

# PERSPECTIVES

Pour la période de 12 mois débutant le 1<sup>er</sup> octobre 2019

## Table des matières

Points saillants des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Perspectives des catégories d'actifs	3
Stratégie mondiale	3
Actions mondiales	4
Obligations mondiales	5
Devises	5
Matières premières	6
Tour d'horizon économique régional	7
Autres scénarios	10
Prévisions économiques	11

## Amortir le ralentissement

Alors que la guerre commerciale s'intensifie et que la croissance économique déçoit, les taux d'intérêt mondiaux continuent de baisser – 19 marchés obligataires ont des rendements de l'obligation souveraine de 10 ans inférieurs à 1 %. Ne disposant plus que de peu de marge de manœuvre, les autorités monétaires doivent maintenant en appeler aux responsables de la politique budgétaire pour qu'ils assument un rôle plus important pour soutenir la croissance mondiale.

### Points saillants des catégories d'actifs

**Actions :** Bien que le Canada n'ait pas à faire face à la guerre commerciale et aux incertitudes politiques qui agitent d'autres marchés, le ralentissement mondial limitera le potentiel de hausse des actions canadiennes cycliques.

**Obligations :** Les rendements obligataires sur les marchés développés ont déjà touché un creux, mais il est peu probable qu'ils remontent fortement à court terme.

**Monnaies :** Pour que d'autres monnaies augmentent de manière décisive par rapport au dollar américain, des autorités monétaires ailleurs dans le monde développé devraient devenir plus restrictives. Cela ne se produira sans doute pas de si tôt.

**Matières premières :** La rechute rapide des prix du pétrole après les attaques d'installations pétrolières par des drones en Arabie saoudite souligne le fait que l'offre du marché dépassera la demande à l'aube de 2020.

# Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 30-sept-19	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Canada - Taux des bons du Trésor - 3 mois	1,75 %	1,15 %	1,80 %
Obligations du Canada - 2 ans	1,58 %	1,00 %	1,65 %
Obligations du Canada - 10 ans	1,36 %	1,15 %	1,95 %
États-Unis - Obligations du Trésor - 10 ans	1,67 %	1,35 %	2,10 %
Allemagne - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,57 %	-0,75 %	0,00 %
Japon - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,22 %	-0,25 %	0,30 %
Obligations du Canada - Rendement réel - 10 ans	0,26 %	0,05 %	0,45 %
Canada - Écart, obligations de sociétés, qual. supérieure	1,14 %	0,95 %	1,55 %
États-Unis - Écart, obligations à rendement élevé	3,99 %	3,80 %	4,80 %
Écarts des obligations souveraines de marchés émergents (en USD)	338	290	500
Indice des prix S&P/TSX	16 659	15 900	17 300
Indice des prix S&P 500	2 977	2 750	3 025
Indice des prix Euro Stoxx 50	3 569	3 250	3 590
Indice des prix Topix - Japon	1 588	1 460	1 600
Indice MSCI Marchés émergents	56 357	54 700	59 800
Dollar américain/Dollar canadien	1,3240	1,29	1,36
Euro/Dollar américain	1,0902	1,07	1,18
Dollar américain/Yen japonais	108,08	100,0	112,0
Dollar américain/Yuan chinois extraterritorial	7,14	6,80	7,35
Or	1 474	1 370	1 600
Pétrole WTI ( West Texas Intermediate )	54 07	50	60

# Perspectives des catégories d'actifs

## Aperçu mondial

### L'expansion donne clairement des signes d'essoufflement

L'expansion économique mondiale donne clairement des signes de fatigue avec des perspectives mondiales de plus en plus incertaines. Pour la première fois en plus d'une décennie, notre prévision du PIB réel mondial laisse entrevoir un ralentissement de la croissance. Notre estimation passe d'une croissance de 3,6 % l'année dernière à 2,6 % sur notre horizon de prévision. Le ralentissement attendu devrait être généralisé, les prévisions de croissance étant revues à la baisse dans presque tous les pays que nous suivons.

Pour les investisseurs mondiaux, il pourrait être assez difficile de composer avec ce ralentissement – nombre de nos récentes observations sur la politique monétaire mondiale sont encore plus pertinentes ce trimestre, et il vaut la peine de les répéter. Fait encourageant, les grands argentiers du monde entier se montrent préoccupés par l'impact de la guerre commerciale sur l'économie mondiale et ont déjà commencé à apporter des mesures de soulagement. Maintenant que la Fed est passée à une politique accommodante, les efforts déployés sont réellement mondiaux.

Ce qui est moins encourageant, c'est que les autorités monétaires ne disposent pas de la marge de manœuvre nécessaire pour amortir le ralentissement comme ce fut le cas lors de précédents ralentissements de l'économie mondiale. Le problème n'est pas seulement que les taux d'intérêt sont déjà extrêmement bas, mais aussi que les politiques peu orthodoxes (assouplissement quantitatif et taux directeurs inférieurs à zéro) des dernières années ont engendré d'importants effets secondaires négatifs. C'est très évident lorsqu'on examine les taux d'intérêt sur l'ensemble du spectre des échéances. Pour la première fois, la courbe des rendements mondiaux est inversée dans le contexte de taux directeurs ultra bas et d'une conjoncture économique de plus en plus négative. Cela annonce des difficultés pour le secteur financier. Plus cette situation durera, plus la pression sur les banques mondiales deviendra intense. Vu sous cet angle, augmenter l'assouplissement quantitatif ou abaisser davantage les taux directeurs, ou faire les deux, n'est probablement pas le bon remède pour remettre l'économie mondiale sur pied.

N'ayant plus que très peu de marge de manœuvre, les autorités monétaires doivent passer le flambeau aux responsables de la politique budgétaire, qui doivent assumer un rôle plus important pour soutenir la croissance mondiale. À première vue, il peut être tentant de conclure que la politique budgétaire ne pourra pas faire grand-chose. Les dettes publiques sont déjà élevées dans tous les pays du monde développé. Cependant, comme nous l'avons appris au cours de la dernière décennie, il est important de ne pas sous

estimer l'ingéniosité et la créativité des décideurs politiques. Quand la situation l'exigeait dans le passé, ils n'ont pas hésité à agir.

