

# PERSPECTIVES

Période de 12 mois débutant le 1<sup>er</sup> janvier 2022

50  
ANS

## Table des matières

<u>Faits saillants des catégories d'actifs</u>	1
<u>Perspectives multi-actifs</u>	2
<u>Aperçu mondial</u>	3
<u>Stratégie mondiale</u>	3
<u>Marchés boursiers mondiaux</u>	4
<u>Stratégies d'obligations mondiales</u>	4
<u>Devises</u>	6
<u>Marchandises</u>	6
<u>Perspectives économiques régionales</u>	7
<u>Autres scénarios</u>	10
<u>Prévisions économiques</u>	11

## Le temps est-il venu de s'assagir?

En rétrospective, l'année 2021 s'est avérée une autre excellente année pour les investisseurs mondiaux. Rien ne pouvait freiner le marché haussier des actifs risqués, en grande partie grâce à la prudence persistante des décideurs. En effet, l'an dernier, même si l'économie mondiale s'est fortement redressée, les liquidités mondiales sont restées très abondantes.

### Faits saillants des catégories d'actif

**Actions :** Les valorisations sont élevées, les marges bénéficiaires se situent à des niveaux historiquement élevés et elles ne devraient pas augmenter de nouveau en 2022. Les ventes devront donc faire tout le travail. Toutefois, les ventes affichent rarement une croissance phénoménale, sauf immédiatement après une récession. Par conséquent, les rendements boursiers seront probablement beaucoup plus faibles qu'au cours des deux dernières années. Étant donné l'étroitesse de la cible et le risque de basculer de l'un ou l'autre côté, la trajectoire des marchés pourrait être cahoteuse.

**Titres à revenu fixe :** Étant donné que la Réserve fédérale (Fed) sera plus active en 2022, un scénario de fourchettes de négociation plus larges pour les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans (entre 1,10 % et 2,10 %) est envisageable pour l'horizon de prévisions. D'une part, la perspective d'une réduction des programmes d'achats d'obligations par les grandes banques centrales pourrait permettre aux taux à long terme d'augmenter au début de l'année. Toutefois, un peu plus tard, les probabilités d'un ralentissement cyclique plus prononcé que prévu à l'échelle mondiale ont augmenté depuis nos dernières prévisions. En effet, l'évolution des mesures monétaires, budgétaires et de crédit pourrait pousser le cycle mondial à la baisse, ce qui entraînerait une diminution des taux obligataires sur les marchés développés.

**Devises :** Compte tenu du durcissement de ton de la Réserve fédérale à la fin de l'année dernière, le marché haussier à long terme du dollar américain, qui est en place depuis plus d'une décennie, pourrait très bien reprendre.

**Chine :** Nous sommes devenus plus pessimistes à l'égard de la Chine au dernier trimestre, en raison des attentes d'une baisse de l'activité immobilière et d'une intensification des craintes à l'égard des liquidités pour les promoteurs immobiliers. Compte tenu des perspectives de croissance du PIB de 4,4 %, nous restons en deçà des prévisions consensuelles et du potentiel.

# Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 31 décembre 2021	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Taux des bons du Trésor à 3 mois du Canada	0,25 %	0,50 %	1,00 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	0,95 %	0,80 %	1,50 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	1,42 %	1,25 %	2,05 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	1,51 %	1,10 %	2,10 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	-0,18 %	-0,45 %	0,10 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,07 %	-0,25 %	0,25 %
Taux de rendement réel des obligations d'État à 10 ans du Canada	-0,14 %	-0,15 %	0,20 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,15 %	1,15 %	1,30 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	2,92 %	2,70 %	4,40 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	330	250	500
Indice S&P/TSX	21 223	19 500	23 000
Indice S&P 500	4 766	4 300	5 050
Indice Euro Stoxx 50	4 298	3 950	4 650
Indice Topix - Japon	1 992	1 825	2 150
Indice MSCI Marchés émergents	70 053	65 000	78 000
USD/CAD	1,2637	1,226	1,316
EUR/USD	1,1370	1,12	1,16
USD/JPY	115,08	110,00	118,00
USD/CNH	6,36	6,30	6,70
Or	1 829	1 600	2 000
Prix du pétrole WTI	75,21	50,00	85,00

Sources : Thomson Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.  
Tous les prix dans la devise locale, sauf indication contraire.

# Perspectives des catégories d'actif

## Aperçu mondial

### Conditions de navigation difficiles à venir

En rétrospective, l'année 2021 s'est avérée une autre excellente année pour les investisseurs mondiaux. Rien ne pouvait freiner le marché haussier des actifs risqués, en grande partie grâce à la prudence persistante des décideurs. En effet, l'an dernier, même si l'économie mondiale s'est fortement redressée, les liquidités mondiales sont restées très abondantes.

Malheureusement, la situation sera probablement très différente en 2022. Partout dans le monde, l'inflation refait surface. Alors que l'évolution de la situation en ce qui a trait à la pandémie demeure une source d'inquiétude, les décideurs n'ont d'autre choix que de faire preuve de fermeté. La première mesure consiste évidemment pour les gouvernements à assainir leurs finances en réduisant considérablement leurs déficits et pour les autorités monétaires à réduire leurs achats de titres de créance gouvernementaux (c.-à-d. les réduire progressivement). La deuxième mesure à prendre est plus complexe, car elle consiste à s'éloigner des taux directeurs proches de zéro. Le défi est de procéder au nombre adéquat de hausses de taux directeurs à la vitesse appropriée afin que l'économie mondiale effectue un ralentissement en douceur et non brutal.

Pour de nombreuses raisons, trouver cet équilibre devrait s'avérer très difficile. Par ailleurs, les problèmes économiques de la Chine font partie de ce qui inquiète le plus. Les autorités monétaires chinoises sont récemment passées en mode assouplissement dans le but d'atténuer le ralentissement économique. Contrairement aux cycles de mesures d'assouplissement passés, toutefois, il n'est pas prévu de relancer l'économie chinoise au moyen d'une forte croissance du crédit. Autrement dit, il ne faut pas s'attendre à ce que la Chine sauve la situation en redevenant le moteur de croissance de la planète.

Il va sans dire que le choc de la pandémie qui semble ne jamais terminer complique la situation des banques centrales davantage. Même si les répercussions de la vague d'Omicron sur l'activité économique globale devraient être modestes et, plus important encore, éphémères, Omicron représente principalement un risque d'inflation. De ce fait, les problèmes liés à l'offre devraient maintenir l'inflation à un niveau élevé plus longtemps, ce qui pourrait nuire aux attentes d'inflation.

