GESTION D'ACTIFS CIBC

PERSPECTIVES

Perspectives trimestrielles sur l'économie et les catégories d'actif

Hiver 2024

STRATÉGIE RELATIVE AUX MARCHÉS MONDIAUX

ANALYSE ÉCONOMIQUE

AUTRES SCÉNARIOS ÉCONOMIQUES

« Une combinaison de croissance résiliente aux États-Unis et d'assouplissement des politiques monétaires dans le monde nous incite à un optimisme prudent à l'égard des marchés boursiers.

Michael Sager, Ph.D.
Directeur général et chef,
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, M.Sc., CFA
Gestionnaire de portefeuille principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises

Optimisme prudent

Voici le numéro d'hiver 2024 de Perspectives.

Les deux derniers mois de l'année dernière ont été marqués par une remontée généralisée, presque toutes les catégories d'actif ayant enregistré de solides rendements. L'élément catalyseur a été bien entendu le changement d'orientation inattendu et hâtif de la Réserve fédérale américaine (Fed) en faveur d'un assouplissement de la politique monétaire. À l'origine de ce virage était la baisse plus rapide que prévu de l'inflation des prix à la consommation aux États-Unis. Cette baisse s'est également accompagnée de signes de difficultés économiques beaucoup moins nombreux que prévu ou que ce qui est habituel lors de telles périodes. C'est le scénario idéal. Le processus de désinflation n'a pas été aussi anodin ailleurs. Les récentes données sur l'activité économique au Canada et en Europe correspondent davantage à la récession modérée que nous avions prévue pour les deux économies.

Bon nombre de ces mêmes tendances devraient persister cette année. L'économie américaine semble résiliente : les conditions financières plus souples, la solide croissance des revenus réels et les effets positifs de la richesse sont autant de facteurs favorables aux dépenses de consommation. Il est probable que la croissance soit moins forte cette année que l'an dernier, mais elle ne sera que légèrement inférieure à sa tendance à long terme. Et avec la désinflation qui s'accélérera, la Fed abaissera probablement les taux. La question est de savoir quelle sera l'ampleur des baisses et à quel moment elles auront lieu. C'est ici que notre opinion diverge un peu de celle de la majorité des analystes du marché : selon nous, la Fed devrait commencer à réduire les taux un peu plus tard et un peu moins. Les perspectives pour les banques centrales du Canada et d'Europe sont similaires, compte tenu de la forte hausse persistante des coûts de main-d'œuvre.

Une combinaison de croissance résiliente aux États-Unis et d'assouplissement des politiques monétaires dans le monde nous incite à un optimisme prudent à l'égard des marchés boursiers. La volatilité devrait être plus élevée cette année qu'en 2023, car les marchés doivent composer avec un flux régulier de données économiques et de messages des banques centrales. Contrairement à la majeure partie de l'année dernière, où les banques centrales et le risque accru de récession représentaient un défi soutenu pour les investisseurs en actions, la volatilité prévue cette année laisse entrevoir des occasions d'investir à des niveaux plus intéressants. Les investisseurs seront probablement récompensés pour leur sélectivité et nous continuons à privilégier les solides paramètres fondamentaux et les valorisations relativement intéressantes. Le Canada et plusieurs marchés émergents, à l'exclusion de la Chine, sont dignes d'intérêt à cet égard.

Et même si la forte remontée des rendements observée à la fin de l'année dernière a fait sortir les obligations des profondeurs de l'abîme, elles demeurent intéressantes par rapport aux années précédentes. Comme c'est le cas pour les actions, la sélectivité sera essentielle, surtout au début de l'année, à mesure que les attentes des marchés seront réévaluées et s'approcheront davantage de nos prévisions. Les titres à revenu fixe devraient offrir aux investisseurs des occasions intéressantes tout au long de 2024.

Nous espérons que les commentaires de nos équipes présentés dans ce numéro de Perspectives vous aideront à mieux comprendre les marchés en 2024.

À Gestion d'actifs CIBC, nous nous engageons à fournir des analyses des marchés et des placements ainsi que des recherches de premier ordre. J'espère que notre revue trimestrielle des marchés et nos perspectives économiques vous seront utiles pour trouver les bonnes stratégies de placement qui cadrent avec les objectifs et les attentes de votre portefeuille. Si vous avez des questions ou si vous souhaitez discuter de nos perspectives et de nos commentaires, veuillez communiquer en tout temps avec votre conseiller ou un représentant de la Banque CIBC.

Stratégie relative aux marchés mondiaux

Vincent Lépine, Francis Thivierge, Jean-Laurent Gagnon et Daniel Greenspan

Stratégie mondiale : Meilleures perspectives à long terme pour les marchés financiers, mais obstacles à l'horizon

Ce trimestre, nous apportons un changement important à notre scénario économique de base et à nos autres scénarios. Dans le numéro d'automne de Perspectives, notre scénario le plus probable mettait l'accent sur le risque d'une récession mondiale modérée. Dans de nombreuses régions (notamment le Canada, les principaux pays d'Europe, le Japon et la Chine), ce scénario s'est bel et bien concrétisé. La principale exception est les États-Unis, où les données sur l'activité économique sont demeurées plus résilientes que prévu, même si l'inflation s'est davantage rapprochée du taux cible de la Réserve fédérale américaine (Fed) que prévu. Bien entendu, ces résultats économiques médiocres n'ont pas eu l'effet escompté sur les marchés financiers. Même ici, toutefois, si nous excluons un groupe restreint d'actions liées aux technologies aux États-Unis, le rendement des actions en bourse a été modeste pendant la majeure partie de 2023, jusqu'à ce que les rumeurs d'une réorientation hâtive de la politique de la Fed donnent vie aux actifs risqués en général. Et dans l'univers des titres à revenu fixe, les rendements obligataires ne sont entrés en territoire positif qu'en novembre 2023.

Nous nous attendions à ce que le risque de récession culmine au deuxième semestre de l'année dernière. Dans la présente ronde de prévisions, le quatrième trimestre de 2023 est remplacé par le dernier trimestre de 2024. D'un point de vue mécaniste, cela se traduit par un profil de croissance plus positif. Par conséquent, nous passons d'un scénario économique de base axé sur la récession (dont la probabilité pour l'ensemble de l'économie mondiale au cours des quatre prochains trimestres est ramenée à 10 %; voir notre scénario de *récession à double creux*) à un scénario qui prévoit une croissance modeste accompagnée de pressions inflationnistes persistantes. Nous évaluons à 50 % la probabilité que ce scénario de *hausse prolongée*, comme nous l'appelons, se produise en 2024. La probabilité restante de 40 % est attribuée à notre scénario de *désinflation parfaite*, selon lequel l'inflation se rapproche rapidement des cibles des banques centrales, avec peu de difficultés macroéconomiques apparentes. De tels événements sont rares habituellement. Et pourtant, les marchés financiers semblent presque intégrer ce scénario parfait, de même que l'assouplissement rapide et substantiel des politiques monétaires des banques centrales.

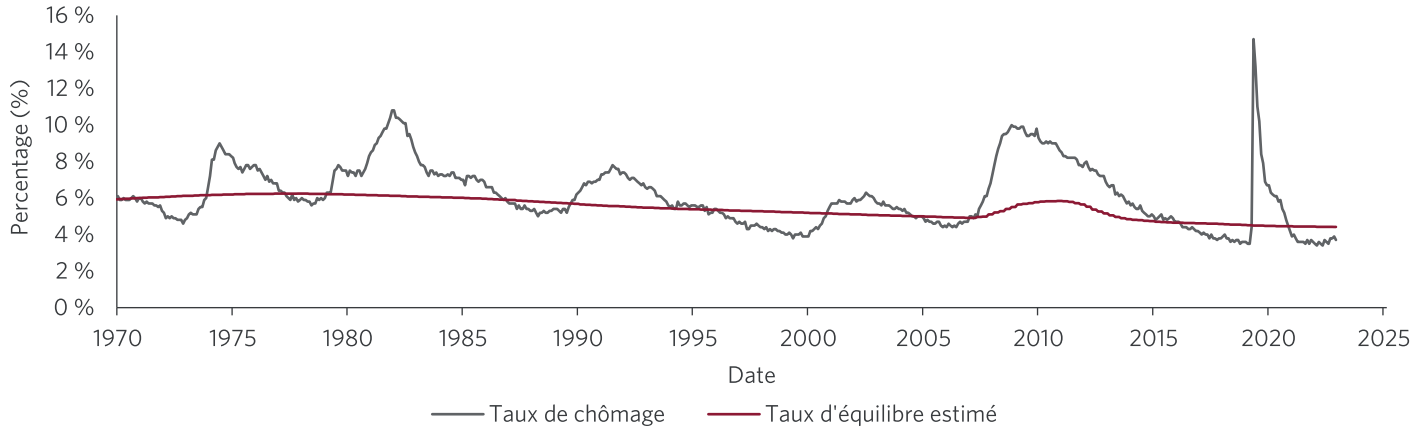
Lorsque l'économie surchauffe, l'équilibre peut être rétabli de trois façons :

1. Forte contraction de la demande en période de récession;
2. Déplacement vers la périphérie des courbes d'offre;
3. Ajustement graduel simultané de l'offre et de la demande.

Depuis le début de 2023, l'économie mondiale a connu un ajustement qui s'apparente à la troisième option. Même aux États-Unis, un assouplissement graduel des conditions du marché du travail s'est produit parallèlement à une diminution des pressions inflationnistes. Toutefois, malgré tous les efforts de la Fed (de la Banque du Canada et de la Banque centrale européenne aussi), le marché de l'emploi demeure trop tendu et l'inflation reste supérieure aux taux cibles.

