



PERSPECTIVES

Pour la période de 12 mois débutant le 1^{er} avril 2020

Table des matières

Points saillants des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Perspectives des catégories d'actifs	3
Stratégie mondiale	3
Actions mondiales	4
Obligations mondiales	4
Devises	5
Matières premières	7
Tour d'horizon économique régional	8
Autres scénarios	11
Prévisions économiques	12
Rendements à long terme des marchés des capitaux	13

Un choc pour le système

Il faudra du temps avant que l'on connaisse l'ampleur ultime et la durée de la perturbation de l'économie et des flux de trésorerie des entreprises causée par la COVID-19. Mais nous sommes encouragés de voir que les banques centrales sont intervenues avec l'artillerie lourde, en un mouvement qui rappelle celui de la grande crise financière.

Points saillants des catégories d'actifs

Actions : Si on peut se fier au passé, les actions mondiales toucheront le fonds bien avant l'économie mondiale. En 2009, les marchés boursiers avaient atteint leur plancher des mois avant la parution des plus mauvais chiffres sur l'emploi et la production.

Revenu fixe : La Réserve fédérale américaine (Fed) aura recours à l'assouplissement quantitatif sans limites pour améliorer les conditions de liquidité, soulager les pressions sur le financement du secteur privé et limiter la vente d'obligations du Trésor par les investisseurs étrangers. Pour atteindre ces objectifs, les taux des obligations du Trésor devront se situer entre 0,5 % et 1,25 %.

Devises : Comme la Fed prend des mesures pour desserrer l'étau du financement en USD, la pression à la hausse du dollar américain diminuera et le billet vert subira de plus en plus de pression à la vente.

Chine : Pour orchestrer une reprise davantage en forme de V, les autorités chinoises devront amplifier leurs mesures de stimulation. Cela comprendra des incitations pour augmenter la consommation et cibler les infrastructures, particulièrement l'investissement en technologie de pointe. Les décideurs politiques ne visent pas seulement un regain cyclique à court terme, mais une progression vers les objectifs de développement à long terme.

Perspectives multi-actifs

Catégories d'actifs	Actuel 31-mars-20	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Canada - Taux des bons du Trésor - 3 mois	0,25 %	0,25 %	0,50 %
Obligations du Canada - 2 ans	0,42 %	0,25 %	0,90 %
Obligations du Canada - 10 ans	0,69 %	0,45 %	1,40 %
États-Unis - Obligations du Trésor- 10 ans	0,67 %	0,50 %	1,25 %
Allemagne - Obligations gouvernementales - 10 ans	-0,47 %	-0,25 %	0,30 %
Japon - Obligations gouvernementales - 10 ans	0,01 %	-0,25 %	0,30 %
Obligations du Canada - Rendement réel - 10 ans	0,50 %	0,10 %	0,35 %
Canada - Écart, obligations de sociétés, qual. supérieure	2,42 %	1,35 %	2,75 %
États-Unis - Écart, obligations à rendement élevé	8,73 %	5,10 %	13,35 %
Écarts des obligations souveraines de marchés émergents (en USD)	577	250	600
Indice des prix S&P/TSX	13 379	11 250	15 300
Indice des prix S&P 500	2 585	2 250	2 925
Indice des prix Euro Stoxx 50	2 787	2 400	3 300
Indice des prix Topix - Japon	1 403	1 250	1 550
Indice MSCI Marchés émergents	49 578	44 750	56 250
Dollar américain/Dollar canadien	1,4062	1,3000	1,4300
Euro/Dollar américain	1,1031	1,06	1,1600
Dollar américain/Yen japonais	107,54	102,0	111,00
Dollar américain/Yuan chinois extraterritorial	7,09	6,65	7,20
Or	1 577	1 500	1 800
Pétrole WTI (West Texas Intermediate)	20,48	20,00	40,00

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

Perspectives des catégories d'actifs

Aperçu mondial

L'expansion économique mondiale s'arrête

Il n'y a pas longtemps, les analystes s'attendaient à ce que l'économie mondiale poursuive son expansion toute l'année — c'était avant le choc du coronavirus. Pour aplatis la courbe de progression de la pandémie et contenir le virus, le confinement social a été décrété dans le monde entier. Nous présumons qu'il restera en place pendant un certain temps avant d'être retiré graduellement. Bien que passagers, les dommages économiques seront graves. Notre prévision de base table sur une croissance mondiale très modeste (0,7 %) en moyenne au cours des 12 prochains mois, en raison des mesures pour contrer le virus. Le point bas de l'activité sera probablement atteint au 2T 2020.

La dure réalité c'est qu'il n'est pas encore possible de connaître l'échelle de grandeur et la durée ultimes des perturbations de l'activité économique et des flux de trésorerie des entreprises. Il est néanmoins encourageant de voir que les banques centrales du monde développé n'ont pas hésité longtemps avant de sortir l'artillerie lourde. Leur mouvement rappelait la fin de 2008 et le début de 2009, où elles ont fini par réussir à stabiliser les marchés. En mars, la Fed et la Banque centrale européenne (BCE) ont toutes deux adopté un certain nombre de mesures lourdes. La Fed a assoupli les règles comptables pour les banques, est passée de l'assouplissement quantitatif (AQ) limité à une version illimitée, a lancé divers mécanismes de prêt et a rétabli des accords de swap avec d'autres banques centrales. La BCE a réagi tout aussi rapidement pour apporter un soulagement par sa politique. En réaction à la détérioration de la conjoncture

économique, la BCE a préparé un programme complet. Globalement, c'est la plus forte expansion à ce jour du bilan de la BCE qui pourrait atteindre 2 300 milliards € ou 20 % du PIB de la zone euro. D'autres banques centrales, comme la Banque du Canada, ont aussi déployé des efforts colossaux en réduisant énergiquement les taux d'intérêt et en adoptant des politiques non orthodoxes.

L'essentiel des nouvelles mesures adoptées par les banques centrales, qui comprennent des achats d'obligations de sociétés, a été conçu pour évacuer le risque des bilans du secteur privé. C'est important, car la récente liquidation en panique d'obligations de sociétés de toutes qualités a considérablement fait monter le coût du capital des entreprises. Les sociétés non financières du monde développé sont grevées de lourdes dettes et ont absolument besoin d'un accès continu et facile aux marchés du crédit — leur principale source de financement, la moins chère, par l'émission de titres de créance. Les banques centrales n'avaient d'autre choix que d'intervenir comme acheteuses en dernier recours.

Les banques centrales ne sont pas seules à avoir sorti les gros canons. Dans tout le monde développé, les gouvernements assouplissent aussi nettement leur attitude à l'égard de la politique budgétaire en adoptant d'importantes mesures pour amortir le choc pour l'économie. Ensemble, les efforts consentis sur les fronts des politiques monétaires et budgétaires devraient contribuer beaucoup à calmer les marchés du crédit des entreprises. Cela élimine un des problèmes qui inquiètent les investisseurs et prépare les marchés à la stabilisation quand les craintes entourant la propagation de la COVID-19 commenceront à se dissiper.