Comme si la tâche qui attend les banques centrales n'était pas assez difficile, leurs efforts de normalisation de la politique monétaire se dérouleront dans un contexte d'intensification du choc démographique mondial. C'est important, car le vieillissement de la population mondiale a une incidence sur les conditions du marché du travail, la productivité et, au bout du compte, l'inflation.

Le dernier point, mais non le moindre : le risque d'un excès est plus grand que jamais. Il est vrai que ce n'est pas la première fois que les banques centrales lancent des campagnes de resserrement. Toutefois, c'est la première fois qu'ils le font alors que le fardeau de la dette des agents

économiques non financiers est trois fois plus important que celui de l'économie. L'économie mondiale est maintenant plus sensible aux taux d'intérêt que jamais auparavant. Il ne faudra probablement pas grand-chose pour aller trop loin.

Dans l'ensemble, la partie facile de la reprise économique mondiale semble terminée, les banques centrales subissant de plus en plus de pressions pour que la normalisation des politiques soit plus rapide et potentiellement plus désordonnée. Plus elles agissent rapidement, plus la probabilité d'une erreur de politique est élevée. Même si une tempête financière semble exclue, les conditions risquent de devenir plus difficiles; l'orientation des marchés financiers risque donc de devenir plus incertaine et la volatilité va probablement augmenter.

## Stratégie mondiale

### Une cible étroite pour les marchés

L'économie a dépassé son sommet de croissance et est en train de passer à la prochaine phase du cycle. Le ralentissement de la croissance et la normalisation de la politique monétaire sont maintenant bien amorcés. À mesure que l'économie continuera de ralentir et que les politiques monétaire et budgétaire seront normalisées, les marchés boursiers seront confrontés à plusieurs difficultés. Premièrement, le ralentissement de l'activité économique se traduit par un ralentissement de la croissance des bénéficiaires. Deuxièmement, l'épuisement des liquidités excédentaires et la hausse des taux directeurs devraient nuire aux valorisations. Troisièmement, les pressions inflationnistes en fin de cycle devraient également nuire aux valorisations, tout en renforçant la nécessité d'une normalisation plus rapide des politiques.

Un ralentissement en douceur serait possible si ce ralentissement et la normalisation des politiques étaient justes, et si les pressions inflationnistes s'atténaient. Si un tel scénario se produisait, les rendements obligataires demeureraient probablement stables dans une fourchette de négociation. Il s'agit en quelque sorte d'une logique circulaire, car des rendements obligataires stables pourraient être considérés comme une condition nécessaire à un ralentissement en douceur. Malgré les difficultés, les marchés boursiers devraient continuer de bien se comporter, même s'ils devraient enregistrer des rendements beaucoup plus faibles que ceux des derniers temps.

L'économie connaîtra-t-elle un ralentissement en douceur? C'est devenu la prévision économique consensuelle. Les valorisations boursières élevées donnent aussi à penser que les marchés le supposent. Nos propres prévisions sont inférieures aux prévisions consensuelles, mais laissent aussi entrevoir des perspectives économiques favorables (assorties de risques de baisse). Il s'agit essentiellement du ralentissement en douceur que l'on espère. Toutefois, celui-ci ne signifie pas nécessairement que les marchés évolueront en douceur. Il s'agit d'un équilibre fragile qui peut facilement basculer. Autrement dit, le risque d'une erreur de politique est important, que l'erreur soit un resserrement excessif ou insuffisant. De plus, nous n'avons pas besoin d'une erreur réelle pour ébranler les marchés - la perception d'une erreur potentielle serait suffisante.

Si le resserrement monétaire était trop brutal, l'économie connaîtrait un ralentissement brutal et les banques centrales devraient reculer et assouplir le contexte financier. Les marchés boursiers se corrigeraient et les taux obligataires baisseraient. Par contre, si la normalisation de la politique monétaire était trop timide, l'économie continuerait

de surchauffer. Les investisseurs commenceraient à estimer que les banques centrales sont à la traîne et les rendements obligataires augmenteraient rapidement. Le marché boursier réagirait d'abord favorablement à la forte croissance, mais finirait par éprouver des difficultés en raison du resserrement des conditions financières.

Étant donné l'étroitesse de la cible et le risque de basculer d'un côté ou de l'autre, la trajectoire des marchés pourrait être cahoteuse. On pourrait penser que les marchés feront varier leur orientation, passant d'un scénario à l'autre. À titre d'exemple, à la fin de novembre, le risque associé au nouveau variant d'Omicron représentait une source d'inquiétude pour l'économie. Les actions ont reculé et les obligations se sont redressées. À mesure que les signes montraient qu'Omicron était plus contagieux, mais moins virulent qu'on le croyait initialement, les actions se sont redressées rapidement, mais elles ont aussi éliminé un obstacle pour la Réserve fédérale, et les taux obligataires ont augmenté. À la fin de l'année, nous verrons peut-être que l'économie et les marchés mondiaux se sont bien comportés. En cours de route, on pourrait avoir l'impression de s'approcher constamment du bord de la route.

Compte tenu des rendements obligataires et des valorisations boursières actuels, et du stade actuel du cycle, ni les obligations ni les actions ne représentent un placement tactique très intéressant. Pour résumer notre point de vue, le cours des actions est élevé à ce stade-ci du cycle, mais nous ne voyons pas les conditions pour les sous-pondérer; les rendements obligataires ne sont pas assez intéressants pour acheter des obligations à ce stade-ci du cycle, mais il est tard pour sous-pondérer les obligations. Par conséquent, la stratégie raisonnable de répartition tactique de l'actif consiste à conserver des positions presque neutres et à attendre de meilleurs points d'entrée.

Nous n'avons pas encore parlé de la COVID. Ce n'est pas qu'elle n'a plus d'importance, c'est que les marchés apprennent à vivre avec la maladie. C'est aussi de plus en plus l'approche que de nombreux gouvernements adoptent pour contrôler la pandémie. La COVID demeure une menace, comme le montre le variant Omicron. Ce n'est pas le premier variant et ce ne sera probablement pas le dernier. Pour ce qui est des répercussions sur les placements, la COVID devrait être considérée comme un faible risque de pertes extrêmes.