Le marché américain de l'emploi reste tendu

Taux de chômage aux États-Unis

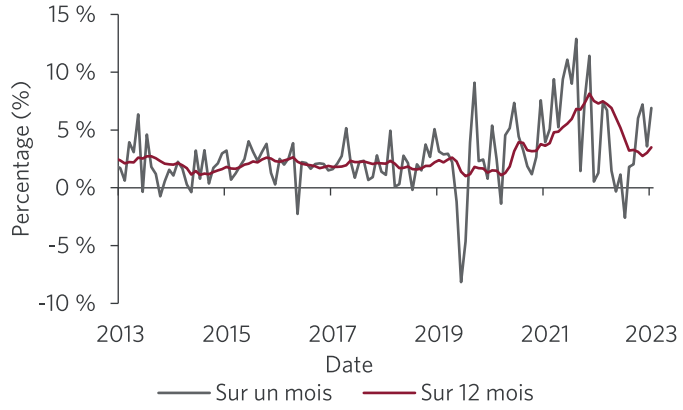


Source : Bloomberg. Le taux de chômage d'équilibre est défini comme le taux de chômage à inflation stationnaire (TCIS).

Selon notre scénario de *hausse prolongée* (voir les autres scénarios économiques ci-dessous), une poursuite du rééquilibrage graduel de l'économie réelle en 2024 (caractérisé par une croissance du PIB inférieure au potentiel) ne suffira pas à faire fléchir l'inflation assez pour combler l'écart qui reste par rapport aux cibles des banques centrales dans de nombreux pays développés. En particulier, l'indice des prix à la consommation (IPC) des services aux États-Unis, excluant le logement, et l'IPC moyen tronqué de la Fed de Cleveland (une mesure de l'inflation qui élimine les valeurs aberrantes) donnent à penser que la tendance baissière de l'inflation stagne déjà, voire qu'elle s'inverse légèrement. Selon notre scénario de *hausse prolongée*, cette tendance inflationniste défavorable devrait se préciser au printemps.

Les pressions inflationnistes sous-jacentes restent importantes

IPC des É.-U. – Services hors logement



Source : Bloomberg.

Bien que la majeure partie de la distribution de nos probabilités soit maintenant liée à des résultats relativement favorables au chapitre de la croissance économique, notre scénario de *hausse prolongée* indique qu'il y a des risques importants pour les marchés financiers. En particulier, un élément fondamental de ce scénario est que les cycles d'assouplissement de la politique monétaire des banques centrales dans les marchés développés se dérouleront plus graduellement que ce que prévoient actuellement les marchés. Cette situation aura d'importantes répercussions sur la trajectoire des rendements des actifs. Au quatrième trimestre de 2023, la baisse des rendements obligataires, la hausse des cours des actions, le resserrement des écarts de taux et la dépréciation du dollar américain ont contribué à assouplir considérablement les conditions financières. Tous ces événements ont été engendrés par les conjectures et la confirmation d'une réorientation de la politique de la Fed.

Les récentes remontées des marchés boursiers et obligataires ont assoupli les conditions financières aux États-Unis

Conditions financières aux États-Unis

Sources : Goldman Sachs et Bloomberg.

D'une part, il s'agit d'une bonne nouvelle, car cela a réduit le risque d'accident financier et amélioré les perspectives de croissance économique. D'autre part, du point de vue des banques centrales, l'assouplissement des conditions financières a compliqué les efforts visant à ramener l'inflation vers les cibles. Bien que les titres à revenu fixe aient retrouvé leur attrait comme élément essentiel de la répartition stratégique de l'actif de nombreux investisseurs, notre scénario de *hausse prolongée* montre que la baisse rapide des rendements obligataires observée au quatrième trimestre était exagérée compte tenu de la présente conjoncture économique. Dans ce scénario, il est probable que les rendements obligataires effacent au moins une partie de leur recul avant de progresser à nouveau plus tard en 2024. De même, ce scénario indique également que les marchés des actions et d'autres catégories d'actif risquées connaîtront des difficultés en 2024 dans un contexte de croissance relativement plus favorable.

À la suite de l'amélioration des perspectives de croissance économique, nous passons d'une répartition tactique de l'actif prudente à une répartition neutre. Notre stratégie était structurée de manière à sous-pondérer les marchés boursiers pendant la majeure partie de 2023. Cette orientation a été mise en œuvre en partie pour protéger les portefeuilles des investisseurs contre le risque accru de récession. En octobre 2023, lorsque ce risque a commencé à diminuer, nous sommes revenus à une position neutre par rapport à l'indice de référence au Canada. La valorisation de ce marché s'est sensiblement améliorée au cours des dernières années, sous l'effet de la solide croissance des bénéfices de sociétés, ce qui laisse entrevoir un rendement supérieur à long terme malgré un certain risque de difficultés à court terme.

Nous continuons à sous-pondérer les autres marchés boursiers, y compris les États-Unis, à cause des valorisations moins attrayantes. Toutefois, nous sommes à l'affût de signes indiquant que les attentes du marché sont plus cohérentes avec notre nouveau scénario de base de *hausse prolongée* et nous investirons de façon tactique lorsque les occasions de placement deviendront plus intéressantes. Nous continuons également à sous-pondérer les obligations à rendement élevé, car les écarts de taux qui se situent bien en deçà de leur moyenne historique ne semblent pas compatibles avec le risque résiduel de récession.

Par ailleurs, en octobre 2023, nous avons procédé à une surpondération tactique des titres à revenu fixe canadiens. La baisse rapide des rendements obligataires qui a suivi, principalement en raison de données sur l'inflation inférieures aux prévisions, les a amenés en grande partie vers la cible sur 12 mois que nous avions établie au moment de l'établissement de la position. Le recul des données sur l'inflation a également incité les participants au marché à revoir à la hausse le nombre de réductions de taux d'intérêt qu'ils attendent de la Banque du Canada (BdC) et de la Fed en 2024. Notre scénario de *hausse prolongée* prévoit des cycles d'assouplissement plus graduel de la politique monétaire et donne à penser que les attentes actuelles à l'égard des deux banques centrales sont trop élevées, étant donné la persistance prévue de l'inflation.

La réévaluation future de ces attentes entraînera probablement un certain redressement des rendements obligataires. Compte tenu de ces observations, en décembre 2023, nous avons pris des profits sur une partie de notre surpondération tactique des titres à revenu fixe en transférant la moitié de la surpondération des obligations canadiennes dans des obligations canadiennes à court terme. Comme c'est le cas pour les actions, nous chercherons à rétablir la surpondération des obligations lorsque les attentes du marché correspondront davantage à notre scénario de base de *hausse prolongée*.

Perspectives multi-actifs

Catégorie d'actif	Actuel 29-déc-23	Fourchette la plus probable pour les 12 prochains mois	
		Minimum	Maximum
Taux des bons du Trésor du Canada à 3 mois	5,00 %	3,75 %	5,00 %
Rendement des obligations d'État canadiennes à 2 ans	3,89 %	3,00 %	4,00 %
Rendement des obligations d'État canadiennes à 10 ans	3,11 %	2,80 %	3,80 %
Rendement des obligations d'État américaines à 10 ans	3,88 %	3,25 %	4,50 %
Rendement des obligations d'État allemandes à 10 ans	2,02 %	1,25 %	2,75 %
Rendement des obligations d'État japonaises à 10 ans	0,61 %	0,40 %	1,30 %
Rendement des obligations d'État à rendement réel du Canada à 10 ans	1,28 %	1,05 %	1,50 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,31 %	1,00 %	1,50 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	3,29 %	3,00 %	4,50 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en $ US)	319	250	500
Indice S&P/TSX	20 958	18 800	23 000
Indice S&P 500	4 770	4 200	5 100
Indice Euro Stoxx 50	4 522	4 000	4 900
Indice Topix – Japon	2 366	2 100	2 600
Indice MSCI Marchés émergents	61 542	56 000	68 000
USD/CAD	1,3243	1,315	1,428
EUR/USD	1,1039	1,02	1,140
USD/JPY	141,04	135,00	155,00
USD/CNH	7,13	6,80	7,45
Or	2 063	1 800	2 200
Prix du pétrole WTI	71,65	60,00	92,00

Sources : Gestion d'actifs CIBC et Bloomberg.

Marchés boursiers mondiaux : Optimisme prudent et sélectif

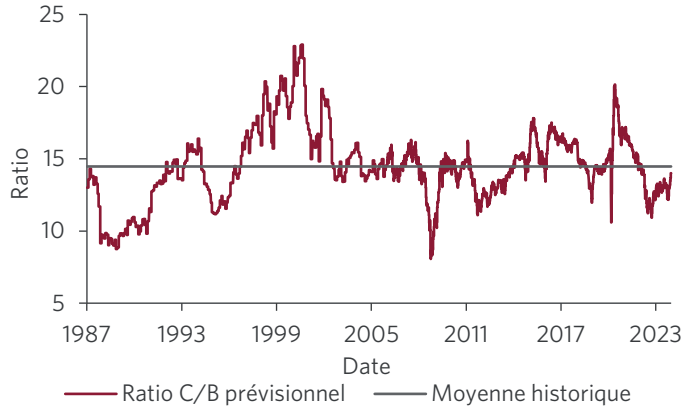
À ses deux dernières réunions de 2023, la Fed a indiqué que sa campagne de resserrement était terminée et que 2024 marquerait probablement le début d'un cycle d'assouplissement de sa politique monétaire. Dans la foulée, les marchés boursiers ont enregistré des rendements de plus de 10 % dans la plupart des régions, les secteurs cycliques et sensibles aux taux d'intérêt et les titres américains à faible capitalisation ayant tous affiché une belle tenue. Les gains sont exclusivement attribuables à l'augmentation des ratios cours/bénéfice (C/B).

