



PERSPECTIVES

Période de 12 mois débutant le 1^{er} avril 2021

Table des matières

<u>Points saillants des catégories d'actifs</u>	1
<u>Perspectives multi-actifs</u>	2
<u>Perspectives des catégories d'actifs</u>	3
<u>Stratégie mondiale</u>	3
<u>Marchés boursiers mondiaux</u>	4
<u>Stratégies obligataires mondiales</u>	5
<u>Devises</u>	6
<u>Matières premières et denrées</u>	6
<u>Perspectives économiques régionales</u>	7
<u>Autres scénarios</u>	10
<u>Prévisions économiques</u>	11

L'économie rugit

La croissance de l'économie mondiale sera la plus forte jamais enregistrée au cours des quatre prochains trimestres, à l'heure où la reprise se poursuit après la pire récession depuis la Deuxième Guerre mondiale. Pour ce qui est de la vaccination contre la COVID-19, le nombre de pays où l'immunité collective est enfin à portée de main augmente. De plus, les gouvernements des pays industrialisés disposent encore d'un arsenal impressionnant grâce à la pleine coopération de leurs banques centrales respectives.

Faits saillants des catégories d'actif

Actions : Dans la plupart des pays, les actions sont modérément surévaluées, mais leurs niveaux ne sont pas extrêmes. Les forces cycliques devraient pousser les actions à la hausse, mais les valorisations élevées pourraient limiter les gains potentiels.

Titres à revenu fixe : Nous continuons de privilégier les titres de créance des marchés émergents en raison d'un certain nombre de facteurs, notamment notre optimisme à l'égard des marchandises et de la Chine et nos prévisions à long terme de baisse du dollar américain.

Devises : Nous nous attendons à ce que la tendance baissière du dollar américain reprenne, compte tenu de la relance de l'économie mondiale, du maintien du taux directeur de la Réserve fédérale près de zéro et de l'adoption du ciblage de l'inflation moyenne, qui vise implicitement à affaiblir le billet vert.

Chine : Les prévisions générales sous-estiment la force de la demande mondiale, dont la Chine va bénéficier. Les périodes de forte croissance mondiale sont historiquement associées à de bonnes surprises économiques en Chine.

Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 31-mars-21	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Taux des bons du Trésor à 3 mois du Canada	0,25 %	0,25 %	0,25 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	0,22 %	0,20 %	0,65 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	1,56 %	1,00 %	2,15 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	1,74 %	1,25 %	2,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	-0,29 %	-0,45 %	0,10 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,09 %	-0,25 %	0,25 %
Taux des obligations d'État à rendement réel à 10 ans du Canada	0,22 %	-0,05 %	0,55 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,22 %	1,40 %	0,95 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	3,30 %	5,25 %	3,15 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	324	250	500
Indice S&P/TSX	18 701	17 750	20 500
Indice S&P 500	3 973	3 700	4 350
Indice Euro Stoxx 50	3 919	3 750	4 350
Indice Topix - Japon	1 954	1 850	2 150
Indice MSCI Marchés émergents	74 289	70 000	83 500
USD/CAD	1 2562	1 219	1 282
EUR/USD	1 1730	1 160	1 230
USD/JPY	110,72	104,00	112,00
USD/CNH	6,56	6,28	6,90
Or	1 708	1 600	2 200
Prix du pétrole WTI	59,16	57,00	75,00

Sources : Thomson Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Perspectives des catégories d'actifs

Aperçu mondial

L'économie rugit

Étant donné les efforts colossaux déployés partout dans le monde par les autorités monétaires et budgétaires de même que la réussite et l'accélération des campagnes de vaccination mondiales, l'économie mondiale devrait amorcer une reprise tout en vigueur. Après avoir connu sa pire récession depuis la Deuxième Guerre mondiale en raison de la pandémie et du confinement, l'économie mondiale s'apprête à enregistrer sa croissance la plus vigoureuse dans les annales au cours des quatre prochains trimestres (croissance moyenne de 7,8 % du PIB réel mondial entre le deuxième trimestre de 2021 et le premier trimestre de 2022). C'est assurément une très bonne nouvelle.

Bien entendu, nos prévisions haussières mondiales dépendent de l'évolution de la pandémie de COVID-19. De ce point de vue, un regain d'optimisme est justifié. Dans de nombreux pays industrialisés, la proportion de la population qui a reçu une première dose de vaccin augmente rapidement et le nombre de cas actifs progresse à un rythme décroissant. L'immunité collective est à portée de main dans un nombre de plus en plus grand de pays.

Nous sommes aussi très optimistes parce que les gouvernements disposent encore d'un arsenal impressionnant. Dans les pays industrialisés, les gouvernements ont pu accorder un soutien budgétaire colossal grâce à la pleine coopération de leurs banques centrales respectives. Cela a été possible parce que la plupart des déficits budgétaires historiquement importants qui ont été enregistrés depuis le début de la pandémie ont été monétisés, c'est-à-dire que les banques centrales ont activé leur planche à billets pour acheter le lourd fardeau des nouveaux titres de créance émis par les gouvernements.

Pour l'heure, la marge de manœuvre des politiques budgétaires reste sans contrainte. Les décideurs des autorités monétaires poursuivent leurs efforts pour que la situation budgétaire reste maîtrisable. Une croissance économique plus rapide et une hausse de l'inflation sont deux conditions nécessaires pour que les gouvernements mettent de l'ordre dans leurs finances, ce dont les autorités monétaires sont bien conscientes. Par conséquent, les autorités monétaires maintiendront l'orientation très expansionniste des politiques monétaires grâce à leurs mesures conjointes. Cela se traduira par le maintien des coûts d'emprunt à des niveaux extrêmement bas pour toutes les échéances. Dans cette optique, il est trop tôt pour fermer le bar, ce qui donne à penser que les liquidités mondiales resteront abondantes sur l'horizon prévisionnel. L'ampleur des liquidités est une condition essentielle à la poursuite de la remontée des actifs risqués.

