

PERSPECTIVES

Période de 12 mois débutant le 1^{er} octobre 2021

Table des matières

Faits saillants des catégories d'actifs	1
Perspectives multi-actifs	2
Perspectives des catégories d'actifs	3
Stratégie mondiale	3
Marchés boursiers mondiaux	4
Stratégies en obligations mondiales	5
Devises	5
Marchandises	6
Perspectives économiques régionales	7
Autres scénarios	10
Prévisions économiques	11

Essoufflement de l'économie mondiale en devenir

Il devient évident que l'argent est surabondant par rapport à l'insuffisance des produits et des services. Les hausses de prix observées partout dans le monde sont nettement plus fortes que d'habitude tandis que les revenus disponibles n'augmentent pas assez rapidement pour arrêter l'érosion du pouvoir d'achat des consommateurs. Si la hausse actuelle de l'inflation est transitoire et les décideurs mondiaux s'ajustent en conséquence, l'économie mondiale effectuera un atterrissage en douceur. Si ce niveau d'inflation se révélait plus durable, les risques d'erreurs politiques s'accroîtraient.

Faits saillants des catégories d'actif

Actions : Les rendements boursiers devraient être positifs, mais nettement inférieurs aux résultats récents. Le risque d'une correction augmente et celle-ci pourrait être déclenchée par plusieurs catalyseurs. Une croissance excessive pourrait causer des craintes à l'égard de l'inflation et faire grimper les taux d'intérêt alors qu'une croissance et des bénéfices trop modestes décevraient les attentes haussières.

Titres à revenu fixe : Nous continuons de recommander la surpondération des marchés émergents (ME) par rapport aux obligations des marchés développés, selon une approche toutefois plus sélective à l'égard des obligations des ME. Les mauvaises surprises économiques à l'échelle mondiale ont augmenté depuis la publication de nos prévisions pour l'été et certains marchés émergents sont plus vulnérables que d'autres.

Devises : Bien que la situation commerciale et les prix plus élevés de l'énergie au Canada soient favorables au huard, le potentiel haussier sera, à notre avis, limité jusqu'à ce que les préoccupations entourant l'éventualité d'un atterrissage brutal de l'économie mondiale se dissipent complètement.

Chine : Les autorités ne manifestent aucun empressement à se porter au secours du promoteur immobilier Evergrande, mais nous nous attendons à ce que les décideurs interviennent promptement si des conditions financières défavorables les y obligent, ce qui limiterait l'ampleur des risques de baisse.

Perspectives des différentes catégories d'actif

Catégories d'actifs	Actuel 30-septembre-21	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Taux des bons du Trésor à 3 mois du Canada	0,25 %	0,25 %	0,25 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	0,53 %	0,40 %	1,00 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	1,51 %	1,20 %	2,10 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	1,49 %	1,25 %	2,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	-0,20 %	-0,45 %	0,10 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,07 %	-0,25 %	0,25 %
Taux des obligations d'État à rendement réel à 10 ans du Canada	-0,36 %	-0,55 %	-0,25 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,15 %	1,00 %	1,45 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	3,03 %	2,70 %	4,20 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	324	250	500
Indice S&P/TSX	20 070	18 500	21 200
Indice S&P 500	4 308	3 850	4 535
Indice Euro Stoxx 50	4 048	3 825	4 400
Indice Topix - Japon	2 030	1 875	2 150
Indice MSCI Marchés émergents	70 963	65 000	80 000
USD/CAD	1,2680	1,205	1,282
EUR/USD	1,1580	1,120	1,180
USD/JPY	111,29	108,00	114,00
USD/CNH	6,45	6,36	6,90
Or	1 757	1 600	2 100
Prix du pétrole WTI	75,03	55,00	90,00

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

Perspectives des catégories d'actif

Aperçu mondial

Les facteurs défavorables liés à l'inflation s'intensifient

Les décideurs du monde entier ont sorti l'artillerie lourde l'an dernier pour amortir les répercussions des mesures de confinement adoptées pour lutter contre la pandémie. Les autorités monétaires et budgétaires ont étroitement collaboré, ouvrant tout grand les robinets des liquidités à l'échelle mondiale. L'adoption de cette politique mondiale ultra-accommodante a fait merveille et a permis que les actifs risqués rebondissent très rapidement. Peu après, l'économie mondiale a regagné la majeure partie du terrain perdu pendant la récession.

À cette étape-ci, il devient de plus en plus clair que l'argent est surabondant par rapport à l'insuffisance des produits et des services. Les facteurs défavorables liés à l'inflation s'intensifient partout dans le monde et, dans toutes les régions, les hausses des prix sont nettement plus fortes que d'habitude. Les revenus disponibles n'augmentent malheureusement pas assez rapidement pour arrêter l'érosion du pouvoir d'achat des consommateurs. C'est pourquoi nous pensons qu'un essoufflement de l'économie mondiale se profile. Selon des projections, le taux de croissance du PIB réel devrait décélérer de manière substantielle et passer de plus de 5 % actuellement à 3,7 % sur l'horizon prévisionnel.

Comme le spectre de l'inflation ressurgit, les banques centrales n'ont guère d'autre choix que de s'engager prudemment sur la voie de la normalisation des politiques. La première mesure consiste évidemment pour les gouvernements à assainir leurs finances en réduisant considérablement leurs déficits. Par ailleurs, l'allègement des déficits budgétaires suppose que les autorités monétaires devront réduire proportionnellement leurs achats de titres de créance gouvernementaux (c.-à-d. les retirer progressivement). Pour l'heure, seule une minorité des dirigeants des banques centrales envisage réellement de relever les taux directeurs sur l'horizon prévisionnel, dans l'hypothèse où le niveau de l'inflation actuellement élevé se révélerait passager. Moyennant que tout se déroule bien et que la renormalisation des politiques soit adéquatement modulée, l'atterrissage de l'économie mondiale se fera en douceur; l'altitude de départ sera cependant très haute.

On ne peut toutefois pas exclure pour de nombreuses raisons que l'atterrissage de l'économie mondiale soit plus brutal et plus cahoteux. Les problèmes immobiliers de la Chine figurent en tête de liste. En Chine, le marché immobilier est probablement le principal moteur de l'économie du pays. Les autorités chinoises mettent actuellement en place une réglementation plus stricte pour rendre le logement plus abordable. Le ralentissement du marché de l'habitation causé par la politique risque d'être plus prononcé que prévu initialement, ce qui frapperait l'économie chinoise de plein fouet.

De plus, les craintes d'une spirale inflationniste sont de plus en plus vives à l'échelle mondiale en raison des pénuries actuelles de produits allant des micropuces au gaz naturel. Si le contexte de hausse de l'inflation se révèle plus durable, les banques centrales du monde entier devront renormaliser leurs politiques plus tôt et à un rythme beaucoup plus rapide. Cette perspective fait croître le risque d'erreurs politiques.