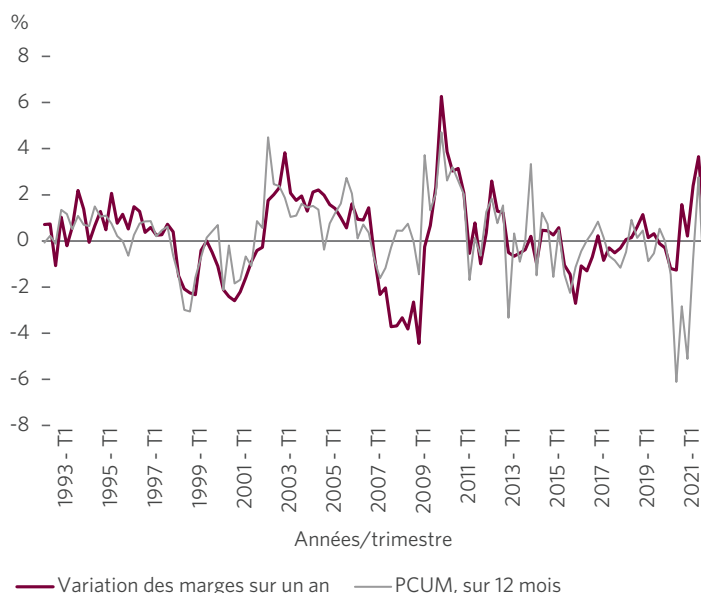
## Marchés boursiers mondiaux

**Un retour sur 2021 – et comment l'année 2022 pourrait être différente**  
En 2021, les actions mondiales ont continué de bondir vers de nouveaux sommets. L'indice MSCI tous pays a progressé de 19 % en 2021 et, à la fin de l'année, de 29 % par rapport à son sommet d'avant la COVID, en février 2020. Les technologies de l'information, l'énergie et la finance ont dominé, tandis que les secteurs défensifs comme les télécommunications et les services publics ont tiré de l'arrière. Soulignons que la plupart des gains ont été enregistrés au premier semestre. Le marché haussier a ralenti au deuxième semestre.

Après avoir été stimulés par la hausse des ratios C/B en 2020, les rendements boursiers en 2021 ont été soutenus par les bénéfices. Au début de 2021, les analystes ascendants s'attendaient à une croissance des bénéfices mondiaux de 26 % pour la prochaine année. Il s'est avéré que les analystes avaient grandement sous-estimé le rebond, et les bénéfices ont augmenté de 50 %, ce qui a fortement soutenu le marché boursier. Cette croissance de 50 % s'explique par une augmentation

de 8 % des ventes, tandis que le reste est attribuable aux marges bénéficiaires, qui sont passés de 7,7 % à 10,8 % (une croissance de 40 %). La croissance des bénéfices prévue par la majorité des analystes pour 2022 est de 7 %. Les marges bénéficiaires se situent à des niveaux historiquement élevés et ne devraient pas augmenter de nouveau en 2022. Par conséquent, les ventes devront faire tout le travail. Toutefois, les ventes affichent rarement une croissance phénoménale, sauf immédiatement après une récession. Par conséquent, les rendements boursiers seront probablement beaucoup plus faibles qu'au cours des deux dernières années.

### Marges bénéficiaires aux États-Unis



Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc.  
PCUM : Le prix par rapport au coût unitaire de la main-d'œuvre est une mesure de substitution des marges bénéficiaires.

Les actions chinoises et asiatiques se sont nettement distancées du reste du marché et ont enregistré des rendements négatifs. Le cycle économique de la Chine a ralenti, car la croissance du crédit est devenue négative. L'événement inattendu qui a amplifié le ralentissement a été le resserrement de la réglementation dans les secteurs de la technologie et de l'immobilier. Il y a maintenant des signes indiquant que les effets du resserrement de la politique monétaire ont atteint leur seuil critique. Par conséquent, on s'attend à ce que les dirigeants chinois prennent des mesures pour soutenir l'économie, mais à la marge. Autrement dit, alors que la Fed commence à mettre fin à ses mesures de relance, la Chine commencera à s'assouplir. Alors que l'économie américaine atteint son sommet, l'économie chinoise atteindra un creux. En termes relatifs, ce contexte devrait favoriser les marchés émergents par rapport aux marchés industrialisés, d'autant plus que les valorisations favorisent aussi les marchés émergents.

## Stratégies d'obligations mondiales

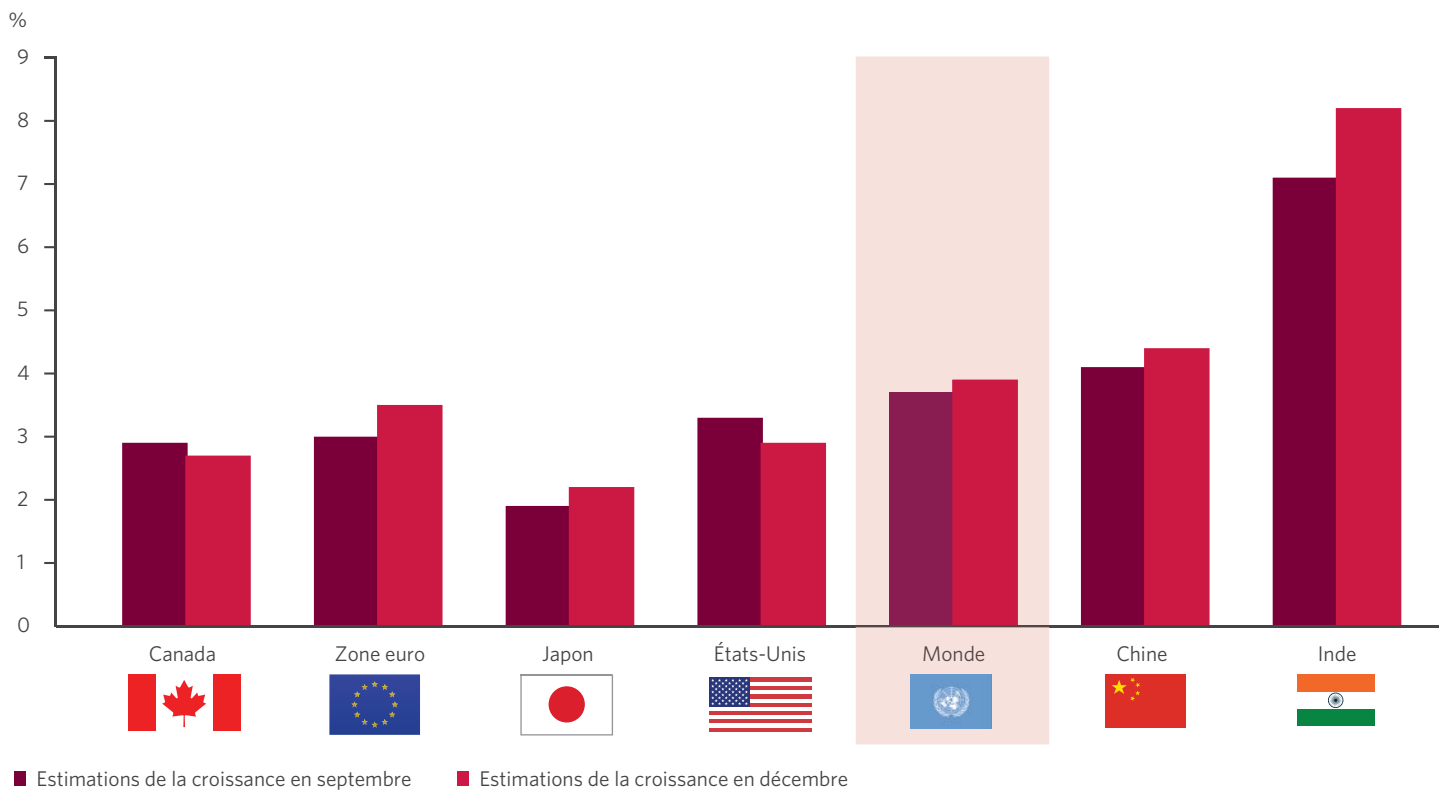
Le rendement des obligations des marchés industrialisés a fait du surplace au quatrième trimestre. Les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans ont terminé le trimestre en hausse de 3 points de base, demeurant dans une fourchette de 1,26 % à 1,66 %. Étant donné

