au printemps. L'augmentation du nombre de tests quotidiens est tout aussi impressionnante dans beaucoup de pays émergents. Pendant la première vague, il y a eu peu de tests et, par conséquent, beaucoup d'infections n'ont pas été repérées. Aujourd'hui, on teste beaucoup et immensément plus de cas d'infection sont détectés. Si l'on corrige le nombre de cas actifs de cette distorsion, on constate que la première vague était nettement plus importante que celle d'aujourd'hui. Dans nos projections de base, nous nous appuyons sur deux hypothèses. Premièrement, qu'un vaccin entrera en jeu entre le quatrième trimestre de 2020 et le premier trimestre de 2021. Deuxièmement, que la deuxième vague sera maîtrisée de sorte qu'il ne sera pas nécessaire d'arrêter l'économie comme au printemps.

Notre optimisme pour les perspectives de croissance mondiale découle aussi des interventions des gouvernements et des banques centrales dans le monde entier. Avec des taux directeurs voisins de zéro et des déficits budgétaires qui ont grimpé en flèche, les banques centrales du monde développé n'avaient d'autre choix que de modifier radicalement le cadre opérationnel de leur politique monétaire de diverses manières. Premièrement, pour réduire nettement les risques d'une crise budgétaire, les banques centrales doivent venir à la rescousse des gouvernements en monétisant une très grande partie de leurs besoins d'emprunt qui augmentent rapidement. En effet,

les banques centrales achètent maintenant la plupart des nouvelles obligations émises par les gouvernements. De cette manière, les déficits budgétaires peuvent augmenter beaucoup plus sans soulever de craintes au sujet de l'accumulation explosive de dettes parce que les coûts d'emprunt des gouvernements sont maintenus ultra-bas.

Les banques centrales ne gonflent pas seulement leur bilan pour le bénéfice des administrations publiques. Elles le font aussi pour soutenir le secteur privé, et ce par deux canaux. Premièrement, les banques centrales ont soutenu le secteur bancaire en mettant en place des mécanismes plus importants de prêt aux banques, avec des conditions de financement nettement meilleures. Deuxièmement, un soutien clé a aussi été apporté aux sociétés non financières par l'élargissement des programmes d'achat d'actifs pour inclure la dette du secteur privé.

Ensemble, ces changements de politiques ont joué et continueront de jouer un rôle crucial. C'est la principale raison pour laquelle l'économie mondiale s'est engagée sur la voie de la reprise beaucoup plus rapidement qu'on le prévoyait généralement. Avec tous les efforts déployés pour relancer l'économie mondiale, une reprise planétaire plus rapide qu'on le prévoit généralement est probablement en marche, avec une croissance mondiale accélérant à +5,2 %. Cela, bien entendu, sous réserve que la pandémie mondiale ne s'aggrave pas.

## Politique de la Fed : Les leçons des années 1940

La Fed avait depuis longtemps une cible d'inflation de 2 % qu'il a été difficile d'atteindre ces dernières années. En août, elle a adopté un cadre politique de ciblage d'une inflation moyenne. Avec cette nouvelle approche, la Fed s'efforcera désormais de rattraper les insuffisances d'inflation passées par rapport à sa cible de 2 %. À titre d'illustration, l'inflation mesurée par l'indicateur PCE<sup>1</sup> a été en moyenne de 1,46 % depuis 2012, 0,54 point de pourcentage sous l'objectif. Cela implique que la Fed pourrait cibler une inflation de 2,54 % pendant les huit prochaines années pour atteindre une inflation moyenne de 2 % sur une longue période. Pour cela, elle ancrera son taux directeur pendant de nombreuses années.

Les parallèles entre le début des années 1940 et aujourd'hui sont frappants. Pendant la Deuxième Guerre mondiale, la Fed a orienté l'ensemble de ses opérations sur le marché libre de sorte à aider à financer les dépenses de guerre. Le déficit du gouvernement fédéral a atteint des proportions records (25 % du PIB) et la dette a explosé, culminant à 120 % du PIB.

La coopération de la Fed avec le Trésor s'est renforcée après Pearl Harbor, avec l'engagement de la Fed à fixer le taux des bons du Trésor de trois mois à 0,4 % et à imposer un plafond de 2,5 % pour les taux des obligations à long terme. Son objectif était clair : (1) réduire les coûts de financement de la dette publique et (2) augmenter l'inflation du système pour doper la croissance nominale. Cette époque a été marquée par une expansion rapide du bilan de la Fed (c.-à-d. la Fed a acheté des obligations du gouvernement) et des taux réels fortement négatifs.

La situation est aujourd'hui très similaire. La dette publique américaine suit un rythme d'accumulation explosif (140 % du PIB). La seule manière d'éviter une crise budgétaire est d'abaisser nettement les coûts d'emprunt du gouvernement et d'injecter plus d'inflation dans le système le plus rapidement possible. De ce point de vue, la situation est la même que celle des années 1940. Cependant, il y a d'importantes différences d'approche de la Fed entre 2020 et 1940.

La Fed vise actuellement à ce que le coût d'emprunt « global » de la nouvelle dette du gouvernement soit nettement plus bas que le coût d'emprunt effectif de la dette existante du gouvernement. La Fed cible l'ensemble de la structure de financement du gouvernement plutôt qu'un certain segment de la courbe des taux.

L'autre nuance est que, cette fois-ci la Fed vise implicitement des conditions financières accommodantes. Il ne s'agit pas seulement de maintenir des conditions financières souples pour les sociétés américaines non financières avec des taux d'intérêt bas. Il s'agit aussi de faire baisser le dollar américain, rendant ainsi les exportations des États-Unis plus concurrentielles et encourageant les consommateurs américains à acheter des produits de fabrication intérieure. À notre avis, cela augmente considérablement les chances de la Fed de faire monter de l'inflation et d'atteindre ses nouveaux objectifs.

Ce n'était pas le cas dans les années 1940. On se souviendra qu'en juillet 1944, un nouveau système monétaire international voyait le jour à Bretton Woods. Ce système a remplacé l'étalon or par le dollar américain comme monnaie mondiale. En conséquence, le dollar américain s'est renforcé et a eu un effet déflationniste pour les États-Unis.