Que cela nous plaise ou non, la dynamique mondiale du crédit s'estompe maintenant et cette tendance se poursuivra tandis que le processus de renormalisation sera mis en place presque partout. Il est improbable qu'une tempête financière éclate, mais des conditions plus difficiles sont probables, ce qui donne à penser que la volatilité sera plus élevée et que l'évolution des marchés financiers sera plus incertaine.

Stratégie mondiale

À une croissance effrénée succède une décélération

Plus tôt cette année, nous avons conclu que le cycle économique s'éloignait de la phase de reprise et se dirigeait vers la phase d'expansion. La préoccupation la plus grande à ce moment-là n'était pas que l'économie effectue un atterrissage brutal, mais plutôt que la transition crée des incertitudes, oblige les investisseurs à réévaluer leurs attentes et cause en fin de compte des turbulences sur le marché. Nous pensions néanmoins que les turbulences seraient temporaires.

Les marchés ont été relativement calmes jusqu'au début de septembre. Jusque-là, la plupart des marchés des actions avaient été résilients et avaient affiché une progression rectiligne. Or, la réalité a commencé à s'assombrir et les actions ont diminué en septembre. La correction a été superficielle jusqu'à maintenant et, pour l'essentiel, ramène les marchés à leur moyenne mobile sur 200 jours, qui représente une mesure tendancielle utile. Bien que les indices boursiers aient baissé, sur le marché, les secteurs cycliques ont devancé les secteurs défensifs; cela n'est évidemment pas un signe d'inquiétude quant à la croissance. La tendance des taux obligataires a été plus inégale, mais ces derniers ont en général augmenté cette année. L'augmentation des taux obligataires n'est pas non plus un signe de morosité économique. Dans les conditions actuelles, cela pourrait être un signe d'inflation ou indiquer que le marché se prépare au retrait progressif du programme d'achats d'actifs de la Réserve fédérale américaine (la « Fed »). Des indicateurs économiques prévisionnels tels que les sondages auprès des directeurs d'achats (PMI) montrent que le ralentissement de la croissance est jusqu'à maintenant léger.

Globalement, quoique le point culminant soit derrière nous, l'économie est encore proche de son pic de croissance et est en voie de passer à la prochaine phase. Le récent mouvement du marché cadre avec un rajustement continu pointant vers le cycle économique qui succède au pic. Le risque lié au secteur immobilier chinois (plus précisément, à Evergrande) suscite aussi des craintes et a concouru à la baisse des cours boursiers. La croissance reste solide pour le moment, mais chaque trimestre qui passe est annonciateur de perspectives qui s'assombrissent de plus en plus sur l'horizon prévisionnel. L'élan postérieur aux confinements qui a propulsé la reprise se dissipera peu à peu. La croissance moyenne devrait rester solide au cours des 12 prochains mois, mais à la fin de l'horizon prévisionnel, la croissance séquentielle devrait être proche de son potentiel ou légèrement inférieure à celui-ci. Plus tôt cette année, le retrait du soutien de la Fed semblait lointain, mais quelques mois seulement nous en séparent maintenant.

Il est probable que les actions continueront de dépasser les obligations. Selon notre scénario central, les taux obligataires devraient être stationnaires à l'intérieur d'une fourchette de négociation et les rendements des obligations devraient par conséquent être faibles. Les rendements des actions devraient être positifs, mais nettement inférieurs à ceux qui ont été récemment enregistrés. Le risque d'une correction boursière augmente et celle-ci pourrait être déclenchée par plusieurs catalyseurs. Une croissance

trop forte causerait des craintes inflationnistes et ferait grimper les taux d'intérêt. Une croissance et des bénéfices trop modestes décevraient les attentes haussières. Il est encore possible d'obtenir de bons rendements des actions, mais la marge de manœuvre est étroite. Cela n'est évidemment pas propre au cycle en cours et les investisseurs en actions se heurtent toujours à un mur d'inquiétude. À plus long terme, la prime de risque des actions est plus élevée que celle des obligations (le marché américain étant une exception notable). Néanmoins, dans un contexte de croissance plus lente et décevante, accepter la volatilité associée aux actions est une proposition peu séduisante.

Marchés boursiers mondiaux

Les marges suscitent des interrogations

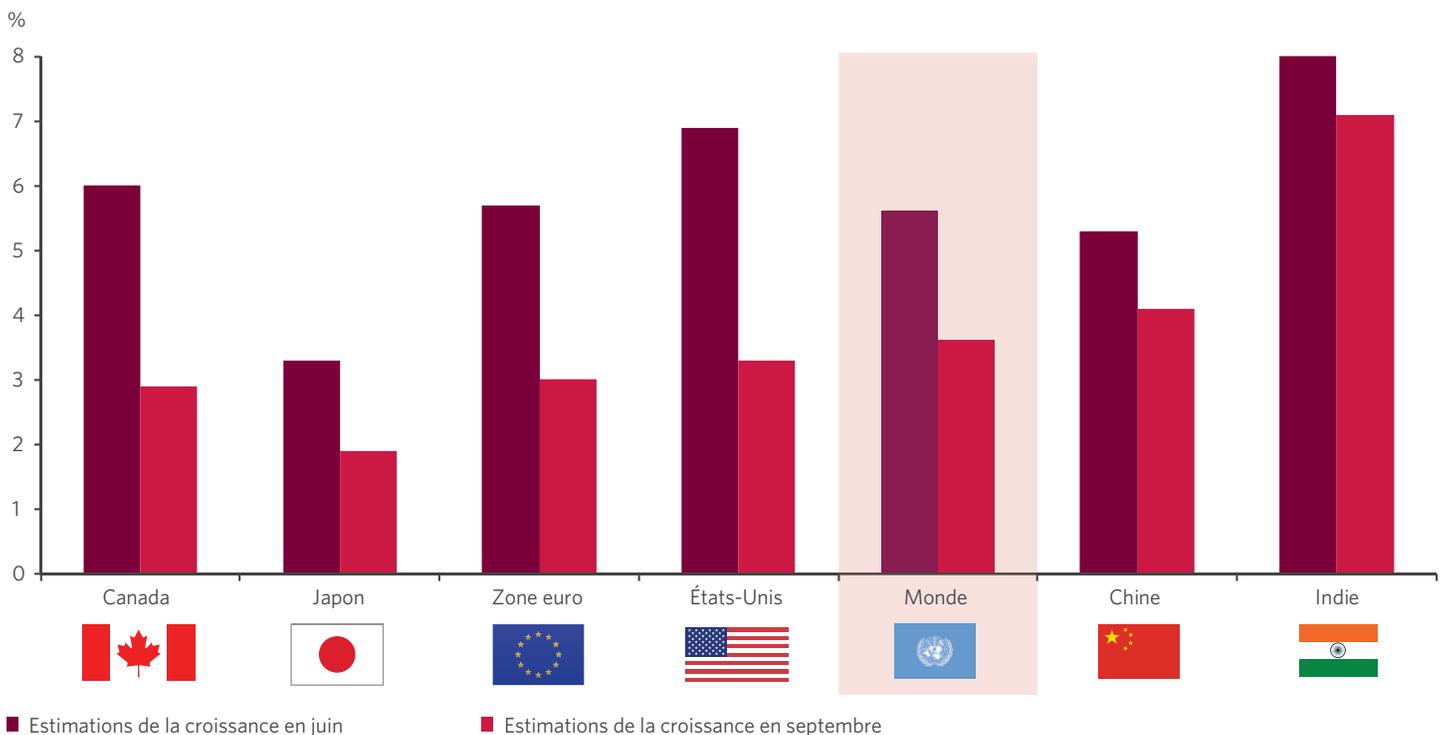
Les valorisations boursières sont élevées et nuisent aux rendements des actions, mais la valorisation n'est pas un bon outil d'anticipation tactique. La trajectoire à court terme dépend davantage des perspectives cycliques. La conjoncture économique pourrait fort bien continuer de soutenir des valorisations supérieures à la normale si les conditions restaient tempérées, c'est-à-dire si la croissance ralentit (mais pas trop), les craintes inflationnistes s'évanouissent et les taux d'intérêt se maintiennent à l'intérieur d'une fourchette de négociation. Compte tenu de nos prévisions, ces conditions sont possibles, mais difficiles à réaliser et à maintenir.

