Perspectives

Pour la période débutant le 1er juillet 2015

TAUX D'INTÉRÊT : À VOS MARQUES, PRÊTS, RAMPEZ

Le milieu des placements se concentre avec l'intensité du laser sur l'estimation du moment où la Réserve fédérale américaine (Fed) devrait commencer à hausser les taux d'intérêt. Nous croyons que son obsession le rend aveugle à la situation plus générale. Tout le monde s'attend à voir les taux d'intérêt « décoller », mais le verbe « ramper » traduirait sans doute mieux l'approche de la politique monétaire américaine.

Le second semestre de 2015 semble plus prometteur que le premier, à en juger par le regain de l'élan économique au deuxième trimestre. L'économie mondiale compte sur l'effet de la poursuite de politiques monétaires accommodantes en Europe, au Japon et en Chine, ainsi que sur les avantages de la baisse des prix de l'énergie. Ces facteurs devraient être propices à la consommation au cours des prochains mois.

CIBC Gestion d'actifs CIBC

Répartition actuelle de l'actif (au 1er juillet 2015)

Catégories d'actifs	Sous-pondérer		Neutre	Surpondérer	
	Fortement	Légèrement		Légèrement	Fortement
Actions/titres à revenu fixe				✓	
Titres à revenu fixe					
Marché monétaire canadien	✓				
Obligations gouvernementales du Canada		✓			
Obligations de sociétés canadiennes				✓	
Obligations gouvernementales internationales		✓			
Actions					
Actions canadiennes			✓		
Actions américaines			✓		
Actions internationales (marchés développés)					✓
Marchés émergents					✓

Devises (par rapport au dollar américain)	Sous-pondérer		Neutre	Surpondérer	
	Fortement	Légèrement		Légèrement	Fortement
Dollar canadien		✓			
Euro	✓				
Yen japonais		✓			
Livre sterling		✓			
Franc suisse		✓			
Dollar australien			✓		
Marchés émergents				✓	

Points saillants

Actions par rapport aux titres à revenu fixe : Dans notre scénario central de poursuite d'une croissance faible avec des tensions inflationnistes modérées, les actions devraient continuer de dégager un rendement supérieur.

Actions : Les rendements des actions devraient continuer d'osciller autour de cinq pour cent. Les actions européennes, particulièrement celles des banques, et les japonaises devraient se démarquer.

Revenu fixe : On peut s'attendre à une recrudescence de la volatilité à mesure que la Fed commencera doucement à relever les taux d'intérêt. Les obligations d'organismes publics et de sociétés dépasseront probablement les titres d'État. Les obligations canadiennes pourraient être moins performantes que les obligations du Trésor américain.

Devises : Le dollar canadien se maintiendra probablement dans une fourchette étroite après sa dépréciation régulière des deux dernières années.

Rendements prévus

Les propos récents de banquiers centraux confirment qu'ils considèrent que le risque d'un resserrement monétaire trop hâtif est plus grand que celui d'une intervention trop tardive, étant donné les obstacles persistants à l'échelle mondiale que sont le vieillissement démographique et les niveaux élevés de dettes. Les banques centrales continuent de protéger l'économie mondiale contre la désinflation, ce qui implique qu'il convient de surveiller de plus près les risques d'inflation due à une stimulation trop forte.

Pour la période de 12 mois débutant le 1er juillet 2015	En dollars canadiens			En devises locales		
	Renormalisation mondiale	Faible expansion	Ralentissement mondial	Renormalisation mondiale	Faible expansion	Ralentissement mondial
Probabilités	15,0 %	55,0 %	30,0 %	15,0 %	55,0 %	30,0 %
Marché monétaire canadien	0,9 %	0,7 %	0,4 %	0,9 %	0,7 %	0,4 %
Obligations canadiennes	-1,5 %	0,5 %	6,5 %	-1,5 %	0,5 %	6,5 %
Obligations fédérales du Canada	-2,4 %	0,0 %	5,9 %	-2,4 %	0,0 %	5,9 %
Obligations de sociétés canadiennes	0,6 %	1,3 %	4,3 %	0,6 %	1,3 %	4,3 %
Obligations canadiennes à rendement réel	-1,7 %	0,0 %	11,0 %	-1,7 %	0,0 %	11,0 %
Obligations canadiennes à rendement élevé	6,8 %	4,5 %	-3,5 %	6,8 %	4,5 %	-3,5 %
Obligations gouvernementales internationales	-8,2 %	-0,5 %	13,1 %	-5,3 %	-0,3 %	5,7 %
Actions canadiennes	14,3 %	3,1 %	-10,7 %	14,3 %	3,1 %	-10,7 %
Actions américaines	7,8 %	6,5 %	-8,3 %	11,7 %	3,9 %	-13,3 %
Actions internationales	9,0 %	7,6 %	-8,3 %	13,0 %	9,3 %	-12,0 %
Actions des marchés émergents	12,2 %	11,9 %	-10,9 %	12,4 %	11,2 %	-12,6 %

Source: Gestion d'actifs CIBC inc.

Perspectives mondiales

Sous l'effet ralentisseur des intempéries en Amérique du Nord au premier trimestre et des craintes géopolitiques en Europe, l'année 2015 a commencé lentement sur le plan économique. Son second semestre s'annonce plus prometteur, à en juger par le regain d'élan au deuxième trimestre. L'économie mondiale compte sur l'effet du maintien de politiques monétaires accommodantes en Europe, au Japon et en Chine, ainsi que sur l'avantage de la baisse des prix de l'énergie, qui devrait soutenir le secteur de la consommation au cours des prochains mois. Notre prévision de croissance mondiale table sur une hausse du PIB réel de 3,3 % pour les 12 prochains mois. Nous nous attendons aussi à une reprise graduelle de l'inflation d'ensemble à mesure que l'effet de la baisse des prix du pétrole se dissipera au cours de l'année.

Le taux des fonds fédéraux a été maintenu à zéro pendant près de sept ans. Au cours des prochains mois, la Fed qui se dit tributaire des données conjoncturelles devrait avoir devant elle suffisamment de preuves du tonus de l'activité économique américaine pour relever son taux directeur une première fois avant la fin de l'année. La faiblesse de l'inflation et l'importance des capacités inutilisées en Europe, au Japon et en Chine maintiendront les banques centrales de ces régions sur la touche au cours de 12 prochains mois. Nous nous attendons à ce que la Banque du Canada (BdC) garde un temps de retard sur la Fed, parce que l'économie canadienne continuera de s'ajuster au choc pétrolier, à l'endettement encore élevé des consommateurs et à un marché immobilier fragile.