## Stratégie mondiale

### Une pause sur le chemin de la reprise

Après un puissant rebond synchronisé des marchés pendant le deuxième trimestre, leur performance était inégale au troisième. À mesure que les mois ont passé, celle-ci s'est transformée en une correction plus synchronisée, avec un niveau accru d'aversion pour le risque reflété dans des indicateurs tels que le VIX. L'indice S&P 500 a chuté de près de 10 % de son sommet, alors que le pétrole, les métaux industriels, les obligations de sociétés à rendement élevé et les obligations souveraines des marchés monétaires ont tous subi des corrections. L'USD, une valeur refuge typique, s'est apprécié, mais d'autres valeurs refuges, comme les obligations gouvernementales du G10, n'ont pas bougé et l'or a en fait encaissé une forte correction.

Cette dynamique inhabituelle des marchés dénote une évolution qui était principalement motivée par l'humeur des investisseurs (c.-à-d. les marchés avaient grimpé trop et trop vite, avec beaucoup d'effets spéculatifs) et en partie par les caractéristiques fondamentales. Une deuxième vague de cas de COVID a semé l'incertitude au sujet de la trajectoire future de la reprise. De plus, après l'annonce d'un nouveau cadre de politique monétaire s'articulant autour d'une inflation moyenne, la Réserve fédérale a déçu les investisseurs en n'augmentant pas ses achats d'actifs. Elle a plutôt souligné la nécessité de voir la politique budgétaire jouer un plus grand rôle pour soutenir l'économie. Avec l'impasse à Washington, le problème est que le nouveau programme budgétaire fait toujours l'objet de tractations inspirées par des calculs politiques stratégiques juste avant la prochaine élection présidentielle.

Une autre question qui a retenu l'attention était de savoir si les actions étaient maintenant déconnectées de la réalité économique sous-jacente. Après tout, l'indice S&P 500 a nettement dépassé le niveau d'avant la COVID quelques mois à peine après la pire récession depuis la Deuxième Guerre mondiale. On s'attend à ce que la reprise économique continue de surprendre les prévisionnistes dans leur consensus – elle sera probablement achevée d'ici le milieu de l'année prochaine. Les opérations de bourse représentent des paris prospectifs sur l'économie, et il y a des raisons d'être optimistes. En outre, une partie de l'augmentation du marché boursier peut être attribuée à la diminution des taux d'intérêt, ce qui augmente la juste valeur des ratios C/B.

En définitive, même s'il semble y avoir certains excès spéculatifs (principalement concernant les actions des sociétés technologiques américaines à grande capitalisation), la montée du marché boursier semble justifiée par les perspectives d'une poursuite de la reprise économique et la faiblesse des taux d'intérêt. La correction de septembre devrait être interprétée comme une consolidation de la tendance après un puissant

rebond. La politique des banques centrales restera très accommodante pendant les prochaines années. Bien que les perspectives de la politique budgétaire soient moins claires, le bilan des risques devrait faire ressortir que les gouvernements ne voudront pas compromettre la reprise en retirant les mesures d'aide budgétaires trop tôt. La deuxième vague de COVID-19 présente des différences importantes avec la première. On ne peut pas comparer directement le nombre de nouveaux cas parce qu'aujourd'hui on effectue beaucoup plus de tests de dépistage. Malgré l'augmentation du nombre de nouveaux cas, le nombre de décès reste relativement stable. Mais surtout, les mesures de confinement sont plus ciblées et plus localisées, si bien que l'impact économique est plus bénin. Un vaccin devrait être disponible au début de 2021 et sa distribution commencera rapidement après cela. Cela marquera une étape importante sur le chemin de la reprise.

Les perspectives à moyen terme du marché boursier et d'autres actifs cycliques sont modérément intéressantes. Cependant, les incertitudes liées au virus et aux élections américaines ne seront probablement pas levées à court terme. Nous pourrions continuer de nous trouver dans un environnement dans lequel il y a peu de catalyseurs pour pousser les marchés à la hausse. Avec des taux voisins de 0 % sur les grands marchés d'obligations gouvernementales, les conditions nécessaires pour engendrer des rendements positifs des obligations sont très étroites. De plus, leur capacité d'offrir une protection dans un portefeuille équilibré est limitée. Globalement, notre stratégie de répartition des actifs reste prudente.