Pour les investisseurs mondiaux, cependant, la réalité est que ces perspectives très optimistes de l'économie mondiale ont, en grande partie, déjà été prises en compte par les marchés financiers. De plus en plus d'intervenants du marché commencent déjà à appréhender le jour où les banques centrales procéderont à la ponction des liquidités excédentaires du système financier mondial. Ils ont raison. Un jour, l'amélioration de la

situation budgétaire sera suffisante et l'économie affichera une croissance et un niveau d'inflation raisonnables, ce qui permettra d'entrevoir la stabilisation du lourd fardeau d'endettement des gouvernements. Le moment venu, les autorités monétaires devront trouver un moyen de commencer à éponger les liquidités excédentaires sans causer trop de tort aux conditions économiques et financières. Cela s'annonce très difficile. Comme les États-Unis devraient connaître une reprise économique plus rapide et une inflation plus élevée que les autres pays industrialisés, la banque centrale qui interviendra en premier sera certainement la Réserve fédérale. Toutefois, l'engagement des autres banques centrales à coopérer avec les gouvernements sera de plus en plus remis en question par les investisseurs. Le recul du marché des obligations du Trésor américain et le raffermissement du billet vert au premier trimestre donnent un avant-goût de ce qu'on peut attendre sur l'horizon prévisionnel : une incertitude plus grande quant à l'orientation de l'économie et une volatilité plus forte des marchés financiers.

Stratégie mondiale

Rééquilibrage de la prime de risque obligataire

Quatre principales hypothèses sous-tendent nos perspectives économiques. Ces hypothèses déterminent non seulement notre scénario économique, mais ont aussi d'importantes implications pour les marchés financiers. Premièrement, une campagne de vaccination rapide et efficace permettra un retour à la vie normale après la COVID-19 et les vaccins resteront efficaces contre les variants. Deuxièmement, nous nous attendons à une forte reprise économique qui sera propulsée par la consommation. Les consommateurs disposeront d'une force énorme, soutenue par l'aide généreuse des gouvernements (ce qu'on appelle l'hélicoptère monétaire¹) et une hausse considérable de la rémunération des travailleurs, qui s'ajouteront à l'épargne excédentaire accumulée et à la faiblesse des taux d'intérêt qui réduit le coût de la dette. Troisièmement, la politique monétaire restera très accommodante et d'autres mesures de relance budgétaire sont attendues. Quatrièmement, l'inflation se ravivera à cause des tensions inflationnistes attribuables à l'augmentation des coûts, des pénuries d'approvisionnement, de l'escalade des prix de l'énergie et des fortes répercussions des taux de change (en cas d'inflation aux États-Unis).

Il est évident que des risques sont associés à ces hypothèses, mais ils relèvent de scénarios de rechange moins probables. Soulignons que les attentes à l'égard de la reprise économique font largement consensus. Les principales questions ne sont pas liées à l'économie proprement dite, mais aux marchés financiers; l'une de ces questions consiste à savoir jusqu'à quel point ce scénario positif a déjà été pris en compte.

Oublions les valorisations pour le moment et examinons les facteurs cycliques. Selon nos hypothèses, les perspectives des actions devraient être plutôt positives alors que celles des obligations le sont moins. Les actions font généralement bien en période d'expansion économique parce que les bénéficiaires sont solides et l'appétit pour le risque soutient des ratios C/B élevés. Par ailleurs, les taux obligataires devraient faire grimper les attentes d'un resserrement prochain des politiques. Les deux catégories d'actif ne sont cependant pas indépendantes, car la hausse des taux obligataires pourrait à un moment donné étouffer le marché haussier des actions. Quand? Il est difficile de répondre à cette question parce qu'il n'y a pas réellement de « point de rupture », c'est-à-dire le niveau des taux obligataires auquel les actions commenceraient à pâtir. Ce moment dépend plus de la perception des intervenants du marché et

de l'« humeur du marché », qui peut fluctuer selon les circonstances. Ce qui est réellement important dans l'évaluation de l'incidence des taux obligataires sur les actions, c'est la conjoncture.

Il faut garder en tête que l'augmentation des taux obligataires n'est pas forcément défavorable aux actions. Le plus important, c'est l'écart entre la croissance et les taux d'intérêt. Une croissance plus rapide que l'augmentation des taux obligataires est, dans une certaine mesure, favorable aux actions. Autre point à considérer : les perspectives des obligations seront fortement teintées par les attentes inflationnistes. La hausse des tensions inflationnistes provoque généralement des attentes à l'égard du resserrement de la politique monétaire, ce qui fait monter les taux obligataires. Les dirigeants des banques centrales ont toutefois indiqué très clairement qu'ils voulaient que l'inflation augmente et qu'ils feraient abstraction des facteurs temporaires et toléreraient même un taux d'inflation supérieur à la cible, officiellement (dans le cas de la Fed) ou officieusement (dans celui de la Banque centrale européenne). En d'autres termes, la fonction de réaction des politiques monétaires a changé; il faudrait donc s'attendre à une relation différente entre l'inflation, les taux obligataires et les actions. Par conséquent, nous ne prévoyons pas que la hausse de l'inflation et des taux obligataires pénalisera lourdement les actions.

En ce qui concerne la valorisation relative des actions et des obligations, on constate que la situation a beaucoup changé au cours des derniers mois. Pendant que les actions poursuivaient leur remontée, les taux obligataires ont augmenté à l'échelle mondiale tant dans les pays industrialisés que les pays émergents. Résultat : les valorisations des actions et des obligations sont maintenant généralement comparables. Pour comparer les valorisations des deux catégories d'actif, nous utilisons principalement notre modèle de prime de risque multi-actif. D'après ce modèle, les actions offrent encore une prime de risque supérieure à celle des obligations, ce qui devrait être le cas la plupart du temps puisque les actions sont plus risquées que les obligations. Or, une fois que la prime de risque de chaque catégorie d'actif est corrigée de la volatilité, on se rend compte que dans les pays industrialisés, les obligations offrent maintenant une prime de risque comparable à celle des actions. Il y a des exceptions, par exemple la zone euro et le Japon, où les taux obligataires sont encore assez bas. Nous ne disons pas que les obligations ont atteint leur juste valeur, précisons-le. Les rendements obligataires sont encore inférieurs à notre valeur d'équilibre à long terme. Par exemple, à la fin de mars au Canada, les obligations gouvernementales à 10 ans se négociaient à 1,56 % alors que notre cible à long terme est de 2,21 %. Ce qu'il faut plutôt comprendre, c'est que les actions tout comme les obligations sont maintenant surévaluées. Les actions sont plus surévaluées qu'elles ne l'étaient ces derniers temps tandis que les obligations le sont moins.

Marchés boursiers mondiaux

Les forces cycliques et les valorisations se livrent un bras de fer

Les perspectives économiques peuvent être assez favorables aux actions, mais la plupart des bonnes nouvelles ont apparemment déjà été prises en compte. Dans le cycle économique décrit dans les manuels, après une récession, les investisseurs commencent à anticiper la reprise avant qu'elle se matérialise. Les bénéfices réalisés restent décevants, mais les bénéfices prévisionnels vont augmenter bien avant les bénéfices des 12 derniers mois et les cours des actions vont grimper en raison de l'amélioration des attentes.