En 2024, une croissance économique résiliente aux États-Unis et dans divers pays émergents, conjuguée à une inflation moins élevée dans un large éventail de pays, pourrait soutenir les marchés boursiers en début d'année. Par la suite, notre scénario de base de *hausse prolongée* laisse entrevoir une intensification de la volatilité, alors que les marchés modèrent leur exubérance à l'égard de l'ampleur prévue de l'assouplissement monétaire des banques centrales.

D'un point de vue fondamental, nous pouvons évaluer les perspectives à l'égard des rendements cette année en répondant à trois questions pertinentes. Premièrement, d'où proviendront les rendements : de la croissance des bénéfices ou de l'augmentation des valorisations? Au Canada, en Europe et dans les pays émergents à l'exclusion de la Chine, les économies connaissent une récession modérée et les bénéfices sont sous tension. À mesure que 2024 progressera, ces marchés feront probablement face à un certain risque de baisse, car les marchés rajusteront leurs attentes pour tenir compte d'hypothèses plus réalistes concernant la politique monétaire. Nous pensons qu'ils amorceront ensuite une reprise plus durable. À partir de ce moment, des comparaisons avantageuses avec les trimestres précédents généreraient automatiquement une croissance des bénéfices relativement solide. Les valorisations dans ces marchés ne sont pas bon marché, mais elles se sont améliorées et aujourd'hui elles correspondent largement aux moyennes à long terme. Elles ont intégré, dans une certaine mesure, la faiblesse économique à court terme. Aux États-Unis, les bénéfices sont demeurés résilients, en phase avec l'activité économique, mais leur croissance a ralenti et les mauvaises nouvelles sont peu probables dans ce marché. La valorisation de ce pays est plus élevée et laisse peu de place à la déception.

La valorisation des actions canadiennes semble relativement intéressante

Ratio C/B prévisionnel pour le Canada



Source : LSEG Datastream.

Deuxièmement, comment ce rendement prévu se compare-t-il aux risques qui y sont associés? En 2023, l'un des principaux risques était que la récession et la fragilité du secteur financier entraînent une volatilité accrue des marchés boursiers et une correction boursière profonde et persistante. Ce risque a été contenu tout au long de l'année dernière et devrait le demeurer cette année aussi. À l'heure actuelle, les marchés semblent presque intégrer un scénario parfait, stimulés par l'optimisme des investisseurs qui s'attendent à ce que la résilience économique (du moins aux États-Unis) et la désinflation continuent de soutenir la prise de risque. Nous affichons un optimisme prudent et croyons que ce scénario pourrait se concrétiser dans les premiers mois de l'année. Toutefois, notre scénario de base de *hausse prolongée* laisse entrevoir un regain de prudence à l'égard de l'inflation au cours du printemps. Le risque de résultats plus défavorables s'estompe, mais la route s'annonce encore difficile pour les marchés.

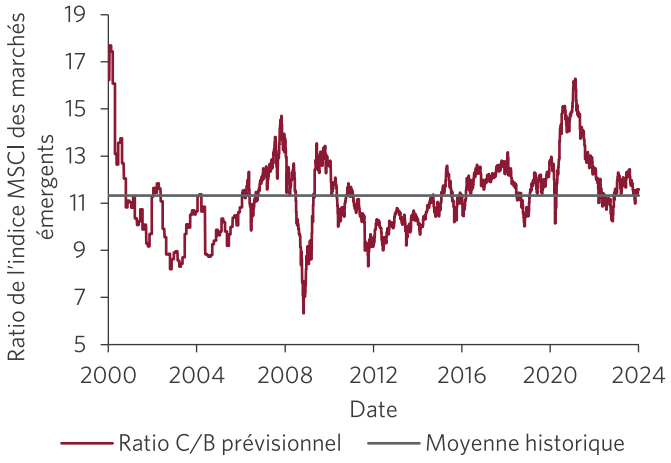
Troisièmement, comment les rendements attendus des actions se comparent-ils à ceux des autres catégories d'actif? Au cours de la majeure partie des 10 dernières années, les actions ont peu subi de concurrence de la part des liquidités et des titres à revenu fixe. Dans un contexte marqué par des taux d'intérêt nominaux très bas et des taux réels négatifs, de nombreux investisseurs ont soutenu que les marchés boursiers offraient une occasion inégalée. Cette situation a changé. Les rendements obligataires ont augmenté, s'approchant de nos estimations de la juste valeur à long terme, ce qui signifie que les titres à revenu fixe occupent, encore une fois et à juste titre, une place de choix dans la répartition stratégique de l'actif de nombreux investisseurs. Cette observation souligne l'importance de la sélectivité dans les marchés boursiers, qui privilégie ceux qui présentent les données fondamentales les plus solides.

Dans l'ensemble, nous sommes prudents et sélectifs à l'égard des actions. Nous reconnaissons les progrès réalisés pour rééquilibrer le marché de l'emploi et ramener l'inflation plus près des cibles des banques centrales. Notre optimisme prudent se reflète dans notre récente réaffectation des liquidités dans les actions canadiennes. La valorisation du Canada est plus favorable que celle des États-Unis. Toutefois, le Canada est aussi un marché cyclique qui dépend de l'économie américaine. Cette situation atténue l'optimisme à court terme, mais laisse entrevoir un rendement supérieur à long terme pour ce marché.

Plusieurs marchés émergents à l'exclusion de la Chine semblent aussi relativement attrayants. Ils sont jugés relativement bon marché par rapport aux indicateurs de valorisation à long terme et ont soit de meilleures perspectives de croissance à court terme (certains marchés en Asie), soit des banques centrales qui ont adopté, ou qui adopteront bientôt, des mesures d'assouplissement monétaire important (Amérique latine).

La valorisation des actions des marchés émergents demeure relativement intéressante, surtout par rapport aux actions américaines à grande capitalisation

Ratio C/B prévisionnel de l'indice MSCI Marchés émergents



Source : LSEG Datastream.

Stratégie relative aux obligations mondiales : Prudente; occasions plus intéressantes attendues plus tard en 2024

Le marché des obligations mondiales a enregistré un rendement négatif pendant une grande partie de 2023, mais a clôturé l'année en territoire positif. La persistance de données sur l'inflation relativement élevées et la croissance résiliente du PIB, aux États-Unis du moins, ont maintenu les rendements obligataires à un niveau élevé pendant la majeure partie de l'année. La réorientation inattendue de la Fed en décembre a provoqué une forte remontée des obligations, qui a fait grimper les rendements obligataires. En 2023, l'indice WGBI (couvert en dollars canadiens) a progressé de 5,6 % dans l'ensemble.

Les rendements des obligations mondiales ont été faibles en 2023 jusqu'à la solide remontée de fin d'année

Rendements de l'indice mondial des obligations d'État ($ CA)

Source : Bloomberg.

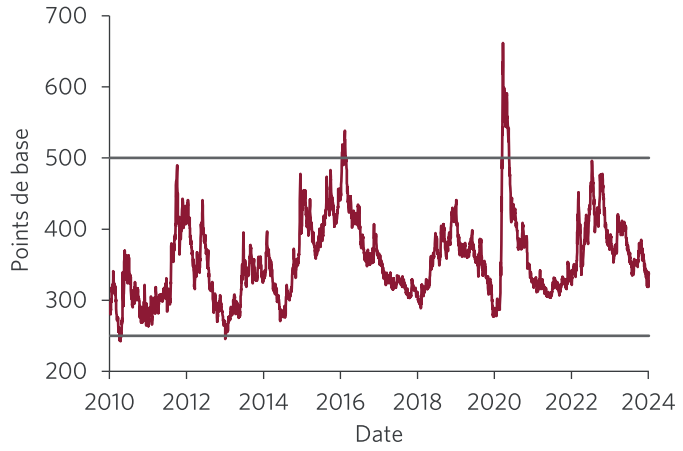
En ce qui concerne les perspectives pour 2024, nous nous attendons à ce que le rendement des obligations d'État américaines à 10 ans se situe entre 3,25 % et 4,50 %, avec une valeur médiane de 3,90 % (il était de 3,88 % au 29 décembre 2023). Le comportement des rendements à l'intérieur de cette fourchette dépendra principalement de la conjoncture économique. Dans notre scénario de *hausse prolongée*, l'inflation aux États-Unis devrait s'avérer plus persistante que ce que prévoit la majorité des analystes, ce qui limitera l'ampleur de l'assouplissement monétaire de la Fed. Étant donné que leurs attentes à l'égard des taux semblent trop élevées actuellement, les marchés obligataires sont vulnérables au risque d'un repli au premier semestre de l'année, ce qui fait passer les rendements dans la moitié supérieure de notre fourchette prévue sur 12 mois. La prime de terme accrue des obligations du Trésor et l'augmentation des émissions d'obligations du Trésor militent aussi en faveur d'une correction haussière des taux, du moins provisoirement, par rapport aux niveaux actuels.