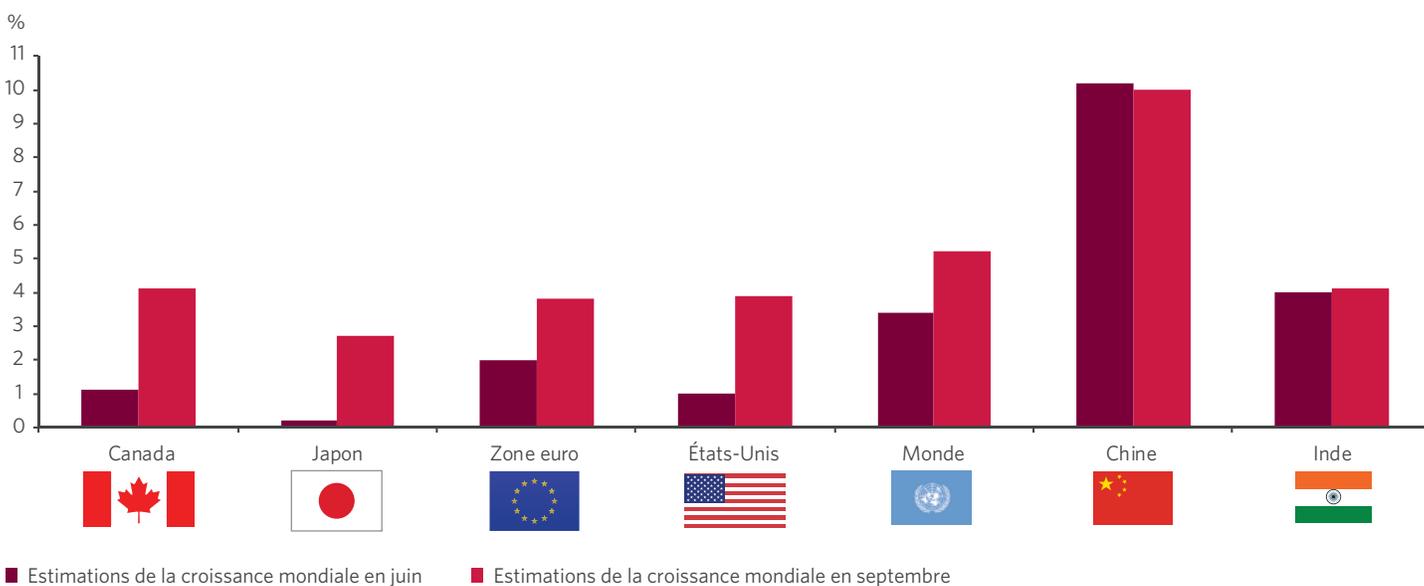
## Marchés boursiers mondiaux

### Rotations sectorielles

Alors que le marché boursier américain global est remonté à des niveaux d'avant la COVID, il existe certaines divergences importantes entre les secteurs et les pays. Les États-Unis ont le plus fait les manchettes à cause de la remontée incroyable de quelques sociétés technologiques. L'indice NYSE FANG+<sup>2</sup>, un indice de 10 sociétés technologiques américaines à grande capitalisation, s'est non seulement rapidement rétabli, mais a augmenté de 38 % par rapport à son sommet d'avant la COVID et affiche maintenant une hausse de 74 % depuis le début de l'année<sup>3</sup>. Ces sociétés étaient clairement des cas particuliers et une analyse serrée indique qu'elles ont fait l'objet de spéculations irrationnelles. Pendant ce temps, sans attirer beaucoup d'attention, d'autres secteurs comme ceux des matériaux et de la santé ont aussi été performants (quoique, de loin pas autant). Les marchés émergents ont représenté la région la plus vigoureuse, dépassant même l'indice S&P 500, grâce à une solide performance en Asie. Les producteurs d'énergie, les banques et, sur une base régionale, l'Europe et l'Amérique latine sont restés à la traîne.

Certains secteurs continueront se heurter à des obstacles sérieux et ne se rétabliront pas avant de nombreuses années. Pour l'essentiel cependant, l'activité économique ne sera pas perdue, mais redistribuée, et il y aura des gagnants et des perdants.

### Projections de la croissance mondiale : Prévisions de GAC septembre 2020 vs juin 2020



Source : Thomson Reuters Datastream, Gestion d'actifs CIBC Inc.

La solide performance des sociétés de technologie en témoigne; celles-ci sont largement perçues comme les grands gagnants de la tendance au télétravail. Du fait de la réduction de la demande de transport, le secteur de l'énergie a été frappé par une baisse des prix du pétrole. Les banques font face à une conjoncture difficile avec des taux d'intérêt bas et des courbes des taux obligataires quasi horizontales, ce qui écrase leurs marges nettes d'intérêts. Ces divergences sectorielles peuvent aussi, avec certaines limites, expliquer les différences de performance sur une base régionale. L'Asie a été vigoureuse grâce aux sociétés technologiques taiwanaises et coréennes, mais le secteur bancaire de l'Europe est à la peine. Les pays reliés à l'énergie comme le Brésil et le Mexique affichent une performance inférieure.

En ce qui concerne les valorisations, les différences régionales qui existaient avant la pandémie sont toujours présentes. Ces différences ont en fait été amplifiées après de puissants mouvements du marché pendant la pandémie. Les perspectives du marché dépendent des valorisations, de la manière dont chaque pays fait face à la pandémie et des mesures de stimulation déployées pour soutenir l'économie. Le marché boursier américain était le plus cher avant la pandémie, il l'est toujours – il est même devenu plus cher par rapport à d'autres régions. Le Congrès américain finira fort probablement par s'entendre sur un nouveau programme budgétaire, quant à savoir quand et comment celui-ci prendra forme, cela sera le résultat de marchandages et de compromis.

Les marchés émergents restent le plus intéressants, bien qu'ils aient déjà fortement rebondi. L'Asie a généralement mieux réussi à maîtriser la COVID-19 (à l'exception notable de l'Inde). La Chine profite de libertés qui ne sont pas présentes ailleurs et sera en mesure de déployer d'importantes mesures de relance budgétaires. Une poursuite de la reprise économique devrait conduire à une augmentation des prix des matières premières. Cela aidera les pays qui en sont producteurs et les marchés émergents sont sans doute en bonne posture pour continuer de se démarquer.

## Stratégies obligataires mondiales

À ce stade-ci, les obligations des marchés développés (MD) offrent peu de valeur. Sur la plupart de ces marchés, les réductions de taux par les banques centrales des MD ont poussé les taux réels sous zéro. Résultat, les porteurs d'obligations des MD ne seront pas rétribués pour leur prise de risque sur les taux d'intérêt. De plus, les programmes d'achat d'actifs des banques centrales ont éloigné les taux des obligations des MD de leur juste valeur (calculée sur la base des caractéristiques fondamentales), laissant très peu de prime de risque pour les investisseurs.

Les obligations des marchés émergents (MÉ) offrent plus de potentiel. Plusieurs facteurs devraient permettre aux obligations des MÉ (dans leur monnaie locale) de dépasser leurs équivalents des MD. La valorisation des MÉ est devenue

incontournable<sup>4</sup>, la plupart des courbes de taux des MÉ s'étant nettement redressées au cours des six derniers mois en raison de l'importante détente monétaire par les banques centrales des MÉ. Les obligations des MÉ tendent aussi à se démarquer quand les indicateurs avancés mondiaux s'améliorent et quand l'USD se déprécie — nous prévoyons actuellement les deux phénomènes dans notre scénario de base. Pour les obligations des MÉ libellées en USD, leur rendement supérieur depuis avril devrait se maintenir — la plupart des pays des MÉ ont réussi à gérer leurs difficultés budgétaires malgré le choc dû à la COVID. De plus, la stabilité relative récente des monnaies locales des MÉ par rapport au dollar américain est de bon augure pour les emprunteurs des MÉ en USD.