Il est plus probable que les actions devront s'appuyer sur la croissance des bénéfices. La bonne nouvelle, c'est que les bénéfices devraient tirer parti de la vigueur des ventes. La croissance des ventes est fortement corrélée à l'activité économique, qui, même en ralentissant, devrait demeurer solide. Les attentes générales à l'égard d'une croissance des ventes oscillant entre 5 % et 10 % paraissent raisonnables, mais les marges représentent un point de friction potentiel. De plus, les marges sont étroitement corrélées à la croissance économique, mais les attentes générales concernant les marges semblent optimistes, vu que celles-ci sont déjà élevées. Il reste à voir si

les entreprises peuvent répercuter sur les consommateurs l'augmentation des coûts des intrants et protéger leurs marges — certaines entreprises sont préoccupées par cette question. Elles craignent que l'inflation subsiste et que les goulets d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement, la hausse du coût des matériaux et celle des coûts de main-d'œuvre laminent les marges. Plus optimistes, d'autres entreprises s'attendent à ce que l'inflation soit passagère et à ce que les marges se redressent ou s'élargissent. Certaines entreprises projettent aussi de répercuter les augmentations de prix sur les consommateurs et de mettre en place des contrôles des coûts pour protéger leurs marges. Inutile de dire qu'un monde où règne une inflation postpandémique portée par les goulets d'étranglement de l'offre relève de l'inédit. C'est pourquoi il est difficile de prévoir comment les entreprises feront face à ces conditions. Il en découle que les marges bénéficiaires pourraient monter ou descendre et devenir l'un des facteurs de basculement des rendements boursiers.

Dans le numéro précédent de *Perspectives*, nous avons lancé un signal d'alarme au sujet des marchés émergents. Notre prudence a été dictée par le déferlement du variant Delta, le ralentissement du marché des titres de créance en Chine et les problèmes associés au secteur immobilier de ce pays. Ces problèmes s'annonçaient temporaires et nous continuons de penser qu'ils le seront. La vague la plus récente de la COVID-19 est en recul et de nombreux pays se préparent à vivre avec ce coronavirus. Cela devient possible parce que de plus en plus de gens sont vaccinés et que les vaccins se révèlent efficaces pour prévenir les cas graves, même après un certain temps. La saga d'Evergrande, le plus grand promoteur immobilier chinois, n'est pas encore terminée, mais le marché suppose au fond que ce dernier sera incapable d'honorer ses obligations et devra procéder à une restructuration. L'effet d'entraînement se limite à d'autres promoteurs immobiliers. La croissance du crédit en Chine est presque à son plus bas et pourrait être proche de sa pire dégringolade. Somme toute, les marchés émergents restent aux prises avec quelques difficultés à court terme, mais celles-ci devraient continuer de se dissiper.

Projections de la croissance mondiale : Prévisions de GAC septembre 2021 vs juin 2021



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

Stratégies en obligations mondiales

Au troisième trimestre, le rendement des obligations des marchés développés (MD) a été stationnaire. Les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans ont terminé le trimestre quasiment à leur point de départ, passant tout juste de 1,13 % à 1,56 %. La volatilité qui règne sur les marchés obligataires déprimés des MD subsistera selon toute probabilité au cours des 12 prochains mois.

Exposés à des courants contraires, les taux obligataires risquent encore d'avoir du mal à trouver une orientation claire; nous continuer de privilégier une stratégie de négociation à l'intérieur de la fourchette. D'une part, la réouverture des économies après le choc de la pandémie et les perspectives de réduction des achats d'obligations par les grandes banques centrales pourraient permettre aux taux de rendement d'augmenter à très court terme. Toutefois, si l'on regarde un peu plus loin, l'évolution des mesures de relance monétaires et budgétaires et d'accroissement du crédit pourrait pousser le cycle mondial à la baisse et déclencher une diminution des taux obligataires sur les MD.

Par conséquent, les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans devraient osciller entre 1,25 % et 2,25 % au cours des 12 prochains mois. Pour chaque composante, les **taux réels** des obligations à 10 ans devraient rester bien ancrés entre -1,00 % et -0,50 %. **Par ailleurs, le taux de point mort d'inflation des obligations à 10 ans** devrait glisser vers 2,00 % (par rapport à 2,40 % en ce moment) en raison d'une atténuation progressive des tensions inflationnistes dans notre scénario de base. On notera cependant que ce point de vue pourrait être remis en question si les goulets d'étranglement de l'offre et les pénuries de main-d'œuvre duraient plus longtemps que prévu (ce qui a été le cas au cours des derniers mois). Il ne faut pas exclure une période prolongée de taux neutres élevés.

Nous continuons de recommander la surpondération des marchés émergents (ME) par rapport aux MD. Toutes choses étant égales par ailleurs, plusieurs facteurs aideront les obligations des ME à produire des rendements supérieurs. Premièrement, la Fed devrait rester patiente et reporter le début de son cycle de relèvement des taux au-delà d'un horizon de 12 mois. Deuxièmement, la modification de nombreuses courbes de taux des ME (qui se sont accentuées) a récemment amélioré les valorisations dans de nombreux pays des ME, ce qui les rend très intéressantes d'un point de vue historique. Enfin, la hausse substantielle des prix des marchandises continuera d'être favorable aux perspectives de croissance des exportateurs de marchandises des ME. Cette évolution positive se traduit généralement par une augmentation des capitaux entrants sur les marchés.