En revanche, si notre scénario de *désinflation parfaite* se concrétise, l'inflation continuera de ralentir pour revenir aux cibles des banques centrales, sans que l'économie n'en souffre beaucoup. Dans ce cas, le rendement des obligations américaines à 10 ans devrait encore diminuer par rapport aux niveaux actuels, ce qui se traduira par des rendements positifs pour les obligations en 2024. En cas de récession en 2024 (le scénario le moins probable selon nous), les rendements des obligations du Trésor américain se redresseraient beaucoup plus fortement pour atteindre le bas de notre fourchette prévue, ce qui produirait des rendements beaucoup plus intéressants pour les obligations.

Selon notre analyse des perspectives économiques, notre stratégie relative aux obligations mondiales est orientée de façon défensive pour commencer l'année. Nous préconisons en particulier une duration neutre, car nous sommes d'avis qu'il est probable que les rendements augmentent quelque peu à court terme. Une fois concrétisée, cette hausse offrira peut-être des occasions de surpondérer la duration. De même, pour les obligations des marchés émergents, nous pensons que les investisseurs devraient rester prudents et sélectifs pour le moment. Dans le passé, les périodes de croissance mondiale inférieure à la moyenne étaient souvent associées à des sorties de capitaux des marchés obligataires des pays émergents. En ce qui concerne la valorisation, les primes de risque pour les obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale et en dollars américains sont faibles comparativement aux normes historiques et aux données fondamentales. Par conséquent, nous adoptons une approche défensive à l'égard des obligations des marchés émergents, en attendant de meilleurs points d'entrée.

L'écart de taux des obligations de l'indice EMBI est faible selon les données historiques

Indice JP Morgan Emerging Market Bond



Source : Bloomberg.

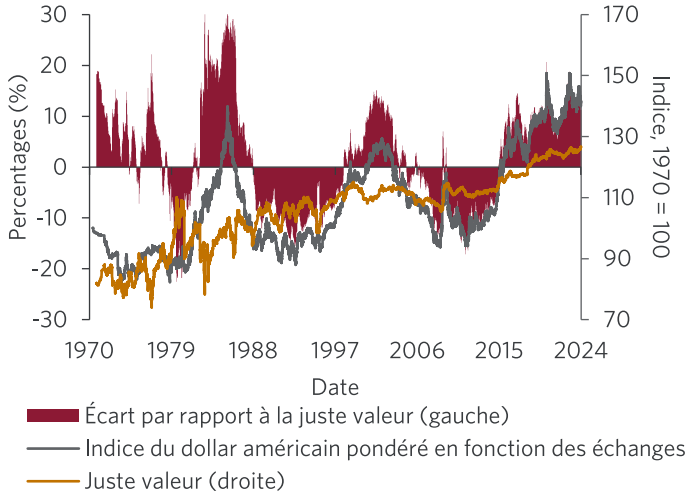
Devises

Dollar américain : Encore surévalué

Le dollar américain a connu en 2023 sa pire année depuis le début de la pandémie, les participants au marché étant de plus en plus persuadés que la Fed s'apprête à réduire énergiquement son taux directeur en 2024. Le dollar américain pondéré en fonction des échanges a terminé 2023 en baisse de 2,0 % par rapport au début de l'année. Néanmoins, il demeure fortement surévalué.

Le dollar américain reste cher

Indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges, juste valeur et écart de valorisation



Source : LSEG Datastream.

Cette surévaluation ne signifie pas que le dollar américain se dépréciera assurément en 2024. Comme la Fed est loin d'être la seule banque centrale des pays développés qui devrait amorcer un cycle d'assouplissement de sa politique monétaire, les attentes relatives à la politique monétaire ne devraient pas trop désavantager le dollar américain cette année.

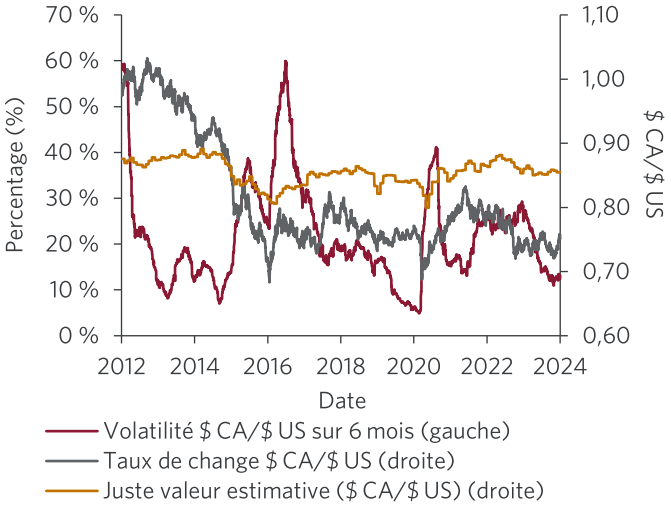
Les conditions de liquidité en dollars américains à l'échelle mondiale constitueront vraisemblablement un élément déterminant de la trajectoire du billet vert. Selon notre scénario de *désinflation parfaite* (probabilité de 40 %), les liquidités mondiales en dollars américains devraient demeurer abondantes, ce qui entraînera un nouveau recul du dollar américain. Les perspectives dans notre scénario de base de *hausse prolongée* (probabilité de 50 %) diffèrent de celles dans notre scénario de *récession à double creux* (probabilité de 10 %). Dans le premier, le dollar américain devrait tenir le coup dans un contexte de volatilité accrue des marchés financiers, y compris les devises. Dans le second, la détérioration des conditions de liquidité en dollars américains à l'échelle mondiale laisse entrevoir un regain de vigueur du dollar américain.

Dollar canadien : Vulnérabilité par rapport au dollar américain

Rétrospectivement, l'année 2023 n'a pas été particulièrement remarquable pour le dollar canadien. Par rapport au dollar américain, le dollar canadien a enregistré un modeste gain de 2,3 %, tout en demeurant dans une large fourchette de consolidation. De plus, la volatilité du dollar canadien a atteint des niveaux exceptionnellement bas.

La faible volatilité du dollar canadien devrait augmenter

Taux de change $ CA/$ US, juste valeur et volatilité sur 6 mois



Source : LSEG Datastream.

Ce qui nous inquiète, c'est que la volatilité des taux de change persiste rarement longtemps à ces niveaux. L'année 2024 pourrait donc être très différente de 2023, la valeur du dollar canadien fluctuant de façon beaucoup plus importante par rapport au dollar américain. Comme le huard se situe actuellement au sommet de sa fourchette de négociation sur un an, il semble vulnérable à des épisodes d'instabilité sur les marchés financiers mondiaux. Pour l'ensemble de 2024, nous prévoyons que le dollar canadien se négociera entre 0,70 $ et 0,76 $ US (0,7551 $ au 29 décembre 2023, selon Bloomberg).

Euro : Faiblesse anticipée

Depuis que la Banque centrale européenne (BCE) a adopté un régime de réserves abondantes en 2015, l'euro s'est généralement négocié, par rapport au dollar américain, à un faible niveau par comparaison avec sa juste valeur estimative. En revanche, l'euro a repris du poil de la bête au cours de la dernière année, progressant de près de 15 %. D'un point de vue technique, la monnaie semble de plus en plus faible.

Étant donné que des pays clés de l'économie européenne (notamment l'Allemagne et la France) sont en récession, la BCE devrait emboîter le pas à la Fed et opter pour un assouplissement des taux d'intérêt. Les attentes relatives à l'égard de la politique de la BCE et de la Fed ne devraient donc pas constituer un facteur déterminant de la valeur de l'euro par rapport au dollar américain en 2024. Le plus important sera de savoir ce qu'il adviendra des conditions de liquidité en dollars américains à l'échelle mondiale. Dans l'ensemble, nous prévoyons un resserrement des conditions et, par conséquent, que le taux de change entre l'euro et le dollar américain sera plus volatil et se situe entre 1,02 $ US et 1,14 $ US au cours des 12 prochains mois (1,1039 $ au 29 décembre 2023, selon Bloomberg).

Yen japonais : Sous-évalué, mais encore sous tension

Outre l'incertitude entourant les perspectives de croissance mondiale et d'inflation, il y a de nombreuses raisons pour lesquelles la Banque du Japon continuera de mettre l'accent sur une normalisation prudente et graduelle de sa politique monétaire en 2024. Au Japon, l'inflation des salaires a ralenti et s'établit maintenant à seulement 1,1 % sur 12 mois. Ce taux est nettement en deçà des 3,0 % qu'il faut pour atteindre la cible d'inflation de 2,0 % de la Banque du Japon. La productivité de la main-d'œuvre ralentit aussi. Cette combinaison des salaires et de la productivité signifie que les pressions inflationnistes dues à la poussée des coûts sont pratiquement inexistantes. De plus, l'économie réelle du Japon s'essouffle, la demande intérieure ayant enregistré deux trimestres de croissance négative. Les tendances de ces données laissent croire que le Japon n'a pas encore réussi à se sortir durablement de décennies de faible inflation (parfois négative).

Dans ces conditions, la Banque du Japon dispose d'une marge de manœuvre limitée pour assouplir sa politique de contrôle de la courbe des taux ou pour abandonner sa politique de taux d'intérêt négatifs. Autrement dit, même si l'on tient compte des réductions de taux prévues par la Fed, l'incitation (mesurée par les écarts de taux d'intérêt) à vendre à découvert le yen japonais restera substantielle. Cela fera un puissant contrepoids à la sous-évaluation apparente du yen.