que la Réserve fédérale (Fed) sera plus active en 2022, un scénario de fourchettes de négociation plus larges pour les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans (entre 1,10 % et 2,10 %) est envisageable pour l'horizon de prévisions.

Des turbulences devraient empêcher les taux obligataires d'évoluer clairement dans une direction ou une autre. La négociation à l'intérieur d'une fourchette demeure notre stratégie de prédilection. D'une part, la perspective d'une réduction des programmes d'achats d'obligations par les grandes banques centrales pourrait permettre aux taux à long terme d'augmenter au début de l'année. Toutefois, un peu plus tard, les probabilités d'un ralentissement cyclique plus prononcé que prévu à l'échelle mondiale ont augmenté depuis nos dernières prévisions. En effet, l'évolution des mesures monétaires, budgétaires et de crédit pourrait pousser le cycle mondial à la baisse, ce qui entraînerait une diminution des taux obligataires sur les marchés développés. Fait important, la trajectoire des prix de l'énergie, la dynamique du marché de l'emploi aux États-Unis et la vitesse à laquelle les goulots d'étranglement de l'offre mondiale se résorbent auront une incidence sur la durée pendant laquelle les attentes d'inflation du marché resteront élevées. Au bout du compte, cela déterminera l'ampleur des pressions baissières exercées sur les taux nominaux, car nous constatons que l'autre composante des taux nominaux, c'est-à-dire les taux réels, reste proche des niveaux actuels.

À l'extérieur des marchés développés, nous demeurons très sélectifs et prudents en ce qui a trait à nos placements en obligations des marchés émergents. Plusieurs obstacles potentiels pourraient compliquer le contexte macroéconomique des économies émergentes et la tâche de leurs banques centrales en 2022, ce qui pourrait entraîner des sorties de capitaux (comme les obligations). Premièrement, si l'inflation explosait aux États-Unis (scénario alternatif), il pourrait y avoir des répercussions négatives sur la demande pour les économies émergentes. Deuxièmement, si la Réserve fédérale adopte un ton plus ferme à l'égard des tensions inflationnistes croissantes, le dollar américain pourrait surpasser les monnaies des pays émergents, ce qui nuirait aux échanges commerciaux, à l'inflation et à l'accès au crédit de ces pays. Troisièmement, la Chine a mis du temps à assouplir ses conditions financières en 2021, et il est difficile de savoir comment et quand la Banque populaire de Chine (BPC) modifiera ses politiques monétaires et budgétaires de manière importante afin d'atténuer le ralentissement économique. De plus, l'effet à retardement du durcissement de la Chine en 2021 dans des secteurs clés, des problèmes du marché de l'habitation et du déclin de la croissance du crédit pourrait réduire davantage la demande chinoise pour le reste des pays émergents. Finalement, de nombreux pays émergents ont profité de termes de l'échange positifs en 2021, mais cela ne devrait vraisemblablement pas se reproduire. En résumé, nous continuerons de faire preuve de prudence en ce qui a trait à notre exposition aux obligations des marchés émergents en 2022.

#### Projections de la croissance mondiale : Prévisions de GAC (décembre 2021 contre septembre 2021)



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

## Devises

### Dollar américain

L'année 2021 en a été une de redressement pour le dollar américain (USD). Le billet vert est resté relativement faible au cours de la première moitié de l'année, mais il a rapidement récupéré tout le terrain perdu au cours de la seconde moitié. En ce qui concerne la nouvelle année, les perspectives du dollar américain demeurent complexes, car les moteurs de la monnaie exerceront des pressions dans des directions opposées. D'une part, au début de l'année, la Réserve fédérale (Fed) devrait être l'une des grandes banques centrales au ton le plus ferme en ce qui a trait au soutien des taux d'intérêt par rapport à d'autres monnaies à faible rendement. D'autre part, l'incertitude persiste quant à l'ampleur et à la vitesse de la hausse des taux réels aux États-Unis. Étant donné le niveau élevé de l'endettement, nous croyons qu'il est peu probable d'assister à une hausse des taux réels, ce qui limitera donc la vigueur du dollar américain. Finalement, les valorisations excessives et la détérioration des paramètres fondamentaux, comme l'important déficit du compte courant et l'incertitude politique entourant les élections de mi-mandat, pourraient entraîner une nouvelle ère de faiblesse. Étant donné les forces antagonistes en jeu, le dollar américain devrait continuer de se consolider sur l'horizon prévisionnel, c'est-à-dire demeurer dans une fourchette de négociation relativement large.