Divers risques entourent ces perspectives économiques générales. Aux États-Unis, l'investissement des entreprises reste inférieur aux attentes par manque de confiance dans la durabilité des reprises américaine et mondiale. Un investissement faible à long terme peut aussi avoir des effets néfastes sur le potentiel de croissance à longue haleine. Nous surveillerons de près cet aspect de l'activité économique au cours des prochains mois. Si les entreprises ne recommencent pas à injecter des fonds dans les capacités de production, la longévité de la reprise américaine pourrait être remise en question.

En Chine, il est trop tôt pour établir si les efforts de détente de la banque centrale et ses mesures macro-prudentielles (destinées à atténuer le risque dans le système financier) réussiront à arrêter le ralentissement économique et relancer la machine. Pour le moment, les prix immobiliers résidentiels donnent des signes de stabilité et les augmentations de prix des logements sont plus fréquentes dans un certain nombre de villes. Mais on ne s'attend pas encore à un rebond de l'activité économique puisque la croissance dans la construction reste négative et que le secteur du commerce extérieur demeure léthargique. Cela exerce une pression sur les prix à la production et augmente les risques de déflation aux quatre coins du globe, en raison de l'importance de la Chine comme partenaire commercial mondial. Pendant ce temps, l'expérience d'assouplissement quantitatif en Europe en est encore aux premiers stades et les preuves de son efficacité restent à faire. Les altercations récurrentes entre la Grèce et ses créanciers pourraient miner la confiance des consommateurs et des entreprises et retarder d'autant la reprise économique sur le Vieux continent.

Hausser ou ne pas hausser le taux directeur, là n'est PAS la question

Le monde des placements a consacré beaucoup d'attention à évaluer quand la Fed devrait commencer à normaliser sa politique monétaire. Il parle de « décollage » pour caractériser cet événement, et la spéculation pour en déterminer le moment exact est constante. Avec la politique de communication de plus en plus transparente de la Fed, le prochain cycle de resserrement sera probablement un des tournants de la politique monétaire qui aura été le plus annoncé à l'avance. Nous serions donc étonnés de voir la première hausse des taux faire beaucoup de vagues sur le marché. À notre avis, l'obsession du point départ exact du cycle de resserrement de la politique monétaire américaine empêche de voir la situation plus globale. Les enjeux importants sont la trajectoire et la fonction de réaction (la relation entre les taux d'intérêt, l'inflation et le plein emploi) de la Fed, pas le point de départ précis.

Dans des éditions antérieures de *Perspectives*, nous avons souvent dit que nous nous attendons à ce que la Fed se montre prudente. Cela nous a conduits à être moins sévères dans les attentes en matière de resserrement de la politique, tant en ce qui concerne nos estimations du point de départ que de la cadence à laquelle la Fed donnera des tours de vis. Après une récente allocution, le vice-président de l'institution, Stanley Fischer, a mentionné que le terme de décollage (*lift-off* en anglais) n'est pas le bon pour qualifier l'approche de la Fed et qu'il serait probablement plus juste d'utiliser le verbe « ramper » (*crawling*). D'autres représentants de la Fed ont aussi souligné l'importance de la conjoncture économique internationale dans l'évaluation des décisions de politique américaines. Sur ce plan, la poursuite de la léthargie et des capacités excédentaires à l'étranger devraient inciter les autorités monétaires américaines à procéder avec prudence dans la renormalisation de leurs taux d'intérêt.

Nous croyons aussi que les appréhensions d'un choc généralisé pour les marchés émergents dû à la renormalisation par la Fed sont peut-être exagérées. Sous l'angle de la valorisation, les actifs des marchés émergents ne semblent pas surgonflés. Beaucoup de marchés de titres à revenu fixe, d'actions et de devises restent sous-évalués par rapport aux marchés développés. Si un certain nombre d'économies vulnérables caractérisées par d'importants déficits du compte courant, l'instabilité politique et de faibles taux d'intérêt peuvent être affectées, elles ne constituent pas la majorité.

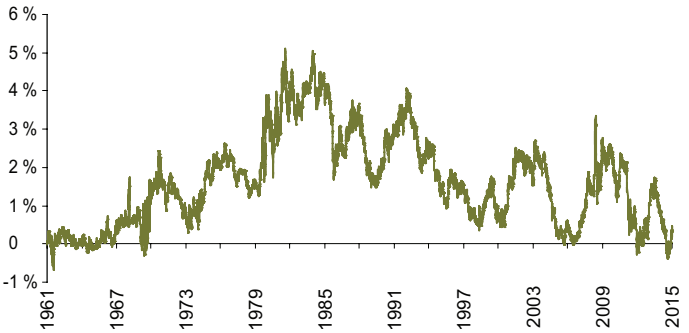
À moins que les statistiques économiques américaines soient beaucoup plus fortes que prévu, nous doutons que la première hausse de taux prévue casse l'ambiance. Après tout, pourquoi la Fed gâcherait-elle la fête qu'elle a elle-même orchestrée ?

Titres à revenu fixe par rapport aux actions

La Fed gâchera-t-elle la fête?

Dans la dernière édition de *Perspectives* nous avons expliqué que la valorisation des actions est un bon déterminant des rendements à long terme. Il existe une relation historique indéniable entre un ratio cours/bénéfice (C/B) de départ plus bas et un rendement plus élevé 10 ans plus tard (inversement, un ratio C/B de départ plus haut entraîne des rendements futurs plus bas). Cette formule est importante pour notre répartition des actifs à long terme. Sur un horizon de placement plus rapproché – p. ex., les 12 prochains mois –, les ratios C/B peuvent rester surévalués ou sous-évalués. Aujourd'hui, la valorisation de certaines actions, particulièrement sur le marché boursier américain, est élevée comparativement aux normes historiques, mais pas déraisonnablement. Cependant, la Fed pourrait enrayer la reprise actuelle des actions si elle faisait monter les taux d'intérêt plus haut que ce que prévoit le marché.

Réserve fédérale - Prime de durée ACM sur obligations du Trésor de 10 ans



Source: Banque de réserve fédérale de New York, Tobias Adrian, Richard Crump et Emanuel Moench (ou « ACM »)

Pour déterminer l'effet potentiel d'une hausse de taux des fonds fédéraux, nous avons analysé le rôle que jouent les taux d'intérêt dans les modèles traditionnels de valorisation des actions. Dans la théorie financière, on utilise les taux d'intérêt pour actualiser les flux de trésorerie futurs afin de déterminer la valeur des marchés des actions. Toutes choses étant égales par ailleurs, des taux plus bas devraient entraîner une valorisation plus élevée et vice versa. Mais, il faut quand même appliquer quelques réserves.