On s'attend donc à ce que le yen reste sous tension en 2024 par rapport à un large panier de devises présentant des paramètres fondamentaux à long terme plus intéressants. Parmi ces devises figurent plusieurs monnaies de marchés émergents en Asie et en Amérique latine. Par rapport au dollar américain, le yen devrait se négocier entre 135 ¥ et 155 ¥ (141,04 ¥ au 29 décembre 2023, selon Bloomberg).

Marchandises

Pétrole : Fourchette étroite avec effet contrasté des risques géopolitiques et économiques

Pendant la majeure partie de 2023, le baril de pétrole s'est négocié à l'intérieur d'une fourchette plutôt étroite de 70 $ US à 80 $ US. La seule période notable au cours de laquelle le pétrole s'est situé à l'extérieur de cette fourchette remonte à l'automne 2023 : l'OPEP+ avait alors réduit sa production en septembre et le risque géopolitique s'était accru avec le déclenchement de la guerre à Gaza en octobre. D'un point de vue fondamental, les investisseurs ont passé la majeure partie de l'année dernière à évaluer l'incertitude entourant les perspectives de la demande et par rapport à l'offre plutôt ferme.

Nous nous attendons à ce que l'offre reste raisonnablement ferme et soutienne le prix du pétrole en 2024. En Amérique du Nord, les producteurs se voient forcer de gérer leurs activités en fonction de leurs capacités internes de production de flux de trésorerie. Les marchés boursiers restent difficiles d'accès et les titres de créance sont plus chers en raison de la hausse des taux d'intérêt. Par conséquent, les producteurs prévoient dans leurs budgets de 2024 une croissance limitée qui peut être financée par les flux de trésorerie provenant de l'exploitation. De plus, les sociétés énergétiques cotées en bourse continueront probablement de mettre l'accent sur l'assainissement de leur bilan et la distribution de liquidités aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions plutôt que d'investir dans des initiatives de croissance. Parallèlement, nous nous attendons à ce que l'OPEP+ continue de chercher à équilibrer le marché en limitant la croissance de l'offre des États membres.

À court terme, les tensions demeurent élevées au Moyen-Orient et la guerre à Gaza risque de se transformer en un vaste conflit régional. Cette éventualité pourrait avoir des répercussions importantes sur l'offre de pétrole et représente un important risque de hausse des prix.

Au chapitre de la demande, les investisseurs continuent à porter toute leur attention sur la politique de taux d'intérêt dans les principaux pays utilisateurs, y compris les États-Unis. Le rendement des obligations d'État américaines à 10 ans est passé d'un sommet cyclique de près de 5,0 % en octobre à 3,9 % au 29 décembre 2023. Bien que notre scénario de base prévoie un faible potentiel de baisse supplémentaire des rendements au cours des 12 prochains mois, une nouvelle baisse serait sans doute favorable à la demande de pétrole, ce qui représenterait un important risque de hausse pour le prix du pétrole. En Chine, les quotas d'importation de pétrole brut ont augmenté de 60 % sur 12 mois pour 2024. Les vols de passagers intérieurs et internationaux augmentent aussi graduellement. Ces deux tendances laissent entrevoir un regain de vigueur de la demande de produits énergétiques pour utilisation finale dans cette économie.

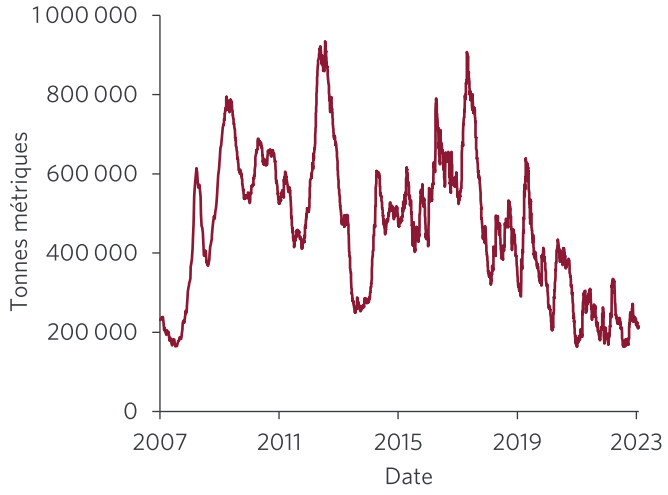
Dans l'ensemble, le prix du baril de pétrole devrait continuer à se situer à l'intérieur d'une fourchette de 60 $ US à 90 $ US en 2024. Il s'agirait d'un prix relativement sain pour les producteurs canadiens, car ils génèrent des flux de trésorerie disponibles importants à ces niveaux. Ces liquidités peuvent servir à soutenir leurs efforts d'assainissement du bilan et à retourner des capitaux aux actionnaires.

Cuivre : Potentiel de hausse à moyen terme

Pendant la majeure partie de l'année dernière, le prix du cuivre s'est maintenu entre 3,60 $ US et 3,90 $ US la livre. L'incertitude entourant la croissance du PIB de la Chine a contenu les prix. Parallèlement, l'offre a peiné à répondre à la demande, ce qui a empêché le cours de glisser sous la limite inférieure de la fourchette. Nous nous attendons à ce que la même dynamique se poursuive en 2024, l'offre insuffisante étant contrebalancée par l'incertitude de la demande. Si la demande s'avérait plus robuste, le marché pourrait se resserrer assez rapidement.

Déjà relativement faible, l'offre mondiale représentera un facteur favorable pour le cuivre, qui a du mal à suivre le rythme de la demande. Les stocks mondiaux de cuivre restent historiquement bas et aucune reconstitution digne de ce nom n'a été observée au cours des derniers mois.

Les niveaux des stocks mondiaux de cuivre restent faibles
Total des stocks de cuivre selon les principales bourses



Source : Bloomberg.

De plus, les producteurs mondiaux de cuivre sont toujours aux prises avec des problèmes de production. Nous avons vu récemment d'importantes révisions à la baisse de la production prévue par plusieurs grands producteurs, la fermeture d'une grande mine au Panama, qui représentait environ 1 % de l'offre mondiale de cuivre, et un essoufflement de la croissance de l'offre provenant des nouvelles mines, qui peinent à fonctionner à plein régime. Du côté de la demande, les mesures de relance ciblées en Chine devraient continuer à soutenir le cuivre en 2024.

À moyen terme, des arguments convaincants militent en faveur d'une appréciation du prix du cuivre. La transition vers une économie à faibles émissions de carbone exigera beaucoup de cuivre, aussi bien pour la fabrication d'actifs productifs d'énergie renouvelable que pour les réseaux de distribution de l'électricité à faibles émissions de carbone aux utilisateurs finaux. L'incidence de l'augmentation de la demande dans le cadre de cette transition l'emportera sur le ralentissement de la demande de sources traditionnelles, y compris celle de logements en Chine. Par conséquent, il faudra une hausse des prix du cuivre pour favoriser la mise en œuvre de la prochaine génération de projets d'approvisionnement en cuivre afin de répondre à la demande.

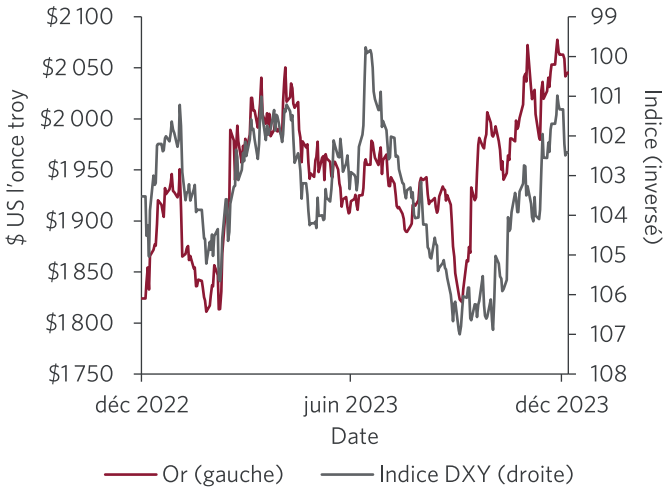
Or : Fourchette étroite

Le prix de l'or s'est raffermi tout au long de l'automne et jusqu'à la fin de 2023, atteignant 2 000 $ US l'once troy en novembre et en décembre. Ce raffermissement est attribuable à la dépréciation du dollar américain et à la guerre à Gaza, qui a ajouté une nouvelle dimension du risque géopolitique à la situation favorable de l'or.

Les perspectives demeurent incertaines. La crainte d'un embrasement de la région moyen-orientale pourrait soutenir davantage l'or au cours des prochains mois. Les récents événements survenus en mer Rouge, au Liban et en Iran appuient cette thèse. À l'inverse, une partie de la prime de risque actuellement intégrée au prix disparaîtrait si la guerre prenait fin.

Fondamentalement, le prix de l'or présente une étroite corrélation inverse avec le dollar américain. Les attentes à l'égard des politiques de taux des banques centrales demeureront sans doute le principal facteur de répulsion-attraction macroéconomique qui déterminera les tendances à court terme des deux variables. Pour l'instant, les taux d'intérêt aux États-Unis et le billet vert ont fléchi depuis leur sommet, ce qui favorise l'or. Comme cet actif ne porte pas intérêt, la baisse des taux d'intérêt réduit le coût de renonciation lié à la conservation de l'or et fait augmenter son prix.

L'or présente souvent une corrélation inverse avec le dollar américain
Or et indice DXY



Source : Bloomberg.

Nous croyons toujours que les investisseurs plus sensibles au risque devraient adopter une répartition stratégique qui fait une petite place à l'or dans leurs portefeuilles. Notre argument s'appuie sur un risque géopolitique et d'inflation accru, la prévision d'une volatilité financière et économique plus élevée et un risque résiduel de récession. L'or devrait offrir une protection relativement uniforme contre un large éventail de risques extrêmes.