Cela dit, et malgré notre optimisme à l'égard des ME, nous recommandons une approche sélective à l'égard des obligations de ces marchés. Les mauvaises surprises économiques ont augmenté à l'échelle mondiale depuis nos prévisions pour l'été. Aux États-Unis, notre scénario de rechange, qui repose sur l'hypothèse d'une inflation persistante (voir la page 10), pourrait avoir des répercussions négatives sur la demande pour les économies des ME. En Chine, la répression dont un important secteur de l'économie a récemment été la cible, les déboires du marché de l'habitation et les conséquences à retardement de la baisse de l'accroissement du crédit pourraient aussi se traduire par une demande chinoise décevante. Bien que les probabilités soient encore faibles, un ralentissement cyclique plus prononcé de l'économie mondiale pourrait compliquer les choses pour les économies des ME. Nous recommandons donc aux investisseurs de faire preuve de prudence à l'égard des obligations

des ME à bêta plus élevé, comme celles de la Colombie, de l'Indonésie et de l'Afrique du Sud.

Devises

Dollar américain

Depuis que la Fed a fait connaître son intention de ralentir le rythme de ses achats de titres de créance à la fin de septembre, le dollar américain s'est généralement raffermi, s'appréciant d'environ 2 % sur une base pondérée en fonction des échanges. L'ancien marché haussier du billet vert va-t-il amorcer un retour? De prime abord, il est tentant de réclamer une nouvelle ère de faiblesse du dollar américain, vu que les paramètres fondamentaux de cette devise sont bas. La relance de l'économie américaine attribuable aux dépenses de consommation s'est accompagnée d'une forte hausse des importations et d'un élargissement du déficit du compte courant.

En ce qui concerne le dollar américain, le bilan de la Fed compte beaucoup plus que la taille du déficit du compte courant. Dans cette optique, le fait que la Réserve fédérale s'apprête à ralentir la cadence de ses achats de titres de créance n'est pas anodin. Si nos prévisions de retrait se matérialisent, la Fed réduira peu à peu ses achats de titres de créance (de 450 G\$ au cours des 12 prochains mois). D'emblée, cela ne semble pas être un changement d'orientation politique suffisant pour avoir des répercussions significatives sur la valeur du billet vert. En effet, selon nos prévisions de référence, l'institution réduira modérément ses achats, tel que prévu, sans puiser exagérément dans ses réserves excédentaires. Ainsi, le ratio base monétaire/PIB se stabilisera vraisemblablement et le dollar américain restera en mode raffermissement. Il y a cependant un risque que la réduction modérée des achats de la Fed exerce une ponction excessive sur les réserves excédentaires. Dans ces conditions, le ratio base monétaire/PIB accuserait sans doute une tendance baissière et le dollar américain gagnerait généralement du terrain.

À partir de maintenant, le potentiel de hausse ou de baisse du dollar américain dépendra de la capacité ou de l'incapacité de la Fed à convaincre les participants au marché qu'ils n'ont pas d'inquiétude à avoir. Les investisseurs risquent toutefois de se montrer de plus en plus nerveux au souvenir de ce qui s'est passé en 2018 - il est en effet beaucoup plus difficile pour la Fed de réduire les injections de liquidités que de les augmenter.

Dollar canadien

Après avoir atteint des sommets cycliques d'environ 83 cents face au dollar américain au début de juin, le dollar canadien a récemment perdu un peu de terrain. Va-t-il continuer à reculer ou renouera-t-il bientôt avec le mouvement haussier amorcé en mars 2020?

Si l'on considère les variables à court terme du dollar canadien, il serait tentant de tabler sur une nouvelle hausse du huard. D'une part, les marchés s'attendent à ce que la Banque du Canada commence à relever son taux directeur avant la Réserve fédérale. D'autre part, les termes de l'échange au Canada continuent de s'améliorer en raison de l'escalade des prix du pétrole brut et du gaz naturel. À la lumière de ces deux facteurs, le dollar canadien devrait déjà se négocier à des niveaux nettement plus élevés. À vrai dire, le déséquilibre a rarement été aussi prononcé. Ce phénomène s'est produit pour la dernière fois au début de la Grande récession, à la fin de 2007. Le potentiel de hausse du dollar canadien est actuellement limité en raison de l'essoufflement de l'économie mondiale qui se profile. Les fluctuations du dollar canadien sont, dans une certaine mesure, influencées

par les attentes des marchés à l'égard de la conjoncture économique mondiale. Nous prévoyons un potentiel d'appréciation limité jusqu'à ce que les craintes d'un atterrissage brutal de l'économie mondiale se dissipent complètement.

Dans l'ensemble, compte tenu des forces antagonistes qui devraient se manifester, le dollar canadien risque de faire du surplace par rapport au dollar américain et d'osciller entre 0,78 et 0,82 cent américain.

Dollar canadien : potentiel d'appréciation limité

Taux de change de la paire CAD/USD et principaux niveaux techniques



Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC Inc. en date de septembre 2021.

Euro

Ces derniers mois, l'euro a progressivement cédé une partie du terrain gagné par rapport au dollar américain en 2020. Pourquoi? La Banque centrale européenne (BCE) a entrepris la renormalisation de sa politique en ralentissant le rythme d'expansion de son bilan, mais sa position stratégique reste relativement plus souple que celle de la Fed. Qui plus est, il y a de bonnes raisons d'être moins optimiste quant aux perspectives de croissance de la zone euro. Dans ce contexte, l'euro devrait rester en mode consolidation face au dollar américain et se négocier entre 1,12 et 1,18.

Yen

Depuis le début de l'année, le yen japonais s'est déprécié de près de 8 % par rapport au dollar américain. De prime abord, une telle faiblesse peut sembler étonnante. Les paramètres fondamentaux de cette devise sont habituellement forts, compte tenu du surplus substantiel et grandissant du compte courant du Japon. Nous pensons que les interventions politiques de la Banque du Japon (BdJ) expliquent en grande partie le comportement inhabituel du yen. Depuis presque cinq ans, la Banque du Japon maintient les taux des obligations d'État à 10 ans autour de zéro dans le cadre de sa politique de contrôle de la courbe des taux (CCT). Par conséquent, les replis du marché des obligations du Trésor américain ont généralement renforcé le taux de change de la paire USD/JPY. Pour l'avenir, nous entrevoyons un potentiel limité de hausse des taux des obligations du Trésor et, par le fait même, du taux de change de la paire USD/JPY. Nous anticipons une fourchette cible de 108 à 114 d'ici au troisième trimestre de 2022.