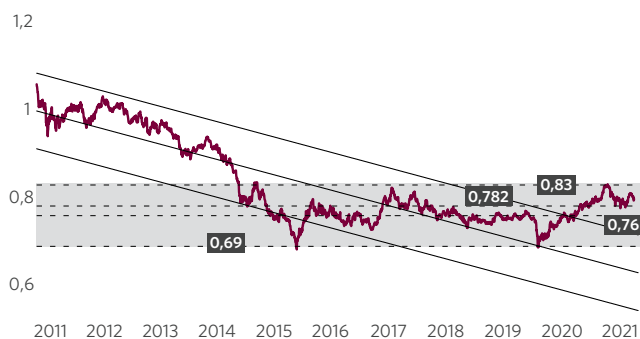
### Dollar canadien

Le dollar canadien (CAD) a fini l'année 2021 là où il l'a commencée, en s'établissant à environ 79 cents américains. Continuera-t-il à se consolider en 2022? Nous croyons que ce sera le cas. Les déterminants fondamentaux du dollar canadien devraient être moins favorables en 2022 qu'en 2021. D'une part, nous ne pensons pas que la Banque du Canada (BdC) doive procéder à des hausses de taux plus vigoureuses que celles de la Réserve fédérale, comme le laissent entrevoir les marchés. Par ailleurs, il est peu probable que nous assistions à une reproduction de 2021, la hausse rapide des prix de l'énergie ayant alimenté l'appréciation du dollar canadien. Nous prévoyons un raffermissement des prix de l'énergie, le prix du pétrole oscillant entre 50 \$ et 85 \$ sur l'horizon prévisionnel.

Comme dans le cas du dollar américain, le dollar canadien sera affecté par l'économie mondiale vigoureuse, mais en perte de vitesse, la normalisation de la politique monétaire de la Banque du Canada et les perspectives des marchandises. Nous prévoyons que ces forces soutiendront la monnaie au début de l'année et s'estomperont par la suite. Le dollar canadien devrait rester dans une fourchette allant très probablement de 76 à 82 cents américains.

### Dollar canadien : Poursuite du raffermissement en 2022?

Taux de change bilatéral CAD/USD et principaux niveaux techniques



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

### Euro

À la fin de 2021 et au début de la nouvelle année, l'opinion dominante a été, et demeure que la normalisation de la politique de la Banque centrale européenne (BCE) sera beaucoup plus lente que celle de la Réserve fédérale et de la plupart des autres banques centrales du monde industrialisé. Il va sans dire que ce contexte a considérablement pesé sur la valeur de l'euro par rapport au dollar américain. En 2021, le taux de change bilatéral EUR/USD s'est déprécié de plus de 7 %. L'euro pourrait-il perdre encore plus de terrain en 2022? Nous croyons qu'il continuera de subir des pressions, du moins au cours de la première moitié de l'année. La deuxième moitié de l'année pourrait toutefois être très différente, étant donné la probabilité croissante d'un durcissement du ton de la BCE plus rapide que prévu. Pour l'ensemble de l'année, l'euro devrait continuer de se consolider par rapport au dollar américain, se négociant entre 1,12 et 1,16.

### Yen japonais

En ce qui concerne les devises, la grande surprise de 2021 est assurément la faiblesse prononcée du yen japonais (JPY). C'est la devise du G-10 qui a perdu le plus de terrain par rapport au dollar américain en 2021, se dépréciant de plus de 10 %. De prime abord, une telle faiblesse peut sembler étonnante. Après tout, les paramètres fondamentaux de cette devise sont habituellement forts, compte tenu du surplus substantiel et grandissant du compte courant du Japon. Nous pensons que les interventions politiques de la Banque du Japon (BdJ) expliquent en grande partie le comportement inhabituel du JPY. Depuis presque cinq ans, la Banque du Japon maintient les taux des obligations d'État à 10 ans autour de zéro dans le cadre de sa politique de contrôle de la courbe des taux. Les épisodes de repli du marché des obligations du Trésor américain ont donc eu tendance à entraîner une hausse du taux de change entre le dollar américain et le yen. Pour l'avenir, nous entrevoyons un potentiel limité de hausse des taux des obligations du Trésor et, par le fait même, du taux de change de la paire USD/JPY. Nous anticipons travailler dans une fourchette cible de 110 à 118 d'ici la fin de l'année.

## Marchandises

### Pétrole

Malgré la fin mouvementée de 2021, les prix du pétrole ont renoué avec leur trajectoire haussière à la fin de décembre et en janvier, atteignant 80 \$ le baril, le marché continuant de regarder au-delà de la récente vague de la pandémie.

La demande est demeurée raisonnable, malgré le nombre croissant de cas de COVID dans le monde. Du côté de l'offre, l'OPEP+ est restée disciplinée par rapport à la remise de barils sur le marché, en respectant son calendrier et en ayant une pleine conformité des pays membres. Par ailleurs, les autres sources de croissance de l'offre (p. ex., le gaz de schiste américain) n'ont pas fortement progressé. Les investisseurs continuent d'indiquer aux producteurs que leurs bilans devraient être renforcés davantage et que tout capital supplémentaire devrait être affecté aux rachats d'actions et aux dividendes plutôt qu'à la croissance de la production.

Au cours des prochains mois, nous continuerons de surveiller les signes de croissance de la demande pour déterminer où se situe le soutien à la hausse des prix du pétrole cette année. Du côté de l'offre, nous continuerons de surveiller les données sur le retour de barils de pétrole supplémentaires sur le marché provenant de l'OPEP+ et d'autres

producteurs dans le monde. Les risques pesant sur la vigueur des prix du pétrole pourraient découler d'une croissance du PIB mondial plus faible que prévu, d'un retour de l'offre plus rapide que prévu à des prix plus élevés pour cette marchandise, de nouvelles libérations coordonnées des réserves pétrolières stratégiques ou d'autres facteurs géopolitiques ayant des répercussions sur l'offre ou la demande.

## Or

Au cours des six derniers mois, l'or a régulièrement oscillé entre 1 750 \$ et 1 850 \$ l'once, car le marché continue de tenir compte des signaux contradictoires qu'envoient des indicateurs clés comme l'inflation, les taux d'intérêt et la croissance économique. Les données sur l'inflation globale élevée laissent entrevoir un contexte favorable pour l'or, mais le potentiel de hausse a été atténué par la réduction des mesures de relance et des signes d'une hausse des taux par la Réserve fédérale. Dans ce contexte contrasté, les investisseurs ont, en grande partie, délaissé l'or et l'ont laissé dériver au sein de la fourchette de négociation susmentionnée.