En termes de répartition géographique, nos prévisions optimistes pour la Chine justifient une exposition surpondérée aux marchés obligataires asiatiques comme ceux de la Malaisie, de la Corée du Sud et de l'Indonésie. Ces économies devraient profiter des retombées économiques de la Chine, conduisant à des afflux de capitaux étrangers soutenus vers la région et ses marchés financiers. Pour tenir compte de nombreux risques macro-économiques latents, nous nous concentrons sur les marchés obligataires moins volatils (bêta plus faible) pour le moment, comme le Chili et la Pologne, qui présentent un bon contexte structurel. Nous restons aussi flexibles, avec des obligations à rendement plus élevé de régions telles que l'Afrique du Sud et le Brésil, où les perspectives de croissance se sont nettement détériorées et où la reprise accuse un retard par rapport à d'autres marchés émergents.

## Principales stratégies obligataires mondiales

Reflétant notre scénario de base, nous recommandons une attitude procyclique dans les portefeuilles d'obligations mondiales. Cela se traduit par **une sous-pondération des obligations des marchés développés (MD)** et **une surpondération des obligations des marchés émergents (MÉ)**.

Nous recommandons une **attitude neutre en matière de durées** pour les obligations des MD, puisque la plupart des courbes de taux des MD sont devenues très plates au cours de la dernière année, si bien que les possibilités de monétiser la pente descendante de la courbe de rendement (roll down) sont inintéressantes.

En termes de répartition entre les pays des MÉ, notre attitude optimiste devant les perspectives de la Chine favorise une **surpondération de marchés obligataires asiatiques choisis**. Pour tenir compte des risques macro-économiques, nous nous concentrons aussi sur les **marchés à bêta plus faible, comme le Chili et la Pologne**.

Les taux obligataires à 10 ans américains et canadiens devraient rester relativement stables au cours des 12 prochains mois, évoluant dans une fourchette de 0,50 % à 1,25 % aux États-Unis et de 0,40 % à 1,15 % au Canada.

## Devises

### Dollar américain

Le cycle haussier du dollar américain est enfin remis sérieusement en question après avoir été en place depuis 2011. Une inversion de tendance se prépare-t-elle? Nous croyons que la probabilité en a nettement augmenté, pour plusieurs raisons. Premièrement, alors que la Fed réduit son taux directeur près de zéro, le dollar américain n'a plus son avantage en termes de taux d'intérêt — cela représente un changement de la donne. De plus, le billet vert est habituellement moins performant dans les phases de reprise de l'économie mondiale comme celle à laquelle nous assistons actuellement. Enfin, et ce n'est pas la moindre considération, avec l'adoption du nouveau cadre de politique monétaire de ciblage d'une inflation moyenne, nous pensons que la Réserve fédérale ciblera implicitement une dépréciation de l'USD. La vigueur du dollar américain et son effet négatif pour la compétitivité des entreprises américaines sont devenus un important sujet de préoccupation pour les autorités monétaires américaines. Cela explique en partie pourquoi la Fed a inondé le monde de liquidités en USD depuis mars. Pour être clairs, le retour à l'équilibre sera long. Au cours de la dernière décennie, le billet vert s'est apprécié de plus de 50 % sur une base pondérée en fonction des échanges au point d'être maintenant fortement surévalué. À l'avenir, il semble de plus en plus que l'USD subira des pressions de plus en plus fortes.

### Dollar canadien

Alors que les prix du pétrole se maintiennent dans une fourchette limitée et que l'environnement de risque est propice, le dollar canadien a poursuivi son ascension par rapport au dollar américain au troisième trimestre. Au début de septembre, les investisseurs haussiers avaient suffisamment confiance pour essayer de pousser le dollar canadien à la hausse afin de briser la tendance à la baisse à long terme qu'il suit depuis 2012 (par rapport au billet vert). Malheureusement, la tentative a échoué et le taux CADUSD est redescendu à 0,75.

À l'avenir, le dollar canadien devrait rester bien soutenu, se négociant entre 72 et 78 cents US (ou 1,28 à 1,39 USDCAD) sur l'horizon de prévision. Tout potentiel de hausse est tributaire de l'évolution du dollar américain sur une base généralisée. Dans une grande mesure, cela dépendra de ce qu'il adviendra de « l'anti-dollar US », c'est-à-dire, l'euro. Sans être une monnaie du bloc euro, le dollar canadien évolue habituellement au diapason de l'euro pendant les périodes de forte appréciation de la monnaie unique par rapport à l'USD et à de nombreuses autres devises. Vue sous cet angle, une percée du taux de change bilatéral EURUSD pour s'affranchir de sa tendance à la baisse

pluriannuelle se traduirait par une dépréciation généralisée du dollar américain dont le dollar canadien serait sans doute bénéficiaire.

### Euro

Au cours du troisième trimestre, l'euro a gagné beaucoup de terrain sur une base pondérée en fonction des échanges — suffisamment pour éveiller l'attention de la Banque centrale européenne. En fait, la monnaie commune de la zone euro est maintenant surévaluée de plus de 5 %. En 2011 et 2014, la BCE n'a pas hésité et a assoupli sa politique monétaire pour enrayer l'ascension de l'euro. En sera-t-il autrement cette fois-ci ? En ce moment, la grande préoccupation de la BCE concerne la situation sur le front de l'inflation. L'inflation selon l'IPC s'est déjà transformée en légère déflation et la vigueur de l'euro sur une base pondérée en fonction des importations exerce une pression à la baisse sur l'inflation des prix à l'importation. La vraie question, cependant, est de savoir si la BCE peut effectivement faire quelque chose pour arrêter l'appréciation de l'euro. Nous ne le pensons pas. Entre 2015 et 2018, la BCE achetait beaucoup d'obligations gouvernementales pour maintenir les coûts d'emprunt des gouvernements bas. L'assouplissement quantitatif pratiqué par la BCE consistait essentiellement à acheter des obligations gouvernementales au reste du monde, avec des sorties nettes exerçant une pression à la baisse sur l'euro. Aujourd'hui la BCE achète des titres de dette des gouvernements de la zone euro pour couvrir une grande partie de leurs besoins d'emprunt nouveaux et très importants (c.-à-d. monétisation de la dette). Cela élimine la pression à la baisse sur l'euro. Résultat, les fluctuations du taux bilatéral EURUSD seront probablement de plus en plus dictées par des déterminants fondamentaux favorables. Le taux EURUSD devrait se situer entre 1,10 et 1,20.