D'ici là, les conditions de navigation resteront difficiles pour les investisseurs mondiaux, alors que persisteront de nombreuses incertitudes au sujet de l'évolution du virus. Cette évolution dépendra en partie du respect du confinement, de ce que les

Les banques centrales réagissent rapidement

Banque du Canada

- Diminution du taux de financement à un jour de 1,75 % à 0,25 %
- Nouveau programme d'achat d'actifs (assouplissement quantitatif)
- Facilités de prêt
- Prévisions de relance : environ 20 % du PIB

Réserve fédérale américaine (Fed)

- Diminution de 1,5 % à 0 % du taux directeur
- L'assouplissement quantitatif limité devient illimité
- Multiples facilités de prêt
- Injection de liquidités sur le marché au moyen de mises en pension
- Rétablissement des accords de swap
- Prévisions de relance : environ 30 % du PIB

Banque centrale européenne

- Aucune marge de manœuvre pour réduire les taux directeurs
- L'assouplissement quantitatif limité devient illimité
- Facilité de prêt immédiat
- Assouplissement des conditions de prêt
- Conclusion d'accords de swaps avec la Réserve fédérale américaine
- Prévisions de relance : environ 20 % du PIB

Chine

- Mesures de relance budgétaires prévues représentant environ 2 % à 3 % du PIB
- Réduction du ratio de réserves obligatoires

Banque du Japon

- Aucune marge de manœuvre pour réduire les taux directeurs
- Augmentation du programme d'assouplissement quantitatif
- Facilités de prêt
- Politique de contrôle de la courbe de rendement
- Conclusion d'accords de swaps avec la Réserve fédérale américaine

tests de dépistage et le suivi des personnes seront généralisés ou non, et de ce que le virus est saisonnier ou non et pourrait réapparaître plus tard cette année. Il existe aussi beaucoup d'incertitudes qui se rapportent aux changements potentiels du comportement des agents économiques. Il est très possible que la vie après le confinement ne ressemble plus à ce qu'elle était avant. D'autre part, il pourrait y avoir des développements positifs dans l'efficacité d'un médicament et la mise au point rapide d'un vaccin qui pourraient donner une impulsion à l'activité économique. Il ressort de tout cela qu'il reste un très important degré d'incertitude au moment de la rédaction de ces notes.

Stratégie mondiale

La quête de rendement refera surface

Au cours du premier trimestre de 2020, le monde a connu un repli brutal des actifs à risque et une puissante reprise des obligations mondiales. Néanmoins, face au choc de la COVID-19, la volatilité du marché financier reste élevée. Une fois que la poussière sera retombée, cependant, la quête mondiale de rendements reprendra. Avec des taux à court terme voisins de zéro dans le monde développé et des taux des obligations gouvernementales historiquement bas, les investisseurs devront commencer à délaisser les actifs sûrs et à se tourner vers des titres plus risqués. À ce moment-là, le défi sera de dépister les meilleures occasions d'achat. Dans cette perspective, il sera intéressant d'envisager les obligations de sociétés.

En raison de la pandémie de COVID-19, le monde a basculé dans un nouveau régime politique plus vite que nous le prévoyions. En augmentant massivement la taille de leurs programmes d'achat d'actifs, les banques centrales augmenteront nettement leur influence sur la forme des courbes des rendements. Mais surtout, les banques centrales ont maintenant beaucoup plus de latitude et achèteront des obligations gouvernementales et des obligations de sociétés. En effet, les banques centrales s'efforceront de plafonner les rendements des obligations à la fois gouvernementales et de sociétés pour maintenir les coûts du service de la dette à un niveau gérable, à la fois pour les gouvernements et pour les sociétés non financières. Étant donné le récent accroissement des écarts de taux des obligations de sociétés, cela rend ses obligations relativement intéressantes. En visant une diminution de la volatilité du marché obligataire, les banques centrales devraient indirectement promouvoir une baisse de la volatilité des actifs à risque.

Actions mondiales

Révision des cours des actions à un rythme record

Pour la première fois en plus de quatre ans, les marchés des actions mondiales ont subi une sévère correction au début de 2020, qui a fait chuter les cours de ces actions de plus de 20 % depuis leur sommet cyclique de la fin de février. Depuis lors, les participants du marché ont dû se colleter avec le problème de l'évaluation de multiples niveaux d'incertitude pour la formation des cours. Cela

comprend la gravité et la vitesse de propagation de la COVID-19, l'impact économique des restrictions sociales, la durée potentielle du confinement et la capacité des autorités budgétaires et monétaires de limiter les dégâts pour l'économie mondiale.

La solution pour avoir un peu plus de certitude consiste à savoir quand la propagation de l'épidémie a durablement ralenti. Il faut pour cela soit une réduction de la vitesse de propagation soit des traitements et des vaccins, ou les deux. Cette caractéristique clé est déjà en jeu lorsqu'on observe la performance relative du marché boursier. En Asie en général, et en Chine en particulier, le nombre de nouveaux cas de COVID-19 a culminé au début de février et la vie est en train de revenir graduellement à la normale (une nouvelle normale). Les actions chinoises restent en mode de consolidation, mais elles ont dépassé les marchés boursiers du reste du monde depuis.

Il est prématuré de dire que les marchés boursiers mondiaux ont touché un plancher, mais il est important de reconnaître que les cours reflètent déjà une grande partie des incertitudes. Il a suffi de quelques mois pour que les sorties de capitaux du marché boursier aboutissent à ce qui, lors de la crise de liquidités mondiale de 2008-2009, s'est fait sur une année. Si on peut se fier au passé, les actions mondiales commenceront à toucher le fond bien avant l'économie mondiale. En 2009, les marchés boursiers ont atteint un plancher plusieurs mois avant les indicateurs coïncidents de l'activité économique comme l'emploi et la production. Le ralentissement économique actuel n'est probablement guère différent, et les participants du marché financier finiront par se projeter au-delà de la morosité et de la noirceur actuelles.

Obligations mondiales

Un exercice d'équilibre pour les taux des obligations du Trésor américain

Alimentée par la peur de l'épidémie mondiale de COVID-19, la reprise des marchés obligataires mondiaux s'est intensifiée au premier trimestre de l'année. Les taux des obligations du Trésor américain de 10 ans ont atteint des creux historiques au début de mars et se sont généralement maintenus en dessous de 1,0 % depuis. Maintenant que la Réserve fédérale américaine a réduit son taux directeur pratiquement à zéro et prévoit de le maintenir à ce niveau-là pendant un certain temps, qu'est-ce qui aurait le plus de chances de se produire à l'extrémité éloignée de la courbe des rendements ?

À partir de là, les banques centrales du monde développé utiliseront de plus en plus leurs programmes d'achat d'actifs pour augmenter leur influence sur la forme de la courbe des rendements. Cependant, cela promet d'être un exercice d'équilibre très difficile à exécuter. D'une part, viser une courbe des rendements plus abrupte est logique dans la perspective des institutions de prêt. C'est aussi une façon de stimuler l'appétence des investisseurs étrangers pour les obligations du Trésor américain. D'autre part, une augmentation trop forte des taux à long terme impliquerait probablement une

hausse des coûts d'emprunt pour le secteur privé lourdement endetté — ce qui n'est pas exactement souhaitable.

En fixant les paramètres de contrôle de la courbe des rendements par sa politique, la Fed devra tenir compte de ce que les coûts d'emprunt des sociétés non financières américaines ont considérablement augmenté sur tout le spectre des échéances. Au moment de rédiger ces notes, les taux du papier commercial oscillaient encore autour de 2 %, alors que les taux des obligations de sociétés de catégorie investissement se situaient nettement au-dessus des niveaux qui avaient cours plus tôt dans l'année.