Pour l'avenir, l'inflation demeure un sujet d'intérêt pour les investisseurs. Le débat entourant la nature transitoire (ou non) de l'inflation et le moment du cycle de relèvement des taux d'intérêt sont demeurés des données clés sur les perspectives de l'or. Étant donné les récentes données sur l'inflation globale et le moment prévu des hausses de taux, nous croyons que l'or continuera de bénéficier d'un soutien à court terme. De toute évidence, les risques qui pèsent sur le prix de l'or sont des hausses de taux plus rapides que prévu et une diminution des données et des attentes en matière d'inflation.

Nous continuons de surveiller les indicateurs de l'évolution des prix des métaux précieux suivants :

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

## Cuivre

Le prix du cuivre est demeuré dans une fourchette étroite, oscillant entre 4,20 \$ et 4,50 \$ la livre au cours des six derniers mois. Même si la tendance à la hausse a peut-être stagné, nous constatons que le contexte actuel des prix est très sain et bien au-dessus de la courbe des coûts de production mondiale de cette marchandise. Les producteurs génèrent d'importants flux de trésorerie disponibles aux prix actuels et le marché mondial du cuivre demeure fondamentalement serré.

Nous demeurons optimistes quant aux perspectives à court et à moyen terme du prix du cuivre. Du côté de la demande, la Chine, le principal marché du cuivre, a signalé un assouplissement de la politique monétaire, ce qui devrait soutenir la demande en matière de marchandises. Du côté de l'offre, le Chili et le Pérou ont eu de la difficulté à maintenir leurs niveaux de production et à attirer de nouveaux investissements, car la COVID et l'incertitude politique ont eu des répercussions sur la production et la croissance de ces importants pays producteurs de cuivre. Par ailleurs, les stocks mondiaux de cuivre sont faibles, ce qui pourrait faire en sorte que les marchés physiques demeurent serrés, et constitue une autre donnée

favorable aux perspectives à court terme du prix du cuivre.

Finalement, à moyen et long termes, nous restons enclins à croire que les arguments en faveur d'un marché haussier structurel pour le cuivre demeurent pertinents. Le cuivre sera un métal essentiel à la transition vers une économie à faibles émissions de carbone, et des incitatifs devront être offerts pour assurer un nouvel afflux abondant de ce métal sur le marché pour répondre à cette nouvelle demande. Pour ce faire, le prix du cuivre devra être supérieur.

# Perspectives économiques régionales

## Canada

- L'économie canadienne devrait ralentir, passant d'un rythme d'environ 4,8 % en 2021 à 2,7 % en 2022.
- L'inflation devrait aussi ralentir, passant de 4,7 % sur 12 mois à un peu plus de 2,0 % sur 12 mois à la fin de 2022.

L'économie canadienne a fortement progressé en 2021. D'importants progrès ont été réalisés sur plusieurs fronts économiques. L'un des faits saillants a été la reprise du marché de l'emploi. En effet, tous les emplois perdus pendant la pandémie ont été récupérés au cours de la dernière année, et on estime que l'écart de chômage a été comblé. L'état du marché du travail ressemble de plus en plus à celui de 2019, ce qui laisse croire que les pressions salariales devraient continuer de s'accroître au cours de la prochaine année.

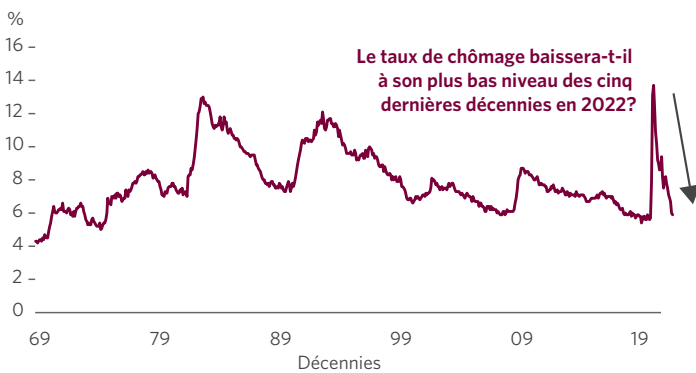
Un autre des événements économiques importants a été la flambée de l'inflation. Au Canada, l'inflation globale s'est établie à 4,7 % sur 12 mois en novembre 2021, son plus haut niveau en 30 ans, tandis que les trois mesures de l'inflation de base de la Banque du Canada (BdC) ont aussi atteint des sommets records. Le niveau élevé de l'inflation, qui est maintenant jugé plus persistant que prévu, met la banque centrale dans une position inconfortable. Par conséquent, la BdC a mis fin à son programme d'assouplissement quantitatif et modifié ses indications prospectives à la fin de l'année dernière.

Tout cela a plus ou moins coïncidé avec le renouvellement du mandat de politique monétaire de la Banque du Canada. En décembre dernier, la banque centrale a annoncé qu'elle maintiendrait l'inflation comme principal objectif de son mandat, mais elle a également établi des exigences pour tenir compte du marché du travail afin de soutenir un emploi durable maximal. Par conséquent, la BdC a maintenant un double mandat en matière d'inflation et d'emploi. Compte tenu du niveau d'inflation et de l'érosion rapide des capacités excédentaires sur le marché canadien de l'emploi, nous nous attendons à ce que la BdC augmente son taux directeur de 75 points de base en 2022.

Les ménages canadiens demeurent lourdement endettés et sensibles aux hausses de taux d'intérêt. La consommation devrait donc ralentir, tout comme le marché de l'habitation. Nous prévoyons que la croissance du PIB réel ralentira, passant d'environ 4,8 % en 2021 à 2,7 % en 2022. L'inflation devrait ralentir au cours de la prochaine année, terminant l'année légèrement au-dessus de la cible de 2 % de la Banque du Canada.

## Un taux de chômage au Canada inférieur à 5 %?

Taux de chômage au Canada (%)



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

## États-Unis

### Normalisation plus désordonnée de la politique de la Réserve fédérale

Comme l'IPC global s'établissait à plus de 6 % à la fin de 2021, l'inflation a largement dépassé la zone de confort de la Réserve fédérale. À la lumière de ces événements, la Fed n'a eu d'autre choix que d'accélérer la normalisation de sa politique monétaire. Pour être plus précis, cela signifie une réduction des achats d'obligations plus rapide que prévu initialement afin de permettre une première hausse des taux plus tôt. La vitesse à laquelle la Réserve fédérale renormalisera sa politique dépendra, dans une large mesure, de l'intensification des tensions inflationnistes attribuables à une hausse des coûts, mesurées par les coûts unitaires de main-d'œuvre.