### Yen japonais

Au troisième trimestre, le yen japonais s'est extrêmement bien comporté, se négociant dans une fourchette très étroite. Le régime de politique monétaire de la Banque du Japon n'y est pas étranger puisqu'il implique : (1) une monétisation de la dette, c.-à-d. que les achats d'obligations du gouvernement par la banque centrale comblent dans une large mesure les nouveaux besoins d'emprunt de l'État; (2) une politique de contrôle de la courbe des taux pour maintenir les coûts du service de la dette et le fardeau global de la dette sous contrôle; (3) d'importants achats de titres de créance privés par la banque centrale (c.-à-d. papier commercial, obligations de sociétés, FNB et FPI); (4) un soutien illimité au système bancaire par des mécanismes de prêts aux banques assortis de conditions ultra souples. Résultat : la volatilité sur les marchés financiers est plus faible que d'habitude. Dans ce contexte, le taux de change bilatéral USDJPY devrait aussi bien se comporter, fluctuant entre 102 et 111.

## Matières premières et denrées

### Pétrole

Après une chute spectaculaire au début de l'année où les prix du pétrole ont brièvement été négatifs en avril, les prix se sont en fait quelque peu stabilisés, trouvant un équilibre près de 40 \$ US le baril. Ils ont oscillé entre 36 \$ et 43 \$ de juin à octobre. À noter que septembre a marqué le premier mois de 2020 où la demande mondiale de pétrole a dépassé l'offre, traduisant une transition continue vers la remise en marche de l'économie mondiale et la poursuite de la rationalisation de l'offre.

Dans les prochains temps, tous les regards seront braqués sur les élections américaines et leurs implications en termes de modification des mesures de relance et des politiques qui pourraient avoir une incidence sur l'offre et la demande d'énergie à mesure que se dérouleront le 4T 2020 et l'année 2021, et au-delà. La situation change quotidiennement, avec les espoirs d'un important programme de stimulation américain apparemment envisagé, puis retiré, à mesure que les camps politiques se positionnent en prévision du scrutin. Si l'on omet la politique, le redémarrage (ou non) de l'économie mondiale déterminera probablement l'équilibre de l'offre de la demande et par conséquent les prix sur le marché pétrolier au cours des prochains trimestres. Nous surveillerons les niveaux des stocks au cours des prochains mois pour voir si leur diminution s'accélère. En particulier, nous surveillerons les baisses de stocks de produits raffinés. La demande dans ce segment devra être au rendez-vous pour que les marges de raffinage s'améliorent et que s'installe une reprise durable des prix du pétrole.

Du côté de l'offre, on surveillera de près les indices de ce que prépare l'OPEP avant sa réunion de novembre/décembre. Une expansion graduelle de la production après ses importantes réductions plus tôt dans l'année pourrait être retardée pour faciliter le rééquilibrage du marché. Étant donné la faiblesse de l'économie mondiale, les investisseurs espèrent que les restrictions de production seront maintenues aux niveaux actuels.

Les risques pour les prix du pétrole sont notamment les suivants :

- Le ralentissement du redémarrage de l'économie mondiale par une deuxième vague planétaire de COVID-19
- Le respect ou le non-respect du groupe OPEP+ de ses restrictions de production
- L'annulation progressive des réductions de production antérieures de l'OPEP
- Le retour du pétrole libyen sur le marché
- Les risques généraux entourant les élections américaines et les implications pour la politique énergétique à long terme des États-Unis

### Or

Le prix de l'or a continué de monter en 2020, car les risques macro-économiques mondiaux restent élevés et les politiques budgétaires et monétaires sont de plus en plus accommodantes pour assurer un soutien économique pendant la pandémie. Depuis le début de l'année, le prix de l'or a gagné de 25 % et il se situait autour de 1 900 \$ US l'once en octobre, bien qu'il soit en baisse par rapport au pic du mois d'août de 2 063 \$ US l'once, un record absolu en termes réels.

La diminution du prix de l'or depuis ce sommet estival a été ordonnée, entraînée par de modestes mouvements à la hausse des taux d'intérêt et du dollar américain. Nous ne sommes pas surpris de certains replis dans la trajectoire ascendante du métal jaune. À moyen terme, nous entrevoyons un soutien pour l'or dans des scénarios économiques à la fois haussiers et baissiers, puisque nous nous attendons à ce que les taux d'intérêt nominaux soient plus bas pendant plus longtemps dans les deux scénarios.

Dans le scénario optimiste, nous escomptons un déploiement plus rapide d'un vaccin et une remise en marche complète plus rapide de l'économie mondiale, ce qui pourrait stimuler l'inflation en raison de la demande inassouvie des consommateurs. Dans un environnement de taux d'intérêt nominaux faibles, l'augmentation de l'inflation donnera lieu à des taux d'intérêt réels négatifs, ce qui, pensons-nous, serait favorable pour l'or. Dans le scénario pessimiste, le lancement d'un vaccin se fait attendre, les vagues de COVID-19 continuent à moyen terme et il faut à l'économie mondiale plus de temps pour revenir à la normale. Dans ce cas de figure, nous nous attendons à plus de soutien par le biais des politiques budgétaires et monétaires et, généralement, des risques macro-économiques plus élevés ce qui, pensons-nous, serait propice pour l'or.