Analyse économique

Vincent Lépine et Éric Morin

Etats-Unis : Attentes trop élevées à l'égard de la Fed

Malgré un début morose, l'année 2023 a été dominée par de bonnes nouvelles macroéconomiques aux États-Unis. Pour de nombreuses raisons, notamment l'épargne discrétionnaire élevée, la politique budgétaire expansionniste et le report du remboursement de la dette des étudiants, l'économie américaine s'est révélée plus résiliente que prévu face à un resserrement marqué de la politique monétaire de la Fed. Cette résilience a contribué à l'optimisme relatif des investisseurs tout au long de l'année.

Selon les prévisions consensuelles du marché, l'économie américaine est sur le point de connaître un atterrissage en douceur en 2024. Même si la croissance du PIB des États-Unis devrait être légèrement inférieure à son rythme potentiel à long terme, le risque de récession a considérablement diminué. Et les marchés ont bon espoir que la cible d'inflation de la Fed sera atteinte bientôt.

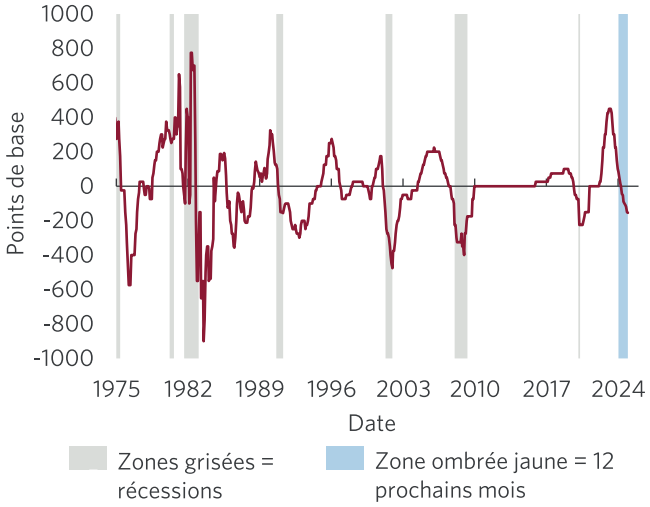
Cette opinion semble partagée dans une large mesure par la Fed. Les prévisions économiques de décembre du Comité de l'open market de la Fed laissent entrevoir peu de difficultés économiques. La Fed s'attend maintenant à ce que le taux de chômage aux États-Unis s'établisse en moyenne à 4,1 % en 2024, soit un peu plus que le taux actuel de 3,8 % et à ce que l'économie réelle évite une récession, mais des signes montrent clairement que la Fed est de plus en plus convaincue que l'inflation reviendra à la cible de 2 % au plus tard en 2025. Ce point est important, car il signifie que la Fed est maintenant bien placée pour assouplir substantiellement sa politique monétaire tout au long de 2024. Nous pensons que la probabilité d'un tel résultat (représenté par notre scénario économique de *désinflation parfaite*) a certainement augmenté ces derniers mois, car les données sur l'inflation globale sont moins élevées que prévu et l'économie réelle est restée résiliente. Nous attribuons une probabilité de 40 % à un tel revirement de situation favorable en 2024.

Cela dit, notre scénario de base de *hausse prolongée* (probabilité de 50 %) repose sur des perspectives un peu moins optimistes pour les États-Unis. En ce qui concerne la croissance, nos prévisions ne sont pas très différentes de celles de la majorité des analystes. Notre opinion diverge toutefois au sujet des perspectives d'inflation.

Selon la majorité des analystes, la décélération apparente de l'inflation selon l'IPC se poursuivra vraisemblablement au premier semestre de 2024. Nous pensons toutefois que l'inflation sera beaucoup plus persistante au second semestre de l'année, en raison de la résilience continue de la croissance attribuable en partie à l'assouplissement des conditions financières. Quant à son ampleur, et comme les prévisions de croissance du PIB, notre prévision d'inflation ne s'écarte pas beaucoup de celle de la majorité des analystes. Nous prévoyons un taux d'inflation de 2,7 % sur 12 mois comparativement à la prévision consensuelle de 2,3 % à la fin de 2024. À première vue, cette différence peut sembler négligeable. En réalité, les deux scénarios ont des répercussions très différentes sur les marchés financiers. Si notre analyse est juste et qu'il devient évident au printemps que l'inflation ne se rapproche plus du taux cible, comme le prévoit la majorité des analystes, la Fed devra probablement renouer avec son précédent scénario de *hausse prolongée*.

L'inflation persistante donne à penser que le cycle d'assouplissement de la Fed pourrait être de courte durée

Variation sur 12 mois du taux des fonds fédéraux et attentes implicites du marché à l'égard des taux sur 1 an



Source : LSEG Datastream.

Si la Fed revenait à une politique de resserrement monétaire, il est probable que les attentes à l'égard des taux directeurs et les rendements obligataires effacent au moins une partie de leur recul. Pour miser sur des réductions de taux plus musclées de la Fed, semblables à celles que prévoit le marché, nous croyons qu'il faut s'attendre à un ralentissement économique plus prononcé aux États-Unis. Nous continuons d'attribuer une probabilité de 10 % à ce scénario. En revanche, le marché intègre un scénario parfait. Or, dans le passé, chaque fois que la Fed a décrété des baisses de taux énergiques semblables à celles actuellement anticipées par les participants au marché, l'économie américaine est entrée en récession. Il y a donc quelque chose qui cloche. À notre avis, la clé réside dans la trajectoire de l'inflation.

Un autre élément de l'économie américaine que nous surveillons de près est la détérioration de la situation budgétaire. La politique budgétaire a été assouplie de manière inattendue au début de 2023 et a considérablement soutenu la croissance au premier semestre. Elle a encore été assouplie à la fin de l'année, le déficit primaire du gouvernement fédéral (qui exclut les paiements d'intérêts sur la dette fédérale) s'alourdissant à 3,8 % du PIB à la fin de l'année. Étant donné la résilience de l'activité économique et le niveau relativement élevé de l'inflation, le Trésor américain devrait normalement dégager des excédents primaires. Il est clair que la rigueur a fait défaut dans la gestion budgétaire et qu'une amélioration de la situation est peu probable au cours d'une année d'élection présidentielle. En effet, les énormes déficits primaires devraient persister pendant de nombreuses années.

Comme les taux d'intérêt ne devraient pas revenir aux niveaux anormalement bas observés avant 2022, les coûts du service de la dette devraient aussi augmenter. Ensemble, ces tendances impliquent que le poids de la dette du gouvernement fédéral américain en pourcentage du PIB augmentera à un point tel qu'il dépassera le précédent sommet atteint après la Seconde Guerre mondiale.

Outre le fait qu'elle limite la possibilité d'utiliser la politique budgétaire pour protéger l'économie en cas de récession, la dynamique de la dette américaine risque de rendre nerveux les investisseurs en obligations. Et plus les investisseurs s'inquiètent des perspectives budgétaires des États-Unis, plus ils risquent d'exiger une prime de terme élevée. Il est important de souligner que la prime de terme est un élément déterminant fondamental des rendements obligataires qui a disparu pendant plus d'une décennie. En l'absence de forces antagonistes, une prime de terme croissante aggraverait la dynamique de la dette en exerçant une pression à la hausse sur les coûts d'emprunt du gouvernement fédéral pour l'ensemble des échéances. Cela aurait aussi une incidence défavorable sur les valorisations des actions en bourse et d'autres catégories d'actif, ce qui finirait par resserrer les conditions financières.

Canada : Déjà en récession

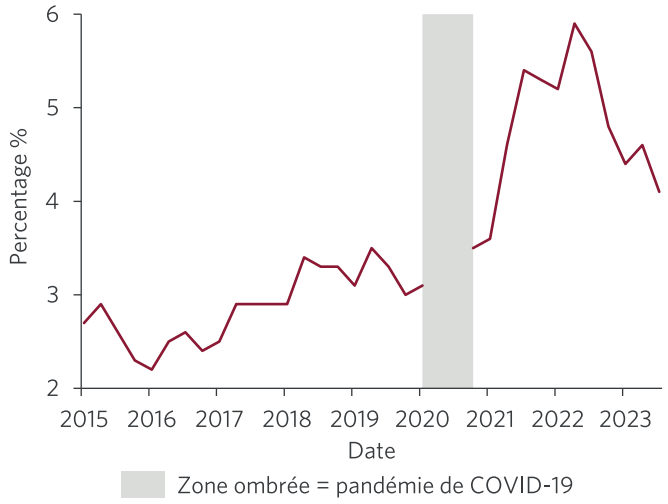
À la fin de 2023, il était devenu évident que l'économie canadienne subissait pleinement les effets du resserrement marqué (475 points de base) de la politique monétaire de la BdC au cours des deux dernières années. Avec une contraction de 2,0 % du PIB réel par habitant sur 12 mois, l'économie est entrée en récession au second semestre de 2023. Cela dit, le ralentissement cyclique observé actuellement au Canada est très différent des récessions précédentes. Contrairement à ce qui s'est produit dans les années 1990 et 2000, cette récession est le résultat d'une légère contraction de l'activité économique réelle et d'une forte augmentation de la population canadienne. Cette combinaison très particulière des facteurs de croissance a des répercussions positives et négatives sur l'économie.