Si nos prévisions s'avèrent justes, les conditions du marché de l'emploi continueront de se resserrer au cours de la période visée. Les conditions serrées du marché de l'emploi s'accompagnent généralement d'une inflation des salaires. Il ne s'agit pas nécessairement d'une mauvaise nouvelle, tant que la croissance de la productivité demeure élevée pour contenir les coûts unitaires de la main-d'œuvre.

Toutefois, c'est plus facile à dire qu'à faire. Au cours de la dernière décennie, la croissance de la productivité aux États-Unis a été en moyenne de seulement +1,4 % sur 12 mois. Nous avons connu une impressionnante remontée de la productivité en 2020 et au début de 2021, alors que les entreprises du monde entier ont appris à composer avec le choc de la pandémie en adoptant de nouveaux processus et de nouvelles technologies. Malheureusement, le choc de productivité positif qui a suivi la pandémie s'est avéré temporaire. La croissance de la productivité a fortement ralenti et est devenue négative au deuxième semestre de l'année.

Plus important encore, le choc de productivité positif qui a suivi la pandémie n'est rien comparativement au choc démographique négatif structurel qui frappe la plupart des pays industrialisés. Les États-Unis ne font pas exception, la cohorte des 55 ans et plus représentant une part très importante et en forte croissance de la population en âge de travailler (37 %). Comme le ratio de dépendance continuera d'augmenter au cours des prochaines années, la croissance de la productivité est plus susceptible de décevoir que de surpasser les attentes. Autrement dit, les pressions s'intensifieront sur la Réserve fédérale qui lutte contre l'inflation

pour que la normalisation de sa politique monétaire soit plus rapide et potentiellement plus désordonnée. Plus la Fed agit rapidement, plus la probabilité d'une erreur de politique monétaire est élevée.

## Europe

### Un durcissement du ton de la BCE en 2022?

À la fin de 2021 et au début de la nouvelle année, l'opinion dominante a été, et demeure que la normalisation de la politique de la BCE sera beaucoup plus lente que celle de la Réserve fédérale et de la plupart des autres banques centrales du monde industrialisé. En 2022, la principale surprise jusqu'à présent serait donc un durcissement du ton de la BCE. Quelles sont les probabilités?

Pour répondre à cette question, il faut d'abord examiner ce qui se passe du côté de l'inflation dans la zone euro. Bien que l'inflation ait nettement dépassé la cible à la fin de 2021, la question à se poser pour déterminer ce qui attend la BCE consiste à savoir si l'inflation restera supérieure à la cible au cours des prochaines années. Après tout, ce que la BCE a adopté à l'été 2021 est une cible d'inflation symétrique de 2 % à moyen terme.

Si l'on y regarde de plus près, on constate que l'évolution de l'inflation n'est pas aussi préoccupante dans la zone euro qu'aux États-Unis. En effet, la flambée de l'inflation observée à la fin de 2021 est presque entièrement attribuable aux prix de l'énergie. De ce point de vue, le résultat le plus probable est une décélération de l'inflation globale de la zone euro au cours de la période visée, alimentée par l'énergie.

Qu'en est-il des pressions inflationnistes attribuables à une hausse des coûts? La BCE suppose qu'elles ne seront pas problématiques en 2022. Bien qu'elle prévoie une forte inflation des salaires (+3,8 %), celle-ci devrait être largement contrebalancée par une forte croissance de la productivité (+2,9 %), ce qui devrait limiter l'inflation des coûts unitaires de la main-d'œuvre (+0,9 %). Autrement dit, la BCE est plutôt optimiste quant aux perspectives de croissance de la productivité dans la zone euro. Pour mettre les choses en perspective, avant le choc de la pandémie, la croissance de la productivité a été en moyenne de seulement 0,4 % dans la zone euro.

Si tout se déroule comme prévu, la Banque centrale européenne (BCE) procédera à la normalisation de sa politique monétaire lentement. Cela voudrait dire : (1) qu'il n'y aura aucune hausse des taux directeurs sur l'horizon prévisionnel; (2) que le programme d'achats d'urgence pandémique se terminera en mars comme prévu; (3) que les répercussions seront atténuées en augmentant temporairement les achats de titres d'emprunt; et (4) que la dernière tranche du programme de refinancement ORLTC III sera offerte aux banques en juin 2022. Toutefois, ce n'est que si tout se déroule comme prévu. À notre avis, l'intensification des tensions inflationnistes attribuables à la hausse des coûts pourrait très bien être plus forte que prévu par la BCE en raison de la faible croissance de la productivité. Si nous avons raison, la BCE devra adopter un ton plus ferme plus tôt que prévu.

## Chine

- Compte tenu de nos perspectives de croissance du PIB de 4,4 %, nous restons en deçà des prévisions consensuelles et du potentiel.
- Pour stabiliser la croissance, nous prévoyons un changement de politique axé sur les investissements dans les énergies renouvelables.



### La crise de liquidité des banques s'intensifie

Nous sommes devenus plus pessimistes à l'égard de la Chine au dernier trimestre, en raison des attentes d'une baisse de l'activité immobilière et d'une intensification des craintes à l'égard des liquidités pour les promoteurs immobiliers. Au cours des derniers mois, l'offre de nouveaux logements s'est contractée, la demande s'est affaiblie et des pressions à la baisse sur les prix ont fait leur apparition.

Bien que des règles macroprudentielles strictes visant à restreindre l'immobilier seront fort probablement assouplies, elles devraient demeurer restrictives en raison d'autres objectifs politiques. Il s'agit notamment de réaffecter les investissements dans les secteurs de la haute technologie et de l'énergie verte, de limiter l'augmentation de l'offre excédentaire de logements et d'empêcher une détérioration supplémentaire de l'abordabilité.

La consommation devrait rester une autre source de croissance décevante. Les revenus et la consommation sont restés faibles, malgré la vigueur de la demande étrangère et le nombre limité d'éclosions de virus. L'arrivée du variant très contagieux Omicron en Chine devrait entraîner des confinements plus fréquents et moins réussis.