Premièrement, les actions ne devraient pas être évaluées à l'aide des taux gouvernementaux à court terme (le taux sans risque), mais en fonction du coût à long terme des capitaux propres. Deuxièmement, le coût des capitaux propres équivaut au taux sans risque plus une prime de risque. Troisièmement, la prime de risque n'est pas seulement influencée par les taux d'intérêt, mais aussi par l'évolution des anticipations de bénéfices – les raisons qui *motivent* les hausses de taux d'intérêt sont importantes.

Si la hausse des taux d'intérêt est accompagnée par une amélioration des flux de trésorerie des entreprises, son effet négatif sur la prime de risque des actions est compensé. L'effet positif de l'augmentation des flux de trésorerie sur la prime de risque peut permettre aux marchés boursiers de dépasser les titres à revenu fixe. En fait, des mesures similaires de la prime de risque du marché des titres à revenu fixe révèlent que les primes de durée des obligations se situent à des creux historiques, ce qui est la conséquence de l'intervention massive par les banques centrales et de leurs programmes d'achat d'actifs pour pousser les taux obligataires à des planchers historiques, voir les rendre négatifs. Au démarrage du processus de renormalisation, dont la Fed donnera vraisemblablement le coup d'envoi, les primes de risque se détérioreront probablement plus sur le marché obligataire que sur le marché des actions dans le cadre de notre scénario central de poursuite d'une expansion économique faible.

On peut en conclure que l'environnement demeure plus propice aux actions qu'aux obligations. L'augmentation de la valorisation expose davantage les actions à un scénario négatif. Mais, dans notre scénario central de poursuite d'une croissance faible, avec des tensions inflationnistes à peine modestes et un potentiel modéré de hausse des taux obligataires, les actions devraient continuer de dégager des rendements oscillant autour de cinq pour cent.

Perspectives des marchés boursiers

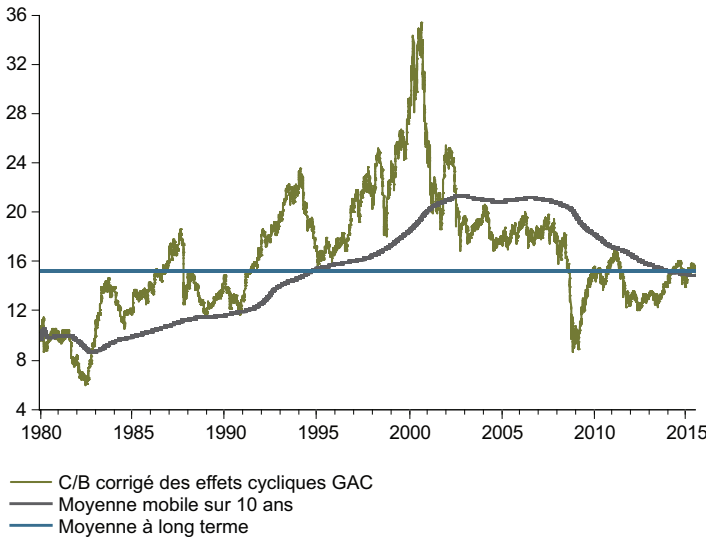
Différences régionales

Les marchés boursiers de la zone euro se sont très bien tenus depuis juillet 2012, mais les banques un peu moins et, par conséquent, leurs valorisations sont restées plus intéressantes. Le programme d'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne (BCE) a déprécié l'euro, ce qui a surtout été avantageux pour les exportateurs. Si les efforts de politique monétaire aboutissent à une reprise économique durable animée par les forces intérieures, les banques européennes pourraient faire partiede leurs principaux bénéficiaires. Plusieurs facteurs pourraient contribuer à un regain du bénéfice des banques. Alors que l'économie se redresse lentement, le cycle de crédit devient positif et les prêts non productifs ont culminé. Cela permettra une diminution des provisions pour pertes sur créances et, avec le financement bon marché offert par la BCE, une amélioration des capacités de prêt. Le rendement des fonds propres (RFP) des banques européennes reste déprimé de même que les ratios cours/valeur comptable. Une amélioration des bénéfices ferait augmenter le RFP et pourrait justifier une révision de la valorisation. La récente dépréciation de l'euro devrait aussi améliorer la compétitivité des entreprises européennes, ce qui aiderait la région à dépasser d'autres marchés boursiers au cours des prochains mois.

Bien que la reprise des actions japonaises ait été spectaculaire, une perspective à plus long terme révèle que les cours ne sont pas encore remontés au sommet de la fourchette de négociation établie à l'époque de la déflation. Depuis 2005, le lien entre le marché boursier japonais et le yen est remarquable

– ils ont tous deux évolué au diapason de la Banque du Japon. La forte dépréciation du yen a aidé à accroître la rentabilité des sociétés japonaises. Mais le RFP doit encore s'améliorer. Le RFP des sociétés japonaises est encore nettement inférieur à celui des entreprises du reste du monde, ce qui explique en grande partie leur valorisation plus faible. Là encore, le yen est en cause puisque son appréciation pendant le début des années 2000 avait entraîné une baisse de compétitivité. Cela pourrait être en train de changer. Dans le cadre de sa politique économique à trois flèches, le gouvernement Abe a adopté plusieurs réformes pour améliorer la gouvernance des entreprises. Ces réformes devraient être favorables aux actionnaires par une concentration accrue sur le RFP, le reversement de fonds aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions, ainsi que par la restructuration des bilans (dénouant des participations croisées) pour débloquer de la valeur.

Valorisation des actions du Canada



Source: Gestion d'actifs CIBC inc.

Les actions canadiennes conservent une cote neutre dans notre stratégie de répartition géographique. La valorisation reste proche de la moyenne historique, mais nous ne voyons aucun catalyseur qui susciterait un rendement supérieur de ce marché boursier. Les matières premières devraient demeurer dans une phase de rationalisation après leur forte correction. Les secteurs de la consommation sont surévalués et les consommateurs canadiens ont contracté de lourdes dettes, si bien qu'il y a peu de place pour de bonnes surprises. Pendant ce temps, le secteur de l'énergie continue de s'ajuster à des prix de l'énergie plus bas, qui pourraient le rester plus longtemps que beaucoup le pensaient, si bien qu'il reste peu de possibilités de hausse pour le moment.