À l'avenir, la détente des politiques monétaires s'inspirera probablement de ce que l'on appelle maintenant la théorie monétaire moderne (TMM). L'idée est de lier les politiques budgétaire et monétaire afin d'obtenir une stimulation suffisante pour relancer l'économie mondiale. En termes simples, tout tourne autour de la monétisation de la dette – la banque centrale fait tourner la planche à billets pour financer les besoins d'emprunt de l'État. Pas question ici pour les banques centrales d'ajuster les taux d'intérêt pour atteindre les taux cibles d'inflation et de croissance. Ici, les taux d'intérêt restent extrêmement bas afin que les responsables de la politique budgétaire aient plus de flexibilité pour atteindre les objectifs de croissance et d'inflation. Une transition du régime politique actuel vers celui de la TMM ne sera évidemment pas facilement, car elle s'accompagne de risques importants. Ces outils ont le pouvoir de produire des résultats appréciables, mais il y a des risques s'ils ne sont pas utilisés de façon responsable. Les droits relatifs à la gouvernance et au pouvoir décisionnel doivent être soigneusement calibrés et il y a encore beaucoup à faire.

## Stratégie mondiale

### La valorisation des actions quand les taux d'intérêt sont négatifs

Alors que la guerre commerciale s'intensifie et que la croissance économique continue de décevoir, les taux d'intérêt mondiaux ont baissé à des niveaux inégalés depuis la période troublée de 2015-2016, à l'époque de l'assouplissement quantitatif. Pour la première fois, les obligations du Trésor américain de trente ans ont plongé sous les 2 %, tandis que les obligations de la zone euro sont encore descendues davantage sous zéro. Il y a maintenant plus de 15 000 milliards de dollars (américains) d'obligations à taux négatif. Sur 43 pays, développés aussi bien qu'émergents, 19 marchés obligataires ont un taux de l'obligation souveraine de 10 ans inférieur à 1 %.

Ce contexte unique entraîne des difficultés pour les investisseurs à la recherche de rendement et pousse les investisseurs en actions à se poser des questions fondamentales pour essayer de déterminer la valeur juste des actions. Le niveau des taux d'intérêt est une donnée essentielle dans les modèles de valorisation et des taux obligataires se rapprochant de 0 % devraient pousser vers le haut les valorisations des actions. C'est en effet ce qui s'est passé cette année. Malgré une contribution quasi nulle de la croissance des bénéfices, le marché boursier affiche une hausse à deux chiffres – en grande partie attribuable à l'augmentation des ratios C/B.

Les taux d'intérêt agissent maintenant comme un facteur d'actualisation dans les modèles de valorisation, où les bénéfices futurs attendus sont actualisés à la valeur d'aujourd'hui. La baisse des taux d'intérêt augmente la valeur actuelle de ces bénéfices et fait en sorte que le marché boursier semble sous évalué. Quand les taux d'intérêt baissent, le marché boursier devient il plus attractif ou le marché obligataire devient il plus cher ?

Un modèle de valorisation devrait estimer la valeur intrinsèque du marché, et cette valeur devrait évoluer lentement avec le temps. Les fluctuations au jour le jour du marché obligataire ne devraient pas entraîner de fluctuations quotidiennes de la juste valeur des actions. Notre approche d'évaluation descendante mesure la relation historique entre les ratios C/B et les variables macroéconomiques fondamentales. Parmi ces variables figure le niveau des taux d'intérêt. Dans notre modèle, nous utilisons l'estimation du taux neutre selon Laubach Williams. Ce taux indique où les taux d'intérêt devraient se situer, par rapport à là où ils se trouvent. En utilisant cette méthode, nous pouvons contourner le problème de la valorisation des actions en utilisant des taux d'intérêt nuls ou inférieurs à zéro. De cette façon, l'estimation de la juste valeur est plus stable.

Cette analyse nous porte à croire que la récente hausse des marchés boursiers est insoutenable. La montée des actions cette année était due à l'augmentation des ratios C/B, soutenus par la reprise des taux obligataires. Dans la mesure où la reprise obligataire est allée trop loin, trop vite, les taux obligataires finiront par revenir à des niveaux plus élevés et plus durables. À ce moment, les valorisations des actions paraîtront soudainement moins intéressantes.

Il est aussi possible que les taux obligataires restent à ces niveaux bas ou baissent encore davantage. Si cela se produit, le contexte sera probablement celui d'une économie mondiale se dirigeant vers une panne, voire une récession. Dans ce cas, l'avantage d'une baisse des taux d'intérêt est annulé par l'impact négatif du ralentissement de la croissance. Actuellement, les résultats des entreprises réalisés en dehors de l'Amérique du Nord sont négatifs. Le consensus des analystes table sur une nette amélioration ainsi que sur une accélération aux États Unis et au Canada. Les indicateurs économiques avancés annoncent un ralentissement de la croissance à venir, ce qui devrait se traduire par une croissance des bénéfices inférieure aux attentes consensuelles. En conclusion, les valorisations des actions sont appelées à souffrir d'une façon ou d'une autre.

## Actions mondiales

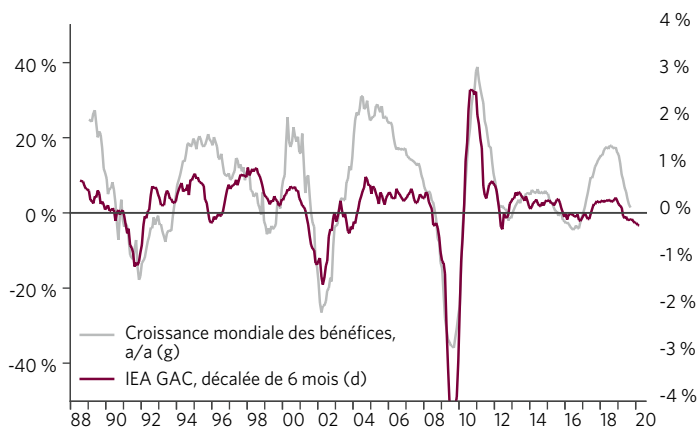
### Canada

Bien que le Canada n'ait pas à faire face à la guerre commerciale et aux incertitudes politiques qui agitent d'autres marchés, le ralentissement mondial limitera le potentiel de hausse des actions canadiennes cycliques. Les valorisations ne sont pas un obstacle majeur, mais le ralentissement de la croissance des bénéfices et l'exposition du pays aux matières premières limiteront le potentiel d'expansion des ratios C/B.