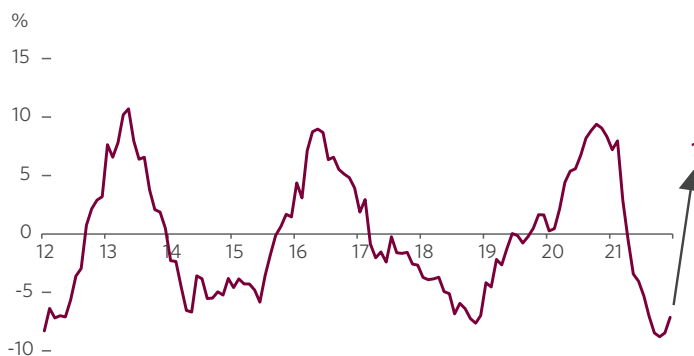
Bien qu'un changement de politique soit nécessaire pour rapprocher la croissance du potentiel, sa mise en œuvre sera difficile sur le plan opérationnel. Les objectifs mentionnés en matière de logement, de même que les fortes pressions à la hausse découlant des coûts et le durcissement de plus en plus prononcé de la Réserve fédérale, ne sont pas compatibles avec une réduction assez importante des taux directeurs. En ce qui a trait à la politique budgétaire, le manque de nouveaux projets d'infrastructure rentables, de même que le nombre stratosphérique d'obligations de gouvernements locaux spéciales émises l'année dernière, limite l'ampleur des mesures de relance que les autorités peuvent offrir.

Nous nous attendons plutôt à ce que les décideurs prennent la voie des placements axés sur le devancement de la décarbonisation (panneaux solaires, énergie éolienne et réseaux intelligents). La Chine dépend encore du charbon pour produire près de 60 % de son énergie, même si le pays est devenu le chef de file mondial des énergies renouvelables. Nous prévoyons une accélération des investissements dans l'énergie verte, qui équivaldrait à environ 0,5 % à 1,0 % du PIB en 2022, ce qui stimulerait la croissance au deuxième semestre.

Le financement bon marché provenant de la facilité de prêt vert de la Banque populaire de Chine et l'augmentation des émissions d'obligations par les instruments de financement des administrations locales (IFAL) et les sociétés d'État fourniraient du financement. Dans un contexte de défauts de paiement élevés de la part des promoteurs immobiliers, et pour aider les banques à absorber une part importante de la quantité d'obligations qui seront émises par les entités gouvernementales locales en 2022, nous nous attendons à ce que la Banque populaire de Chine réduise davantage son ratio des réserves obligatoires.

### Stabilisation de la croissance ou rebond cyclique?

Croissance du crédit chinois (dérivée seconde)



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

## Autres scénarios

### Fin de la demande comprimée (probabilité de 25 %)

Après avoir dépensé beaucoup en raison des mesures d'aides gouvernementales, les consommateurs sont maintenant à court de réserves. Le revenu disponible est fortement touché par la diminution des transferts gouvernementaux. Les économies excédentaires que les consommateurs n'ont pas eu le choix d'accumuler durant le confinement ne suffisent pas à contrebalancer les entraves budgétaires. Les consommateurs ont déjà devancé leurs achats de biens durables, et l'inflation a miné leur pouvoir d'achat. Bien qu'il ne s'agisse pas d'une récession dans ce scénario, la croissance ralentit considérablement et est nettement inférieure aux attentes. Les bénéfices des sociétés sont décevants et les marchés des actions enregistrent des rendements négatifs. Les rendements obligataires reculeront vers le bas de leur fourchette de négociation, car les banques centrales doivent réaffirmer leur engagement à soutenir leurs politiques.

### Inflation persistante (probabilité de 25 %)

Il est difficile de remédier aux goulots d'étranglement de l'offre créés par la pandémie. Le resserrement des stocks et de la chaîne d'approvisionnement mondiale signifie que l'interruption de l'un de ces éléments peut occasionner des pénuries tout au long de la chaîne. Une offre limitée coïncide avec une demande soutenue, car l'économie mondiale profite de la réouverture en cours. L'inflation persiste dans les secteurs de l'habitation, des marchandises, des biens et des écarts par rapport aux coûts de la main-d'œuvre. Au départ, ce scénario est favorable pour les actifs cycliques comme les actions et les marchandises, qui profitent de la forte croissance. Toutefois, éventuellement, les marchés finissent par composer avec le fait que les banques centrales tirent de l'arrière et le resserrement attendu des politiques monétaires déclenche une correction. Les rendements obligataires nominaux augmentent fortement à mesure que le taux de rendement réel et le taux d'équilibre avec l'inflation augmentent.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
<b>Fin de la demande refoulée (25 %)</b>	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Marchandises	Or Bons du Trésor US Franc suisse
<b>Inflation persistante (25 %)</b>	Obligations de la zone euro Obligations du Trésor américain Obligations des marchés émergents	Actions des marchés émergents Marchandises Taux d'équilibre avec l'inflation



# Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel <sup>1</sup>	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle <sup>2</sup>	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	4,0 % <sup>3</sup>	4,0 %	2,7 %	4,7 %	3,5 %	2,8 %	Près de 0 %
États-Unis	4,9 %	4,0 %	2,9 %	6,8 %	4,5 %	3,2 %	Près de 0 %
Zone euro	3,9 %	4,1 %	3,5 %	5,0 %	2,5 %	2,3 %	Près de 0 %
Chine	4,9 %	5,1 %	4,4 %	2,3 %	2,2 %	2,9 %	D'avantage de réductions du ratio des provisions obligatoires
Japon	1,2 %	3,1 %	2,2 %	0,6 %	0,8 %	0,9 %	-
Monde	4,8 %	4,5 %	3,9 %	4,9 %	4,4 %	4,3 %	-

<sup>1</sup>Croissance du PIB réel (en % sur 12 mois)

<sup>2</sup>En % sur 12 mois

<sup>3</sup>Croissance implicite (établie à partir des données d'un trimestre à l'autre)

Données en date de décembre 2021.

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

## Section des auteurs



### Luc de la Durantaye

Stratège en chef des placements,  
Chef des placements et directeur général,  
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



### Vincent Lépine

Directeur en chef,  
Recherche sur l'économie et les marchés,  
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



### Francis Thivierge

Gestionnaire de portefeuille principal,  
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



### Jean-Laurent Gagnon

Gestionnaire adjoint de portefeuille\*,  
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



### Éric Morin

Analyste principal,  
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



### Anne-Katherine Cormier

Analyste principale,  
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



### Daniel Greenspan

Analyste principal et  
Directeur de l'équipe des ressources

\* Inscrit à titre de représentant-conseil adjoint.

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à vous donner des conseils de placement, et il ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. Sauf indication contraire, 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 diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés sont associés à des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

« Bloomberg® » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affiliée à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine, ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc. Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.