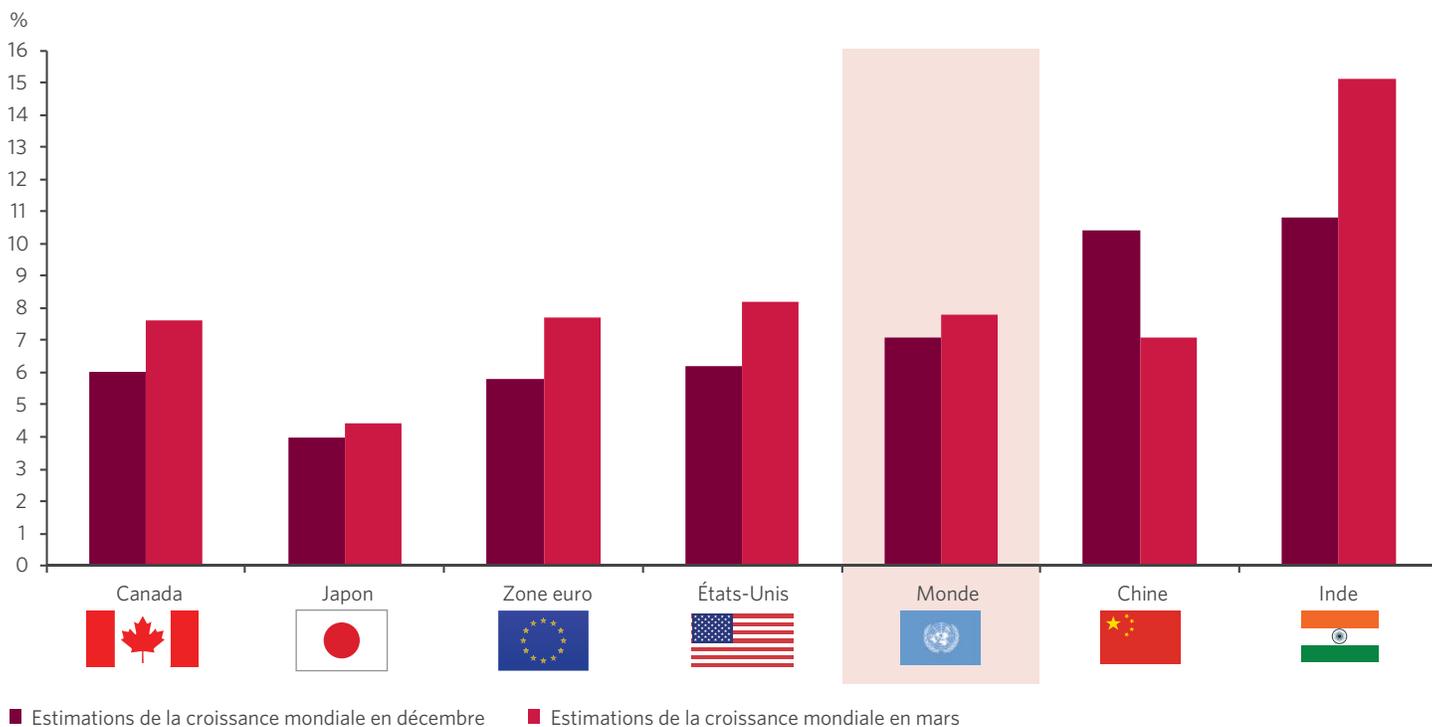
Ainsi, les ratios C/B fondés sur les bénéfices des 12 derniers mois devraient augmenter et pourraient dépasser leurs niveaux d'avant la récession, car les cours montent alors que les bénéfices ne le font pas. Cependant, des ratios fondés sur les bénéfices prévisionnels devraient être moins sensibles au cycle des bénéfices parce que les cours et les bénéfices prévisionnels augmentent en même temps. Si l'on applique cette logique à la situation actuelle, les valorisations pourraient devenir un obstacle : les ratios C/B prévisionnels ont déjà fortement augmenté. Essentiellement, non seulement le marché tient-il compte d'une remontée des bénéfices, mais il s'attend aussi à ce que les prévisions de bénéfices soient nécessairement revues à la hausse.

Les bénéfices devraient augmenter au cours des 12 prochains mois de 22 %, 30 % et 45 % respectivement aux États-Unis, dans la zone euro et au Canada. Ces taux paraissent de prime abord élevés, mais ils sont conformes aux reprises qui ont succédé à des récessions dans le passé. Vu la nature inédite du cycle actuel, il est difficile de prévoir la croissance des bénéfices. Compte tenu de la très forte relance prévue de l'activité économique, il est raisonnable de s'attendre à une remontée des bénéfices plus forte que d'habitude. Donc, il est peut-être envisageable que les projections de bénéfices soient revues à la hausse. Comme nous venons de le faire valoir, cette éventualité a déjà été prise en compte de sorte que la barre est haute.

La situation est relativement uniforme dans l'ensemble des pays. Dans la plupart des pays, les actions sont modérément surévaluées, mais leurs niveaux ne sont pas extrêmes. À long terme (sur 5 à 10 ans), la valorisation est un important moteur de rendements. Cependant, d'un point de vue tactique (sur 6 à 18 mois), nous pensons que la valorisation est un moteur de rendement accessoire, à moins que le cours ne devienne très sous-évalué ou surévalué. Ce n'est pas encore le cas des actions. Dans le contexte actuel de très forte croissance et de politiques monétaires extrêmement souples, on ne peut exclure la possibilité que les valorisations continuent d'augmenter et atteignent des niveaux extrêmes. Bien que cela soit possible, il est difficile de se prononcer en faveur des actions en tablant seulement sur le fait que les valorisations, qui sont déjà élevées, pourraient le devenir encore plus — il faut s'appuyer sur d'autres facteurs. Le scénario le plus probable est que les forces cycliques pousseront les actions vers le haut, mais que les valorisations élevées limiteront les gains potentiels.

Pour poursuivre sur le thème des valorisations, nous avons soutenu dans le passé que les actions des marchés émergents étaient sous-évaluées et beaucoup plus attrayantes que les actions américaines, qui étaient surévaluées. Toutefois, le rendement des derniers mois a partiellement comblé cet écart. Par exemple, depuis le dernier trimestre de 2020, les actions de la Corée, de Taïwan et de l'Inde ont enregistré des augmentations d'environ 35 %; elles ont été portées par la hausse des ratios C/B. Ces pays représentent un peu plus du tiers de l'indice des marchés émergents (la Chine figure pour un autre tiers et tous les autres pays comprennent le reste). Dans l'ensemble, les marchés émergents sont en hausse de près de 70 % depuis mars 2020. La vigueur des prix des marchandises et la faiblesse du dollar américain soutiendront les marchés cycliques, de sorte que les marchés émergents devraient continuer de produire de bons rendements. Cette fois-ci, ce ne sont pas les valorisations qui stimuleront les rendements.