### États Unis

Les ratios C/B du marché américain ont été gonflés par la baisse des taux d'intérêt. Celle-ci peut soutenir la valorisation des actions, mais seulement dans la mesure où la croissance des bénéfices reste solide. Il sera difficile pour le marché d'absorber une dégradation

## Croissance mondiale des bénéfices



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

des perspectives économiques et une augmentation des coûts unitaires de main d'œuvre. Les marges, d'abord considérées comme un courant porteur majeur, ne sont plus maintenant qu'un courant porteur modéré, et de nouvelles compressions sont à prévoir. Le ralentissement de la croissance des ventes contribuera également à la production de bénéfices décevants.

### EAEO

Bien que l'Allemagne dérive doucement vers une récession et en dépit d'une croissance négative des bénéfices, les actions européennes se sont bien tenues cette année. Cependant, les espoirs d'un plan de sauvetage de la BCE devront se confronter à la réalité, celle de la panne d'options de la BCE. Il est probable également que la politique budgétaire déçoive. L'Allemagne a moins de marge de manœuvre qu'il n'y paraît en raison de l'impact d'un ralentissement des recettes fiscales. De plus, les Allemands restent convaincus qu'ils n'ont pas besoin de stimulation budgétaire. Il faudrait une forte hausse du taux de chômage pour changer la mentalité des autorités. Malheureusement, il est peu probable que cela se produise prochainement dans le contexte tendu du marché du travail. L'Europe reste une victime collatérale de la guerre commerciale sino américaine, et elle doit aussi faire face à sa propre crise politique intérieure.

Le yen est habituellement fort ces dernières années, ce qui comprime les marges bénéficiaires. Le ralentissement de la croissance des bénéfices a été très marqué, de +30% (sur douze mois) au début de 2018 à -7% maintenant. Comme au Canada, le marché boursier cyclique du Japon sera malmené en cas de ralentissement économique. Le Japon est également plus proche de la Chine économiquement parlant, de sorte que le pays souffre davantage de la guerre commerciale.

### Marchés émergents

Les marchés émergents (MÉ) ont produit des rendements inférieurs à la limite basse de notre fourchette d'estimations au cours du dernier trimestre, car la guerre commerciale continue d'affecter les actions asiatiques. Nous revoyons légèrement à la baisse notre fourchette de prévisions des actions des MÉ, à 54700-59800

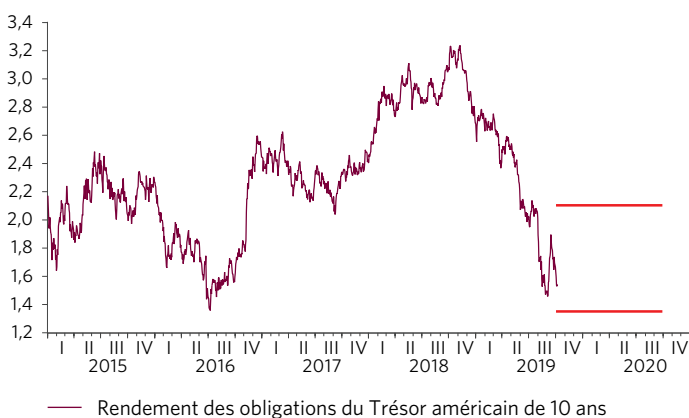
(56300-61600 auparavant) pour refléter la faiblesse actuelle de la région. Cette nouvelle fourchette implique un potentiel de hausse un peu plus important que dans les marchés développés. La croissance des bénéficiaires, actuellement négative, deviendra légèrement positive, sans toutefois combler les attentes consensuelles. Nous nous attendons à ce que les droits de douane déjà annoncés par l'administration américaine soient appliqués, mais qu'il n'y ait pas de nouveaux. Autre point positif : plusieurs pays émergents ont des taux d'intérêt réels relativement élevés. Vu la récente stabilité de leurs devises et de leur inflation, ils jouissent de la marge de manœuvre nécessaire pour soutenir leur économie en diminuant les taux d'intérêt.

## Obligations mondiales

### Forte demande d'obligations des marchés développés

Les taux obligataires des marchés développés (MD) ont continué de baisser, ceux des *Treasuries* américaines et des *Bund* allemands descendant respectivement à 1,45 % et 0,71 % au T3. Comme au T2, les incertitudes mondiales sont restées élevées au T3. Les nouvelles fluctuantes relatives aux relations commerciales entre les États Unis et la Chine, des statistiques économiques en recul dans le monde entier et des tensions inflationnistes timides ont soutenu la demande d'obligations servant de valeurs refuges.

### Forte demande d'obligations des MD



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

En général, ce contexte favorable pour les obligations des MD devrait se maintenir au cours des douze prochains mois. Plusieurs de nos grands indicateurs continuent de signaler qu'il n'y a pas de reprise en vue. Les indicateurs avancés mondiaux sont dans le rouge, les obstacles sont nombreux pour le commerce mondial et les enquêtes auprès des entreprises ne sont guère rassurantes. De plus, plusieurs événements particuliers se sont conjugués pour attiser les inquiétudes sur les marchés. Le resserrement des conditions de liquidité sur les marchés monétaires américains, l'attaque d'installations pétrolières au Moyen Orient et le début d'une procédure visant à destituer le président américain font également pression sur les rendements obligataires mondiaux.

Le scénario de base prévoit que le rendement de l'obligation du Trésor américain de 10 ans oscille entre 1,35 % et 2,10 % sur notre

horizon de prévision. Plusieurs facteurs atténueront la pression à la baisse sur les rendements obligataires des MD. D'abord, l'attitude accommodante de leurs banques centrales, les efforts de relance de la BpDc et les baisses simultanées de taux d'intérêt par la plupart des banques centrales des M<sup>É</sup> devraient contribuer à stabiliser la croissance mondiale vers la fin de notre horizon de prévision. Ensuite, la guerre commerciale entre les États Unis la Chine devrait se poursuivre sans s'intensifier ni s'atténuer. Les droits de douane annoncés seront mis en application. Le peu de surprises sur ce front devrait limiter la volatilité du marché obligataire. Alors que les rendements obligataires des marchés développés ont certainement déjà touché un creux, il est toujours peu probable qu'ils augmentent fortement.