Marchandises

Pétrole

Les prix du pétrole ont continué d'augmenter et se sont établis à environ 80 \$ le baril à la mi-octobre, un niveau inégalé depuis 2014. Depuis le début de l'année, les prix du pétrole WTI¹ ont réalisé un bon impressionnant de

65 % dans un contexte de reprise économique mondiale et de maintien de la discipline des fournisseurs. La demande a été raisonnable, car les économies ont renoué avec des niveaux de production industrielle plus normaux et les restrictions des voyages ont été quelque peu assouplies dans le monde entier. Du côté de l'offre, l'OPEC+ a respecté ses engagements relatifs à son volume de production. Par ailleurs, les autres sources de croissance des approvisionnements (p. ex., le gaz de schiste en provenance des États-Unis) n'ont pas amorcé une reprise musclée parce que les investisseurs continuent de réclamer un rendement des capitaux investis plutôt que la croissance. Jusqu'à maintenant, les producteurs ont tenu parole.

À l'avenir, nous continuerons d'être attentifs aux signaux indiquant que la croissance de la demande ne se dément pas et qu'elle soutiendra l'augmentation des prix du pétrole au cours des prochains mois. Nous nous attendons à ce que la demande d'essence, de kérosène et d'autres produits s'accélère puisque le déploiement des vaccins se poursuit et les pays et les économies reviennent en plus grand nombre à la normale. Du côté de l'offre, nous restons à l'affût de signes annonciateurs d'un regain des approvisionnements en pétrole sur le marché. Les prochaines données devraient être disponibles au moment de la publication des bénéfices du troisième trimestre et nous fourniront un aperçu de la position des producteurs à l'égard des budgets et de la production pour 2022. Pour le moment, l'attitude disciplinée de l'OPEC+ contribue également à soutenir le prix des marchandises. Les niveaux actuels des prix du pétrole incitent probablement les producteurs à augmenter leurs approvisionnements. Nous surveillerons attentivement les signaux indiquant une croissance de la production jusqu'à la fin de l'année et en 2022.

Dans l'ensemble, les conditions nous semblent favorables aux prix du pétrole pour les prochains mois. La demande reste raisonnable en ce moment et l'offre continue d'être gérée adéquatement; ces deux éléments sont propices au maintien des prix actuels.

Or

L'or continue de dériver et fluctue entre 1 750 \$ et 1 800 \$ l'once dans un contexte où le marché cherche à interpréter les principaux indicateurs tels que l'inflation, les taux d'intérêt et la croissance économique. L'humeur a été défavorable à l'or au cours des derniers mois, car les investisseurs ont repris confiance en la croissance économique en raison du déploiement des vaccins et de signaux plus clairs d'un retour à la normale. Ce retour à la normale pointe vers le relèvement des taux d'intérêt et la réduction des mesures gouvernementales de relance, qui sont perçues comme un facteur défavorable à l'or.

Pour l'avenir, l'inflation a retenu l'attention des investisseurs au cours des derniers mois et les commentaires entourant la stagflation ont probablement contribué à soutenir le prix de l'or au cours des dernières semaines. Le ralentissement de la croissance économique et l'inflation élevée et persistante pourraient faire obstacle à la hausse du prix de l'or au cours des trimestres à venir. Un débat honnête quant à la nature passagère du cycle inflationniste actuel de même qu'à la date et à l'ampleur des hausses de taux d'intérêt reste crucial pour les perspectives du prix de l'or au cours des prochains trimestres. Nous continuons de penser que les perspectives resteront constructives au quatrième trimestre de 2021 et en 2022. Nous nous attendons à ce que les politiques monétaires et budgétaires demeurent généralement propices à l'évolution du prix de l'or au cours des prochains mois.

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

¹ West Texas Intermediate

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

Cuivre

Le prix du cuivre a dérivé tout au long de l'été et cet automne, se négociant en général entre 4,10 \$ et 4,40 \$ la livre. Bien que son élan haussier se soit essoufflé ces derniers temps, nous constatons que le prix actuel du cuivre est très solide et nettement supérieur au coût de production marginal, ce qui donne à penser que la demande est bonne et que l'offre est serrée.

Pour l'avenir, les regards restent rivés sur la Chine, sa production industrielle et la demande dans le secteur de l'habitation, deux grands utilisateurs ultimes de cuivre. La croissance commence à ralentir en Chine et les récents problèmes du secteur immobilier ajoutent un motif de préoccupation à la trame narrative sur le cuivre à court terme. Malgré ces récentes données, les niveaux des stocks physiques restent bas et le prix du cuivre est résilient.

À moyen et long termes, nous restons enclins à croire que les arguments en faveur d'un marché haussier structurel pour le cuivre restent pertinents. Le cuivre sera un métal essentiel pendant la transition vers une économie sobre en carbone. Des incitatifs devront être offerts pour assurer un nouvel afflux abondant de cuivre sur le marché pour répondre à ce nouveau volet de la demande. Pour ce faire, le prix du cuivre devra être majoré.

Perspectives économiques régionales

Canada

- Les ménages du Canada, comme ceux des autres pays, ressentent les contrecoups de la hausse de l'inflation.
- Même si la BdC ne relevait pas les taux d'intérêt sur l'horizon prévisionnel, les attentes du marché ont commencé et continueront à augmenter.

Des mesures de relance qui deviennent des entraves

La bonne nouvelle, c'est que l'économie canadienne a repris depuis un an, affichant la croissance du PIB réel la plus élevée dans les annales. Une nouvelle moins bonne, c'est que les choses vont maintenant si bien que les décideurs canadiens ont commencé à lever le pied de l'accélérateur. Le virage politique le plus important concerne l'orientation budgétaire ultra-accommodante du gouvernement fédéral. Selon des projections, le déficit fédéral devrait beaucoup diminuer et passer de -155 G\$ pour l'exercice 2021 à -60 G\$ pour l'exercice 2022. Autrement dit, les mesures de relance budgétaires massives de l'an dernier deviendront des entraves massives à la croissance sur l'horizon prévisionnel. Cela aura des répercussions appréciables sur les dépenses publiques de même que sur les transferts gouvernementaux aux entreprises et aux ménages canadiens.

À l'heure actuelle, la perception générale demeure que le frein causé par la politique budgétaire sera plus que contrebalancé par la croissance particulièrement forte des dépenses de consommation de sorte que l'économie canadienne restera effervescente. L'ennui, c'est que les ménages

du Canada, comme ceux des autres pays, ressentent les contrecoups de la hausse de l'inflation. La croissance du revenu disponible n'est tout simplement pas suffisante pour compenser l'augmentation de l'inflation. À titre d'exemple, la hausse rapide des prix des maisons et des loyers au Canada fait grimper les dépenses de logement, car la part du revenu disponible consacrée aux dépenses liées au logement a augmenté de 6 % par rapport à l'an dernier. La situation est la même pour la facture d'énergie des ménages en raison de la flambée des prix du pétrole et du gaz naturel.