Les actions américaines pourraient être le plus exposées à des risques puisque leurs valorisations figurent parmi les plus élevées de tous les grands pays. Comme on s'y attendait, les marges bénéficiaires semblent culminer alors que monte graduellement la pression des salaires et que le dollar US reste vigoureux. Ces pressions ne sont pas sur le point de retomber et expliquent la contre-performance de ce marché depuis le début de l'année. Nous nous attendons à ce que celle-ci se poursuive au cours des prochains mois.

Le point sur les matières premières

La décision de l'OPEP de ne pas réduire sa production de pétrole en novembre 2014, en réaction à une dynamique négative de l'offre et de la demande, a exercé une pression sur les prix du brut jusque dans le premier trimestre de 2015. L'offre mondiale augmentait tirée par la production non conventionnelle d'hydrocarbures de schiste aux États-Unis, dans un contexte de prix favorable alors qu'en même temps la demande chutait en raison d'une croissance économique mondiale plus lente. L'action de l'OPEP visait à réduire, voire à inverser le rythme des ajouts à la production des concurrents, tout en stimulant l'économie mondiale par l'équivalent d'une baisse d'impôt. Par ricochet, cela pouvait stimuler la demande de brut. La baisse du prix du brut a entraîné une réduction des investissements pétroliers, comme en témoigne particulièrement la diminution du nombre d'installations de forage en activité aux États-Unis. Nous voyons aussi les premiers indices d'une augmentation de la demande mondiale, ce dont atteste la bonne tenue des marges de raffinage à l'échelle mondiale.

La réduction du nombre d'installations de forage pétrolier en service aux États-Unis a cassé le rythme de la production. Les rapports hebdomadaires de la Energy Information Administration des États-Unis indiquent que la production de cette région s'est stabilisée autour de 9,1 millions de barils par jour (b/j), soit environ 1,1 million b/j de plus qu'à la même période un an plus tôt. Mais la croissance d'une semaine à l'autre a été réduite. Nous nous attendons à des diminutions de la croissance d'une semaine à l'autre et d'une année à l'autre à l'aube du second semestre.

Les efforts de réduction des investissements et des coûts par les sociétés pétrolières intégrées mondiales sont plus importants. L'effet des réductions des investissements se remarquera davantage au cours des prochaines années à mesure que la production hors OPEP et hors gisements schisteux, actuellement de 38,2 millions b/j, commencera à diminuer. Les participants du marché surveillent de près les chiffres de la production américaine et des investissements mondiaux pour déceler tout indice d'un nouveau soutien des prix.

Sous l'angle de la demande, les remontées actuelles des prix après les creux du premier trimestre de 2015 sont en partie dues à la vigueur saisonnière normale de la demande. La consommation augmente généralement de 1,5 à 2 millions b/j entre le deuxième et le troisième trimestre en Amérique du Nord, où les automobilistes circulent le plus. Mais tout comme la demande croît au troisième trimestre, elle décroît aussi au moment des travaux de maintenance normaux des raffineries vers la fin de l'année. Sans une diminution du rythme de la production, les préoccupations concernant les volumes stockés pourraient resurgir pendant la saison morte du quatrième trimestre.

Au-delà des tendances saisonnières, nous constatons des améliorations plus générales de la demande. Dans son communiqué du 11 juin, l'Agence internationale de l'énergie a révisé la demande pour le premier trimestre et l'ensemble de l'année 2015 de 1,7 million b/j et 1,4 million b/j respectivement. Mais, ce qui est plus important, elle a indiqué la réapparition des déports* sur le marché des produits raffinés, ce qui est un indice de vigueur de la demande finale. Le retour des raffineurs européens sur le marché après leurs travaux de maintenance planifiée du printemps n'a pas réduit les marges de raffinage. Comme les raffineurs sont la seule source de demande de pétrole brut, des marges de raffinage élevées sur un marché où les capacités de raffinage sont très utilisées sont révélatrices d'une forte demande de produits finis.

La stratégie de maintien de l'offre de l'OPEP semble avoir l'effet voulu sur les participants du marché. Les réductions des investissements en immobilisations entraîneront une réaction plus marquée du côté de l'offre au cours des prochains mois, alors que les observateurs du marché constatent déjà des augmentations de la demande. Contrairement au début des années 1980 où l'OPEP disposait d'importantes capacités de production de réserve, la capacité de réserve est aujourd'hui relativement faible par comparaison. La dynamique de l'augmentation de la demande et des ajouts limités, voire en baisse, à l'offre devraient se solder à terme par une augmentation des prix du brut.

* Situation dans laquelle les cours des contrats à terme sur des marchandises à échéance éloignée sont inférieurs à ceux des contrats au comptant (le prix de la marchandise le jour même).

Perspectives des titres à revenu fixe

Augmentation de la volatilité en vue

- **Nous révisons légèrement à la hausse nos cibles à 12 mois pour les obligations du Trésor américain de 10 ans à 2,7 % (précédemment à 2,25 %) et les équivalents canadiens à 2,1 % (précédemment à 1,55 %).**
- **Cela tient compte de la prime plus élevée que commande normalement une plus grande volatilité. C'est aussi reconnaître que la Fed enclenchera probablement la renormalisation dans les 12 prochains mois (notre horizon de prévision).**

Le développement le plus marquant des marchés des titres à revenu fixe durant le dernier trimestre a été le nombre croissant de banques centrales mondiales qui ont sauté dans le train de l'assouplissement monétaire. Pour la Fed, qui devrait commencer la hausse des taux à un certain moment au cours de l'année, cela signifie de nager à contre-courant.

Les banquiers centraux pilotent à vue dans un environnement difficile, maintenant les investisseurs sur le qui-vive et rendant les marchés obligataires de plus en plus volatils. Malgré les projections selon lesquelles le processus de renormalisation sera bien engagé d'ici 12 mois, la Fed conserve toutes ses options en précisant que ses décisions dépendront des données conjoncturelles.

Une plus grande incertitude émerge aussi dans d'autres régions du monde. Tout en appliquant un programme d'assouplissement quantitatif bien défini, la BCE a conseillé aux investisseurs de commencer à s'habituer à plus de volatilité sur les marchés. Les conditions ont changé maintenant que certaines banques centrales, comme la Fed, essaient de ramener la politique monétaire à la normale alors que d'autres, comme la Banque populaire de Chine, multiplient les mesures pour soutenir l'économie.