Au Canada, selon notre scénario de base, les taux des obligations souveraines de 10 ans devraient s'établir entre 1,15 % et 1,95 % sur un horizon de 12 mois. Des zones de faiblesse structurelle, telles que les dettes élevées des ménages et des entreprises non financières ainsi que les déséquilibres des ménages laissent l'économie canadienne dans une position vulnérable face au ralentissement actuel de l'économie mondiale. Si notre prévision du PIB réel canadien inférieure au consensus se réalise (voir page 7), la Banque du Canada devra réduire les taux d'intérêt plus que ce que le marché n'anticipe actuellement.

## Devises

### Dollar américain

Comme prévu, l'adoption d'un ton accommodant par la Fed et la baisse des taux d'intérêt au troisième trimestre n'ont pas suffi pour entraîner un affaiblissement généralisé du dollar américain. Bien au contraire, l'USD a gagné du terrain au troisième trimestre, atteignant son plus haut niveau en plus de 36 ans sur une base pondérée des échanges commerciaux (égalant les records absolus de 1985). De ce fait, il est maintenant surévalué de plus de 10 % sur une base pondérée des exportations, ce qui entame gravement la compétitivité des États Unis. Cela ressort clairement de l'étude des chiffres du commerce international du pays, car le déficit commercial des États Unis avec le reste du monde se creuse rapidement. Cependant, pour le moment, le déficit du compte courant américain n'est pas suffisamment grand pour entraîner une dépréciation durable de l'USD. Pour que d'autres monnaies montent de manière décisive par rapport au dollar américain, des autorités monétaires ailleurs dans le monde développé devraient devenir beaucoup plus restrictives. Cela ne se produira sans doute pas de si tôt. Entre temps, la volatilité du marché des changes devrait rester élevée.

### Dollar canadien

Depuis le début de l'année, le dollar canadien étonne par sa résilience – la première devise des pays développés face au dollar américain. Cela s'explique de deux manières. D'abord, le prix du pétrole est très stable, oscillant autour de 57 \$ US. Ensuite, les marchés s'attendent à ce que la Fed réduise les taux d'intérêt beaucoup plus rapidement que la BcC. À ce stade, la Fed a réduit à

deux reprises les taux d'intérêt, tandis que la Banque du Canada a maintenu le *statu quo*. Nous pensons que la situation est amenée à changer.

Tout comme dans le reste du monde, le secteur canadien de la fabrication est en repli et les indicateurs avancés signalent une faiblesse plus prononcée au cours des mois à venir. À première vue, cela pourrait ne pas suffire pour conclure que la Banque du Canada adoptera bientôt une politique accommodante. Cependant, ce facteur négatif se conjugue à la contraction continue de l'activité de construction. Plus important, dans le contexte d'un ralentissement économique mondial, il faut s'attendre à un repli des prix du pétrole. En d'autres termes, le secteur canadien de l'énergie en sera lui aussi fortement ébranlé. Dans l'ensemble, les industries productrices de biens au Canada pèseront bientôt sur la croissance du PIB réel du pays. Il n'en faudra pas plus pour convaincre les participants du marché que la Banque du Canada adoptera elle aussi un ton accommodant. La baisse des prix du pétrole et des attentes vis à vis de la BdC se traduira par une faiblesse prononcée du dollar canadien.

### Euro

Pendant près d'une demi année, l'euro a été très stable par rapport au dollar américain, fluctuant dans une fourchette étroite. Cependant, nous ne croyons pas que cela soit une indication de son comportement futur. Avec une intensification du ralentissement économique et une diminution des attentes d'inflation à long terme, la BCE fait tout ce qu'elle peut pour relancer l'économie moribonde de la zone euro. Cependant, comme nous l'avons déjà souligné dans *Perspectives*, la BCE commence à manquer d'options de politique. En abaissant encore plus des taux d'intérêt déjà négatifs et en reprenant son programme d'assouplissement quantitatif, elle vise implicitement un affaiblissement de l'euro. Le succès possible de cette manœuvre n'est pas garanti, mais nous pensons que l'équilibre des risques penche du côté d'une poursuite de la faiblesse de l'euro.

### Yen japonais

La Banque du Japon (BdJ) est de plus en plus préoccupée par les perspectives de croissance de son pays et s'est dit prête à faire des ajustements en matière de politique, si nécessaire. Cependant, le bilan de la BdJ est déjà fortement endetté, les obligations d'État et les rendements des obligations du Japon de 10 ans se situant bien en dessous de la fourchette cible de contrôle de la courbe des rendements. La BdJ manque d'options pour contrer les menaces qui pèsent sur la croissance.

En ce qui concerne la devise, le fait que la BdJ atteigne les limites de sa politique a des répercussions importantes. D'abord, l'écart entre les rendements des obligations du Trésor américain de 10 ans et des obligations gouvernementales japonaises de 10 ans continuera probablement de diminuer. C'est très important, car les conditions de liquidité relative entre les États Unis et le Japon jouent un rôle clé dans la détermination du taux de change USDJPY ces dernières années. Les fluctuations du taux de change bilatéral

USDJPY sont essentiellement nourries par deux variables : l'écart entre les rendements des obligations du Trésor américain de 10 ans et des obligations gouvernementales japonaises de 10 ans et l'expansion relative des bilans de la Banque du Japon et de la Fed (croissance relative de la base monétaire). Jusqu'à récemment, la Fed était occupée à réduire son bilan, tandis que la BdJ était en mode expansionniste. Le vent semble maintenant tourner. La BdJ ralentit fortement l'expansion de sa base monétaire, tandis que la Fed se tient prête à faire croître fortement son bilan pour atténuer la pression sur les marchés monétaires américains. Bref, les événements sur le front des liquidités devraient continuer de soutenir davantage le yen.