Projections de la croissance mondiale : Prévisions de GAC mars 2021 vs décembre 2020



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Stratégies obligataires mondiales

Au premier trimestre, les obligations mondiales ont accusé une baisse rapide, l'indice de référence des obligations mondiales² ayant perdu 3,09 %. Des tensions ont aussi été palpables sur les marchés émergents, où les gains de l'indice de référence³ sont passés de 4,22 % à 4,99 %. Le rendement globalement décevant des obligations mondiales peut être attribué à un dénominateur commun : le remaniement rapide des cours sur la courbe des taux obligataires américains, les taux des obligations du Trésor américain étant passés de 0,92 % à 1,68 %.

L'adoption par la Réserve fédérale de sa nouvelle approche de ciblage de l'inflation moyenne a contribué à faire grimper les attentes inflationnistes des intervenants du marché au premier trimestre. À cela s'est ajoutée la perspective d'une accélération de la vaccination qui fait espérer la remise en marche de l'économie mondiale, si bien que les taux obligataires se sont redressés au début de l'année après avoir touché des niveaux très bas en raison de la pandémie. Ces niveaux reflètent l'espoir d'un retour à une activité économique plus normale au cours des prochains mois et ont fait augmenter la portion des taux obligataires nominaux correspondant aux taux d'intérêt réels.

Compte tenu de nos perspectives à l'égard des taux réels et des taux neutres (voir l'encadré), les taux des obligations du Trésor devraient se négocier autour de 1,75 % sur l'horizon de placement. Les taux obligataires à 10 ans devraient osciller entre 1,25 % et 2,25 % aux États-Unis et entre 1,00 % et 2,15 % au Canada.

Du côté des répartitions des obligations souveraines, notre stratégie obligataire reste semblable à celle du dernier trimestre malgré la récente volatilité. Nous continuons de surpondérer les obligations des marchés

émergents et de sous-pondérer celles des marchés industrialisés. Les hausses récentes des taux des obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale offrent l'occasion d'étoffer les placements sur ces marchés. Comme la volatilité du marché des obligations du Trésor américain se dissipera au cours des prochains trimestres, les obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale devraient renouer avec une bonne tenue. D'autres facteurs nous incitent à voir d'un bon œil les titres de créance des marchés émergents : la pente accentuée de la courbe des taux, les taux réels élevés selon les normes historiques, notre optimisme à l'égard des marchandises et de la Chine, les tensions inflationnistes modérées dans la plupart des pays des marchés émergents, l'amélioration de la structure de ces marchés depuis cinq ans et nos prévisions d'une baisse durable du dollar américain.

En résumé

Taux de rendement réels et seuil de rentabilité (c.-à-d. la composante relative aux attentes d'inflation du taux nominal)

Pour chaque composante, le taux de rendement réel des obligations à 10 ans est passé de -1,06 % à -0,68 %, et le seuil de rentabilité a commencé le trimestre à 1,97 %, pour finir à 2,36 %. À l'avenir, cette dynamique devrait se stabiliser. Notre scénario de base laisse entrevoir une hausse graduelle du seuil de rentabilité et une stabilisation des taux de rendement réels bien en deçà de 0 %. La hausse du seuil de rentabilité devrait être limitée à partir de maintenant, car

la hausse de l'inflation aux États-Unis est en grande partie prise en compte sur le marché obligataire. Déjà à 2,30 %, le seuil de rentabilité devrait plafonner à environ 2,60 %, pour ensuite reculer aux alentours de 2,30 %.

Les perspectives pour les taux de rendement réels semblent toutefois moins simples. Même si, traditionnellement, une croissance vigoureuse fait grimper le taux de rendement réel, la Réserve fédérale devrait continuer d'exercer une influence sur ce marché en poursuivant ses achats actifs afin de faciliter le financement de la dette massif attendu. Par conséquent, les taux réels devraient demeurer près de -0,50 % pour l'horizon prévisionnel, et on ne peut exclure un recul à des niveaux encore plus bas.

Devises

Dollar américain

Le dollar américain a orchestré un retour au premier trimestre de 2021 en s'appréciant de plus de 2 %, après pondération en fonction des échanges. Le raffermissement du billet vert depuis le début de l'année a été particulièrement fort par rapport au yen japonais, au franc suisse et à l'euro. Ce n'est pas une coïncidence si l'appréciation du dollar s'est produite au moment précis où les obligations du Trésor américain subissaient un recul prononcé, attribuable à une forte reprise cyclique aux États-Unis. Au cours des prochains mois, cependant, les autres pays industrialisés accéléreront leurs campagnes de vaccination et assoupliront leurs mesures de confinement, ce qui mènera à une généralisation de la reprise économique.

La tendance à la baisse du dollar américain devrait reprendre, compte tenu des forces en présence. D'abord, le billet vert a l'habitude de se comporter défavorablement dans les phases de reprise économique mondiale comme celle qui se déroule en ce moment. Ensuite, le taux directeur de la Fed étant maintenu près de zéro, le dollar américain ne dispose plus de l'atout du taux d'intérêt. Enfin, et surtout, avec l'adoption de son nouveau cadre politique de ciblage de l'inflation moyenne, la Réserve fédérale vise implicitement à affaiblir le dollar américain et continuera d'inonder le monde de liquidités en dollars américains.

Dollar canadien

Depuis qu'il a touché des creux cycliques à la fin mars, le dollar canadien s'est redressé par rapport au dollar américain, enregistrant des gains cumulatifs d'environ 17 %. Selon nous, le dollar canadien pourrait encore s'apprécier par rapport au dollar américain pour trois raisons.

Premièrement, la valorisation ne fait toujours pas obstacle à une appréciation accrue du dollar canadien. Lorsque le dollar canadien a amorcé son redressement à la fin de mars, sa juste valeur a suivi le mouvement en raison d'une amélioration rapide des termes de l'échange. En fin de compte, sa valorisation n'a presque pas diminué.

Soulignons aussi que le choc positif des termes de l'échange, qui a fait grimper le dollar canadien, ne tient pas uniquement au raffermissement des prix de l'énergie. Les prix des marchandises hors énergie ont fortement rebondi après avoir touché des creux cycliques au début de 2020. À l'avenir, le choc positif des termes de l'échange pourrait être encore plus fort en raison de la hausse des prix de l'énergie et hors énergie.

