

Perspectives

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

Automne 2024





L'économie mondiale reste à notre avis globalement bien orientée.



Michael Sager, Ph.D.

Directeur général et chef,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Vincent Lépine

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



Francis Thivierge, M.Sc., CFA

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

Nous sommes heureux de vous présenter l'édition Automne 2024 de *Perspectives*

Nos prévisions économiques fondamentales n'ont à peu près pas changé depuis [notre numéro estival](#). L'économie mondiale reste à notre avis globalement bien orientée. Les États-Unis font toujours figure de locomotive économique mondiale et la consommation permet à l'activité économique intérieure de se maintenir au-dessus de son niveau tendanciel. Un ralentissement sans conséquence de la croissance américaine reste probable au cours des prochains trimestres et la Réserve fédérale américaine devrait parvenir à faire atterrir l'économie relativement en douceur. L'inflation, aux États-Unis et ailleurs, continue de ralentir, si bien que les banques centrales sont aujourd'hui plus libres de leurs mouvements qu'elles ne l'étaient au début de 2024. Maintenant que la plupart des banques centrales ont entrepris de réduire leurs taux d'intérêt, que la politique budgétaire favorise davantage l'activité économique et que les dépenses d'investissement semblent devoir repartir dans le bon sens, nous anticipons plus que jamais une reprise progressive de la croissance du produit intérieur brut (PIB) mondial.

Cette amélioration de la conjoncture économique devrait favoriser une prise de risque mesurée et contribuer aux rendements de placement au cours des 12 prochains mois. La croissance économique, l'inflation, les taux d'intérêt, la rentabilité des entreprises et l'innovation technologique sont autant de déterminants fondamentaux des rendements de placement à long terme. Dans ce contexte, actions et obligations peuvent à notre avis donner de bons résultats. Nous ne voyons à l'heure actuelle pas vraiment de raisons de donner plus de place à une catégorie d'actif plutôt qu'à l'autre dans notre répartition stratégique.

Comme au trimestre dernier également, le principal élément susceptible d'invalider ces prévisions reste le risque politique. Les risques géopolitiques se sont intensifiés au cours des trois derniers mois et les [élections présidentielles américaines](#) de novembre sont sur les lèvres de tous les investisseurs. Comme c'est souvent le cas, ces deux éléments se traduisent par une hausse de la volatilité sur les marchés. Les investisseurs sont ainsi généralement plus nombreux à tenter d'anticiper le marché face aux possibles changements de politiques que peuvent entraîner les résultats des élections. Ils s'en mordent souvent les doigts. Ce sont habituellement les investisseurs au portefeuille diversifié qui conservent leurs placements pendant les épisodes de volatilité ponctuels, toutes causes confondues, qui s'en sortent le mieux.

Gestion d'actifs CIBC s'attache à vous offrir des analyses des marchés et des placements. Nous espérons que notre revue trimestrielle des marchés et nos perspectives économiques vous seront utiles pour trouver les bonnes stratégies de placement, en adéquation avec vos objectifs. Si vous avez des questions sur vos placements ou si vous souhaitez discuter de nos perspectives et de nos commentaires, vous pouvez communiquer en tout temps avec votre conseiller ou avec un représentant de la Banque CIBC.

Handwritten signature in black ink, appearing to read "Michael Scott".Handwritten signature in blue ink, appearing to read "Jennifer".Handwritten signature in black ink, appearing to read "F. O. J.".

Stratégie relative aux marchés mondiaux

Stratégie relative aux marchés mondiaux : les baisses de taux aident, mais le terrain politique et géopolitique reste miné

Dans [le dernier numéro de Perspectives](#), nous expliquions que, malgré un contexte de placement favorable aux marchés, des épisodes de volatilité n'étaient pas exclus. Nous estimions qu'actions et obligations enregistreraient probablement d'assez bons rendements et nous attendions à une légère domination des actions. Cette supériorité attendue étant minime au regard des risques, nous avons toutefois choisi de conserver une position tactique neutre en actions par rapport aux obligations.