Les autorités monétaires canadiennes se retrouvent ainsi en position difficile. La BdC a commencé à réduire ses achats et devrait poursuivre sur sa lancée. Cependant, en ce qui concerne la politique d'établissement des taux, la BdC préférerait probablement attendre que la Fed bouge en premier, puis lui emboîter le pas. Le problème est le suivant : un niveau d'inflation durablement élevé risquerait de finir par forcer la main à la BdC. Si l'on se fonde sur les mesures d'inflation que privilégie la Banque du Canada, les pressions inflationnistes de base s'intensifient. Dans les faits, même si la BdC ne relève pas les taux sur l'horizon prévisionnel, les attentes du marché ont commencé et continueront à augmenter, ce qui se traduit par un durcissement des conditions financières.

États-Unis

- L'économie américaine devrait rétrograder, la croissance du PIB réel étant appelée à s'établir en moyenne à 3,3 % entre le quatrième trimestre de 2021 et le troisième trimestre de 2022.
- L'inflation devrait décélérer, c'est-à-dire passer de plus de 4 % actuellement à moins de 2,5 % à la fin de 2022.

Ressentir les contrecoups de la hausse de l'inflation

L'an dernier, l'économie américaine a connu une reprise très forte, stimulée par les dépenses de consommation, en raison essentiellement des transferts gouvernementaux très généreux aux ménages américains. Le gros de cet hélicoptère monétaire² a servi à l'achat de biens de consommation et à l'investissement sur le marché immobilier. Il en a résulté une croissance effrénée des deux secteurs et une frénésie de dépenses sans précédent aux en Amérique.

Les producteurs américains n'avaient pas vu venir le déferlement de la demande. La production n'a pu accélérer assez rapidement et les stocks ont été vite épuisés. Des conditions de demande excédentaire ont eu tôt fait de se créer, exerçant des pressions à la hausse sur les prix. Les prix des maisons dépassent de près de 20 % les niveaux enregistrés un an plus tôt tandis que les prix des biens durables ont augmenté de 6,9 % pendant la même période. Cela est très inhabituel, car la déflation est plutôt la norme pour les prix des biens durables. En bref, le pouvoir d'achat des consommateurs américains s'effrite rapidement.

Les Américains ressentent manifestement les contrecoups de la hausse de l'inflation. Cela ressort clairement des résultats les plus récents des sondages sur la confiance et l'humeur des consommateurs. Les intentions d'achat de maisons ou de voitures neuves au cours des six prochains mois ont touché leurs plus bas niveaux depuis la Grande récession. Cela n'est guère étonnant, vu la détérioration brutale des données fondamentales sur les consommateurs américains. En effet, la rémunération des salariés augmente à un rythme soutenu, faisant écho

² Hélicoptère monétaire : image employée par l'économiste Milton Friedman pour décrire une mesure de stimulation monétaire consistant à injecter de la monnaie dans une économie à la manière d'un hélicoptère qui larguerait des billets de banque. Ce procédé revient à augmenter la masse monétaire d'un pays en augmentant les dépenses, en réduisant les impôts ou en stimulant la masse monétaire.

à la hausse de l'inflation des salaires et à la croissance soutenue des emplois. Toutefois, cela est largement contrebalancé par la contraction des transferts gouvernementaux et l'alourdissement du fardeau fiscal de sorte que le revenu disponible nominal marque le pas. Compte tenu du niveau actuellement élevé de l'inflation, le revenu disponible perd en réalité du terrain en termes réels.

Comme le taux d'épargne aux États-Unis oscille nettement au-dessus de sa moyenne historique depuis plus d'un an, il est tentant de conclure que les ménages américains disposent encore d'une épargne excédentaire suffisante pour continuer d'alimenter la frénésie d'achats. Nous n'avons cependant pas la certitude que les consommateurs ont encore des surplus à dépenser. D'une part, le taux d'épargne a déjà piqué du nez. D'autre part, l'épargne excédentaire inhabituellement élevée en 2020 a probablement permis aux ménages à revenu faible ou moyen de rembourser des dettes ou d'effectuer de gros paiements à l'achat d'une maison ou de biens durables.

L'économie américaine devrait rétrograder, la croissance du PIB réel étant appelée à s'établir en moyenne à 3,3 % entre le quatrième trimestre de 2021 et le troisième trimestre de 2022. Selon des projections, le taux d'inflation, qui s'élève actuellement à plus de 4 %, est appelé à décélérer et à se replier à moins de 2,5 % vers la fin de 2022, de sorte que la Fed devrait renormaliser sa politique d'une manière très progressive. Dans un premier temps, l'institution réduira ses achats mensuels d'obligations du Trésor et de titres adossés à des créances hypothécaires.

Europe

- La croissance du PIB dans la zone euro devrait décélérer sur notre horizon prévisionnel mis à jour (passant ainsi de 5,7 % à 3,0 % selon nos prévisions les plus récentes).
- Nous entrevoyons une hausse passagère, mais très prononcée, de l'inflation dans l'Union européenne (UE), suivie d'une décélération de l'ordre de moins de 1,5 %.

Payer tout plus cher

Nous avons été très optimistes à l'égard des perspectives de croissance de la zone euro pendant un certain temps. Or, nous pensons qu'il est temps de nuancer les perspectives du reste positives de cette région. Notre principale préoccupation concerne la récente accélération de l'inflation. L'inflation selon l'IPC dépasse maintenant 3 % dans la zone euro, soit le taux d'inflation le plus élevé depuis plus de dix ans. Même si cette situation devrait être transitoire, les ménages de la zone euro doivent maintenant payer presque tout plus cher.

De plus, la croissance dans la zone euro devrait décevoir les attentes en raison de la réorientation de la politique budgétaire. L'an dernier, la croissance du PIB réel a été propulsée d'une manière exceptionnelle par les dépenses gouvernementales. Si les projections budgétaires de la BCE se matérialisent, les mesures de relance budgétaires massives de 2021 deviendront des entraves en 2022. Nous devons également tenir compte de la probabilité que l'évolution du commerce soit moins bonne que l'an dernier, car l'économie de la zone euro avait alors été fortement dynamisée par les exportations nettes. Comme la demande étrangère devrait croître à un rythme beaucoup plus lent et la demande intérieure devrait se raffermir considérablement, la stimulation attribuable l'an dernier aux exportations nettes fera sans doute place à un léger frein à la croissance. La croissance du PIB dans la zone euro devrait décélérer sur notre horizon prévisionnel

mis à jour (passant de 5,7 % à 3,0 % selon les prévisions les plus récentes). Nous entrevoyons une hausse transitoire, mais très prononcée, de l'inflation dans l'UE, suivie d'une décélération de l'ordre de moins de 1,5 %.