Les marchés obligataires sont très conscients de ces courants croisés. Les ajustements à la hausse des rendements pendant le deuxième trimestre ont illustré leur sensibilité aux indices qui pourraient déclencher ou retarder le processus de renormalisation. Ce surcroît d'instabilité a pour effet net de faire monter les primes de volatilité, puisque les investisseurs exigent d'être payés pour prendre ce genre de risque.

Les investisseurs en obligations trouvent une consolation dans les perspectives de croissance mondiale à long terme. Sur notre horizon de prévision, nous croyons que la croissance nominale à plus long terme pourrait décevoir. Cela devrait étayer l'extrémité éloignée de la courbe des rendements et pourrait même pousser les taux à la baisse dans le cas d'une croissance décevante qui inquiéterait les autorités monétaires. Parallèlement, nous reconnaissons aussi la possibilité d'une exagération due à un contexte de plus grande volatilité.

Dans ce contexte, nous croyons que la quête de meilleurs rendements continuera. Cela aidera les obligations d'organismes publics et de sociétés en général à dépasser les titres d'État au cours de la prochaine année. Les obligations du Canada risquent de faire piètre figure comparativement aux obligations du Trésor américain, en raison d'un désintérêt possible des investisseurs étrangers qui détiennent actuellement une part record de titres à revenu fixe du marché canadien.

Marché des devises

Dollar américain

Le dollar américain a gagné plus de 18 % (sur une base pondérée en fonction des échanges) en neuf mois à peine, entre juin 2014 et mars 2015. La rapidité et la force de son ascension l'exposent à des revers à court terme. Nos estimations de sa valeur montrent également que le billet vert essuiera probablement des vents contraires à moins que les éléments cycliques de la reprise américaine ne se manifestent à nouveau au second semestre.

Notre projection d'une nouvelle appréciation modeste du dollar américain est conditionnelle à un certain nombre d'événements cycliques attendus. Il faut que le marché de l'emploi reste sain et continue d'exercer des pressions à la hausse sur les salaires. Cela nécessiterait une première hausse de taux de la Fed à un moment où aucune autre banque

centrale n'envisage un tel geste. À noter aussi qu'un certain nombre de pays présentent des caractéristiques fondamentales faibles, des taux d'intérêt bas, voire négatifs, des monnaies surévaluées et des comptes courants déficitaires ce qui assure un certain soutien cyclique au dollar américain. Le billet vert pourrait culminer si la Fed interrompt son cycle de hausses, ce qui réduirait cet écart cyclique avec les autres pays.

Dollar canadien

D'après nos critères de valorisation, le dollar canadien est sous-évalué d'environ 5 % – ce qui n'est pas très important. Les écarts de taux d'intérêt ne sont pas non plus un avantage majeur, puisque la différence n'est que de 50 à 75 points de base en faveur du dollar canadien. Et comme nous pensons que la Fed prendra la tête du cycle de resserrement, cet avantage se réduira encore.

En ce qui concerne l'avenir des prix du pétrole, nous estimons toujours que le marché est saturé et que les prix (basés sur le West Texas Intermediate) auront de la difficulté à se maintenir à 60 $ US. Enfin, la croissance cyclique relative semble favoriser l'économie américaine, affligée par moins de déséquilibres économiques, en particulier au niveau de la consommation. Le dollar canadien est probablement passé de la tendance exclusive à la dépréciation de ces deux dernières années au maintien dans une fourchette de négociation. La valorisation devrait maintenant limiter le potentiel de baisse du huard au taux de 1,28 CAD/USD, un creux atteint récemment, alors que les forces cycliques et les prix du pétrole freineront sa hausse à environ 1,22.

Yen japonais

Depuis que la Banque du Japon (BdJ) a lancé un programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif à la fin de 2012, le yen a perdu beaucoup de terrain. Son recul par rapport au dollar américain a été massif – près de 37 % au total. D'après nos critères de valorisation, le yen est maintenant sous-évalué d'environ 14 % par rapport au dollar américain. Cela veut-il dire que la valorisation est devenue un obstacle à des baisses supplémentaires ? Pas dans l'immédiat. Nous pensons que les différences de politique monétaire devraient continuer d'exercer des pressions à la baisse sur le yen par rapport au dollar américain au cours des 12 prochains mois.

La Banque du Japon (BdJ) s'est engagée à maintenir l'assouplissement quantitatif et qualitatif tant que l'inflation restera sous les 2 %, hormis les effets des hausses de la taxe à la consommation. Dans ses dernières prévisions pour l'activité économique et les prix, la BdJ a encore abaissé ses prévisions d'inflation d'un cran (de +1,0 % à + 0,8 % pour 2015). Ces nouvelles révisions doivent être interprétées comme un signal que sa politique restera en place en 2015 et jusqu'à une date avancée de 2016. Les différences de politique monétaire devraient donc continuer de jouer en défaveur du yen par rapport au dollar US.

Euro

Après avoir perdu près de 25 % par rapport au dollar américain, l'euro est passé en mode consolidation ces cinq derniers mois. Cela n'a pas été une surprise puisque nous nous attendions à ce qu'il récupère une partie du terrain perdu à court terme. Les choses ont fondamentalement très peu changé depuis que la BCE a lancé son programme d'achat d'actifs au début de 2015. D'un point de vue cyclique, le chômage reste élevé dans la zone euro, à 11,2 %, alors que le plein emploi est à 9 %. Diverses jauges du marché du travail montrent que l'économie américaine est beaucoup plus proche du plein emploi, puisque le taux de chômage se rapproche de la cible de la Fed, soit environ 5 %. La capacité inutilisée de l'économie n'est pas la même aux États-Unis que dans la zone euro. Cette divergence requiert toujours des politiques monétaires très différentes qui devraient continuer de jouer en faveur du dollar américain.

La sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar américain est maintenant d'environ 10 %, ce qui devrait être un frein à d'autres baisses à l'avenir. Mais cela ne veut pas dire que cette sous-évaluation ne peut pas s'aggraver. Par exemple, entre 2000 et 2002, l'euro est resté fortement sous-évalué (-25 %) par rapport au dollar américain. Nous prévoyons que le taux de change bilatéral USD/CAD pourrait se rapprocher de la parité vers le milieu de 2016.