Certains de ces risques se sont d'ailleurs concrétisés au cours des derniers mois. Sur la scène politique, les compteurs électoraux ont été remis à zéro aux États-Unis, à la suite du forfait de Joe Biden et de la nomination de Kamala Harris à titre de candidate démocrate. Les candidats restent au coude à coude et on ne sait pas comment les politiques évolueront au cours des quatre prochaines années. La course au Sénat s'annonce tout aussi serrée et l'issue du scrutin déterminera si le président élu fera face à un Congrès majoritaire ou divisé. La guerre au Moyen-Orient reste une source d'instabilité : le conflit déborde des frontières de Gaza et Israël est désormais engagé dans des affrontements plus directs avec l'Iran. Entre autres choses, les frappes contre les installations de production ou de transport de pétrole pourraient avoir des répercussions majeures sur les prix de l'énergie et, par ricochet, sur l'inflation.

Si la situation politique et les conflits ont fait couler beaucoup d'encre, c'est le changement d'orientation et le virage restrictif de la Banque du Japon (BdJ) qui ont eu le plus de retombées sur les marchés financiers. Pendant des années, les investisseurs ont pu emprunter à 0 % en yens (JPY) pour investir à des taux plus élevés aux États-Unis ou ailleurs. Cette opération dite de portage se justifiait tant que la monnaie japonaise semblait devoir continuer à perdre de la valeur, et tant que la Réserve fédérale américaine (la Fed) continuait de relever ses taux et que la BdJ maintenait les siens à 0 %. Quand la BdJ a annoncé son intention de mettre un terme à sa politique de taux d'intérêt zéro, le yen s'est envolé, ce qui a créé une onde de choc sur les marchés financiers mondiaux.

La [Fed a commencé à baisser ses taux en septembre](#) en réaction à l'amélioration des chiffres de l'inflation. Le ralentissement de l'inflation est en partie attribuable au rééquilibrage de l'offre et de la demande sur le marché du travail. Malgré tout ce que cette nouvelle a de positif, les marchés se sont mis à craindre que le ralentissement de l'emploi, s'il permet de faire baisser l'inflation, soit aussi le symptôme d'une économie plus fragile que prévu. Les dernières statistiques économiques les ont rassurés : elles montrent en effet que la croissance reste solide aux États-Unis.

Aux États-Unis, les marchés s'attendent à ce que la Fed baisse ses taux de 1,5 % au cours des 12 prochains mois. Elle renouerait ainsi avec une politique monétaire considérée comme neutre (qui ne favorise ni nouveau ralentissement ni accélération de l'inflation). Compte tenu de nos prévisions de croissance, nous pensons que les baisses de taux de la Fed seront moins importantes que ce à quoi le marché s'attend. Par ailleurs, au 30 septembre 2024, les taux des obligations à 10 ans étaient inférieurs à notre estimation de leur juste valeur à long terme (4,1 %). Au cours des 12 prochains mois, ils devraient osciller entre 3,25 % et 4,75 %. La pente de la courbe des taux de 10 ans à 2 ans est positive pour la première fois depuis 2022 et devrait continuer à s'accroître progressivement.

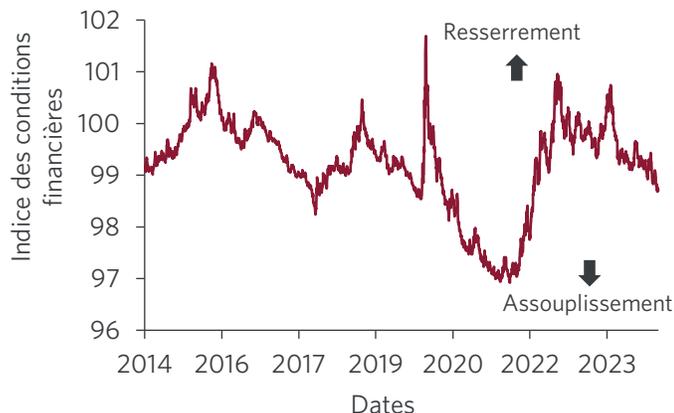
Enfin, la Chine a annoncé différentes mesures de politique monétaire et d'aide au secteur du logement et au marché boursier. On ne connaît pas encore tous les détails, mais l'annonce témoigne de la détermination du gouvernement à soutenir l'économie. Les baisses de taux combinées des deux plus grandes économies du monde (les États-Unis et la Chine) devraient faire beaucoup pour l'économie mondiale et empêcher l'inflation de baisser en deçà d'un certain niveau.