Le fait que les taux des obligations du gouvernement du Canada aient augmenté en même temps que ceux des obligations du gouvernement des États-Unis entre également en ligne de compte. Les taux des obligations du Canada à 10 ans se négocient maintenant à 1,54 %, soit environ 100 points de base (pb) de plus qu'en 2020. Par conséquent, les obligations du Canada sont maintenant aussi intéressantes qu'avant la pandémie, sans couverture.

Le dollar canadien devrait, pour toutes ces raisons, poursuivre sa remontée. À l'avenir, le dollar canadien devrait se négocier entre 78 et 82 cents US (ou entre 1,22 et 1,28 USD/CAD) sur l'horizon prévisionnel.

Le dollar canadien se négocie encore en territoire sous-évalué

Taux de change de la paire CAD-USD et estimation de la juste valeur par GAC



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Euro

Depuis plus de 13 ans, l'euro accuse une baisse durable comparativement au dollar américain. À quatre occasions, l'euro a vainement tenté de se redresser. On a assisté à une cinquième tentative de remontée pendant la deuxième moitié de 2020, mais on ne sait toujours pas si le dénouement sera positif. L'euro a en effet atteint 1,23 par rapport au dollar américain au début de 2021, mais il a perdu du terrain depuis. Il a récemment testé de nouveau ses principaux niveaux de soutien. À notre avis, une fois que les conditions cycliques commenceront à s'améliorer en Europe, l'euro récupérera une partie de ses pertes récentes. À plus long terme, il est probable que les fluctuations du taux de change de la paire euro-dollar américain dépendront de plus en plus du soutien des paramètres fondamentaux. Le taux de change eurodollar américain devrait se situer entre 1,16 et 1,23.

Yen Japonaise

Depuis le début de 2021 et parmi les devises fortes, le yen japonais est la devise qui s'est le plus dépréciée comparativement au dollar américain. Pourquoi? Depuis presque cinq ans, la Banque du Japon maintient les taux à 10 ans autour de zéro dans le cadre de sa politique de contrôle de la courbe des taux (CCT). Par conséquent, les épisodes de repli du marché des obligations du Trésor américain ont généralement entraîné le renforcement du taux de change de la paire dollar américain-yen japonais. L'épisode du début de 2021 n'a pas fait exception. L'augmentation de 80 pb des taux des obligations du Trésor américain à 10 ans qui a été enregistrée depuis janvier s'est traduite par une appréciation de 7,4 % du dollar américain par rapport au yen. Comme le potentiel d'augmentation des taux des obligations du Trésor par rapport aux niveaux actuels est limité, le taux de change de la paire dollar américain-yen japonais devrait fluctuer entre 104 et 112 sur l'horizon prévisionnel.

Matières premières et denrées

Pétrole

Les prix du pétrole ont été variables depuis le début de l'année, passant d'un creux de 47 \$ le baril en début d'année à un pic de 66 \$ le baril au commencement de mars, avant de se stabiliser autour de 60 \$ le baril vers la fin du mois et en avril. Les fluctuations des prix ont été provoquées par les craintes d'une troisième vague de COVID-19 durable, contrebalancées par l'optimisme suscité par l'accélération des taux de vaccination dans le monde entier.

À l'avenir, la clé de la demande de pétrole en provenance des utilisateurs finaux sera le rythme des campagnes de vaccination dans certains pays et régions. Les États-Unis continuent de mener la course, à coups de fermetures et de réouvertures, tandis que l'Europe s'appête à accélérer sa propre campagne après plusieurs mois de déploiement plus lent que prévu. La consommation de pétrole brut en Chine reste forte, ce qui contribue grandement à soutenir le marché.

Du côté de l'offre, l'OPEP+ fait preuve de stratégie dans l'augmentation de sa production, ce qui, jusqu'à maintenant, a contribué à soutenir le prix du pétrole. Le nombre de plateformes pétrolières en exploitation à l'échelle mondiale augmente après avoir été très bas, mais il faut souligner que le rythme de croissance a été acceptable jusqu'à maintenant et qu'il est parti de loin. Aux niveaux actuels des prix du pétrole, nous nous attendons à ce que les producteurs soient tentés d'augmenter leur production et nous allons suivre de près la croissance de la production jusqu'à la fin de l'année.

Dans l'ensemble, nous croyons que les perspectives pour la deuxième moitié de 2021 sont bonnes pour les prix du pétrole. L'augmentation de la demande mondiale et la rigueur des approvisionnements devraient contribuer à maintenir le marché dans une situation assez serrée, ce qui, selon nous, sera favorable aux prix.

Or

Le prix de l'or a été malmené depuis le début de l'année. Après avoir culminé à 1 950 \$ l'once en janvier, il est tombé à moins de 1 700 \$ l'once en mars avant de rebondir à 1 750 \$ l'once à la mi-avril. La chute du prix de l'or a coïncidé avec la hausse des taux d'intérêt, le taux des obligations américaines à 10 ans étant passé de 0,9 % au début de l'année à 1,7 % en avril.

Les perspectives de l'or restent, à notre avis, positives et le seront pendant la deuxième moitié de l'année. Les politiques monétaires et budgétaires devraient rester accommodantes au fur et à mesure que les économies mondiales prendront du mieux et redémarreront une fois que les campagnes de vaccination auront accéléré. L'augmentation de la masse monétaire, la baisse des taux d'intérêt et la volonté des banques centrales de tolérer un niveau d'inflation supérieur à la normale pourraient être favorables à l'or cette année. Par ailleurs, si les taux de vaccination augmentent plus lentement que prévu et que la reprise de l'économie mondiale s'enlise, les investisseurs pourraient se tourner vers des placements sécuritaires. Le prix de l'or pourrait aussi bénéficier de ce facteur au cours des mois et des trimestres à venir.

Nous continuons de surveiller les éléments suivants, qui sont des indicateurs des perspectives pour les prix des métaux précieux :

- Les politiques budgétaires et monétaires mondiales
- La forme de la courbe des taux obligataires
- Les indicateurs de l'inflation
- Les données macroéconomiques mondiales, les données sur la pandémie et les événements politiques et sociaux

Cuivre

Le prix du cuivre a été fort depuis le début de l'année, passant d'un creux de 3,50 \$ la livre au début de 2020 à un sommet en neuf ans de 4,35 \$ la livre à la fin de février, avant de se stabiliser autour de 4,00 \$ la livre au début d'avril. Le prix a été stimulé par la forte demande en provenance de la Chine et des contraintes du côté de l'offre imposées par d'importants pays producteurs en Amérique du Sud.