Vu sous cet angle, la Fed devrait utiliser son programme d'AQ illimité pour plafonner la hausse des taux des obligations du Trésor et des obligations de sociétés à fin de soulager les pressions sur le financement du secteur privé. Cet objectif sera crucial. Les sociétés non financières américaines sont très lourdement endettées et doivent être refinancées un faible coût par l'émission de titres de dette. C'est pourquoi nous situons la borne supérieure de la nouvelle fourchette de cours visée par la Fed aux alentours de 1,25 % pour les obligations du Trésor de 10 ans.

Fourchette visée pour les taux des obligations du Trésor US 10 ans

Taux des obligations du Trésor US de 10 ans et fourchette cible implicite



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

Pour limiter l'impact négatif d'une courbe aplatie sur les marges nettes sur les intérêts des institutions de prêt, la Fed devra aussi s'assurer que les taux des obligations du Trésor ne chutent pas trop. Cependant, un problème encore plus important — la vente d'obligations du Trésor américain par le reste du monde — se profile à l'horizon si la courbe des rendements américaine reste trop plate. À l'heure actuelle, les besoins d'emprunt annuel du Trésor sont déjà importants (1 300 milliards \$) et les investisseurs étrangers sont devenus des vendeurs nets. Le résultat est une accumulation d'obligations du Trésor chez les négociants primaires. Au cours de la prochaine année, les besoins d'emprunt du gouvernement fédéral américain dépasseront probablement les 3 000 milliards \$. La poursuite de la vente par les investisseurs étrangers ne ferait qu'aggraver l'excédent de stocks d'obligations du Trésor. Par

exemple, la Fed devra limiter le potentiel de baisse des rendements des obligations du Trésor américain. À supposer qu'il y ait une amélioration à court terme des conditions de liquidité du dollar américain sur l'horizon de prévision, la borne inférieure de la nouvelle fourchette cible de la Fed pour les obligations de 10 ans se situerait probablement à 0,5 %. De cette manière, les porteurs étrangers d'obligations du Trésor ne perdront pas d'argent sur une base avec couverture de change.

CONCLUSION : Vu sous cet angle, la Fed utilisera le programme d'AQ illimité pour (1) permettre une amélioration des conditions de liquidité à court terme de l'USD; (2) soulager les pressions de financement du secteur privé; (3) limiter la vente d'obligations du Trésor américain par les investisseurs étrangers. Pour atteindre ses objectifs, les taux des obligations du Trésor devront continuer de se maintenir entre 0,5 % et 1,25 %. Pour les mêmes raisons, les taux des obligations du Canada de 10 ans devraient se négocier dans une fourchette étroite de 0,45 % à 1,40 % sur l'horizon de prévision.

Devises

Dollar américain

Les ralentissements économiques mondiaux entraînent toujours un resserrement des conditions de liquidité du dollar américain et l'épisode récent ne fait pas exception. En raison de cette contraction du financement en USD à l'échelle mondiale (voir ci-contre), le billet vert s'est considérablement apprécié au cours du premier trimestre de 2020. Sur une base pondérée en fonction des échanges, il a augmenté de plus de 10 %, accroissant d'autant sa surévaluation. L'USD est maintenant surévalué d'environ 20 % — sa valorisation la plus élevée en plus de 35 ans.

À la loupe : Contraction du financement mondial en USD

Le dollar américain est à la fois un actif de premier plan dans les réserves des banques centrales étrangères et une devise privilégiée pour les échanges commerciaux internationaux. Ces deux facteurs créent une demande étrangère d'USD, qui s'élève actuellement à 12 000 milliards USD. Dans le monde entier, les sociétés accèdent fréquemment au financement en dollars américains par le biais des marchés du crédit des États-Unis en émettant des titres d'emprunt libellés en USD.

À cause des chocs du coronavirus et du pétrole, les conditions se sont nettement détériorées sur les marchés du crédit américain au 1T, les écarts de crédit ayant fortement augmenté et les taux des obligations de sociétés ayant grimpé en flèche. En d'autres termes, les coûts d'emprunt en dollars américains pour les

entreprises du reste du monde ont spectaculairement augmenté ou les prêts sont devenus inaccessibles. La Réserve fédérale américaine a dû intervenir et agir comme prêteur mondial de dernier recours. Elle a agi rapidement en lançant des mécanismes de prêt et en établissant des accords de swap avec des institutions financières mondiales.

La Fed a tiré d'importants enseignements de la crise financière mondiale de 2008. Des accords de swap avaient initialement été établis avec la Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse à la fin de 2007. Les marges de swap ont augmenté jusqu'à être suffisamment importantes pour promouvoir une amélioration des conditions, ce qui s'est produit au début de 2009. Ces mécanismes parviendront-ils à calmer les marchés du financement cette fois-ci ? Il est impossible de le dire avec certitude. Cependant, les antécédents historiques indiquent que la réponse est probablement positive, particulièrement quand des marges de swap et des mécanismes de prêt entrent en jeu.

Comme en 2008, la Fed a dû monter au créneau pour restaurer la liquidité mondiale du dollar américain. Elle a agi rapidement en lançant des mécanismes de prêt et en établissant des contrats de swap — ce qui est le résultat d'une importante leçon apprise en 2008. Pendant l'année 2008, à la fois l'échelle de grandeur des limites autorisées et le nombre de contreparties ont régulièrement augmenté à mesure que les pressions montaient en matière de financement. Enfin, en octobre 2008, la Fed a retiré les limites totales autorisées. Peu après, les marges de swap sont devenues assez importantes pour qu'on commence à voir les conditions de liquidité du dollar américain s'améliorer au début de 2009. L'USD a alors culminé et s'est engagé dans un cycle baissier de plusieurs années perdant en tout 20 %, sur une base effective, entre février 2009 et avril 2011. Assisterons-nous à un revirement de la tendance du dollar américain comme au début de 2009 ? Il est trop tôt pour le savoir, mais ce genre de problèmes de liquidité fait partie de ceux dont la Fed peut garantir qu'elle est en mesure de les surmonter et c'est exactement ce qu'elle fait maintenant. Grâce aux efforts de la Fed, le billet vert subira de plus en plus de pression à la baisse en 2020.

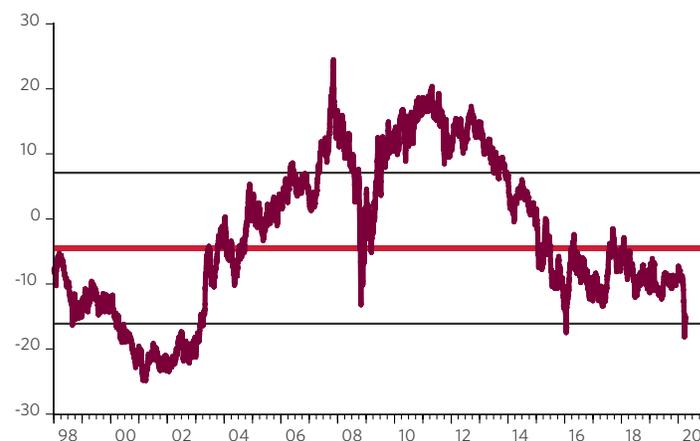
Dollar canadien

Le dollar canadien a été matraqué en mars, ce qui l'a ramené au creux cyclique du début de 2016, autour de 68 cent US. Cela s'est produit pour trois raisons : premièrement la Banque du Canada a emboîté le pas à la Fed et a assoupli énergiquement sa politique. Deuxièmement le prix du pétrole a piqué du nez, descendant jusqu'à 20 \$ le baril. Enfin les conditions mondiales de financement en dollars américains se sont fortement détériorées.