Compte tenu de ce contexte macro-économique positif pour l'or, ce secteur a commencé à susciter l'intérêt d'une plus grande variété d'investisseurs généralistes. Les producteurs d'or ont soutenu cet intérêt en se concentrant sur une plus grande rigueur dans l'affectation du capital et la maîtrise des charges opérationnelles, ce qui devrait avantager la production de flux de trésorerie disponibles et entraîner une augmentation des dividendes.

Les indicateurs des perspectives de prix des métaux précieux que nous suivons sont :

- Les politiques budgétaires et monétaires mondiales
- La forme de la courbe des taux
- Les indicateurs d'inflation
- Les données macro-économiques mondiales, les chiffres de la pandémie et la situation politique/sociale
- Les risques généraux entourant les élections américaines et les implications pour la politique énergétique à long terme des États-Unis

# Tour d'horizon économique régional

## Canada

- L'importante amélioration des caractéristiques fondamentales de la consommation au Canada et les mesures ultra-accommodantes des autorités budgétaires et monétaires sont des éléments positifs.
- Selon les projections, la croissance du PIB réel canadien devrait s'établir en moyenne à +4,1 % sur l'horizon de prévision.

Avec l'assouplissement des mesures d'endiguement de la COVID-19, l'économie canadienne a, comme on s'y attendait, connu un solide rebond au troisième trimestre. La reprise a jusque-là été particulièrement impressionnante sur le front de la consommation, les ventes au détail et de gros ayant rattrapé tout le terrain perdu pendant le confinement. À première vue, il peut être tentant de s'interroger sur la durabilité de cette reprise accélérée. Après tout, les ménages canadiens ne sont-ils pas lourdement endettés?

Avec un ratio dette/revenu disponible de 167 %, les ménages canadiens sont en effet très endettés. Cependant, il reste que les caractéristiques fondamentales de la consommation sont maintenant beaucoup plus solides qu'elles l'étaient avant la récession, grâce à deux événements clés.

Premièrement, comme aux États-Unis, le choc pour la rémunération des travailleurs au Canada a été largement compensé par l'augmentation des prestations gouvernementales, ce qui a conduit à une forte augmentation du revenu disponible des ménages. Conjugué à l'impossibilité des consommateurs de dépenser, confinement oblige, cela s'est soldé par une forte hausse du taux d'épargne des ménages. À 28 %, ce taux d'épargne est le plus haut enregistré à ce jour. Cela représente des ressources massives pour les consommateurs qui pourraient être débloquées quand les craintes dues à la pandémie se dissiperont et que la vie reviendra à la normale.

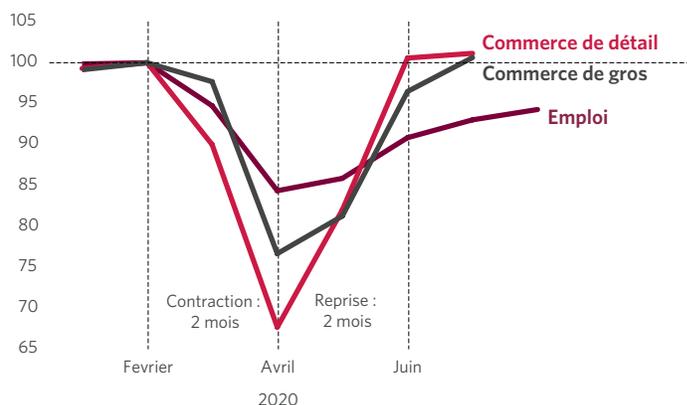
Deuxièmement, les caractéristiques fondamentales de la consommation se sont aussi améliorées nettement en raison de la forte baisse des taux d'intérêt décidée par la Banque du Canada. En trois mois à peine, le ratio du service de la dette des ménages canadiens a chuté d'un record absolu de 15 % du revenu disponible à 12,4 %. Cela constitue la chute la plus importante et la plus rapide du fardeau du service de la dette des ménages jamais vue.

Étant donné l'importante amélioration des caractéristiques fondamentales de la consommation au Canada et compte tenu des mesures ultra-accommodantes des autorités budgétaires et monétaires, la croissance du PIB réel canadien devrait s'élever

en moyenne à 4,1 % sur l'horizon de prévision. Les mesures d'endiguement ont été resserrées dans certaines régions du pays récemment, mais nous ne pensons pas que cela suffise pour compromettre la reprise économique du Canada.

### Reprise en V au Canada

Indicateurs coïncidents canadiens (début de la récession = 100)



Source : Thomson Reuters Datastream, Gestion d'actifs CIBC Inc.

### Ressources massives des consommateurs

Taux d'épargne des ménages canadiens (%)



Source : Thomson Reuters Datastream, Gestion d'actifs CIBC Inc.

## États-Unis

- Les revenus disponibles des ménages sont encore en hausse de 6 % six mois après le début de la contraction — ce n'est habituellement pas ce qui se passe dans une récession.
- Nous restons d'avis que l'économie américaine connaîtra une reprise en forme de V, avec une croissance du PIB américain réel qui devrait s'établir en moyenne à 3,9 % sur l'horizon de prévision.

La récession que viennent de connaître les États-Unis n'était à nulle autre pareille, avec une contraction très forte et très rapide de l'activité économique. Celle-ci découlait de mesures de confinement efficaces et des restrictions de la mobilité mises en place pour ralentir la pandémie. Elle constitue une récession due

à la consommation, la plus grande partie de la contraction du PIB réel ayant été attribuable au recul des dépenses de consommation. Sa particularité, cependant, et qu'il n'y a pas eu de contraction du revenu disponible des ménages. Après six mois, celui-ci est encore en hausse de 6 %. Inutile de dire que ce n'est pas ce qui se produit typiquement pendant une récession. Comment est-ce possible ? C'est simple, le choc pour la rémunération des travailleurs (c.-à-d. provoqué par des licenciements) a été largement contrebalancé par une augmentation massive des prestations gouvernementales.