Tout comme d'autres banques centrales des pays développés, la BCE s'oriente vers un retrait progressif de son soutien. Depuis le début de l'année, la BCE réduit peu à peu l'expansion de son bilan, celui-ci étant passé de 20 % du PIB dans les premiers mois de 2021 à 13 % aujourd'hui. Vu la décélération prévue de la croissance économique et de l'inflation dans la zone euro et le récent passage à une cible d'inflation symétrique³ de 2,0 %, la BCE devrait rester prudente. Elle fera rapidement marche arrière si les conditions financières se détériorent trop.

Chine

- Nos perspectives de croissance du PIB chinois s'établissent à 4,1 % sur 12 mois pour les quatre prochains trimestres, soit un écart négatif de 1,1 % par rapport aux attentes générales.
- Les décideurs devraient garder le cap, car des politiques macroprudentielles donnent un coup de frein aux titres de créance immobiliers. Les pressions réglementaires à l'égard des cibles environnementales devraient se traduire par des réductions continues de la production énergétique, ce qui fera aussi obstacle à la croissance.

L'économie n'a pas fini de décevoir les attentes

L'économie chinoise a largement déjoué les projections de croissance générales au cours des derniers mois, comme nous l'avions prévu dans le numéro de juillet de *Perspectives*. Ces conditions se sont traduites par des ventes décevantes pour les promoteurs immobiliers depuis quelques mois (baisse de 20 % sur 12 mois) comparativement à une cible sectorielle ambitieuse (hausse de 9 % pour 2021). Cela représente un véritable choc de liquidité pour un secteur qui carbure à la croissance.

Les politiques macroprudentielles de la Chine freinent la croissance de l'endettement des promoteurs immobiliers dont les bilans font état de paramètres préoccupants — ce qui représente un autre facteur défavorable aux liquidités. La politique des « trois lignes rouges » plafonne les ratios dette/actif et emprunts/capitaux propres et exige que l'encaisse soit au moins équivalente aux emprunts à court terme.

Cette politique contraint le tiers environ des promoteurs à maintenir le même niveau d'endettement (la conséquence du dépassement des trois lignes rouges) ou à maintenir leur taux de croissance sous la barre de 5 % (la conséquence du dépassement de deux lignes rouges), ce qui contraste de manière saisissante avec le taux de croissance de 10 % et plus de l'endettement enregistrée ces dernières années.

Les craintes suscitées par Evergrande devraient culminer au cours des prochains mois, mais cela ne sera pas le cas pour le reste du secteur (voir page 9). Comme le tiers environ des promoteurs présentent des ratios de couverture des intérêts inférieurs à 1⁴ et la taille des titres de créance

³ Le passage à une cible d'inflation symétrique est une exigence que les banques centrales doivent respecter lorsque l'inflation est trop faible ou trop élevée.

⁴ C'est-à-dire que les frais d'intérêts dépassent les bénéfices bruts.

immobiliers arrivant à échéance restera importante, nous nous attendons à une flambée des défaillances et à un élargissement des écarts de taux dans ce secteur. Par conséquent, l'activité dans le secteur de la construction devrait devenir un frein grandissant à la croissance du PIB. Le rationnement de l'électricité dans les secteurs énergivores est un autre obstacle à la croissance. La Chine ambitionne d'atteindre le pic des émissions de dioxyde de carbone d'ici à 2030. La plupart des provinces tardent à atteindre leurs cibles d'émissions annuelles et Beijing les a récemment sommées d'agir. Il en résulte un rationnement de l'électricité et des réductions de production. La dépendance croissante de la Chine aux importations d'énergie provoque l'escalade des prix mondiaux du charbon et du GNL,⁵ ce qui exacerbe les difficultés d'approvisionnement.

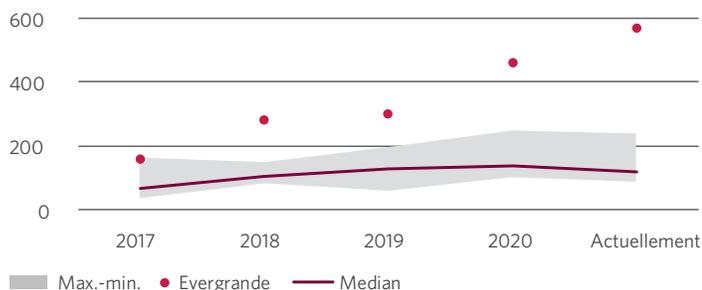
Du côté des orientations stratégiques, nous nous attendons à ce que la Banque populaire de Chine (BPdC) réduise le ratio de réserves obligatoires de 150 points de base et injecte au besoin des liquidités. Ces mesures devraient permettre aux banques de poursuivre normalement leurs activités malgré les défauts de paiement des promoteurs immobiliers. Cependant, vu l'objectif politique ultime de limiter la création de déséquilibres sur le marché de l'habitation, nous nous attendons à ce que les décideurs laissent les taux inchangés et poursuivent le resserrement macroprudentiel (bien que l'assouplissement des règles soit probable).

Risques immobiliers et politique de la Chine

Evergrande, qui était auparavant le plus grand promoteur immobilier chinois, a vu fondre environ 80 % de sa valeur cette année. Le groupe a été durement touché par le ralentissement de la croissance chinoise et la mise en œuvre de règles macroprudentielles l'an dernier. Cela dit, les problèmes de liquidité s'étaient déjà aggravés avant la pandémie, comme en fait foi l'escalade du délai de règlement des comptes fournisseurs (graphique à droite).

Evergrande est un géant aux pieds d'argile, dont le passif frise 3 % du PIB (environ 3 000 milliards de renminbis). Les deux tiers environ de ce passif regroupent des produits à recevoir et des comptes fournisseurs. La dette portant intérêt est également substantielle en valeur absolue (environ 600 milliards de RMB) et ce sont les institutions financières nationales qui y sont, de loin, les plus exposées. Les investisseurs étrangers ne sont que des porteurs d'obligations marginaux (<50 milliards de RMB) et Evergrande est le plus important émetteur du marché obligataire extraterritorial de la Chine.