Maintenant que la politique de la BdC est sensiblement alignée sur celle de la Fed, les attentes liées au différentiel de politique entre la BdC et la Fed ne joueront pas un rôle important dans la détermination du taux de change bilatéral CADUSD. À partir de là, les conditions de financement mondiales en USD et le prix du pétrole seront les facteurs déterminants. À la lumière des efforts de la Fed pour injecter des liquidités dans le système financier mondial, nous devrions maintenant assister à une amélioration continue des conditions de financement mondial en dollars américains. Cela veut dire que les perspectives du dollar canadien sont désormais, plus que jamais, liées à l'évolution des prix du pétrole. Étant donné le choc pour la demande mondiale et les conditions d'offre pléthorique qui règnent, il n'est pas impossible que le prix du pétrole baisse encore davantage à court terme. À plus long terme cependant, les producteurs mondiaux de pétrole auront le temps d'ajuster la production et les prix du brut devraient rattraper un peu du terrain perdu, fluctuant dans une fourchette de 30 \$ à 40 \$ le baril. Dans ces conditions, le dollar canadien se négociera probablement entre 70 et 77 cents US (ou 1,30 à 1,43 USDCAD) sur l'horizon de prévision.

Dollar canadien : Fortement sous-évalué

Taux bilatéral CADUSD – déviation de la juste valeur (%)



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

Euro

Le plus frappant au premier trimestre de 2020 a été la forte augmentation de la volatilité du marché de change. C'est particulièrement apparent lorsqu'on examine le taux bilatéral EURUSD. À la fin de mars, l'euro se négociait à 1,10 par rapport au dollar américain — pas très loin de son niveau du début d'année. Cependant, entre-temps le taux avait fait un tour de montagnes russes, avec un sommet cyclique près de 1,15 au début de mars et un creux cyclique à 1,06 deux semaines plus tard. Cette pointe de volatilité s'est produite en raison de la contraction du financement mondial en USD. La Fed et la BCE ont maintenant adopté de nombreuses politiques pour permettre une amélioration des conditions de liquidités du dollar américain. Résultat, les fluctuations du taux bilatéral EURUSD seront probablement de plus en plus dictées par les déterminants fondamentaux et devraient être plus limitées. Sous cet angle, le taux EURUSD devrait se situer entre 1,06 et 1,16.

Yen japonais

Le yen japonais a enregistré des variations spectaculaires au cours du premier trimestre de 2020, tout comme l'euro. Il a terminé le trimestre pratiquement au même niveau qu'à son début, mais entre-temps il a subi des variations échevelées. Maintenant que la Fed a ouvert grand les vannes de liquidités en USD et que les taux directeurs dans le monde développé ont convergé vers zéro, nous devrions assister à une nette diminution de la volatilité du change. L'intensification des efforts des banques centrales dans le monde développé pour augmenter leur influence sur la forme de la courbe des rendements par leurs programmes d'achat d'actifs devrait aussi favoriser une accalmie sur le marché de change. Dans un tel contexte, le taux de change bilatéral USDJPY devrait mieux se comporter, fluctuant entre 102 et 111.

Matières premières

Arabie saoudite et Russie – Partie de bras de fer mondial

L'Arabie Saoudite et la Russie ont ajouté à l'offre sur un marché pétrolier pléthorique au début de mars abandonnant l'entente initiale sous l'égide de l'OPEP et provoquant un effondrement des cours du brut. Alors que des prix bas devraient normalement stimuler la demande, l'impact de la COVID-19 incite les gens à rester chez eux, incapables de consommer du pétrole bon marché — globalement, nous assistons à la tempête du siècle pour les prix du pétrole qui baissent.

Qui cillera en premier?

L'Arabie saoudite et la Russie font partie des producteurs aux coûts les plus bas dans le monde, mais parviendront-ils à supporter effectivement des prix de moins de 20 \$ US le baril? Si l'on tient compte des programmes sociaux de chacun des pays, le véritable coût d'équilibre se situe autour de 75 \$ et de 50 \$ pour l'Arabie et la Russie, respectivement. Comme les prix du pétrole sont bien inférieurs à ce niveau, les deux pays doivent financer eux-mêmes leur guerre du pétrole avec des réserves de change. Nous estimons les réserves de change à environ 500 milliards \$ US pour l'Arabie saoudite et la Russie. En fait, la Russie a consacré les cinq dernières années depuis la dernière baisse du pétrole en 2014 à accumuler des réserves de change. En 2014, l'Arabie saoudite livrait une guerre au pétrole de schiste américain et a puisé lourdement dans ses réserves de change pendant près de deux ans — ce qui lui a coûté 100 milliards \$ US par an.

L'année 2020 sera la première année depuis la crise financière mondiale où la croissance de la demande de pétrole est négative (d'une année à l'autre). Avec la généralisation de la distanciation sociale à l'échelle du globe et le confinement, la consommation de

pétrole s'arrête pratiquement. Au plus creux, la demande de pétrole pourrait chuter de quelque 20 millions de barils par jour ou plus. Alors que le chiffre annualisé reste à déterminer, tout dépend en grande partie de la maîtrise du virus et d'un retour à la normale de la demande des consommateurs. Étant donné l'inconnue temporelle de la demande, nous suivons notamment les marges de raffinage asiatiques. Maintenant que la Chine se remet lentement au travail, la consommation d'essence et de carburant diesel devrait augmenter, ce qui, par ricochet, améliorerait les marges de raffinage. La Chine continue d'être un pays important à surveiller, pas seulement en raison du rétablissement potentiel après la COVID-19, mais aussi parce qu'elle est le deuxième plus grand pays consommateur de pétrole après les États-Unis. La Chine jouait un rôle déterminant dans la croissance de la demande de pétrole avant le virus et elle jouera un rôle clé dans la demande de pétrole à long terme.

Or — Les choses vont-elles se passer comme elles devraient?

Il règne une grande incertitude sur les marchés financiers du monde en ce moment, reflétant l'impact de la COVID-19 aux quatre coins de la planète. En réponse, les gouvernements proposent des plans de soutien budgétaire et les banques centrales réduisent les taux d'intérêt et pratiquent l'assouplissement quantitatif. Cela devrait amortir l'impact du ralentissement économique causé par le virus et, à terme, stimuler un retour à la croissance. Dans un contexte de politiques monétaires et budgétaires détendues et de grande incertitude, l'or devrait très bien se comporter. Mais le prix du métal jaune a baissé d'un sommet de 1 700 \$ US/oz au début de mars à un creux de 1 470 \$ US à la mi-mars avant de remonter à 1 630 \$ US (au début d'avril). Cela s'explique par plusieurs motifs.