Avec l'expansion rapide du revenu disponible et la frugalité forcée des consommateurs, le taux d'épargne des États-Unis a bondi au plus haut depuis 75 ans et se situe maintenant à 17,8 % du revenu disponible. Un tel bond du taux d'épargne est très rare. La dernière fois qu'on a assisté à un ralentissement de la consommation dans des proportions similaires remonte à la Deuxième Guerre mondiale. À l'époque, la fin de la guerre a permis une explosion des dépenses de consommation. En fait, la plus forte augmentation des dépenses de consommation annuelle constatée à ce jour a été enregistrée en 1946.

Évidemment, le fait que la courbe des infections à la COVID-19 des États-Unis n'a pas encore été aplatie avec succès constitue un motif de préoccupation. De ce fait, les consommateurs resteront probablement sur la touche plus longtemps, le taux d'épargne demeurant inhabituellement élevé. Mais toute percée sur le front médical reliée à la pandémie de COVID-19 permettrait une forte baisse du taux d'épargne et donnerait un puissant coup de pouce aux dépenses de consommation.

Pour cette raison importante et à cause des mesures fortes adoptées par les autorités monétaires et budgétaires américaines, nous restons d'avis que l'économie américaine connaîtra une reprise en forme de V. La croissance du PIB américain réel devrait s'établir en moyenne à 3,9 % sur l'horizon de prévision.

Avec une inflation dont on projette qu'elle sera bien inférieure à l'objectif, la Fed maintiendra sa politique ultra-accommodante sur tout l'horizon de prévision. L'adoption du cadre de politique monétaire ciblant une inflation moyenne implique que la banque centrale ancrera les taux d'intérêt près de zéro. Celle-ci veillera aussi à ce que les nouveaux coûts d'emprunt public soient nettement inférieurs aux coûts effectifs en ajustant ses achats de titres de créance. Cela implique aussi une poursuite de la monétisation de la dette et une expansion plus rapide de son bilan. La Fed vise maintenant des conditions financières plus souples et un affaiblissement du dollar américain fait partie de l'équation.

## Europe

- Notre prévision table sur une croissance du PIB réel moyen de 3,8 % dans la zone euro, comparable à celle que nous prévoyons pour les États-Unis.

- Les banques de la zone euro ont fortement augmenté leurs prêts à des sociétés non financières ainsi que leurs achats d'obligations de gouvernements de la zone euro.

Il y a trois mois, un des principaux éléments à retenir de notre prévision trimestrielle était que la zone euro connaîtrait une reprise rapide grâce à une forte impulsion politique et au déconfinement. Cette prévision est-elle maintenant menacée par l'augmentation des cas actifs de COVID-19 dans toute la zone euro? Notre prévision demeure valable pour deux raisons.

Premièrement, nous tenons compte du fait que les capacités de dépistage ont considérablement augmenté depuis que la pandémie s'est déclarée. Dans la zone euro, le nombre de tests de la COVID-19 effectués quotidiennement a augmenté d'environ 100 000 en mars à près de 500 000 par jour en septembre. Si l'on corrige le nombre de cas actifs de cette distorsion, nous constatons que la deuxième vague n'est de loin pas aussi forte que la première.

La deuxième raison de rester optimistes pour les perspectives de croissance de la zone euro se rapporte à la taille et à la composition du bilan de la BCE. Contrairement à la Fed, la BCE a principalement augmenté son bilan en accroissant ses prêts aux banques de la zone euro. Pourquoi est-ce important ? Les mécanismes de prêt TLTRO I et TLTRO II n'ont été utilisés par les banques de la zone que pour assainir leurs propres bilans (c.-à-d. refinancer d'anciens prêts de la BCE à un coût moins élevé). Les choses sont différentes cette fois-ci, les banques de la zone euro ayant fortement augmenté leurs prêts à des sociétés non financières ainsi que leurs achats d'obligations de gouvernements de la zone euro. Si le soutien additionnel des banques aux sociétés non financières était absolument nécessaire, l'élaboration d'un mécanisme pour voler au secours des gouvernements de la zone euro est la grande innovation ici.

En bref, la BCE a trouvé un moyen d'éliminer les limites nationales déterminées par la clé de répartition<sup>5</sup> de son capital. La BCE monétise maintenant indirectement l'essentiel des nouvelles émissions d'obligations gouvernementales en prêtant aux banques nationales de la zone euro à des taux négatifs et en leur demandant d'effectuer l'essentiel des achats d'obligations gouvernementales. En combinant à la fois les achats d'obligations gouvernementales de la BCE et des banques nationales de la zone euro, on constate que 70 % de la nouvelle dette émise ont jusque-là été monétisés, avec plus de soutien adressé aux pays étant le plus en difficulté budgétaire. Bref, la BCE a trouvé un moyen d'éliminer le risque d'une crise de financement de dettes gouvernementales dans la zone euro. Ce n'est pas rien.

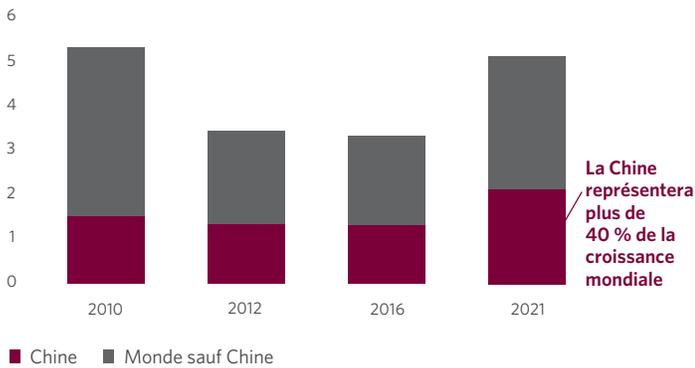
À la lumière de la situation sur le front de la politique monétaire et compte tenu de l'impulsion budgétaire encore à venir associée au plan de relance de l'UE, notre prévision table sur une croissance moyenne du PIB réel de 3,8 % dans la zone euro. C'est une reprise économique comparable à celle que nous prévoyons aux États-Unis.