Du côté positif, elle permet un assouplissement des conditions du marché du travail canadien dans un contexte de création continue d'emplois. C'est exceptionnel. Les pertes d'emplois sont habituellement nécessaires pour assouplir les conditions du marché du travail. Cette fois-ci, le taux de chômage au Canada a eu tendance à augmenter en raison d'une croissance démographique exceptionnellement forte et, par conséquent, d'une augmentation de la population active malgré la croissance continue de l'emploi. Cette tendance est appelée à se poursuivre selon nous.

Du côté négatif, l'arrivée massive d'immigrants n'a guère contribué jusqu'à présent à éliminer les disparités substantielles sur le marché du travail canadien. Même si le nombre de postes vacants est en baisse depuis plus d'un an, il demeure élevé par rapport aux normes historiques.

Le taux de postes vacants au Canada demeure élevé

Postes vacants au Canada en pourcentage de la population active

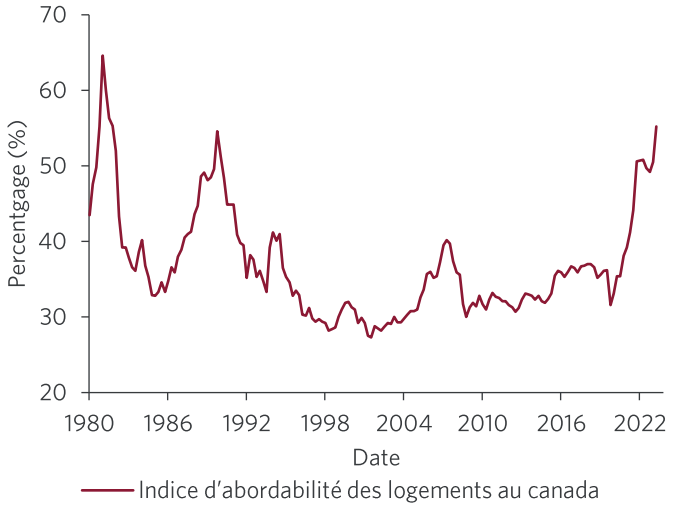


Source : Bloomberg.

Un autre aspect négatif important concerne l'incidence de la croissance de la population sur l'inflation. Cet effet se manifeste notamment par l'influence qu'il exerce sur le prix des logements (coûts de location ou de propriété). Le Canada demeure aux prises avec de graves pénuries de logements, ce qui fait en sorte que les prix des logements n'ont pas diminué de manière appréciable malgré le resserrement marqué des conditions d'octroi des prêts hypothécaires et l'augmentation appréciable des taxes foncières. La situation est encore plus problématique sur le marché de la location, où les taux d'inoccupation historiquement bas entraînent une forte accélération de l'inflation des loyers. Au Canada, l'IPC des logements locatifs a augmenté de 7,3 % en novembre 2023, son plus haut niveau depuis le début des années 1980. Comme le logement représente 40 % de l'IPC de base, il sera probablement plus difficile de ramener l'inflation jusqu'à la cible de 2,0 % de la BdC que ce que prévoit la majorité des analystes.

Avec des prix des logements qui se redressent à peine et des taux hypothécaires élevés, l'accessibilité au logement au Canada s'est considérablement effritée et les dépenses liées au logement ont récemment atteint leur niveau le plus élevé en 42 ans.

Les logements au Canada semblent exagérément inabordables
Dépenses liées au logement en pourcentage du revenu disponible des ménages



Source : LSEG Datastream.

Une grande partie des prêts hypothécaires devant être renouvelés au cours des prochaines années, l'accessibilité pourrait encore se détériorer. Cette situation aura d'importantes répercussions sur les dépenses de consommation discrétionnaires et la croissance du PIB canadien. À cet égard, la BdC se retrouvera sur la corde raide. Une baisse des taux d'intérêt trop prononcée et prématurée dans le but d'atténuer les problèmes d'accessibilité risque de provoquer une nouvelle accélération des prix des logements et une aggravation des déséquilibres. Un maintien des taux à des niveaux trop élevés pendant trop longtemps risque d'entraîner un repli économique plus sévère attribuable au marché de l'habitation ainsi qu'une forte correction des prix des logements.

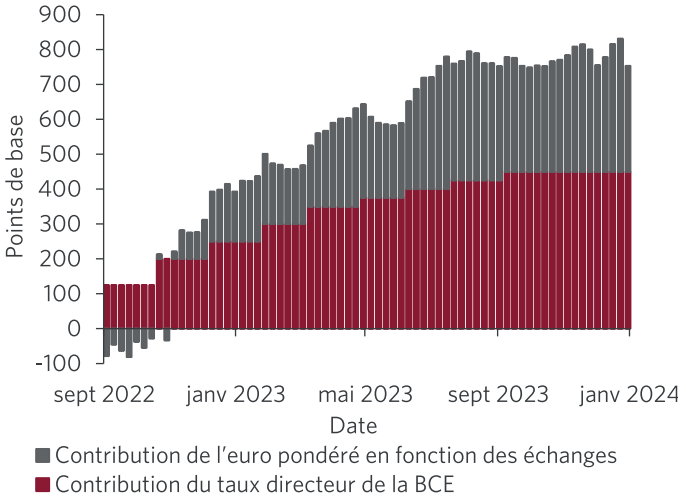
En plus de se retrouver sur la corde raide, la BdC est confrontée à un autre défi de taille : la baisse de la productivité du travail. En règle générale, les économistes supposent que la productivité augmente à un rythme annuel d'environ 1 %. Cela permet aux salaires de croître à un taux de 3,0 % sur 12 mois et de rester compatibles avec une inflation de base selon l'IPC correspondant au taux cible de la BdC. Ces dernières années, aucun des deux éléments n'a tenu bon. La productivité a reculé en moyenne de 1,5 % en rythme annualisé depuis le milieu de 2022. La croissance des salaires est demeurée obstinément élevée, s'établissant en moyenne à 4,9 % sur une base annuelle au cours des 18 derniers mois. Par conséquent, l'inflation des coûts unitaires de main-d'œuvre (après déduction de l'inflation des salaires et de la croissance de la productivité) demeure bien au-dessus de la zone de confort de la BdC.

À notre avis, la conclusion à tirer de tous ces courants contradictoires est qu'il est trop tôt pour que la BdC s'engage dans une campagne d'assouplissement importante et que trop de baisses sont actuellement anticipées par les participants au marché.

Zone euro : Difficile exercice d'équilibre à venir

À l'instar de la Fed, la BCE devrait, selon la majorité des analystes, adopter un ton conciliant et décréter des baisses de taux d'intérêt en 2024. Les attentes du marché envers les deux banques centrales sont tout aussi élevées. Mais est-ce réaliste? D'une part, les pressions inflationnistes alimentées par les coûts sont actuellement plus intenses dans la zone euro qu'aux États-Unis, ce qui limite la marge de manœuvre dont dispose la BCE pour assouplir sa politique monétaire. D'autre part, l'économie de la zone euro a fait preuve de beaucoup moins de résilience que celle des États-Unis dans un contexte de resserrement des conditions monétaires et financières, et est probablement entrée en récession, menée par l'Allemagne, au second semestre de 2023. Compte tenu de ces courants contradictoires, l'exercice d'équilibre de la BCE s'annonce difficile en 2024. Par conséquent, l'économie de la zone euro devrait rester enlisée, avec une croissance moyenne du PIB réel proche de la stagnation (0,1 %).

La zone euro a enregistré un resserrement marqué de ses conditions monétaires
Resserrement des conditions monétaires dans la zone euro



Source : LSEG Datastream.

Dans une large mesure, la marge de manœuvre de la BCE pour réduire les taux dépendra de l'évolution de l'euro. Au cours des deux dernières années, les efforts de la BCE visant à resserrer les conditions financières par le biais de hausses de taux d'intérêt et d'une réduction de la taille de son bilan ont été amplifiés par la vigueur généralisée de l'euro (les exportations comptent pour 55 % du PIB de la zone euro, comparativement à 11 % pour les États-Unis). Cela a également aidé à maîtriser l'inflation en exerçant des pressions à la baisse sur les prix des importations.

Il est probable que la vigueur de l'euro devienne de plus en plus problématique pour la BCE. L'analyse indique que la monnaie pondérée en fonction des échanges est maintenant largement surévaluée. Cette surévaluation nuit considérablement à la compétitivité, à l'heure où l'inflation des salaires est largement supérieure à la cible d'inflation de 2 % de la BCE et que la croissance de la productivité reste négative. Avec la forte hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre, la zone euro est en train de perdre son avantage concurrentiel. Pour amortir le choc, la BCE doit affaiblir l'euro en ouvrant la porte à des réductions de taux en 2024. Toutefois, comme l'inflation devrait demeurer au-dessus de sa cible, l'ampleur des mesures d'assouplissement monétaire de la BCE sera vraisemblablement dérisoire par rapport aux attentes actuelles du marché.