## Matières premières

### Les conséquences de l'attaque aux drones

Le baril de pétrole s'est essentiellement négocié dans une fourchette de 50 \$ à 60 \$ pendant le trimestre, comme pendant le plus clair de 2019. Mais une attaque par des drones contre des installations pétrolières en Arabie saoudite qui a temporairement freiné la production saoudienne a brièvement fait grimper les prix en flèche à la mi-septembre. Alors que les investisseurs s'efforçaient de déterminer combien de temps persisterait cette situation et quelle capacité serait perdue, l'incertitude a fait monter les contrats à terme sur le pétrole d'environ 10 %. Malgré la panique initiale, la capacité de production fut rétablie presque intégralement en quelques jours et doit être entièrement restaurée en novembre. Quand la situation est revenue à la normale, les contrats à terme sur le pétrole sont redescendus à des niveaux inférieurs à ceux d'avant les attaques. Les investisseurs sont maintenant forcés de pondérer le facteur de risque additionnel des attaques aux drones, ce qui avait auparavant été écarté comme un phénomène de peu d'importance –, mais cette incertitude semble n'avoir ajouté que peu à la prime de risque. La rapidité du retour à des prix plus bas illustre le mouvement de pendule actuel du jeu de l'offre et de la demande – soulignant maintenant une offre pléthorique qui dépassera la demande à l'aube de 2020. Du côté de l'offre, le marché verra, en 2020, augmenter la production de brut en provenance de Norvège, du Brésil, du Guyana et des États Unis. Du côté de la demande, le conflit commercial entre les États Unis et la Chine déprime la croissance mondiale et réduit par conséquent la demande de pétrole.

Le lancement d'un premier appel public à l'épargne par Saudi Aramco<sup>1</sup> – probablement en octobre ou en novembre – marquera un temps fort sur la scène pétrolière. La proximité de cette date explique sans doute pourquoi les Saoudiens se sont efforcés de restaurer aussi rapidement la capacité de leurs champs pétrolifères. Le gouvernement du Royaume cherchera à se protéger à tout prix contre les risques d'un événement susceptible d'entacher sérieusement les perspectives commerciales de Saudi Aramco. La valorisation de l'appel public à l'épargne serait, selon les rumeurs, voisine de 2 000 milliards USD et le gouvernement saoudien

<sup>1</sup> Société nationale saoudienne de pétrole et de gaz naturel ayant son siège à Dhahran, en Arabie saoudite.

continuerait de détenir environ 95 % de la société. Il reste donc initialement environ 5 % que peuvent acheter les investisseurs, mais le flottant<sup>2</sup> augmentera probablement avec le temps. Avec des dividendes d'environ 75 milliards \$ annoncés pour 2020, le rendement s'établit à environ 4 % – ce qui tranche avec les 5 à 6,5 % de rendement d'autres grandes sociétés pétrolières du monde.

L'élection présidentielle américaine est un autre enjeu qui nous fait réfléchir, même si elle n'aura lieu que dans un an. La candidate à l'investiture démocrate, Elizabeth Warren, a affirmé que sa plateforme comprendrait notamment une interdiction des pratiques de fracturation<sup>3</sup> pour extraire du pétrole et du gaz. De toute évidence, si cette proposition aboutissait à l'adoption d'une loi, elle limiterait la croissance de la production de pétrole et de gaz des États Unis et ferait presque assurément monter les cours de ces hydrocarbures. Les États Unis devraient importer d'autres pays pour satisfaire la demande intérieure et le Canada pourrait être avantagé par sa grande proximité du pays de l'oncle Sam. Mais l'augmentation des prix de l'énergie serait négative pour les consommateurs moyens. Il reste bien des étapes à franchir avant que cette éventualité se matérialise, mais nous surveillons les plateformes proposées par tous les acteurs politiques américains, puisque des changements législatifs outre frontière peuvent avoir de profondes conséquences sur le paysage énergétique.

## Tour d'horizon économique régional

### Canada

#### La Banque du Canada adoptera un ton accommodant.

- L'économie canadienne est restée étonnamment résiliente, mais des tendances adverses apparaissent à l'horizon.
- Sur l'horizon de prévision, la croissance du PIB réel canadien devrait ralentir de 1,6 % actuellement à 0,9 %.
- Dans un environnement mondial de plus en plus hostile, la Banque du Canada adoptera bientôt une attitude plus accommodante.

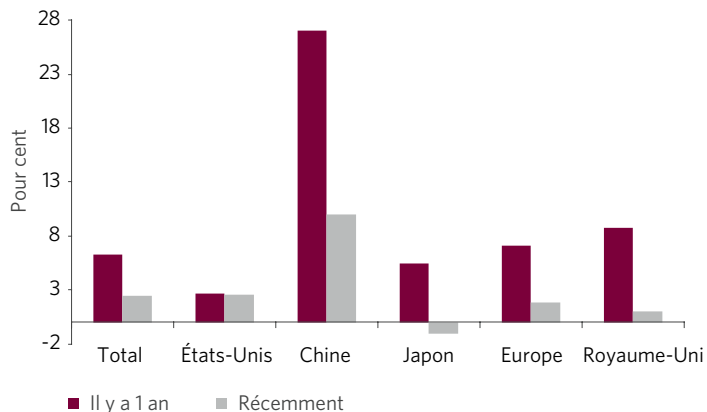
Malgré l'accentuation du ralentissement mondial déjà en cours, l'économie intérieure canadienne est restée étonnamment résiliente et l'inflation se situe près de sa cible. Cette conjoncture a permis à la Banque du Canada de rester imperturbable alors que d'autres banques centrales déployaient force mesures de détente monétaire. Mais cela ne veut pas dire que le Canada soit isolé de ce qui se passe à l'étranger, tant s'en faut.

<sup>2</sup> Le flottant représente le nombre d'actions effectivement disponibles pour la négociation.

<sup>3</sup> Procédé consistant à injecter un liquide sous haute pression dans des roches souterraines, des puits, etc. pour forcer l'ouverture de fissures existantes et extraire du pétrole et du gaz.