Pendant la forte chute des actifs à risque, l'or a probablement été utilisé comme source de liquidités pour répondre aux appels de marge et aux demandes de trésorerie, alors que les investisseurs retiraient des fonds de l'ensemble des marchés boursiers. Autre facteur à garder à l'esprit, l'or entretient une corrélation inverse avec le dollar américain et les taux d'intérêt. Quand les taux baissent, le dollar américain baisse habituellement et les prix de l'or montent, et vice versa. Songez au mouvement des prix en mars — quand les taux d'intérêt américain à 10 ans ont culminé au milieu du mois, l'or a touché un plancher, et quand les taux ont baissé vers la fin du mois, l'or a augmenté.

Revoyant 2008 et la crise financière mondiale, nous constatons que l'or s'est comporté de manière très similaire pendant les premiers jours de cette crise-là. L'or a touché un plancher à la fin d'octobre 2008 à 720 \$, avant de s'apprécier considérablement de 2009 à 2011 et de culminer à 1 900 \$ US en septembre 2011. À l'avenir, gardant la crise financière mondiale à l'esprit, nous croyons que le contexte reste constructif pour l'or au cours des prochains mois, à mesure que les programmes de soutien entreront en jeu et que les marchés financiers mondiaux se stabiliseront après leur volatilité extrême.

Tour d'horizon économique régional

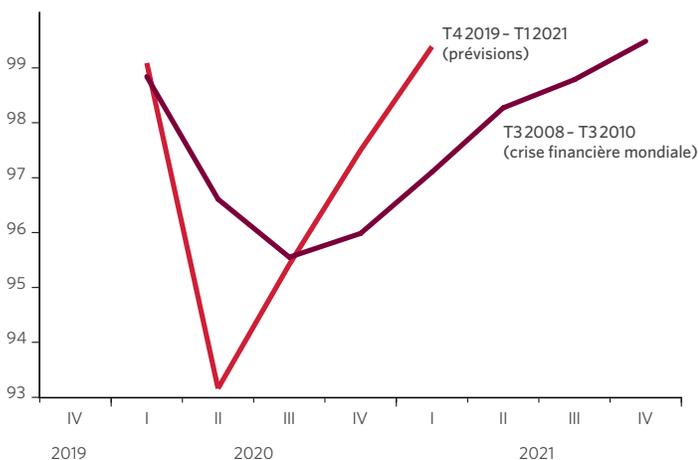
Canada

La BdC ouvre les vannes de liquidités

- Notre scénario de base prévoit une contraction moyenne du PIB réel de 3,2 % (a/a), plus forte que celle de 2008.
- Les mesures de politique monétaire et budgétaire exceptionnelles adoptées devraient permettre à l'économie canadienne d'amorcer une reprise au deuxième semestre de l'année.

Les perspectives de croissance du Canada

Comparaison des cycles économiques CAN (PIB réel, début de la récession = 100)



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

L'économie canadienne a subi deux chocs simultanés : les mesures visant à limiter la propagation de la COVID-19 et une sévère correction du prix du pétrole. Notre scénario de base prévoit une contraction moyenne du PIB réel de 3,2 % (a/a), plus forte que celle de 2008. Cependant, grâce aux efforts déployés par les autorités monétaires et budgétaires canadiennes, l'économie nationale devrait redémarrer plus vite que lors du dernier ralentissement économique.

Se joignant à de nombreuses autres banques centrales, la Banque du Canada (BdC) a pris rapidement des mesures majeures et a réduit son taux directeur de 150 points de base en moins d'un mois. Il s'agit d'un rythme de détente inédit de la part des autorités monétaires canadiennes. Le gouverneur, Stephen Poloz, et son équipe ont rapidement reconnu que les réductions de taux à elles seules ne suffiraient pas pour amortir le choc et n'ont pas hésité à ouvrir les vannes de liquidités. La BdC a ainsi adopté un certain nombre de mesures pour fournir des liquidités afin que les sociétés non financières canadiennes puissent

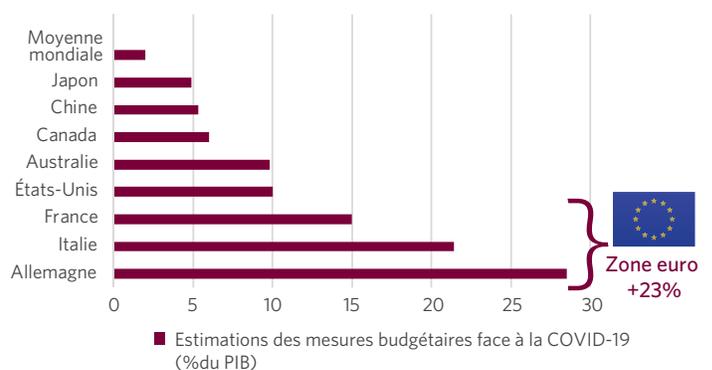
continuer d'avoir accès à du financement. Elle a lancé diverses facilités de prêt pour les sociétés financières et non financières, a activé ses marges de swap de change et a créé un nouveau programme, le Programme d'achat de papier commercial (PAPC).

La Banque du Canada est aussi entrée en terrain inconnu en lançant son premier programme d'assouplissement quantitatif (AQ). Elle effectuera chaque semaine des achats d'au moins 5 milliards \$ de titres du gouvernement du Canada toutes échéances confondues, ayant entrepris de poursuivre le programme jusqu'à ce que la reprise soit bien engagée. Globalement, les mesures de politique monétaire appliquées sont inédites à la fois par leur rythme et par leur ampleur, ce qui constitue un engagement clair à utiliser tout l'arsenal disponible pour remettre l'économie canadienne sur pied aussi rapidement que possible.

Les autorités budgétaires canadiennes ont aussi annoncé un programme de 27 milliards \$ (1,2 % du PIB) en plus de reports d'impôt pour les ménages et les entreprises d'une valeur de 55 milliards \$ (2,4 % du PIB). L'essentiel du programme budgétaire de 27 milliards \$ représente aussi des mesures d'aide au moyen de liquidités pour les ménages et les entreprises visant à amortir le choc pour l'économie. À 1,2 % du PIB, les dépenses discrétionnaires semblent encore modérées par rapport aux dommages économiques et au programme budgétaire américain. Au moment de rédiger ces notes, le gouvernement du Canada vient d'annoncer qu'il couvrira jusqu'à 75 % des salaires du personnel des petites et moyennes entreprises, ce qui représente une nette augmentation par rapport aux 10 % planifiés initialement. Nous nous attendons à de nouvelles mesures budgétaires de détente au cours des prochaines semaines.

Les mesures de politique monétaire exceptionnelles prises jusque-là et l'augmentation des dépenses gouvernementales qui suivra devraient permettre d'arrêter la chute de la croissance au 2T 2020. L'économie canadienne pourrait commencer à se rétablir au deuxième semestre de l'année.

Estimations du FMI des mesures budgétaires face à la COVID-19 % du PIB - 1^{er} avril 2020



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

États-Unis

Après l'arrêt soudain de l'économie américaine

- Nous prévoyons une contraction moyenne du PIB réel de 2,7 % (a/a), avec un creux cyclique au 2T 2020.
- Nous croyons qu'une reprise en V est probable au deuxième semestre de 2020 et au début de 2021, avec un rattrapage complet du terrain perdu au 1T 2021.

En raison des mesures pour contenir le virus, l'économie américaine connaît une forte contraction de son activité. L'impact économique de la COVID-19 devrait être concentré au premier semestre de 2020 et être suivi d'une reprise à partir du deuxième semestre de l'année. Nous prévoyons une contraction moyenne du PIB réel de 2,7 % (a/a), avec un creux cyclique au 2T 2020. Si cette prévision se réalise, ce ralentissement économique sera plus marqué que celui de 2008, mais de plus courte durée. La crainte ultime est celle d'un malaise prolongé à la japonaise. Quelles sont les chances que la reprise se fasse plutôt en U qu'en V ?