La vigueur persistante de la demande provenant de la Chine exercera une influence importante sur le prix du cuivre jusqu'à la fin de l'année. Ces dernières semaines, les niveaux des stocks de cuivre ont augmenté, mais ils étaient auparavant très bas. Si la demande augmente au cours des prochains mois, le marché physique du métal rouge pourrait se resserrer, ce qui renforcera son prix. Du côté de l'offre, la campagne de vaccination au Chili va bon train, mais la pandémie gagne en vitesse et les autorités ont annoncé récemment la fermeture des frontières pendant un mois. Il sera important de suivre de près la production des principaux pays d'Amérique du Sud au cours des prochains mois pour voir si l'offre peut rattraper la demande cette année.

Selon nous, la conjoncture sera favorable au cuivre pendant la deuxième moitié de 2021. La demande en provenance de la Chine devrait être forte et la demande des États-Unis et de l'Europe pourrait accélérer à mesure que les conditions économiques commenceront à se normaliser. Il est possible que le marché du cuivre se resserrer, ce qui contribuerait à l'appréciation du prix du cuivre pendant l'année puisque nous nous attendons à ce que l'offre peine à répondre à la demande.

Perspectives économiques régionales

Canada

- Nous prévoyons que le taux de croissance du PIB réel moyen sera de 7,6 % (sur 12 mois) sur l'horizon prévisionnel, soit l'une des croissances les plus élevées depuis la Deuxième Guerre mondiale.
- Nous suivrons de près l'évolution de la situation quant à la viabilité de l'endettement des provinces.

La reprise de l'activité économique au Canada ne s'est pas démentie au début de l'année malgré la recrudescence du virus et les mesures de reconfinement. Le déploiement des vaccins étant appelé à s'accélérer au cours des mois à venir, l'économie canadienne devrait à partir de maintenant poursuivre sur sa lancée. Notre scénario de base prévoit que le taux de croissance du PIB réel moyen sera de 7,6 % (sur 12 mois) sur l'horizon prévisionnel, soit l'une des croissances les plus élevées depuis la Deuxième Guerre mondiale.

Les consommateurs devraient rester le moteur de la croissance au Canada cette année. Le refoulement de la consommation et l'augmentation du revenu disponible ont mené à une forte hausse de

l'épargne des ménages en 2020. Une partie de l'épargne accumulée sera vraisemblablement dépensée à mesure que l'économie se remettra en marche. Les paramètres fondamentaux liés à la consommation devraient aussi s'améliorer cette année. La rémunération des travailleurs devrait continuer d'augmenter en contexte de reprise du marché du travail tandis que les faibles taux d'intérêt devraient maintenir le service de la dette des ménages à un niveau modeste. Les ménages tirent aussi parti d'un effet d'enrichissement substantiel grâce au solide rendement des actifs et à la flambée des prix des maisons.

De plus, les autorités budgétaires et monétaires devraient maintenir des politiques accommodantes sur l'horizon prévisionnel. Dans son dernier point sur le budget, le gouvernement fédéral a annoncé la prolongation de ses principaux mécanismes de soutien à l'égard de la COVID-19 (c.-à-d. la Subvention salariale d'urgence et la Subvention d'urgence pour le loyer) de même que de nouvelles mesures pour stimuler l'économie une fois que la pandémie aura été endiguée. Par ailleurs, la Banque du Canada (BdC) devrait maintenir son taux directeur près de zéro et, en parallèle, continuer de monétiser une part importante des titres de créance émis par le gouvernement fédéral.

L'augmentation importante du fardeau de la dette des gouvernements provinciaux représente un risque pour nos prévisions de croissance au Canada. Tout comme le gouvernement fédéral, les provinces ont toutes augmenté sensiblement leurs dépenses pour contrer les répercussions de la pandémie. Leurs déficits se sont beaucoup alourdis et leurs besoins de financement sont presque cinq fois plus élevés qu'au cours des années précédentes. Les provinces ont cependant reçu peu d'aide de la Banque du Canada comparativement au gouvernement fédéral et la BdC a récemment annoncé qu'elle mettrait fin à son programme d'achat d'obligations provinciales en mai. Les conditions de financement des gouvernements provinciaux, qui sont déjà relativement serrées, risquent de se dégrader sur l'horizon prévisionnel.

L'évolution de la situation quant à la viabilité de la dette des provinces devra par conséquent être suivie de près et nous préconisons deux solutions. La BdC peut soit revenir sur sa décision et monétiser une part plus élevée de la dette des provinces, soit le gouvernement fédéral peut effectuer des transferts plus élevés aux provinces, ce qui nécessitera de nouvelles émissions de titres de créance fédéraux et l'adoption d'autres mesures de monétisation de la part de la BdC.

États-Unis

- La croissance du PIB réel devrait s'élever en moyenne à 8,2 % sur l'horizon prévisionnel, soit la croissance la plus rapide en 79 ans.
- Les paramètres fondamentaux liés à la consommation aux États-Unis ont rarement été aussi solides que maintenant.

Nos prévisions haussières restent valides

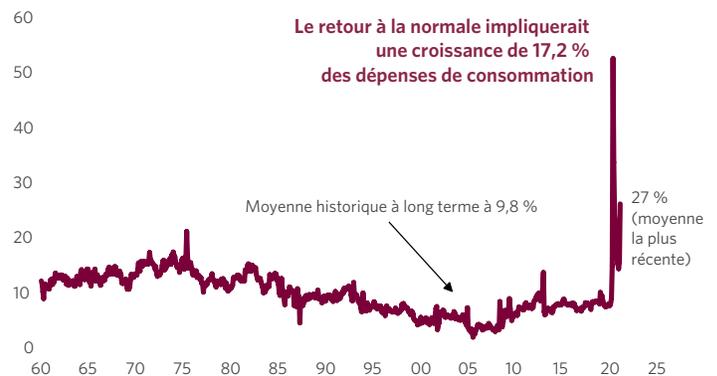
Au dernier trimestre, nous avons fait valoir que la relance de l'économie américaine serait sans doute résolument forte en 2021. Nos prévisions supérieures aux attentes générales n'ont pas changé : nos projections de base selon lesquelles l'économie américaine sera en hausse restent valides, la croissance réelle prévue du PIB s'élevant en moyenne à 8,2 % entre le deuxième trimestre de 2021 et le premier trimestre de 2022, soit la croissance la plus rapide en 79 ans.