Comme au début de l'année, marchés boursiers et obligataires semblent se contredire : le marché boursier est optimiste, et le marché obligataire l'est moins. Cette divergence n'est pas tenable et finira par se corriger d'elle-même : l'économie connaîtra un ralentissement marqué qui fera baisser les actions ou la croissance se poursuivra et les taux obligataires remonteront un peu. Nous penchons pour le deuxième scénario. Au vu de l'équilibre des risques, nous restons mesurément optimistes à l'égard des actions.

Par rapport aux titres à revenu fixe, elles nous semblent légèrement plus intéressantes. Toutefois, compte tenu de l'intensification du conflit au Moyen-Orient, l'heure est à la prudence. Notre position tactique en actions reste donc neutre par rapport aux obligations; nous misons plutôt sur différentes stratégies relatives au sein de chacune des catégories d'actifs.

Les conditions financières s'assouplissent

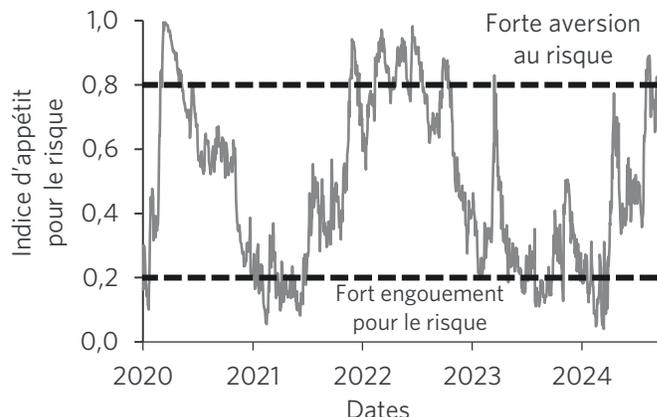
Indice Goldman Sachs des conditions financières aux États-Unis



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Hausse ponctuelle du risque après la hausse de taux de la BdJ

Indicateur de risque de GAC



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Actions mondiales : occasions découlant du décalage conjoncturel

Catégorie d'actif	Actuel 28-jun-24	Fourchette la plus probable pour les 12 prochains mois	
		Minimum	Maximum
Taux des bons du Trésor du Canada à 3 mois	4,25 %	2,25 %	4,25 %
Taux des obligations d'État du Canada à 2 ans	2,91 %	2,00 %	3,00 %
Taux des obligations d'État du Canada à 10 ans	2,96 %	2,75 %	3,60 %
Taux des obligations d'État des É.-U. à 10 ans	3,78 %	3,25 %	4,75 %
Taux des obligations d'État allemandes à 10 ans	2,12 %	1,50 %	3,00 %
Taux des obligations d'État japonaises à 10 ans	0,85 %	0,65 %	1,50 %
Écarts de taux des oblig. de sociétés canad. de première qualité	1,21 %	0,90 %	1,30 %
Écarts de taux des oblig. de sociétés amér. à rendement élevé	3,04 %	2,65 %	3,75 %
Écarts de taux des oblig. souveraines des MÉ (libellées en \$ US)	323	250	500
Indice S&P/TSX	24 000	22 750	27 500
Indice S&P 500	5 762	5 300	6 350
Indice Euro Stoxx 50	5 000	4 825	5 775
Indice Topix - Japon	2 646	2 600	3 150
Indice MSCI Marchés émergents	71 281	69 000	84 000
USD/CAD	1,3525	1,310	1,420
EUR/USD	1,1135	1,02	1,140
USD/JPY	143,63	135,00	155,00
USD/CNH	7,01	6,80	7,40
Or	2 635	2 400	2 900
Prix du pétrole WTI	68,17	60,00	92,00

Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Actions mondiales : des rendements modérés, alimentés par la croissance des bénéfiques

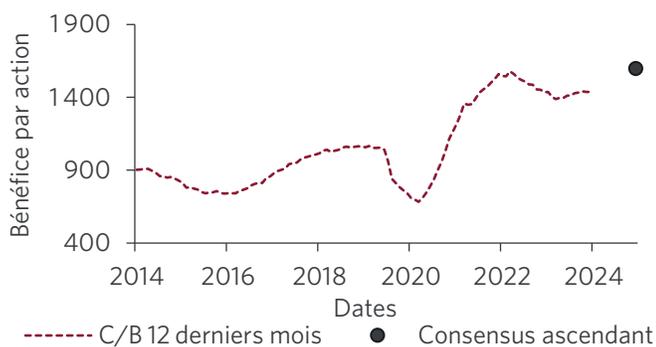
Les marchés boursiers ont pris des allures de montagnes russes ces trois derniers mois. Les actions japonaises ont chuté de 25 % en réaction au changement d'orientation de la BdJ, mais elles ont regagné près des deux tiers du terrain perdu par la suite. Le S&P 500 et l'indice composé TSX ont reculé de 8,5 % et de 5 % respectivement, mais ils se sont rapidement redressés et, au 30 septembre 2024, ils avaient renoué avec leurs sommets historiques. La [domination des géants de la technologie](#) s'est estompée et les titres en hausse sont désormais plus nombreux. Le marché boursier chinois a reculé de 15 % depuis son sommet de mai et a connu une impressionnante reprise de 23 % au cours des cinq jours suivant l'annonce des mesures de relance.

Les excellents rendements boursiers de cette année sont attribuables à la fois à la croissance des bénéfiques et à la hausse des multiples de valorisation. Puisque l'économie devrait, selon nos prévisions, enregistrer une croissance conforme à son niveau tendanciel, nous nous attendons à ce que les bénéfiques continuent de croître à un rythme modéré. Les valorisations sont proches de la neutralité sur de nombreux marchés. Face aux nouvelles baisses de taux, les ratios cours/bénéfice (C/B) devraient se maintenir au-dessus de leur juste valeur. Notre scénario de base prévoit par conséquent des rendements boursiers de près de 10 %.

Après deux années de contre-performance, le marché boursier canadien est devenu un des plus performants de ces derniers mois. La Banque du Canada (BdC) a pris la Fed de vitesse et indiqué qu'elle [procéderait probablement à de nouvelles baisses de taux](#). Nous nous attendons à ce que l'économie continue à se redresser et dépasse les attentes du consensus. Les valorisations ont augmenté, mais les actions canadiennes ne donnent aucun signe de surévaluation.

Les bénéfiques des sociétés canadiennes se redressent

Bénéfices des sociétés du S&P/TSX



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Les valorisations des actions canadiennes sont en hausse, mais elles ne sont toujours pas chères

Ratio C/B prévisionnel de l'indice S&P/TSX



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Les mesures de relance annoncées par la Chine constituent un développement important pour les marchés émergents, mais on n'en connaît pas encore tous les détails. Il est donc difficile d'évaluer l'effet qu'elles auront sur l'économie chinoise et pour combien de temps. Les retombées positives potentielles sur les autres marchés émergents sont encore plus difficiles à évaluer. Malgré leur forte reprise, l'indice composé de Shanghai et l'indice Hang Seng China Enterprise restent respectivement 10 % et 35 % en dessous de leur sommet de 2021. En comparaison, le S&P 500 dépasse de 30 % son niveau de 2021. Les actions chinoises disposent d'une bonne marge de rattrapage si les autorités concrétisent leurs intentions.