À notre avis, une reprise en U reste possible, mais ce n'est pas notre scénario principal à ce stade, en raison des mesures fortes prises par les autorités monétaires et budgétaires américaines. Sur le front monétaire, la Fed a rapidement reconnu le risque et pris une série de mesures de politique importantes. Elle a commencé par de nouvelles réductions du taux directeur, ramenant le taux des fonds fédéraux au niveau d'avant le début de la campagne de resserrement de la Fed à la fin de 2015.

La Fed n'en est pas restée là, reconnaissant qu'il fallait d'urgence plus que des réductions de taux d'intérêt. Pour s'assurer que l'économie américaine ne sombre pas davantage et ne reste pas déprimée pendant une période prolongée par la suite, la Fed est intervenue comme prêteur de dernier recours en fournissant les liquidités nécessaires pour éviter une compression des liquidités prolongée en dollars américains. Une compression des liquidités affectant l'USD n'était pas envisageable pour la Fed. Les sociétés non financières américaines sont grevées de lourdes dettes (155 % du PIB) et elles ont absolument besoin d'un accès continu et facile aux marchés du crédit — leur principale source de financement, la moins chère, par l'émission de titres de créance.

Comme en 2008, la Fed a agi rapidement en prenant de nombreuses mesures sur le front des liquidités. Elle a renforcé ses opérations de prise en pension avec les négociants primaires et est passée de l'achat d'actifs limité aux achats illimités dans le cadre de l'AQ. Elle a aussi lancé un certain nombre de facilités de prêt tout en établissant des accords de swap. Les marges de swap sont d'une importance évidente, mais le lancement de facilités de prêt est également une mesure importante et essentielle. La principale différence entre la situation actuelle et celle de 2008 est que la Fed a tiré une grande leçon de la crise des liquidités de 2008, à savoir qu'il ne faut pas attendre longtemps avant de sortir le bazooka.

Les autorités budgétaires américaines n'ont pas non plus eu peur de monter au front, pour dire le moins. Le programme budgétaire

adopté par le gouvernement américain s'élève à environ 2 000 milliards \$ US (soit 9,5 % du PIB). Pour être tout à fait clairs, les mesures budgétaires annoncées représentent des mesures d'aide en liquidités aux ménages et aux entreprises, une réaction de politique nécessaire au choc d'offre négatif pour l'économie américaine dû au coronavirus. Par conséquent, cela constitue difficilement un plan de relance puisque le programme vise essentiellement à amortir le choc, mais il devrait être assez important, à notre avis, pour remplir exactement cette mission.

CONCLUSION : À moins de lire dans une boule de cristal, prédire la forme de la reprise américaine future est un exercice périlleux. Cela dit, étant donné les mesures énergiques prises par les autorités monétaires et budgétaires américaines, nous croyons que l'économie des États-Unis a plus de chances de connaître une reprise en V au cours de la deuxième moitié de 2020 jusqu'au début de 2021. Le terrain perdu devrait avoir été entièrement rattrapé au T1 2021.

Europe

Zone euro et choc de la COVID-19 : Une crise qui tombe mal

- Nous prévoyons que le PIB réel annuel se contractera en moyenne de 3,9 %. C'est plus que lors de la récession de 2008, mais la reprise économique devrait être plus rapide.
- Les nouvelles encourageantes sont que la Banque centrale européenne a agi tout aussi rapidement que la Fed pour offrir une aide par sa politique — cela devrait stimuler une reprise au deuxième semestre de 2020.

Au début de cette année, on espérait fortement que le ralentissement économique de la zone euro dont l'Allemagne avait pris la tête en 2019 se transforme en reprise économique dont ce même pays serait la locomotive en 2020. Les mesures de confinement ordonnées par les gouvernements pour limiter la propagation du coronavirus ont balayé tous les espoirs d'une reprise. Notre scénario de base prévoit un ralentissement économique dans la zone euro avec une contraction annuelle du PIB réel moyenne de 3,9 %. Cela représente une contraction plus profonde que pendant la récession de 2008, qui devrait être suivie d'une reprise économique relativement plus rapide.

Ces chiffres sont des estimations préliminaires. La profondeur d'une récession de l'économie de la zone euro dépendra de l'intensité du resserrement des conditions financières. Jusque-là, le resserrement au cours du premier trimestre de 2020 a été relativement sévère. En termes d'ampleur, le resserrement représente environ la moitié de celui survenu en 2008. En termes d'intensité, cependant, ce choc a été 18 fois plus rapide que celui de 2008-2009.

La nouvelle encourageante est que la Banque centrale européenne (BCE) s'est montrée aussi rapide que la Fed pour apporter une aide par sa politique. En réponse à la détérioration de la conjoncture économique, la BCE a préparé un programme complet comprenant une nouvelle opération de refinancement à long terme (LTRO) pour injecter immédiatement des liquidités dans le système

financier. Elle a aussi assoupli les conditions de prêt du programme TLTRO III, ce qui devrait soutenir nettement les banques de la zone euro. Enfin, elle a considérablement accru ses capacités d'achat d'actifs dans le cadre de l'AQ en lançant un nouveau programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) doté d'une enveloppe de 750 milliards €. Globalement, il s'agit de la plus importante expansion du bilan de la BCE à ce jour; celui-ci pourrait potentiellement atteindre 2 300 milliards € soit 20 % du PIB de la zone euro. Les gouvernements de la zone euro assouplissent aussi nettement leur politique budgétaire en adoptant d'importantes mesures pour amortir le choc pour l'économie.

Pour l'avenir, même si l'économie de la zone euro renoue avec la reprise comme prévu, la menace de la déflation referra probablement surface. Le problème est que, avec une croissance du PIB réel négative et le retour de la déflation, les recettes des États seront gravement amputées — et ce, dans le contexte d'une augmentation des dépenses gouvernementales. Le résultat sera une augmentation rapide des déficits budgétaires et, partant, des besoins d'emprunt des gouvernements. Tous ces éléments sont autant d'ingrédients d'une nouvelle crise financière dans la zone euro. Pour éviter cette issue indésirable, la BCE devra monétiser la quasi-totalité des nouvelles émissions d'emprunts gouvernementaux, en augmentant sa capacité d'AQ en conséquence.

CONCLUSION : Il est trop tôt pour savoir avec certitude combien de temps durera le ralentissement économique de la zone euro et quelle en sera la profondeur. Cependant, l'aide apportée par la BCE et les gouvernements nationaux devrait permettre l'apparition d'un plancher au 2T 2020 et un rétablissement de la reprise pendant le deuxième semestre de l'année.