Perspectives régionales
Canada

- **Nous pensons que l'optimisme pour les perspectives économiques canadiennes est encore trop grand. Le PIB réel sera sans doute décevant au cours des 12 prochains mois, car sa croissance sera plus proche de +1,5 % que de +2,2 %, le taux généralement prévu.**

- **Le taux directeur étant déjà faible, la BdC dispose de moins de leviers. Tout assouplissement supplémentaire sera dicté par la détérioration des perspectives de croissance.**

L'opinion générale est toujours que l'économie canadienne traverse un passage à vide à cause du choc pétrolier, mais qu'une reprise devrait s'amorcer au second semestre. La plupart des analystes du secteur privé prévoient que la croissance du PIB réel reprendra dans les 12 prochains mois et qu'elle devrait être de l'ordre de +2,2 %.

L'impact du choc pétrolier se fait déjà sentir et permettra au cours des 12 prochains mois de comparer plus facilement la croissance d'une année à l'autre du PIB réel. Cette croissance a déjà considérablement ralenti, tombant de +2,8 % à la fin de 2014 à +1,5 % en mars. Si, comme on le suppose, les prix du pétrole restent bas l'an prochain, le secteur de l'énergie continuera de peser sur la croissance.

L'énergie ne compte que pour un tiers dans le ralentissement constaté récemment. La mollesse de l'économie canadienne s'explique aussi par une baisse d'activité dans les autres

grands secteurs producteurs de biens. La construction a considérablement ralenti. Nous observons aussi un repli marqué de la production manufacturière canadienne. Le taux de croissance qui atteignait +5,1 % à la fin de 2014 n'était plus que de +1,2 % en mars.

Il faudrait que les caractéristiques fondamentales de la consommation soient plus solides pour relancer la construction. Malheureusement, le marché du travail canadien ne parvient plus à créer des emplois comme dans le passé et l'endettement des ménages bat tous les records. La croissance de l'emploi n'est que de +1,0 %, ce qui n'est pas suffisant pour susciter une amélioration considérable des chiffres dans le secteur de la construction, surtout que les Canadiens sont très endettés. C'est précisément là que la BdC et la majorité des analystes pourraient se tromper sur les perspectives canadiennes.

L'avenir du secteur manufacturier canadien est étroitement lié à la situation de l'autre côté de la frontière. Jusqu'à présent, le ralentissement de l'activité manufacturière au Canada a coïncidé avec un refroidissement du même secteur aux États-Unis. La BdC parie sur une demande américaine de produits canadiens beaucoup plus forte l'an prochain. Elle a même inscrit dans ses projections que les exportations nettes apporteront +0,9 % à la croissance du PIB réel. Il faut que cette projection se concrétise pour que la croissance canadienne dépasse +2 %. Nous ne sommes pas aussi optimistes pour les perspectives de croissance aux États-Unis (projection de GAC à 12 mois de +2,20 % alors que la BdC se base sur un taux de croissance de +2,85 %). Si la prévision de la BdC ne se réalise pas, l'activité manufacturière canadienne restera faible et le taux de croissance visé pour le PIB réel ne sera pas atteint.

Nous pensons que l'optimisme pour les perspectives économiques canadiennes est encore trop grand. Le PIB réel sera sans sans doute décevant au cours des 12 prochains mois, car sa croissance sera plus proche de +1,5 % que de +2,2 %, le taux généralement prévu.

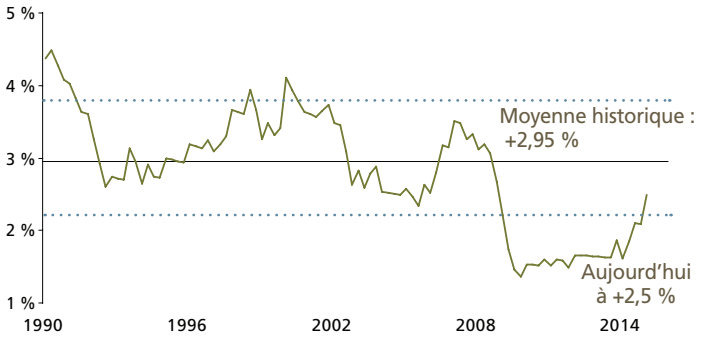
États-unis

- **Nous prévoyons pour le PIB réel, un taux de croissance moyen de +2,2 % entre le troisième trimestre de 2015 et le deuxième trimestre de 2016, ce qui est inférieur à l'objectif de la Fed.**
- **L'inflation des salaires s'accélère enfin. Ce qui est très positif pour les ménages américains, mais mauvais pour les sociétés non financières américaines.**
- **Comme, au début, la croissance pourrait sembler répondre à ses attentes, la Fed procédera probablement à une première hausse de taux. Mais le cycle de resserrement pourrait être relativement modeste.**

Les autorités monétaires américaines préparent, depuis plus d'un an, les marchés financiers à une certaine renormalisation des taux directeurs. Si on se fie à l'attitude des participants au marché dernièrement, l'heure de vérité devrait sonner très bientôt, avec une première hausse de taux attendue avant la fin de l'année. Pour que cette prévision se réalise, il faut que l'économie américaine continue de se comporter comme le prévoit la Réserve fédérale. La hausse potentielle du taux directeur dépendra des données conjoncturelles, surtout que le FMI et la Banque mondiale ont clairement averti qu'il fallait être plus patient avant d'augmenter les taux.

Pour l'année qui vient, la Fed et la plupart des prévisionnistes du secteur privé tablent sur un renforcement de la demande intérieure pour porter le taux de croissance du PIB réel à environ +2,5 % en 2015 et 2016. Mais vu la vigueur du dollar américain, les exportations nettes devraient être un boulet pour la croissance globale. Cela veut dire que le relèvement du taux directeur est conditionnel à un raffermissement notable de l'économie intérieure. La Fed compte non seulement que les dépenses de consommation resteront solides, mais aussi que les dépenses d'investissement seront plus importantes.

Inflation des salaires aux États-Unis selon l'indice des coûts d'emploi (a/a, %)



Source: BLS et Gestion d'actifs CIBC inc.

Comme les caractéristiques fondamentales de la consommation s'améliorent, la Fed ne pense probablement pas que ses projections pour la consommation américaine soient menacées. Et ses prévisions optimistes pour les dépenses d'investissement ? Le sous-investissement a été une des constantes fondamentales de l'expansion économique américaine. Nous pensons que le risque est là.

Beaucoup de raisons expliquent pourquoi les investissements sont décevants depuis quelques années. Tout d'abord, la reprise de l'immobilier résidentiel a été très modeste et très lente à s'installer. Et la situation n'est pas près de changer. Le rapport entre l'offre et la demande continuera de freiner la reprise des dépenses d'investissement dans le secteur résidentiel.