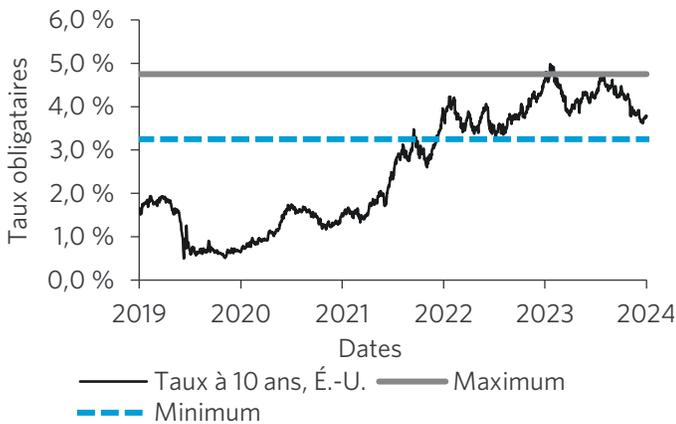
Titres à revenu fixe mondiaux : les marchés anticipent trop de baisses de taux

Les marchés obligataires mondiaux ont enregistré d'excellents rendements au troisième trimestre de 2024. L'indice WGBI (couvert en dollars canadiens) a progressé de 3,84 % au cours de la période. Les taux des obligations du Trésor américain à 10 ans n'ont pas cessé de reculer au cours du trimestre, et ont diminué de 62 points de base (pb) au total. Les écarts de taux des obligations mondiales à rendement élevé et des obligations des marchés émergents en dollars américains restent faibles. Les marchés obligataires affichent depuis quelque temps une progression très semblable d'un pays à l'autre, ce qui limite les possibilités d'arbitrage.

Nos portefeuilles d'obligations mondiales affichent une durée inférieure à celle de l'indice et un équilibre entre obligations à bêta/portage élevé, comme celles du Brésil et du Chili, et obligations à faible risque/portage, comme celles du Japon. Nous sous-pondérons les pays développés, notamment le Canada et les États-Unis, pour lesquels les marchés anticipent trop de baisses de taux. En cas de révision à la hausse des niveaux de taux attendus, ils perdraient du terrain. Notre stratégie à l'égard des obligations locales des marchés émergents reste sélectivement procyclique.

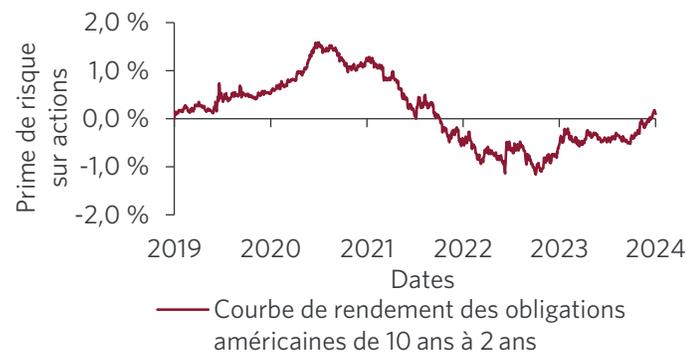
Dans la mesure où les taux directeurs sont déjà en baisse dans de nombreux pays émergents, on peut s'attendre à des rendements positifs si les réductions devaient se poursuivre. Les mesures de relance annoncées par les autorités chinoises pourraient également permettre aux obligations des marchés développés de tirer leur épingle du jeu. Ce type de mesures se traduit habituellement par une hausse de la demande dans les économies émergentes partenaires, laquelle donne à son tour lieu à une augmentation des entrées de capitaux étrangers. Nous n'accordons que peu de place aux obligations des marchés émergents libellées en dollars américains, qui nous semblent chères au regard des risques de ralentissement mondial, par ailleurs sous-évalués.