Chine

Mesures de stimulation ciblées

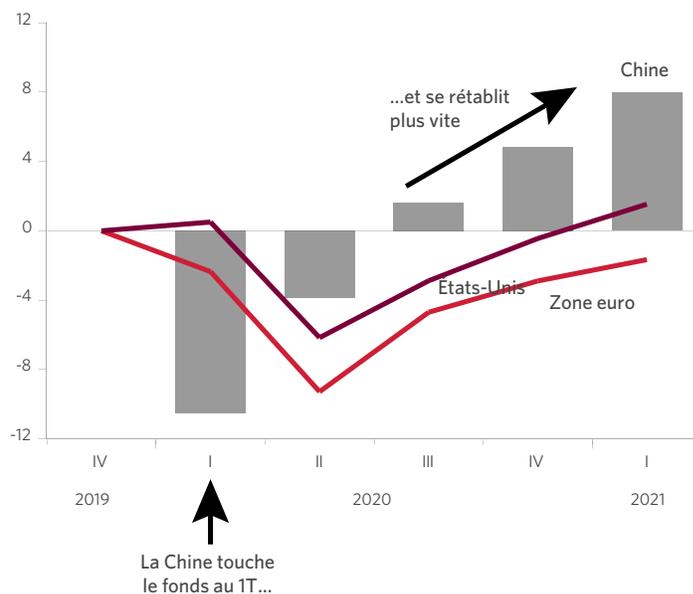
- Reflétant un effet d'année de base induit par le choc de l'écllosion du virus, le PIB devrait croître en moyenne de 8 % sur l'horizon de prévision.
- Le ralentissement économique qui se produit dans le reste du monde a des conséquences importantes pour les exportateurs chinois, qui devront bientôt composer avec une demande étrangère beaucoup plus faible.
- Nous nous attendons à ce que la Chine offre un programme de soutien budgétaire d'environ 2 à 3 % du PIB plus tard cette année, mais bien inférieur à celui des économies avancées.

La fermeture de l'économie chinoise qui a suivi l'écllosion de la COVID-19 a été un choc beaucoup plus important que celui de la crise financière mondiale. Depuis 2008, la Chine a été un des pays les plus proactifs pour injecter des mesures de stimulation opportunes et adéquates quand le besoin s'en faisait sentir. Cependant, actuellement elle a plutôt du retard sur ce front, préférant s'en tenir à son programme de stabilité financière et espérant un rebond rapide de l'activité.

¹Petites et moyennes entreprises

L'Asie se rétablira en premier

Comparaison des cycles économiques (% de variation à partir du pic d'activité)



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

Alors que les données à grande fréquence signalent qu'une reprise économique est déjà amorcée, cela n'implique d'aucune manière que la Chine est définitivement passée à la vitesse supérieure. Le ralentissement économique qui se produit dans le reste du monde a des conséquences importantes pour les exportateurs chinois, qui devront bientôt composer avec une demande étrangère plus faible. En conséquence, les entreprises chinoises (particulièrement les PME¹) devraient rester en manque de trésorerie et pourraient être forcées à licencier du personnel. Cela s'ajouterait à la faiblesse de la demande globale et entraînerait une certaine instabilité financière.

Pour éviter des débordements coûteux et orchestrer une reprise davantage en forme de V, les autorités chinoises n'auront d'autre choix que d'augmenter les mesures de stimulation. Nous nous attendons à ce qu'elles proposent un programme budgétaire de l'ordre de 2 à 3 % du PIB plus tard cette année, bien moins que les économies avancées. Ce programme contiendrait plusieurs mesures d'incitation budgétaire stimulant la consommation, mais il ciblerait les infrastructures, avec une concentration sur l'investissement en technologies de pointe. La composante technologique de la stimulation est moins conventionnelle et sa conception exige plus de temps, d'où le retard. La concentration de la stimulation sur la haute technologie sera probablement alignée sur la mise en place d'un réseau 5G et les objectifs à plus long terme de montée en gamme dans la chaîne de valeur. En bref, les politiques adoptées par les autorités chinoises ne viseront pas seulement une recrudescence cyclique à court terme, mais seront aussi alignées sur les objectifs de développement à long terme.

Reflétant un effet d'année de base induit par le choc de l'écllosion du virus, le PIB devrait croître en moyenne de 8 % sur l'horizon de prévision.

Autres scénarios

Reprise accélérée (25 %)

Dans cet autre scénario relativement plus optimiste, les efforts déployés par les autorités monétaires et budgétaires aux quatre coins du monde réussissent à limiter les conséquences économiques de la COVID-19. De plus, et c'est tout aussi important, les arrêts de l'activité et le confinement mis en place à l'échelle mondiale réussissent à aplatir la courbe de l'épidémie et à contenir le virus. Les conséquences économiques sont doubles — la contraction de l'activité économique mondiale est moins grave et l'économie se remet sur pied plus rapidement que dans notre scénario de base.

Dans le contexte d'un paysage économique en amélioration plus rapide, la reprise des actifs à risque serait plus fortement soutenue, grâce à des perspectives de croissance des bénéfices plus roses. Un repli des marchés obligataires mondiaux s'ensuivrait probablement, mais le potentiel d'augmentation des taux obligataires mondiaux serait limité par les achats plus massifs d'obligations par les banques centrales. Avec la diminution des pressions sur le financement en dollars américains, l'USD s'engagerait dans une tendance cyclique à la baisse large.

Reprise prolongée (25 %)

Malgré toutes les mesures de détente prises par les gouvernements et les banques centrales, le ralentissement économique mondial se révèle plus profond et plus long que projeté dans notre scénario central. Les mesures pour contenir le virus doivent être appliquées pendant plus longtemps que prévu initialement et se révèlent plus dommageables pour l'économie mondiale. La reprise mondiale se fait davantage en forme de U que de V.

Dans ce scénario, il y a très peu de place pour une amélioration des conditions financières mondiales. La reprise des actifs à risque serait nettement retardée, enlisant les investisseurs de la planète dans un environnement d'incertitude accrue et de volatilité élevée des marchés. Les marchés obligataires mondiaux devraient alors connaître une reprise, mais avec une marge de baisse limitée pour les taux obligataires étant donné les faibles niveaux auquel ils se situent déjà. Malgré les efforts de la Fed pour fournir des liquidités en USD au reste du monde, les pressions sur le financement en dollars américains demeurent grandes, soutenant fortement le billet vert. Dans ce contexte, le cycle haussier des cours de l'or pourrait se poursuivre.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Reprise accélérée	USD Obligations gouvernementales 10 ans	Actions mondiales Devises des MÉ Obligations à rendement élevé Matières premières et denrées
Reprise prolongée	Actions mondiales Métaux industriels Obligations à rendement élevé	Or USD Obligations du Trésor américain



Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel ⁴	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ⁵	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	1,5 % ⁶	1,1 % ⁶	-3,2 %	2,2 %	1,8 %	1,4 %	près de 0%
États-Unis	2,3 %	1,3 %	-2,7 %	2,3 %	1,9 %	1,4 %	près de 0%
Zone euro	1,0 %	-0,6 %	-3,9 %	1,2 %	1,2 %	0,8 %	près de 0%
Chine	6,0 %	4,5 %	8,1 %	5,2 %	3,0 %	1,0 %	Réduction du RRR ³
Japon	-0,7 %	-0,4 %	-2,5 %	0,5 %	0,5 %	-0,9 %	près de 0%
Monde	3,0 %	2,7 %	0,8 %	3,4 %	2,8 %	1,8 %	-

³Réduction du ratio de réserves obligatoires

⁴Croissance du PIB réel (a/a %)

⁵année/année (%)

⁶Implicite (converti d'une base T/T)

Données du mars 2020

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

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

Les chocs de la pandémie de COVID-19 et de l'offre de pétrole ont eu des ramifications rapides et de grande ampleur pour l'économie mondiale et les marchés financiers. Ces chocs ont aussi des implications importantes pour les rendements des marchés des actifs à long terme. En janvier, nous avons publié la plus récente édition de notre dossier de recherche intitulée Rendements des marchés des capitaux à long terme avec des projections pour un certain nombre de catégories d'actifs. Les conclusions étaient relativement peu réjouissantes. La plupart des catégories d'actifs étaient surévaluées et les rendements attendus étaient proportionnellement faibles. Ces perspectives ont été nettement modifiées par la récente tournure des événements. Pour la gestion de patrimoine, un des rares éléments positifs à retenir de la situation actuelle est que les corrections des prix contiennent le germe des prochaines bonnes occasions d'investissement. En ce sens du moins, cette période de dislocations des marchés ne se distingue pas des épisodes antérieurs.