## Chine

- La reprise de la Chine dépasse les prévisions qui faisaient consensus
- la consommation devient le moteur de la croissance de la Chine

### Reprises mondiales tirées par la Chine

Contributions à la croissance du PIB mondial (%)



Source : Thomson Reuters Datastream, Gestion d'actifs CIBC Inc.

La reprise de la Chine a continué de dépasser les prévisions qui faisaient consensus depuis notre dernière édition de *Perspectives* dans laquelle nous avons souligné cette probabilité. Comme la Chine ne connaît pas d'écllosion de la COVID-19 ni n'impose de restrictions majeures de la mobilité, d'importantes mesures de stimulation par les infrastructures et monétaires continuent d'amplifier la reprise depuis le déconfinement — ce qu'il conviendrait maintenant de qualifier d'expansion économique.

La Chine se trouve actuellement dans une conjoncture qui favorise une augmentation de la consommation, avec un cycle vertueux qui s'autorenforce entre l'offre, la demande, l'emploi et les profits. Cet environnement amplifiera aussi l'effet des mesures de stimulation à venir.

L'impulsion des mesures de stimulation culminera prochainement, mais elle devrait rester élevée étant donné sa taille (comparable aux mesures de stimulation de 2012 et 2016) et sa plus grande concentration sur les infrastructures (des projets qui sont construits graduellement au fil du temps).

De plus, la Chine est une des rares économies dans lesquelles la crise du virus a entraîné un important « choc » positif pour le compte courant. Avant la crise mondiale du coronavirus, la Chine avait un important déficit du commerce international lié au tourisme d'environ 5 % du PIB, reflétant d'importantes sorties nettes dues aux touristes chinois. Ce déficit a fondu et il est peu probable qu'il réapparaisse dans un avenir prévisible. Au lieu de cela, les consommateurs voyagent et dépensent à l'intérieur du pays, si bien que le choc du compte courant représente une mesure de stimulation de facto.

En bref, les retombées des mesures de stimulation et le choc du compte courant lié aux voyages renforceront et amplifieront le cycle vertueux, et il suscitera un environnement propice à une augmentation de la consommation. L'économie chinoise devrait continuer de croître à un rythme moyen supérieur aux prévisions qui font consensus de 10 % au cours des quatre prochains trimestres.

## Autres scénarios

### Reprise mondiale lente (probabilité de 25 %)

Dans ce scénario, il faut plus de temps pour mettre au point un vaccin efficace. La pandémie continue de s'intensifier et de se propager, alors que la réponse politique est largement inadéquate. Les actifs cycliques et à risque subirait une importante correction. De plus alors que la reprise économique chinoise continue, ses retombées sur le reste du monde sont beaucoup plus limitées. Le marché boursier a rebondi rapidement après la récession, dans l'espoir d'une reprise en forme de V. Comme ces espoirs ne se matérialisent pas dans ce scénario, les actions et les prix des matières premières connaîtraient une correction sévère. Étant donné qu'une grande partie du marché obligataire mondial affiche déjà des rendements négatifs, seuls quelques pays auraient encore la latitude de faire baisser leurs taux obligataires. Les actifs servant de valeur de refuge comme l'or grimperaient en flèche.

### Retour accéléré à la normale (probabilité de 15 %)

Le scénario optimiste table sur un vaccin qui devrait devenir disponible bien avant le printemps 2021. Une aversion faible pour le risque permet un retour à la normale plus rapide qu'anticipé et l'économie mondiale profite d'un coup de pouce supplémentaire de la consommation. La courbe des taux mondiale reste basse et ne concorde pas avec un redressement plus fort que prévu du cycle économique. Les taux obligataires proches de 0 % peuvent uniquement être justifiés par des politiques très accommodantes des banques centrales. Face aux prévisions d'une augmentation de l'inflation, le marché obligataire commencerait à tester la détermination des banques centrales. Le marché boursier continuerait de monter, et les secteurs le plus dépendants de la remise en marche l'économie produiraient un rendement nettement supérieur.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
<b>Reprise mondiale lente (25 %)</b>	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Métaux industriels	Or Obligations du Trésor américain Franc suisse
<b>Retour accéléré à la normale (15 %)</b>	Obligations internationales Obligations canadiennes Obligations du Trésor américain	Actions de sociétés à petite capitalisation Actions de valeur Pétrole



# Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel <sup>7</sup>	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle <sup>8</sup>	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	-13,0 % <sup>9</sup>	4,0 %	4,1 %	0,1 %	1,4 %	1,3 %	Près de 0 %
États-Unis	-9,0 %	2,0 %	3,9 %	1,3 %	1,7 %	1,7 %	Près de 0 %
Zone euro	-14,7 %	3,5 %	3,8 %	-0,3 %	0,6 %	0,7 %	Près de 0 %
Chine	3,2 %	9,2 %	10,0 %	2,4 %	2,0 %	2,0 %	Réduction du RRG <sup>6</sup>
Japon	-9,9 %	0,9 %	2,7 %	0,2 %	-0,2 %	0,2 %	Près de 0 %
Monde	-8,7 %	5,1 %	5,2 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %	-

<sup>6</sup>Réduction du ratio de réserves obligatoires

<sup>7</sup>Croissance du PIB réel (a/a %)

<sup>8</sup>année/année (%)

<sup>9</sup>Implicite (converti d'une base T/T)

Données du septembre 2020

Source : Datastream, Bloomberg, calculs de Gestion d'actifs CIBC

<sup>1</sup>Dépenses de consommation personnelles

<sup>2</sup>Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google

<sup>3</sup>Au 30 septembre 2020

<sup>4</sup>En termes de rendement courant avec une couverture de change

<sup>5</sup>Les fonds propres de la BCE proviennent des banques centrales nationales (BCN) de tous les États membres de l'Union européenne. Les quotes-parts des BCN dans ce capital sont calculées selon une clé de répartition qui reflète la part respective de chaque pays de la population totale et du produit intérieur brut de l'UE.

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. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses différentes plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Gestion des devises et d'actifs multiples et peuvent différer des opinions des autres équipes, au sein de la plateforme de placement intégrée de la Banque CIBC.



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