### Exportations canadiennes par pays

(les plus récentes et il y a un an; croissance a/a)



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

En réalité, les secteurs de la fabrication et du commerce extérieur canadiens ont subi un revers, tout comme le reste du monde. De plus, les indicateurs avancés laissent entrevoir un affaiblissement plus prononcé des secteurs producteurs de biens du Canada au cours des prochains mois. Ainsi, l'enquête PMI Markit sur les nouvelles commandes manufacturières a chuté à son niveau le plus bas depuis décembre 2015.

Autre point préoccupant : le Canada n'a pas pu profiter de l'affaiblissement de sa monnaie pour atténuer le dérapage du commerce extérieur, contrairement à la plupart des autres économies en dehors de l'Amérique du Nord. Or, à l'avenir, le ralentissement économique mondial doit s'approfondir, ce qui implique que les vents contraires souffleront encore plus fort – trop fort pour une petite économie ouverte comme celle du Canada.

À première vue, le choc peut ne pas sembler suffisamment fort pour conclure que la Banque du Canada va bientôt adopter un ton accommodant. Mais les prix du pétrole fléchissent habituellement considérablement en cas de ralentissement mondial et le secteur de l'énergie canadien sera probablement aussi affecté.

Tout bien considéré, les industries productrices de biens canadiennes agiront probablement bientôt comme un important boulet pour la croissance réelle canadienne, avec des débordements possibles dans les secteurs producteurs de services. Nous tablons sur une prévision de croissance du PIB réel moyen inférieure au consensus de 0,9 % au cours des quatre prochains trimestres. Dans ces conditions, la BdC devra suivre la voie tracée par la Fed et commencer à assouplir sa politique monétaire en administrant deux réductions de taux sur l'horizon de prévision.

## États Unis

### Un ralentissement économique lié aux exportations aux États Unis

- Le ralentissement de l'activité économique dans le reste du monde affecte les entreprises américaines par un affaiblissement des exportations.
- Le contrecoup pour la rentabilité est trop fort pour éviter un débordement négatif sur les ménages américains.
- Sur l'horizon de prévision, la croissance du PIB réel américain devrait fortement ralentir pour être de 1,3 % en moyenne.

Comme nous l'avons expliqué dans l'édition antérieure de *Perspectives*, il peut être difficile de prévoir autre chose qu'un faible ralentissement pour les perspectives économiques américaines, et ce, parce que c'est généralement la santé de la consommation qui retient toute l'attention. De ce point de vue là, alors que la création d'emplois est toujours soutenue et que l'inflation des salaires est la plus forte depuis plus d'une décennie, pourquoi devrions nous nous inquiéter d'un risque d'accentuation du ralentissement économique aux États Unis? Il faut cependant envisager que les mêmes phénomènes puissent devenir une source de préoccupation pour l'autre grand agent économique des États Unis, les entreprises non financières.

À l'heure actuelle, les entreprises non financières américaines doivent composer avec quatre tendances adverses : l'affaiblissement de la demande en provenance d'Asie à cause du ralentissement de la Chine, un affaiblissement de la demande en provenance d'Europe, principalement d'Allemagne, une monnaie fortement surévaluée qui bride leur compétitivité et, enfin, tout cela se produit dans un contexte d'augmentation rapide des coûts salariaux. Il en découle une forte compression de la rentabilité. Jusque là, la bonne nouvelle est que le contrecoup négatif pour les ménages a été très limité. Mais à l'avenir, sans reprise de la demande en vue, ce qui a commencé comme une récession des profits pourrait bien se transformer en ralentissement économique américain plus généralisé. Selon nos projections, on peut s'attendre à des répercussions négatives pour les ménages, avec le ralentissement de la croissance du PIB réel de 2,2 % actuellement à 1,3 % au cours des prochains trimestres. Devant la détérioration des perspectives de croissance américaine et mondiale, la Réserve fédérale n'a pas tardé à revenir à une attitude plus accommodante, appliquant deux réductions du taux directeur coup sur coup d'un quart de point de pourcentage à ses réunions de politique monétaire de juillet et de septembre. La Fed ne semble pas pressée d'assouplir sa politique davantage, mais nous pensons que cela sera nécessaire sur notre horizon de prévision. Et il faudra plus que des réductions des taux d'intérêt – la Fed devra aussi commencer à augmenter son bilan et créer une nouvelle facilité de prise en pension. Plus tôt cela se produira, mieux ce sera.

Il ressort de tout cela que le ralentissement économique du reste du monde rejaillit sur les entreprises américaines par le biais des exportations. Nous pensons que la contraction de la rentabilité sera trop forte pour empêcher qu'elle déborde sur les ménages

américains. De ce fait, la croissance du PIB réel des États Unis devrait fortement ralentir pour être de 1,3 % en moyenne sur l'horizon de prévision.

## Europe

### La BCE passe le relais aux décideurs de la politique budgétaire

- L'Allemagne est sur le point de connaître un atterrissage brutal et le reste de l'Europe en ressentira les répercussions.
- Sur l'horizon de prévision, la croissance du PIB réel dans la zone euro devrait être de 0,6 % en moyenne seulement.
- À court d'options de politique monétaire, la BCE se tourne vers les responsables de la politique budgétaire.

Il y a un an, la plupart des observateurs prédisaient que le ralentissement de la fabrication en Allemagne serait de courte durée et aurait très peu d'incidence sur le reste du monde. Un an plus tard, le ralentissement s'est transformé en contraction durable, avec un recul cumulatif de la production manufacturière de 8,1 % depuis le sommet cyclique de la fin de 2017. Malheureusement, le revers s'annonce cuisant pour l'économie allemande, avec des débordements négatifs apparents sur les secteurs producteurs de services.

Inutile de dire que ce qui se passe en Allemagne est important pour le reste de l'Europe et du monde. L'Allemagne est le moteur de la croissance européen et l'Europe représente le plus grand bloc économique du monde. Plus tôt cette année, les dirigeants de la BCE ont indiqué clairement qu'ils étaient prêts à agir en utilisant tous les instruments, comme cela sera approprié, à moins que la situation économique de la zone euro ne s'améliore. Et il n'a pas fallu attendre longtemps pour la voir tenir promesse.