Ces projections très optimistes reposent sur trois principales hypothèses. En premier lieu, et surtout, les consommateurs américains disposent

d'une énorme force de frappe en 2021. D'après nos calculs, le choc positif des revenus des ménages en 2021 pourrait être aussi fort qu'en 2020. Un recours accru à l'hélicoptère monétaire par le gouvernement et une forte augmentation de la rémunération des travailleurs s'ajouteront à l'épargne excédentaire accumulée. À l'heure actuelle, l'épargne personnelle représente encore plus du double de la marge de manœuvre habituelle des consommateurs. Bref, les paramètres fondamentaux liés à la consommation aux États-Unis ont rarement été aussi solides.

Un pouvoir d'achat colossal pour les consommateurs américains

Épargne personnelle des Américains en % des dépenses de consommation totales



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Bien sûr, nos prévisions haussières pour les États-Unis dépendent de l'évolution de la pandémie de COVID-19. De ce point de vue, un regain d'optimisme est justifié. Aux États-Unis, la proportion de la population qui a reçu une première dose de vaccin augmente rapidement et le nombre de cas actifs progresse à un rythme décroissant. Autre bonne nouvelle : le nombre d'hospitalisations et le nombre de décès liés à la COVID-19 aux États-Unis diminuent constamment.

La troisième hypothèse clé concerne la nécessité d'une étroite collaboration entre la Réserve fédérale et le Trésor américain pour assurer la mise en place des conditions nécessaires à la stabilisation du lourd fardeau d'endettement, qui continue de s'aggraver, du gouvernement des États-Unis. Étant donné que l'impulsion budgétaire de 2021 sera probablement aussi impressionnante que le soutien accordé par l'administration américaine en 2020, il est clair que la dette fédérale des États-Unis n'est pas près d'être viable. Une condition essentielle à sa viabilité consiste à générer un niveau d'inflation nettement plus élevé à long terme. C'est la principale raison qui a amené la Fed à dévoiler son cadre politique de ciblage de l'inflation moyenne il y a un an. Pour que l'objectif d'une inflation plus élevée soit atteint, on s'attend à ce que la Fed maintienne son taux directeur près de zéro et procède à une monétisation massive de la dette publique. Une autre condition nécessaire est que la Fed maintienne les nouveaux coûts d'emprunt du gouvernement bien en deçà du coût d'emprunt effectif des obligations du Trésor déjà émises en rajustant au besoin ses achats de titres de créance. Cela suppose une monétisation continue de la dette et une expansion rapide de son bilan.

Europe

- Nous prévoyons une croissance du PIB réel moyen de 7,7 % dans la zone euro entre le deuxième trimestre de 2021 et le premier trimestre de 2022.
- Il n'est pas exagéré de dire que le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Purchasing Program, ou PEPP) amorcé en mars 2020 change la donne pour la zone euro.

Continuer de voir la vie en rose

À la lumière des récents événements, il pourrait être tentant de revoir à la baisse les perspectives de la zone euro. Cependant, après avoir examiné de plus près les forces en présence, nous maintenons nos prévisions antérieures même si la reprise économique a été considérablement retardée par la pandémie. À l'avenir, cependant, la zone euro pourrait fort bien surprendre de manière positive sur l'horizon prévisionnel. Nous prévoyons une croissance moyenne de 7,7 % du PIB réel entre le deuxième trimestre de 2021 et le premier trimestre de 2022.

La première raison pour laquelle nous maintenons notre optimisme concerne la force de frappe des consommateurs de la zone euro. Ces derniers n'ont évidemment pas bénéficié du soutien du revenu que les consommateurs américains ont obtenu grâce à l'hélicoptère monétaire. Toutefois, le nouveau resserrement des protocoles de confinement a contraint les consommateurs à réfréner encore plus leurs dépenses. À ce facteur s'ajoutent des revenus disponibles en légère augmentation, ce qui fait que les consommateurs de la zone euro disposent maintenant d'une épargne excédentaire sans précédent. Les taux d'épargne sont encore inhabituellement élevés dans toute la zone euro et cela laisse croire que les dépenses de consommation pourraient augmenter très fortement une fois que les mesures de confinement commenceront à être assouplies.

La deuxième raison pour laquelle nous tablons encore sur une reprise supérieure aux attentes générales dans la zone euro concerne les efforts déployés par la BCE. Comme nous l'avons souligné dans des numéros précédents de *Perspectives*, le nouveau régime politique de la BCE ne porte pas uniquement sur des taux directeurs négatifs. Un aspect important du nouveau régime porte sur le soutien musclé du système bancaire par la voie du programme de refinancement ORLTC III. Un autre élément notable est la politique implicite de contrôle de la courbe des taux obligataires de la BCE au moyen d'achats massifs de titres de créance dans le cadre du programme d'achats d'actif. Et ce n'est pas tout.

Selon nous, c'est le programme d'achats d'urgence face à la pandémie, amorcé en mars 2020, qui change réellement la donne pour la zone euro. Pourquoi? Pour la simple raison que ce programme procure enfin à l'union monétaire de la zone euro l'élément qui lui manquait : des transferts budgétaires. En achetant une part beaucoup plus grande de nouvelles émissions de titres de créance nationaux, et une part moindre de titres de créance supranationaux, le PEPP permet aux gouvernements de la zone euro de donner l'impulsion budgétaire nécessaire d'une manière plus souple. C'est le principe des stabilisateurs automatiques : les pays qui ont besoin d'une aide plus grande reçoivent plus d'aide. Étant entièrement monétisé par la Banque centrale européenne (BCE), cet autre programme de relance budgétaire ne comporte aucun supplément de coût pour le service de la dette. Dans tout l'arsenal de la BCE, le PEPP est de loin l'arme la plus puissante. L'enveloppe du PEPP totalise 1 850 G€ et les titres de créance détenus dans le PEPP de la BCE ont augmenté de 870 G€ en 2020. Donc, la BCE a encore beaucoup d'achats à effectuer (980 G€) sur l'horizon prévisionnel. La banque centrale projette de poursuivre ses achats par la voie du PEPP à une cadence nettement plus rapide au début de 2021.

Chine

- Les prévisions générales sous-estiment encore les facteurs très favorables à la demande étrangère, dont la Chine va bénéficier.
- Bien que la Banque populaire de Chine (BPdC) laisse vraisemblablement les taux d'intérêt inchangés, nous nous attendons à ce qu'elle réduise le ratio des réserves obligatoires des banques.

Les prévisions générales sous-estiment encore l'ampleur de la reprise mondiale et les facteurs favorables à la demande étrangère, dont la Chine bénéficiera. Dans le passé, les périodes de forte croissance mondiale (p. ex., 2017-2018 ou 2010-2011) ont été associées à des épisodes de bonnes surprises économiques en Chine.