Les rendements obligataires devraient rester cantonnés dans une fourchette étroite



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

La courbe des taux de rendement est positive et devrait encore s'accroître



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Devises

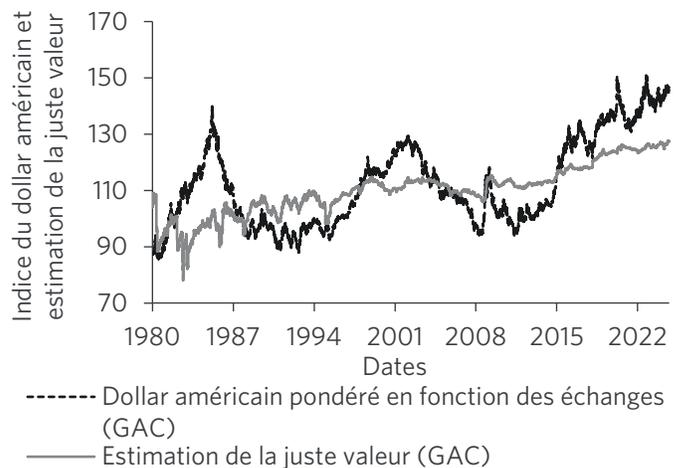
Dollar américain

Après la baisse de taux plus importante que prévu décrétée par la Fed en septembre, le dollar américain a perdu de sa valeur au troisième trimestre de 2024. Il a ainsi reperdu une partie du terrain gagné en début d'année. S'il a reculé face à la plupart des monnaies, le repli a été particulièrement marqué face aux devises asiatiques comme le ringgit malaisien, le baht thaïlandais et le yen.

Ce récent épisode de repli du billet vert ne change rien au tableau d'ensemble. La monnaie américaine reste surévaluée, comme c'est le cas depuis plus d'une décennie, soit depuis que les gains de productivité aux États-Unis ont commencé à dépasser ceux des autres pays. Ce n'est pas une coïncidence : qui dit hausse de la productivité, dit accélération de la croissance économique, augmentation de la rentabilité et amélioration des rendements sur les marchés financiers. Pour résumer, la hausse de la productivité va de pair avec une monnaie structurellement forte.

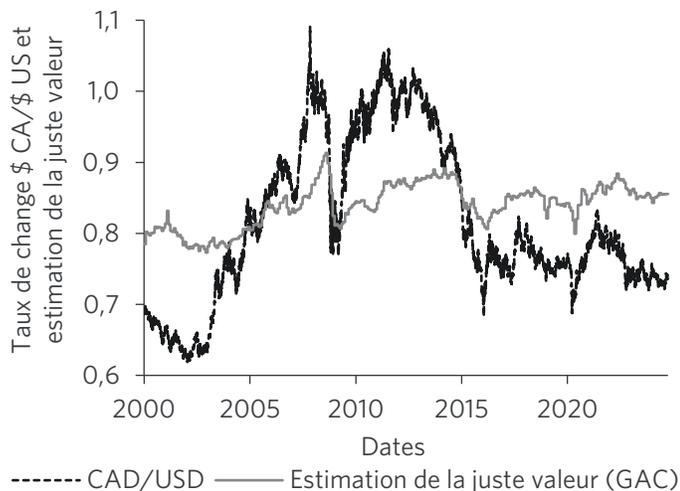
Il ne faut pas en conclure pour autant que le dollar américain ne connaîtra pas de replis ponctuels. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit au troisième trimestre. Cela veut plutôt dire que le dollar américain restera probablement surévalué au cours des 12 mois de notre horizon de prévision et que la balance commerciale des États-Unis restera déséquilibrée. Les [élections américaines approchent à grands pas](#) et une nouvelle guerre commerciale se profile à l'horizon, si bien que le déséquilibre commercial américain risque de se retrouver à nouveau sous les feux des projecteurs. Le dollar américain ne devrait pas changer radicalement d'orientation au cours de notre période de prévision, mais les taux de change pourraient connaître davantage de fluctuations.