Comme on s'y attendait, à sa réunion de politique monétaire de septembre, la BCE a annoncé tout un train de mesures de détente. Elle a réduit son taux de dépôt de 10 points de base à 0,50 %, promettant de le laisser à ce niveau, voire plus bas, jusqu'à ce que l'inflation se rapproche de sa cible. Elle a assoupli les conditions de ses opérations de financement bancaires TLTRO 3 tout en introduisant un taux de dépôt à deux paliers pour les réserves des banques. Cela aide simultanément les banques dans le nord et dans le sud de l'Europe. Enfin, elle a repris son programme d'assouplissement quantitatif, achetant des actifs au rythme de 20 milliards € par mois « tant que cela sera nécessaire », tout en renouvelant les positions qu'elle détient déjà.

Cela peut sembler être une forte dose de détente monétaire, mais en fait cela ne l'est pas et valide notre opinion selon laquelle la BCE a atteint les limites de sa politique monétaire. Des taux d'intérêt encore plus négatifs n'aideront pas à relancer l'économie de la zone euro. À notre avis, ils exerceraient simplement encore plus de pression sur les banques de la zone en intensifiant la compression des marges d'intérêt nettes. Vus sous cet angle, des taux plus négatifs feront sans doute plus de mal que de bien à l'économie de la zone euro.



Le mécanisme de prêt TLTRO 3 a pris un mauvais départ. Les banques de la zone euro n'ont absorbé que 3,4 milliards € en septembre (Tranche 1) – bien moins que ce que prévoyait le consensus des observateurs (entre 20 et 30 milliards €). Qui plus est, les banques ont volontairement décidé de rembourser 32 milliards € à la BCE, ce qui se solde par une ponction nette de liquidité, et non une injection de nouvelle liquidité.

Enfin, la nouvelle vague d'assouplissement quantitatif qui commencera en novembre fait pâle figure à côté de celles de 2015 à 2017. La BCE prévoit d'acheter pour 20 milliards € d'obligations gouvernementales par mois (240 milliards € par an) – quatre fois moins qu'en 2016.

C'est pour cela que Mario Draghi a fait savoir très clairement que la BCE passe le relais aux décideurs de la politique budgétaire. Les gouvernements qui disposent de marges budgétaires « devraient agir de manière efficace et rapide » a-t-il dit en substance. Il faisait évidemment allusion à l'Allemagne. Le problème est que la marge budgétaire de l'Allemagne est plus limitée qu'on le pense généralement à cause de la contraction des recettes fiscales. Bref, l'économie de la zone euro reste dans l'impasse. Il en découle que l'Europe ressentira les répercussions d'un ralentissement spectaculaire de l'Allemagne. Sur l'horizon de prévision, la croissance du PIB réel dans la zone euro devrait être en moyenne de 0,6 % seulement.

## Chine

### Des chocs externes pèsent sur la croissance chinoise

- Selon les prévisions, le PIB réel chinois croîtra de moins de 5,5 % au cours des quatre prochains trimestres.
- Le conflit douanier actuel avec l'administration américaine continuera de freiner l'activité commerciale. Un ralentissement de la croissance mondiale, entraîné par l'Europe, constituera un choc additionnel important qui affectera le secteur du commerce extérieur de la Chine.
- La croissance de l'IPC décélérera de nouveau sous les 2 % d'ici le 4T 2020, donnant à la banque centrale la latitude d'adopter toute mesure d'accommodement de sa politique nécessaire.

La croissance chinoise semble buter contre plus de difficultés qu'en début d'année. Des chocs externes créent une conjoncture difficile pour l'économie, en particulier pour le secteur manufacturier, grand exportateur. La grande probabilité d'une poursuite des tensions extérieures au cours des prochains trimestres prépare le terrain pour une augmentation des pressions sur le commerce extérieur – jusque-là, cela a entraîné un débordement important sur l'économie intérieure. De ce fait, selon les prévisions, le PIB réel chinois croîtra de moins de 5,5 % au cours des quatre prochains trimestres.

Le conflit douanier avec l'administration américaine continuera de freiner l'activité commerciale. La grande probabilité de l'adoption de nouveaux droits de douane d'ici la fin de l'année laisse entrevoir des perspectives décevantes pour la reprise des échanges commerciaux

à court terme. En plus de l'escalade du conflit américano-chinois qui n'en finit pas, un ralentissement de la croissance mondiale, à commencer par l'Europe, est un deuxième choc important qui affecte maintenant le commerce extérieur de la Chine. Les indicateurs avancés de l'Allemagne présagent une récession, qui aura sans doute des répercussions sur la croissance dans toute l'Europe.

L'économie intérieure se ressent de ces chocs extérieurs – et le pire est encore à venir. La plupart des indicateurs qui aident à évaluer la santé de l'économie intérieure continuent de pointer vers un ralentissement de la croissance. Qu'il s'agisse de la croissance des recettes de l'État inférieure aux objectifs, de l'affaiblissement de la croissance industrielle ou de la détérioration des dépenses de consommation, les perspectives générales ne donnent encore aucun signe de reprise. La capacité de l'État chinois de soutenir son marché du travail sera un des facteurs clés pour la réussite d'un ralentissement contrôlé. Mais les plus récents indicateurs liés à l'emploi révèlent des signes de tension accrue sur le marché du travail. Résultat, les initiatives politiques devront se multiplier ces prochains mois pour compenser la faiblesse latente. La politique monétaire devra devenir de plus en plus accommodante, avec de nouvelles réductions du ratio des réserves obligatoires des banques chinoises. La BPdC pourrait même devoir réduire ses taux directeurs pour éviter un atterrissage chaotique. La politique budgétaire continue de soutenir l'économie, en particulier grâce à l'émission d'obligations spéciales d'administrations locales. Au 3T, le gouvernement a annoncé une augmentation de son quota pour l'année civile 2019 afin de soutenir la croissance du crédit. Cela dit, le niveau actuel des mesures de stimulation fiscale ne suffit pas et devra augmenter encore plus étant donné les chocs qui affectent l'économie chinoise.