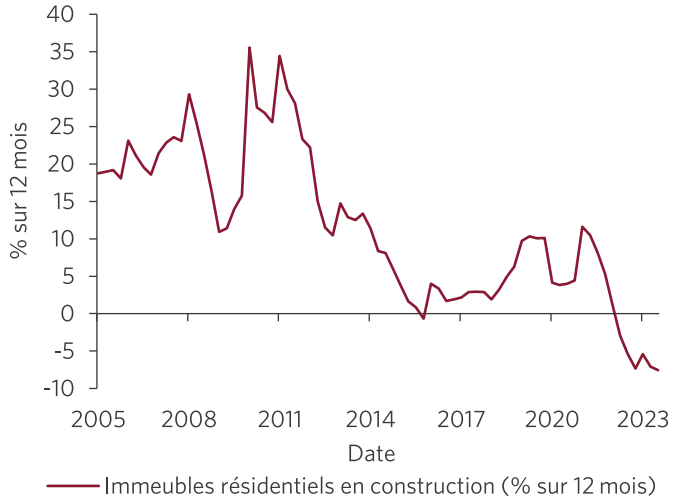
Chine : Poursuite de la croissance décevante

Malgré la réouverture après les confinements dus à la pandémie vers la fin de 2022, l'économie chinoise a déçu en 2023. Cette déception s'explique par un éventail de facteurs, dont le plus important est de loin l'habitation. De plus, les tensions géopolitiques ont apparemment nui aux investissements étrangers, la confiance des ménages et des entreprises s'est effritée et les conditions du marché du travail sont devenues de plus en plus difficiles, les entreprises offrant aux nouvelles recrues des salaires moins élevés qu'il y a un an. Selon nos prévisions, la croissance trimestrielle moyenne du PIB sur une base annualisée devrait s'établir à 4,5 % cette année, nettement en deçà de la moyenne de 6 % à 7 % d'il y a à peine quelques années.

Les problèmes du marché de l'habitation sont loin d'être résolus, compte tenu de l'offre excédentaire importante et de la situation démographique défavorable. Le stock de logements à vendre a augmenté d'environ 20 % en 2023, en raison de l'accroissement du nombre de logements achevés et du fléchissement de la demande. Les prix des logements neufs continuent de baisser dans la plupart des villes. Fait inhabituel pour un pays à ce stade de développement, la population chinoise est déjà en déclin et le rythme de la contraction devrait s'accélérer. Par conséquent, l'activité de construction résidentielle devrait encore diminuer en 2024.

La construction en Chine devrait ralentir encore

Immeubles résidentiels en construction



Source : LSEG Datastream.

La Chine n'aura d'autre choix que d'adopter d'autres mesures de relance. Cela est plus facile à dire qu'à faire, et les décideurs font face à d'importantes contraintes. Ils ne souhaitent pas voir une forte dépréciation de la valeur du renminbi, car cela pourrait miner la confiance des investisseurs (bien que la faiblesse graduelle de la monnaie soit sûrement l'un des principaux outils dont dispose encore la Banque populaire de Chine). Les taux d'intérêt sont déjà bas. De vastes mesures de relance dans le secteur des infrastructures (semblables à celles adoptées à la suite de la crise financière mondiale de 2008 et du ralentissement de la croissance en 2015 en Chine) ne sont plus envisageables. Cette solution risquerait d'exacerber les problèmes d'offre excédentaire que les autorités se sont efforcées de résoudre pendant plusieurs années. Quoi qu'il en soit, l'effet sur la croissance de toute mesure de relance prise par le gouvernement central serait probablement partiellement compromis par les compressions budgétaires imposées par les administrations locales, en raison du manque à gagner qu'elles subissent du fait de la correction du marché de l'habitation.

Nous pensons plutôt que la Chine poursuivra une politique de relance ciblée, axée sur la rénovation et l'amélioration des logements anciens dans les villes de deuxième et de troisième rang. La transition énergétique et les investissements dans les technologies soutenues par l'État devraient rester des secteurs importants pour le gouvernement (la Chine est déjà le chef de file mondial dans la production de panneaux solaires et de véhicules électriques). Ces initiatives n'auront toutefois qu'une incidence limitée sur la croissance intérieure de la Chine. D'autres économies d'Asie, qui entretiennent des liens économiques étroits avec ce pays, devraient bénéficier de facteurs favorables plus puissants.

Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel	PIB – consensus	PIB – estimation de GAC	Inflation actuelle	Inflation – consensus	Inflation – estimation de GAC	Taux directeur – estimation de GAC
Canada	0,5 %	0,5 %	0,3 %	3,1 %	2,5 %	2,7 %	-0,75 %
États-Unis	3,0 %	1,4 %	0,6 %	3,1 %	2,7 %	2,8 %	-0,75 %
Zone euro	0,0 %	0,5 %	0,1 %	2,4 %	2,4 %	2,7 %	-0,50 %
Chine	4,9 %	4,5 %	4,5 %	-0,5 %	1,3 %	1,0 %	
Japon	1,5 %	0,7 %	1,0 %	3,3 %	2,3 %	2,3 %	
Monde	2,7 %	2,6 %	2,6 %	3,6 %	3,1 %	3,2 %	

Sources : Gestion d'actifs CIBC et Bloomberg.

Autres scénarios économiques

Vincent Lépine et Francis Thivierge

Hausse prolongée (probabilité de 50 %)

Il s'agit de notre scénario de base. Il décrit comment nous entrevoyons l'évolution de l'économie mondiale et des marchés des actifs au cours des 12 prochains mois. L'inflation devrait continuer à ralentir au début de l'année. Cela permettra aux banques centrales des marchés développés de procéder aux premières baisses de taux dans le cadre d'un nouveau cycle d'assouplissement et à de nombreuses banques centrales des marchés émergents de poursuivre leurs cycles d'assouplissement. Toutefois, les principales banques centrales des marchés développés mettront probablement fin à leur politique d'assouplissement monétaire plus tôt que ne le prévoient la majorité des analystes, car les efforts visant à ramener l'inflation au niveau des taux cibles s'avèrent plus difficiles que prévu.

Si les banques centrales revenaient à une politique de resserrement monétaire, il est probable que les attentes à l'égard des taux directeurs et les rendements obligataires effacent au moins une partie de leur recul. Les actifs risqués connaîtront des difficultés, même si une croissance économique modeste devrait les soutenir. Le dollar américain devrait gagner du terrain, du moins temporairement et de façon généralisée.

Désinflation parfaite (probabilité de 40 %)

Dans ce scénario, l'inflation est rapidement ramenée aux taux cibles, sans que l'économie n'en souffre beaucoup. Les banques centrales du monde entier disposent d'une grande marge de manœuvre pour réduire énergiquement les taux d'intérêt, ce qui permettrait d'assouplir davantage les conditions financières mondiales et de stimuler la croissance du PIB.

Les marchés financiers ayant enregistré de solides rendements au cours des derniers mois de 2023, le marché intégrait largement une *désinflation parfaite* en début d'année. La remontée des marchés se poursuivrait, mais avec un potentiel de hausse limité pour les actions et les obligations, ainsi qu'un potentiel de baisse limité pour les rendements obligataires. Dans ce scénario, les liquidités mondiales en dollars américains demeureraient abondantes, ce qui entraînerait un nouveau recul du dollar américain.

Récessions à double creux (probabilité de 10 %)

Il s'agit d'un autre scénario dans lequel les taux directeurs pourraient être réduits de manière énergique, mais cette fois à la suite d'une récession mondiale. L'économie mondiale bénéficierait dans un premier temps de l'assouplissement des conditions financières survenu à la fin de 2023. Mais elle pourrait connaître un second (et plus grave) ralentissement vers la fin de 2024, en raison d'un nouveau resserrement des conditions financières mondiales imputable à la détérioration des conditions budgétaires et à une contraction plus prononcée des bénéfices des sociétés.

Dans ce scénario, les marchés obligataires mondiaux se redresseraient plus fortement que dans le scénario de *désinflation parfaite*. Les actifs risqués en souffriraient probablement, les cours des actions subissant une forte correction boursière.

À propos des auteurs

Michael Sager, Ph.D.
Directeur général et chef,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises

Daniel Greenspan, MBA
Directeur en chef, Recherche sur les actions,
Titres mondiaux à revenu fixe et actions

Francis Thivierge, M.Sc., CFA
Gestionnaire de portefeuille principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises

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

Éric Morin
Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises

À propos de Gestion d'actifs CIBC

À Gestion d'actifs CIBC, nous croyons que toute solution de placement personnalisée doit être ancrée dans la recherche et la rigueur. Nous sommes spécialisés dans diverses solutions de placement, comme les actions, les titres à revenu fixe, la gestion des devises, l'investissement guidé par le passif, la répartition de l'actif et les placements responsables.

Dans toute notre gamme de solutions de placement, nous nous engageons à conduire des recherches de premier ordre. Des analystes sectoriels et régionaux spécialisés se concentrent sur la recherche sectorielle et la génération d'idées relatives à des titres en particulier. Nos professionnels en placements s'appuient sur une expertise vaste et diversifiée et partagent les résultats de recherches exclusives entre nos équipes spécialisées dans les différentes catégories d'actif. Cette communication de l'information entre équipes nous permet de maximiser les occasions d'ajouter de la valeur aux portefeuilles de nos clients.

Communiquez avec nous en tout temps

Pour en savoir plus sur Gestion d'actifs CIBC et sur nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller. Pour d'autres analyses, suivez-nous sur LinkedIn et sur Twitter.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. et peuvent changer à tout moment. Gestion d'actifs CIBC inc. n'accepte aucune obligation ni responsabilité relative à la mise à jour de ces opinions.

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à vous donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables, et il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication, sauf indication contraire, et peuvent changer.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. Ces énoncés comportent des risques connus et non connus, des incertitudes et d'autres facteurs pouvant faire en sorte que les résultats ou les rendements réels pourraient différer considérablement des résultats ou des rendements futurs prévus explicitement ou implicitement dans lesdits énoncés prospectifs.

« Bloomberg[MD] » 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 affilié 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 Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit explicite de Gestion d'actifs CIBC inc.

88 | 01/2024