Cependant, plusieurs facteurs appelés à stimuler les exportations chinoises seront temporaires. Cela comprend le réassortiment à venir des stocks mondiaux, dont les niveaux sont bas, l'augmentation des achats de biens par les consommateurs des économies avancées en raison des restrictions strictes imposées aux services et le programme de relance budgétaire à venir aux États-Unis. L'impulsion que ces facteurs donnent à la croissance des exportations devrait atteindre un point culminant vers le troisième trimestre, après quoi l'effet de ces facteurs sur la croissance du PIB deviendra négatif.

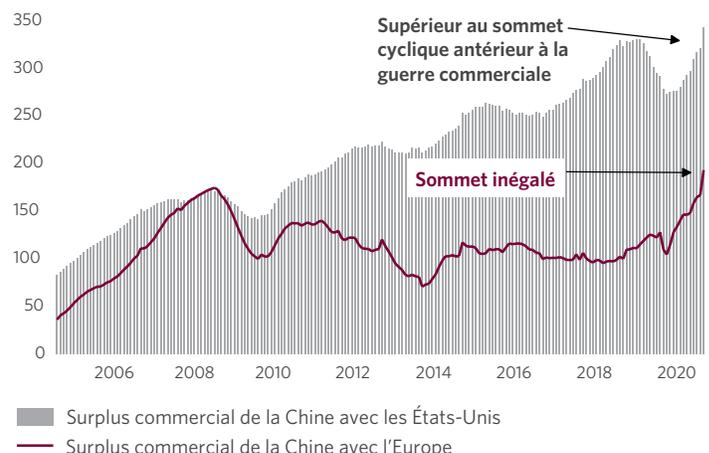
En parallèle, les mesures de relance budgétaire adoptées par la Chine deviendront négatives. Le gouvernement chinois a récemment annoncé qu'il émettrait de nouveau des obligations spéciales des administrations locales pour financer des projets d'infrastructure, mais la somme annoncée sera moins élevée que l'an dernier. Les investissements en infrastructures publiques devraient commencer à diminuer dans la deuxième moitié de l'année.

Les obstacles passagers à la croissance devraient entraîner un ralentissement de la croissance économique dans la deuxième moitié de l'horizon prévisionnel. Cependant, grâce aux consommateurs qui joueront selon toute probabilité un rôle grandissant en tant que moteurs de la croissance, l'expansion économique devrait rester légèrement supérieure à son potentiel.

Le ralentissement de la croissance et les faibles tensions inflationnistes, dans un contexte de pressions haussières limitées sur l'inflation des prix des habitations attribuables aux politiques macroprudentielles⁴, devraient inciter la BPdC à laisser ses taux inchangés. Nous nous attendons toutefois à ce que l'institution réduise le ratio des réserves obligatoires des banques. Cela devrait faciliter l'absorption des nouvelles émissions d'obligations spéciales à moyen terme et permettre un meilleur alignement de la politique monétaire sur la (coûteuse) nouvelle stratégie nationale d'investissement en infrastructures à long terme. Cette stratégie cible l'intelligence artificielle, des bornes de recharge pour les véhicules électriques, le transport interurbain, des lignes de transmission à haute tension, des réseaux 5G et des centres de données.

Chine : Facteurs favorables à la demande étrangère

Surplus commercial de la Chine (cumulé pendant 12 mois, en G\$ US)



Source : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.

Autres scénarios

Faible reprise mondiale (probabilité de 15 %)

Dans ce scénario, la distribution mondiale des vaccins serait trop lente. La pandémie continuerait de s'intensifier et le virus continuerait de se propager alors que la réponse politique serait largement inadéquate. Les actifs cycliques et risqués feraient l'objet d'une forte correction. De plus, bien que la reprise économique de la Chine garde le cap, ses retombées seraient plus diffuses dans le reste du monde. Le marché boursier aurait rapidement rebondi après la récession, dans l'attente d'une reprise en V. Comme ces espoirs ne se matérialiseraient pas, les cours des actions et les prix des marchandises subiraient de fortes corrections. Étant donné que les rendements seraient déjà négatifs dans une grande partie du marché obligataire mondial, seuls quelques pays auraient une marge de manœuvre pour faire face à la baisse des taux obligataires. Les valeurs refuges comme l'or monteraient en flèche.

Retour rapide à la normale (probabilité de 25 %)

Le meilleur scénario prévoit une immunité collective plus rapide que dans le scénario de base. Une faible aversion pour le risque permettrait un retour à la normale plus rapide que prévu et l'économie mondiale bénéficierait d'un coup de pouce supplémentaire de la part des consommateurs. La courbe des taux à l'échelle mondiale demeurerait très faible et ne concorderait pas avec un redressement plus fort que prévu du cycle économique. Les taux obligataires de près de 0 % ne seraient justifiés que par les politiques très expansionnistes des banques centrales. En butte à l'augmentation des attentes inflationnistes, le marché obligataire commencerait à mettre à l'épreuve l'engagement des banques centrales. Le marché des actions poursuivrait sa remontée et les secteurs les plus tributaires du redémarrage de l'économie inscriraient des rendements nettement supérieurs.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Reprise mondiale lente (15 %)	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Métaux industriels	Or Obligations du Trésor américain Franc suisse
Retour accéléré à la normale (25 %)	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 ⁵	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ⁶	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	-3,2 % ⁷	7,3 %	7,6 %	1,1 %	2,3 %	2,3 %	Près de 0 %
États-Unis	-2,4 %	7,3 %	8,2 %	1,7 %	2,5 %	2,9 %	Près de 0 %
Zone euro	-4,9 %	6,5 %	7,7 %	1,3 %	1,7 %	1,7 %	Près de 0 %
Chine	6,5 %	6,3 %	7,1 %	-0,2 %	2,1 %	1,8 %	Réduction du RRR ⁸
Japon	-1,4 %	4,2 %	4,4 %	-0,4 %	0,2 %	0,4 %	Près de 0 %
Monde	-0,4 %	6,7 %	7,8 %	2,0 %	2,8 %	2,7 %	-

⁵Croissance du PIB réel (en % sur 12 mois)

⁶% sur 12 mois

⁷Croissance implicite (établie à partir des données sur 3 mois)

⁸Ratio des réserves obligatoires

Données de mars 2021.

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

¹ L'hélicoptère monétaire désigne une stratégie de stimulation monétaire qui augmente la quantité de la masse monétaire en distribuant de l'argent directement à la population.

² Indice FTSE WGBI couvert en dollars canadiens

³ Indice obligataire GBI-EM

⁴ L'objectif de la politique macroprudentielle est de préserver la stabilité financière en limitant l'accumulation de vulnérabilités dans les systèmes bancaires et financiers. Des risques systémiques peuvent résulter d'une augmentation excessive du crédit et du surendettement.

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.