La contraction des dépenses de l'État fédéral est une autre raison de la faiblesse des investissements. Pour remettre les finances publiques en ordre, l'administration a fortement réduit les dépenses militaires et non militaires ces cinq dernières années. Et le Congressional Budget Office ne prévoit qu'une très légère hausse des dépenses de l'État fédéral pour l'avenir – ce qui ne sera pas suffisant pour faire augmenter les

investissements dans leur ensemble. Les administrations des différents États américains et locales sont aussi aux prises avec des contraintes budgétaires persistantes et de longue durée. Ces contraintes résultent essentiellement de l'augmentation des coûts de la santé, ce qui s'ajoute aux difficultés financières du pays. Nous attendons donc peu de l'administration publique.

Il ne reste alors qu'une source de croissance possible pour les dépenses d'investissement : le secteur non résidentiel. Les sociétés non financières américaines doivent commencer à investir davantage. Le problème, c'est que, depuis 2011, elles profitent des taux d'intérêt extrêmement bas pour rétablir leur rentabilité en rachetant des actions et en émettant des obligations. Ce remaniement de la colonne passif des bilans s'est soldé par des dépenses d'investissement extrêmement faibles. Malheureusement, la même dynamique devrait continuer aux États-Unis pendant les douze prochains mois.

Conclusion : il est fort probable que la croissance soit inférieure à la cible implicite de la Fed les 12 prochains mois. Nous prévoyons pour le PIB réel, un taux de croissance moyen de +2,2 % entre le troisième trimestre de 2015 et le deuxième trimestre de 2016, ce qui est inférieur à l'objectif de la Fed. Comme, au début, la croissance pourrait sembler répondre à ses attentes, la Fed procédera probablement à une première hausse de taux. Mais le cycle de resserrement pourrait être plus modeste que prévu.

Europe

- **Notre prévision pour la croissance du PIB réel reste inchangée à 1,3 % – ce qui est inférieur au consensus.**
- **La BCE n'atteindra probablement pas son objectif pour l'inflation. Les capacités excédentaires restant considérables, elle n'aura d'autre choix que de continuer à gonfler considérablement son bilan pendant une bonne partie de l'année prochaine.**

Le lancement d'un ambitieux programme d'achat d'actifs par la BCE avait fait espérer une reprise cyclique dans la zone euro, menée par l'Allemagne, et cet espoir avait provoqué un rebond important des actifs financiers allemands au premier trimestre. Mais, les vents ont tourné depuis avril. Les investisseurs perdent-ils confiance dans le décollage de l'économie allemande et la croissance de la zone euro sera-t-elle décevante ? Après avoir analysé attentivement la situation en Allemagne, nous pensons que, bientôt, la zone euro décevra encore une fois les espoirs.

Il est clair que la surprise positive cette année a été la vigueur des dépenses de consommation des Allemands. De solides paramètres fondamentaux (taux d'épargne élevé, hausse des salaires, allègement du coût de l'énergie, croissance raisonnable de l'emploi) ont convaincu les ménages allemands d'ouvrir leur porte-monnaie un peu plus que d'habitude. Les dépenses de consommation ont augmenté de plus de 2 % sur 12 mois – les meilleurs chiffres depuis 2011. Cela peut sembler assez faible, mais, quand on parle des Allemands, c'est une vraie frénésie de consommation. La Bundesbank reste relativement optimiste dans ses perspectives qui viennent de paraître sur l'économie allemande, car elle parie que les consommateurs continueront de dépenser au même rythme en 2015 et 2016. Cela nous paraît très optimiste. La banque centrale allemande pense que la consommation permettra au PIB réel de progresser de +1,7 % en 2015 et de +1,8 % en 2016.

La Bundesbank prévoit des jours meilleurs pour l'Allemagne, mais ses projections de croissance ne sont pas particulièrement élevées, si bien que les effets positifs de cette croissance sur les autres pays membres de la zone euro ne seront pas énormes. Au mieux, leurs exportations vers l'Allemagne devraient augmenter de 23,7 milliards €, soit +0,38 % du PIB (euro zone sans l'Allemagne). Mais les chiffres seront sans doute plus faibles, car la part de marché de ces pays ne cesse de rétrécir au profit de pays très concurrentiels comme la Chine.

Les exportations des autres pays de la zone euro vers l'Allemagne ne seront, en outre, probablement pas aussi élevées, car la demande intérieure allemande sera vraisemblablement inférieure aux prévisions de la Bundesbank. Comme aux États-Unis et au Royaume-Uni, le sous-investissement est le premier facteur de risque pour l'Allemagne (et les autres pays de la zone euro).

Les objectifs de croissance des autorités monétaires allemandes sont basés sur une contribution significative des dépenses d'investissement (croissance de +3,1 %, avec une contribution de +0,62 % à la croissance du PIB réel). Cela nous paraît trop optimiste. Les investissements réels étaient déjà en repli au premier trimestre de 2015. Il faudrait donc une reprise extrêmement forte pour atteindre +3,1 % à la fin de l'année.

La situation de l'Allemagne est très semblable à celle des États-Unis. La croissance de l'emploi s'est accélérée (+0,8 %) ainsi que l'inflation des salaires (+2,6 %). Côté positif, cela a permis une reprise cyclique soutenue par les dépenses de consommation. Côté négatif, les charges de rémunération augmentent maintenant plus vite que le PIB. Pour éviter une baisse de rentabilité, les sociétés non financières allemandes se sont donc mises à réduire leurs dépenses d'investissement. Cela explique pourquoi la Bundesbank a systématiquement surévalué la reprise des investissements en Allemagne.

Comme les charges de rémunération devraient continuer d'augmenter, le sous-investissement risque de demeurer une caractéristique fondamentale de l'expansion économique allemande. En bref, la croissance allemande sera sans doute inférieure aux projections de la Bundesbank à cause du sous-investissement. La Bundesbank devra revoir ses prévisions de croissance si les sociétés allemandes ne commencent pas bientôt à investir. Il en découlerait une stimulation plus faible de la croissance dans le reste de la zone euro d'où, par conséquent, notre prévision de croissance inférieure au consensus.