Avec la détérioration de la conjoncture économique, l'inflation devrait faiblir en 2020. Les prix à la production devraient devenir déflationnistes au cours des prochains mois, comprimant les profits industriels. Les prix à la consommation, par contre, sont affectés par des forces polarisantes. Les prix des aliments flambent en raison d'une pénurie d'offre, alors que le plus gros du panier des prix à la consommation décélérera sans doute au cours des douze prochains mois. Globalement, la croissance de l'IPC décélérera de nouveau sous les 2 % d'ici le 4T 2020, donnant à la banque centrale une marge de manœuvre pour adopter un politique plus accommodante.

## Autres scénarios

### Reflation mondiale (probabilité de 20 %)

Alors que les risques d'une récession augmentent, les perspectives d'un scénario plus positif s'estompent. Nous réduisons par conséquent la probabilité du scénario de la reflation mondiale à 20 % (contre 25 % précédemment). Dans ce scénario, la montée des tensions inflationnistes est suffisamment forte pour convaincre davantage de banquiers centraux de « lever le pied de l'accélérateur ». Une croissance plus forte des bénéfices compenserait la montée des taux d'intérêt, soutenant les valorisations boursières et assurant des rendements plus importants que prévu pour les actions, mais plus faibles pour les titres à revenu fixe. La poursuite des efforts de détente chinois et des événements politiques constructifs en Italie pourraient entraîner un regain de confiance des entreprises et des consommateurs et un renforcement de l'activité économique plus important que ce que dénote notre scénario central.

Avec une courbe des rendements inversés signalant une récession future, une remontée du cycle économique combinée à une augmentation des tensions inflationnistes représenterait un important aspect négatif pour le marché obligataire. Les implications pour le marché boursier sont moins directes. L'augmentation des taux d'intérêt nuirait aux valorisations, mais l'amélioration des perspectives de croissance soutiendrait le marché. Les actions des marchés émergents ont le plus à gagner dans ce contexte, n'ayant pas à surmonter le handicap de leurs valorisations.

### Récession mondiale (probabilité de 30 %)

Nous augmentons la probabilité d'une récession mondiale de 25 % à 30 %. Nous estimons que c'est en Asie ou en Europe, ou dans les deux régions, que le risque de récession a le plus de chances de se manifester. Les deux régions font actuellement face à un ralentissement cyclique de la croissance. Étant donné les efforts d'aide déployés par les autorités, la croissance économique sera le plus probablement stabilisée sur l'horizon de prévision. Cependant, il existe un risque important que les mesures de stimulation par la politique adoptées ne suffisent pas pour éviter un ralentissement économique plus prononcé dont les effets déborderaient sur le reste du monde. Cela pourrait produire un resserrement non négligeable des conditions financières mondiales et éventuellement une propagation à des économies émergentes plus faibles, entraînant davantage de contagion et de risques pour la stabilité financière.

Dans ce scénario, les actifs cycliques et à risque subiront une importante correction. Le marché boursier s'est bien comporté cette année, porté par la conviction que l'abaissement des taux d'intérêt était une justification raisonnable de l'augmentation des valorisations et par la prévision que la croissance des bénéfices demeurera résiliente. Ces hypothèses seraient sérieusement remises en question en cas de récession mondiale. Étant donné qu'une grande partie du marché obligataire mondial affiche déjà des rendements négatifs, seuls quelques pays ont encore la latitude de faire baisser leurs taux obligataires. Aussi les actifs ayant valeur de refuge vont-ils grimper en flèche.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
<b>Reflation mondiale (probabilité de 20 %)</b>	Obligations internationales Obligations canadiennes Obligations du Trésor américain	Actions des marchés émergents d'Asie Actions européennes Matières premières
<b>Récession mondiale (probabilité de 30 %)</b>	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Monnaies des marchés émergents	Or Obligations du Trésor américain Yen japonais



## Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel <sup>4</sup>	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle <sup>5</sup>	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	1,6 %	1,5 % <sup>6</sup>	0,9 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	-50 pb
États-Unis	2,3 %	1,7 %	1,3 %	1,7 %	2,0 %	2,3 %	-75 pb
Zone euro	1,2 %	0,3 %	0,6 %	0,9 %	1,3 %	0,9 %	-20 pb
Chine	6,2 %	6,0 %	5,3 %	2,8 %	2,2 %	2,7 %	Stimulation budgétaire + monétaire
Japon	1,0 %	0,2 %	-0,2 %	0,2 %	1,0 %	0,2 %	-
Monde	3,2 %	3,1 %	2,6 %	2,7 %	3,0 %	2,6 %	-

<sup>4</sup>Croissance du PIB réel (a/a %)

<sup>5</sup>année/année (%)

<sup>6</sup>Implicite (converti d'une base T/T)

Données du 9 octobre 2019

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

## Rendements à long terme des marchés des capitaux (10 ans)

Les rendements moyens projetés des grandes catégories d'actifs des marchés financiers au cours des 10 prochaines années, basés sur nos études macroéconomiques internes, représentent une donnée de base clé dans notre processus d'investissement.

Bien que cela soit contraire à l'intuition dans l'environnement actuel, des taux directeurs plus élevés seront nécessaires au cours des 10 prochaines années pour créer la capacité de faire face à tout ralentissement économique. Des taux plus élevés éviteraient aussi l'accumulation de déséquilibres financiers associés à des taux d'intérêt trop faibles pendant trop longtemps. Avec un ralentissement de la croissance du potentiel économique, des taux directeurs plus élevés auraient un effet ralentisseur mondial latent, particulièrement là où l'endettement est élevé.

Dans une optique relative, les économies émergentes ont de meilleures perspectives macro-économiques à long terme (croissance économique tendancielle plus élevée, moins de dette), ont plus de marge de manœuvre politique pour stimuler la croissance au besoin (moins de déficit budgétaire, taux directeurs plus élevés) et sont devenues moins risquées (dépendent plus des services intérieurs, meilleures institutions, réformes structurelles).

Résultat, les catégories d'actifs des marchés émergents sont plus intéressantes dans une perspective de longue durée. Alors que les catégories d'actifs des marchés développés auront de la difficulté à dépasser un rendement annuel moyen de 5 % au cours des 10 prochaines années, nous projetons que les obligations gouvernementales et les actions des marchés émergents produiront des rendements de 8 % et 12 %, respectivement.

Pour en savoir plus, demandez l'étude « Rendements à long terme des marchés des capitaux 2019 ».

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 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 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.