Reflétant l'ampleur des changements des prévisions de rendement, ce dossier est un complément de notre dossier annuel. Les rendements attendus à long terme sont déterminés par deux facteurs importants : les forces fondamentales à évolution lente qui façonnent l'économie mondiale et les changements des prix actuels des actifs. Tous deux ont été fortement affectés par les chocs combinés de la pandémie et du pétrole. Dans ce supplément, nous nous focalisons sur les changements des rendements attendus attribuables aux changements des prix.

Nous remettons à plus tard une analyse approfondie de l'impact des changements des politiques des banques centrales causés par les crises actuelles et les changements connexes dans les décisions d'épargne et d'investissement des gouvernements, des entreprises et des particuliers. Ces changements potentiels pourraient influencer les trajectoires à long terme de la productivité, des bénéfices des entreprises et des taux d'intérêt.

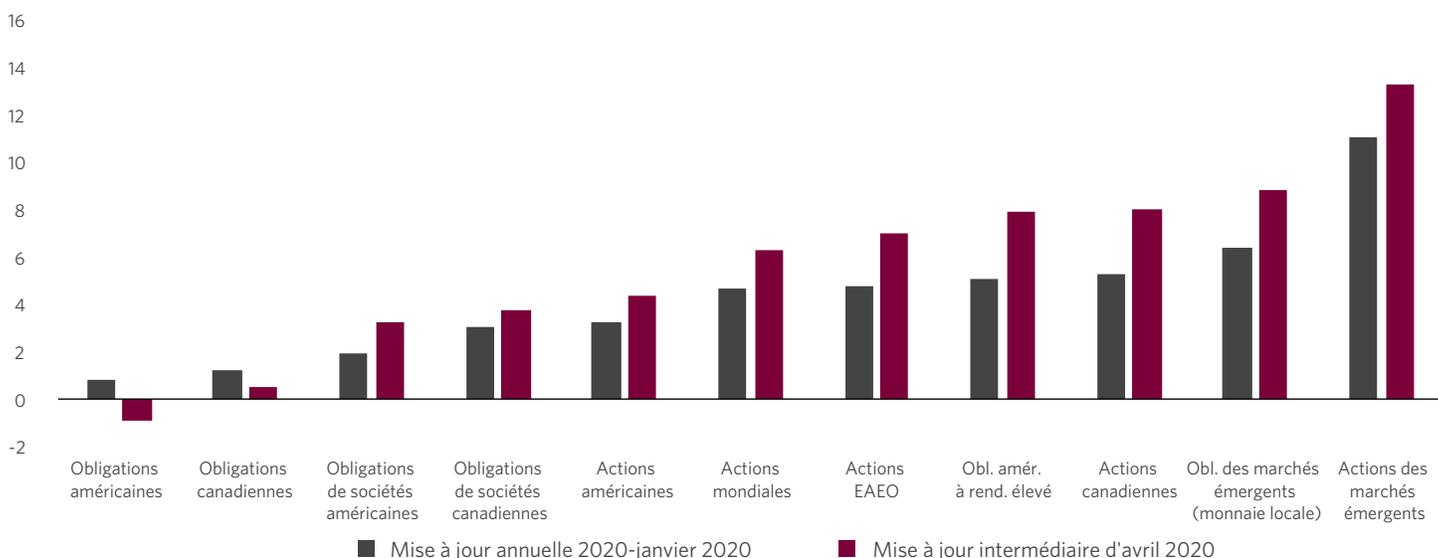
Rendements à long terme des marchés des capitaux (10 ans) : Prévisions mises à jour

Ces révisions présentent une évaluation intermédiaire. Les vastes mesures adoptées ont fait en sorte que les risques sont devenus plus symétriques. Un regain d'appétence pour le risque chez les investisseurs et une augmentation du prix des actifs à risque ne deviendront plus probables que si deux conditions sont réunies. Premièrement, la propagation du virus doit être clairement maîtrisée à l'échelle mondiale et, deuxièmement, les prévisions de rendement des marchés ont subi une correction suffisante pour refléter l'envergure de la récession mondiale qui se prépare. Nous ne croyons pas que l'une ou l'autre de ces conditions existe actuellement.

- Les rendements à long terme annualisés attendus des actions ont nettement augmenté à la suite des corrections des prix. Tous les marchés dans notre univers d'investissement sont devenus plus intéressants qu'ils ne l'étaient en janvier.
- Certains marchés d'actions demeurent plus intéressants que d'autres et les perspectives de rendement *relatif* sont inchangées. Les marchés émergents, généralement parlant, ont commencé l'année à des niveaux relativement bas et sont devenus encore moins chers. Les marchés boursiers américain et ceux d'autres économies avancées ont entamé 2020 en étant surévalués. Ces marchés ont subi une correction qui les rapproche des justes valeurs.
- Les valorisations d'autres actifs à risque sont aussi devenues plus intéressantes, notamment celles des obligations de sociétés et à rendement élevé des marchés développés (MD) ainsi que celles de la dette des marchés émergents.
- Les rendements attendus à long terme des obligations souveraines des MD ont diminué. Les taux, qui sont une bonne approximation des rendements à long terme, ont chuté à des niveaux sans précédent en raison de la ruée des investisseurs sur les titres sûrs et des nouveaux programmes d'assouplissement quantitatif annoncés par les grandes banques centrales, au rang desquelles figure pour la première fois la Banque du Canada. La relative horizontalité des courbes des rendements des MD implique que les investisseurs ne seront pas rétribués pour la prise de risques de durée.
- Des rendements nominaux et réels faibles réduisent la capacité des obligations des MD de jouer un rôle de stabilisation à long terme dans les portefeuilles des investisseurs. D'autres investissements complémentaires qui offrent une protection pendant les corrections boursières deviendront de plus en plus pertinents. Cela comprendra l'or de même que les stratégies non traditionnelles reposant sur l'investissement dans une gamme de catégories d'actifs propices à la diversification.

Rendements prévus à long terme

Rendements moyens prévus sur 10 ans (%)



Source : Calculs de Gestion d'actifs CIBC fondés sur les données disponibles au 1er avril 2020

Le présent document a pour but d'informer nos clients ; il ne faut pas le considérer comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre, d'un produit ou d'un service quelconque ni l'interpréter comme un conseil de placement précis. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses différentes plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Répartition de l'actif et peuvent différer des opinions des autres équipes, au sein de la plateforme de placement intégrée de la Banque CIBC.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC inc. et ne doit pas être distribué sans le consentement préalable de Gestion d'actifs CIBC inc. Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.