La toute-puissance du dollar américain



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Un potentiel de hausse limité pour le dollar canadien



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Dollar canadien

Depuis début juillet, les prix du pétrole ont baissé de plus de 10 %. Étonnamment, [cette correction](#) n'a pas eu d'effet sur la valeur du dollar canadien. Le huard s'est au contraire légèrement apprécié par rapport au dollar américain au cours de la même période. Il y a plus de dix ans, les fluctuations du dollar canadien étaient à 90 % le résultat des variations des prix du pétrole. À l'époque, quand les prix du pétrole baissaient de 10 %, on pouvait s'attendre à ce que la monnaie canadienne perde 1,5 % de sa valeur par rapport au dollar américain. Ce n'est plus le cas depuis bien longtemps.

C'est que, depuis 2022, les États-Unis sont exportateurs nets de pétrole, ce qui fait une énorme différence et explique pourquoi le taux de change entre le dollar canadien et le dollar américain fluctue moins depuis. Au lieu de chuter quand les prix du pétrole augmentent, le billet vert gagne du terrain. Autrement dit, la sensibilité relative au pétrole de chacune des devises s'annule complètement, si bien que l'effet net du pétrole sur le taux de change est désormais négligeable. Les autres variables, comme la productivité relative, prennent ainsi désormais plus de place dans les variations des taux de change. De ce point de vue, les pressions à la baisse sur le dollar canadien ne s'atténueront probablement pas de sitôt. Selon les derniers chiffres de Statistique Canada et du Bureau of Labor Statistics des États-Unis, en septembre 2024, la croissance annuelle de la productivité du Canada était de 3,4 % inférieure à celle des États-Unis, ce qui reste particulièrement élevé. Le dollar canadien devrait rester faible par rapport au dollar américain au cours de la période de prévision, entre 0,70 \$ US et 0,76 \$ US.

Euro

Le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de procéder à une troisième baisse de 25 pb de son taux de dépôt en octobre pour le ramener à 3,5 %, en réaction au ralentissement de l'inflation et aux pressions subies par la BCE pour relancer l'économie défaillante de la zone euro. L'euro étant surévalué en données pondérées en fonction des échanges, les baisses de taux visent implicitement à en faire baisser la valeur. Toutefois, dans la mesure où les banques centrales des principaux partenaires commerciaux de la zone euro ont elles aussi entrepris d'assouplir leur politique monétaire, la mesure n'est pas forcément très efficace. Ce sont les prévisions d'évolution de la politique de la BCE par rapport à celle des autres banques centrales qui président réellement à l'évolution de l'euro. À l'heure actuelle, les marchés, convaincus que l'inflation retombera au niveau cible, intègrent déjà de fortes baisses de taux en Europe. Nous sommes moins convaincus. Les prix des services restent en hausse marquée, si bien que l'inflation dans la zone euro risque de se stabiliser au-dessus de la cible. La BCE n'aurait alors d'autre choix que de mettre un terme à ses baisses de taux plus tôt que prévu. Le taux de change entre l'euro et le dollar américain risque de fluctuer davantage, entre 1,02 € et 1,14 € sur les 12 mois de notre horizon de prévision. Au 30 septembre 2024, il était de 1,1135 €.

Yen

Pendant près de quatre ans, le yen a presque continuellement perdu du terrain face au dollar américain. À la surprise générale, il s'est redressé de plus de 10 % en moins de deux mois au troisième trimestre. Ce retournement de situation est le résultat du virage restrictif pris par la BdJ au début du trimestre. Fin juillet, celle-ci a décidé qu'il était temps de réduire ses achats d'obligations d'État japonaises à un rythme prévisible et d'augmenter encore un peu son taux directeur. Elle envoie ainsi le signe d'un début de normalisation de sa politique monétaire. Puisque l'inflation semble devoir plus ou moins renouer avec sa cible dans les prochaines années, les autorités monétaires japonaises sont convaincues que le moment est venu de revenir à un taux directeur plus neutre et de réduire la taille du bilan de la banque centrale. Autrement dit, la BdJ amorce un virage important qui devrait s'accompagner d'une nouvelle appréciation du yen. N'oublions pas que le yen reste profondément sous-évalué, tant d'un point de vue bilatéral (environ 45 % par rapport au billet vert) que d'un point de vue multilatéral (environ 33 %). Le taux de change USD/JPY devrait se situer entre 135 ¥ et 155 ¥ au cours de notre période de prévision de 12 mois. Au 30 septembre 2024, il s'établissait à 142,2 ¥.