Chine

Le ralentissement économique oblige la Chine à modifier ses politiques

- **Le ralentissement de l'élan économique fait planer des doutes sur le taux de croissance cible de 7 % du PIB chinois. L'économie souffre aussi de pressions désinflationnistes. Ces facteurs semblent indiquer que la banque centrale continuera d'assouplir les conditions financières.**
- **La Chine visant une croissance plus soutenable adoptera vraisemblablement un modèle économique plus déterminé par le marché et plus libéral.**
- **Plusieurs changements importants sont attendus l'année prochaine du côté de la libéralisation des taux d'intérêt et du compte de capital.**

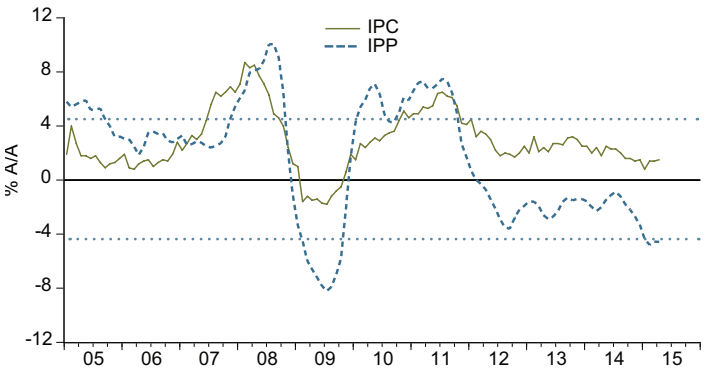
Le premier semestre de 2015 a été difficile pour la croissance économique chinoise. L'élan a ralenti, faisant planer des doutes sur la capacité de la Chine à atteindre le taux de croissance de 7 % qu'elle vise pour le PIB de cet exercice. La consommation s'est maintenue, mais la croissance des dépenses d'investissement a considérablement ralenti. La faiblesse des investissements en immobilisations est largement liée à la baisse d'activité dans l'immobilier et la construction.

Pour l'avenir, nous prévoyons une certaine stabilisation de la croissance. Les germes d'un assouplissement de la politique monétaire sont semés depuis novembre 2014 avec plusieurs baisses du taux directeur et des réserves obligatoires. L'effet de ces mesures commencera sûrement à se faire sentir au second semestre de 2015. Cependant, la Banque populaire de Chine (BPC) n'a pas fini d'assouplir les conditions financières. L'inflation des prix à la consommation (IPC) reste très en dessous de la cible annuelle de 3 % et la BPC estime que l'IPC sera encore en dessous du taux désiré dans un an. La déflation persistante qui affecte le secteur producteur de biens est un signe inquiétant. Elle pourrait avoir des conséquences, notamment rendre les paiements d'intérêt plus difficiles et provoquer des faillites dans certains secteurs. Nous pensons donc que la banque centrale prolongera son cycle d'assouplissement au second semestre de 2015.

La Chine visant une croissance plus soutenable adoptera vraisemblablement un modèle économique plus déterminé par le marché et plus libéral. Plusieurs changements importants sont attendus l'année prochaine du côté de la libéralisation des taux d'intérêt et du compte de capital. Il est fort probable que la Chine lève ses restrictions sur les taux des dépôts au cours des prochains mois, achevant un processus attendu depuis longtemps soit la libéralisation complète des taux d'intérêt. Encore tout récemment, ils étaient fixés par la banque centrale et non par les forces du marché. Ce processus de libéralisation est en cours depuis la fin de 2014, la banque ayant alors commencé à relever le plafond des taux des dépôts que les banques sont autorisées à offrir par rapport au taux directeur.

Nous nous attendons aussi à ce que les investisseurs étrangers aient plus facilement accès aux actifs financiers de la Chine continentale. Jusqu'à tout récemment, les actifs que les étrangers pouvaient acheter étaient limités. L'amélioration par la Chine de l'accessibilité à son marché, de l'attribution de quotas et des règles de rapatriement des capitaux auront deux conséquences importantes. La première sera que les indices boursiers internationaux commenceront à inclure des actions chinoises de catégorie A dans leurs paniers, ce qui entraînera un afflux de capitaux vers les titres chinois. La deuxième sera l'internationalisation du renminbi (RMB). Avec l'accélération de l'internationalisation de sa monnaie, qui en fera une monnaie plus accessible et plus librement utilisée, la Chine tentera de persuader le FMI d'inclure le RMB dans son panier des monnaies internationales qui déterminent la valeur des droits de tirage spéciaux (DTS). Cela pourrait augmenter la participation de la Chine et accroître le pourcentage des voix lui revenant au FMI. Le but est d'amener les banques centrales du reste du monde à détenir plus de RMB dans leurs réserves de change, ce qui aura pour effet de soutenir et d'accroître la demande d'actifs financiers chinois et de renforcer la monnaie locale.

La Chine connaît aussi une désinflation



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

Indicateurs

Indicateurs économiques qui nous permettront de savoir si notre scénario de **faible expansion** se déroule comme prévu :

Canadian

- Croissance des investissements (concentration sur l'impact de l'énergie)
- Croissance de l'emploi et des salaires
- Incidence du pétrole sur la balance commerciale (énergie et autres marchandises)
- Prix et activité du secteur de l'habitation

États-Unis

- Investissements (biens d'équipement)
- Sous-emploi (baisse de l'indicateur U6) et croissance des salaires (ECI)
- Pressions inflationnistes sur les dépenses personnelles de consommation de base (répercutées par la vigueur de l'USD et la baisse des prix du pétrole)
- Baisse de la production nationale de pétrole
- Nouvelles commandes à l'exportation (évaluation de l'incidence de la vigueur de l'USD)
- Revente de logements et statistiques des mises en chantier résidentielles

Chine

- Prix des logements et mises en chantier résidentielles
- Croissance mixte du PIB (production industrielle et ventes au détail)
- Prêts aux ménages et aux entreprises
- Initiatives de politique budgétaire et monétaire

Autres marchés

- Hausse des salaires sur le marché du travail du Japon
- Cible d'inflation japonaise de 2 %
- Enquêtes sur les prêts en Europe
- Indices des directeurs des achats en Europe
- Politique monétaire en Inde, en Turquie et au Brésil pour maîtriser l'inflation
- Amélioration de la création d'emplois en Europe
- Croissance de l'emploi et des salaires au Royaume-Uni

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. L'information qui s'y trouve provient de sources jugées fiables, mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude, l'exhaustivité ni la fiabilité. Toutes les opinions et estimations exprimées dans ce document sont valides au moment de la publication de celui-ci et peuvent changer.

Gestion d'actifs CIBC Inc. emploie de multiples styles pour ses diverses plateformes d'investissement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Répartition de l'actif 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.