Délai de règlement des comptes fournisseurs : Evergrande par rapport aux autres grands promoteurs immobiliers (dont la part de marché s'élève à au moins 5 %)

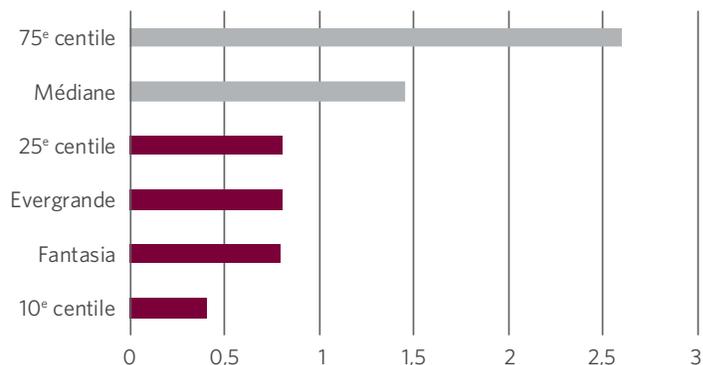


Sources : Refinitiv-Datastream et Gestion d'actifs CIBC Inc.

Selon nous, trois priorités doivent mobiliser le gouvernement. La première consiste à sécuriser l'exécution des projets en chantier (des sociétés d'État pourraient les acquérir ou les financer). La deuxième consiste à éviter ou limiter les défauts de paiement relatifs aux obligations étrangères, compte tenu du risque de détérioration des conditions de financement (la demande étrangère est plus élastique et vulnérable). La dernière consiste à restructurer les activités à moyen terme, ce qui pourrait donner lieu à une dévaluation des actifs des porteurs d'obligations et à une faillite.

Un élément capital est en jeu : les décideurs ont un seuil critique plus élevé que d'habitude en ce qui concerne les écueils du marché de l'habitation. La Chine veut limiter la création de vulnérabilités liées à un endettement élevé et croissant, à l'inabondabilité des logements et à la surabondance de l'offre. C'est pourquoi nous entrevoyons des risques de baisse plutôt que de hausse de l'activité et nous écartons l'éventualité d'un sauvetage financier. Cela dit, nous nous attendons à ce que les décideurs interviennent promptement si des conditions financières défavorables les contraignent à agir, ce qui limiterait l'ampleur des risques de baisse.

Ratios de couverture des intérêts des obligations en dollars du secteur immobilier chinois



Sources : Bloomberg et Gestion d'actifs CIBC inc.

Nous sommes surtout préoccupés par les vulnérabilités provenant du reste de ce secteur. Les ratios de couverture des intérêts sont bas pour une part élevée des promoteurs. Le quart environ d'entre eux présentent un ratio inférieur à 0,8, ce qui se compare aux ratios d'Evergrande et de Fantasia (qui ont récemment été en défaillance). L'effet conjugué du ralentissement de la croissance économique, du resserrement macroprudentiel en cours et de la dette élevée arrivant à échéance amplifie les risques de répercussions négatives.

Nous nous attendons à une spirale de défauts de paiement chez les promoteurs au cours des prochains mois, ce qui devrait accentuer les pressions à la baisse exercées sur l'activité dans le secteur de la construction. Cependant, les répercussions négatives devraient être d'une ampleur et d'une durée limitées parce que les promoteurs dont les ratios de couverture des intérêts sont faibles sont en général de taille modeste.

5 Gaz naturel liquéfié

Autres scénarios

Fin de la demande refoulée (probabilité de 20 %)

Après une frénésie de dépenses créée par les gouvernements, la consommation est en panne de carburant. Le revenu disponible accuse le coup de la réduction des transferts gouvernementaux. L'épargne excédentaire que les consommateurs ont été forcés d'accumuler pendant le confinement est insuffisante pour contrebalancer les entraves budgétaires. Les consommateurs ont déjà acquis des biens durables et l'inflation érode leur pouvoir d'achat. Bien que l'économie ne soit pas entrée en récession, la croissance ralentit beaucoup et, dans ce contexte, déçoit les attentes. Les bénéfices des sociétés sont décevants et les rendements boursiers sont négatifs. Les taux obligataires glissent vers l'extrémité inférieure de leur fourchette de négociation alors que les banques centrales réaffirment leur engagement à accorder leur soutien.

Persistance de l'inflation (probabilité de 20 %)

Les goulets d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement qui ont été causés par la pandémie se résorbent difficilement. Le resserrement des stocks tout comme celui de la chaîne d'approvisionnement mondiale créent des perturbations qui peuvent causer des pénuries dans toute la chaîne. L'offre limitée s'accompagne d'une forte demande, l'économie mondiale tirant profit de la réouverture en cours. L'inflation persiste dans les segments de l'habitation, des marchandises et des produits et se propage aux coûts de main-d'œuvre. Dans un premier temps, ces conditions favorisent les actifs cycliques comme les actions et les marchandises, qui tirent parti d'une croissance robuste. Avec le temps, toutefois, les marchés font face à la réalité que les banques centrales sont à la remorque de la courbe et qu'un durcissement accéléré des politiques déclenche une correction. Les taux obligataires nominaux grimpent, car tant le taux réel que le point mort de l'inflation montent.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Fin de la demande refoulée (20 %)	Actions mondiales Obligations à rendement élevé Marchandises	Or Obligations du Trésor américain Yen japonais
Inflation persistante (20 %)	Obligations de la zone euro Obligations du Trésor américain Obligations des marchés émergents	Actions des marchés émergents Marchandises Point mort de l'inflation



Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel ¹	PIB - Consensus	PIB - GAC	Inflation actuelle ²	Inflation - Consensus	Inflation - GAC	Taux directeur - GAC
Canada	12,7 % ³	3,9 %	2,9 %	4,5 %	2,9 %	3,5 %	Près de 0 %
États-Unis	12,2 %	4,8 %	3,3 %	5,3 %	3,8 %	3,8 %	Près de 0 %
Zone euro	14,3 %	4,9 %	3,0 %	3,4 %	2,2 %	2,8 %	Près de 0 %
Chine	7,9 %	5,2 %	4,1 %	0,8 %	2,2 %	1,2 %	Réduction du RRR ⁴
Japon	7,6 %	2,4 %	1,9 %	-0,4 %	0,4 %	0,7 %	Près de 0 %
Monde	12,3 %	4,8 %	3,7 %	3,4 %	3,3 %	3,6 %	-

1 Croissance du PIB réel (en % sur 12 mois)

2 % sur 12 mois

3 Croissance implicite (établie à partir des données sur 3 mois)

4 Taux de réserves obligatoires

Données en date de septembre 2021.

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

Section des auteurs



Luc de la Durantaye

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



Vincent Lépine

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



Francis Thivierge

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



Jean-Laurent Gagnon

Directeur de portefeuille adjoint,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Éric Morin

Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Anne-Katherine Cormier

Analyste principale,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Daniel Greenspan

Analyste principal et
Directeur de l'équipe des ressources



Karen Mueller

Rédactrice principale,
Marketing et Communications, Gestion des avoirs

Le présent document vise à donner des renseignements généraux et ne doit pas être interprété comme un conseil de placement ni considéré comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente de titres. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses diverses plateformes de placement. Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Répartition d'actifs multiples et gestion des devises et peuvent différer des opinions des autres équipes. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

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

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