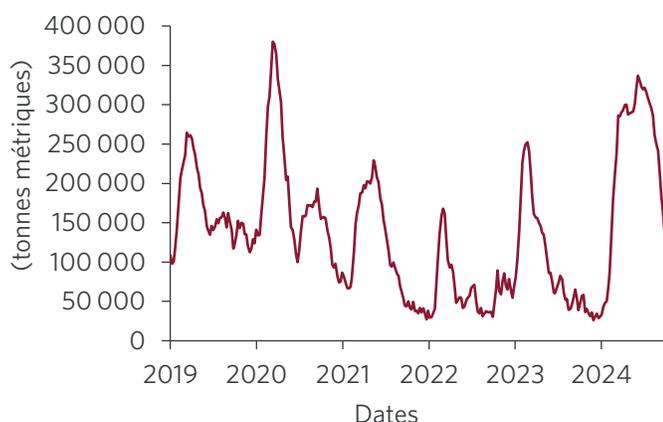
Marchandises

Cuivre

Les prix du cuivre ont fait du surplace tout l'été, entre 4,00 \$ US et 4,20 \$ US la livre, sur un marché en quête de direction. Les mesures de relance annoncées fin septembre par la Chine ont mis fin à cette période de creux et ramené les prix à 4,60 \$ US la livre.

Du côté de la demande, les acheteurs chinois sont davantage présents. Les stocks de cuivre de la Bourse des contrats à terme de Shanghai sont en baisse par rapport à leurs sommets et la prime sur les importations de cathodes de cuivre en Chine est en hausse. Ce sont deux signaux importants que nous suivons de près. Les difficultés du secteur immobilier chinois sont certes loin d'être résolues, mais les mesures de relance et les derniers chiffres sur la demande de cuivre alimentent les prix à court terme.

Stocks de cuivre de la Bourse des contrats à terme de Shanghai



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg. Données au 30 septembre 2024.

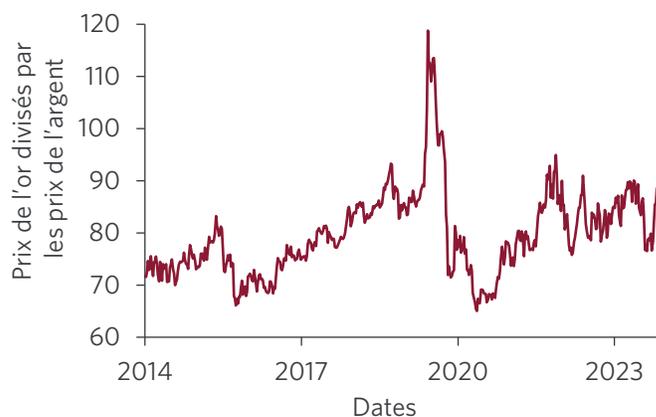
À moyen terme, tout plaide en faveur d'une appréciation des prix du cuivre. La transition vers une économie à faibles émissions de carbone nécessitera beaucoup de cuivre, aussi bien pour la fabrication d'actifs productifs d'énergie renouvelable que pour mettre en place les réseaux de distribution qui permettront d'amener l'électricité à faibles émissions de carbone jusqu'aux utilisateurs finaux. L'augmentation de cette demande de transition fera contrepois au ralentissement de la demande en provenance des sources traditionnelles, comme le secteur immobilier chinois. L'offre de cuivre risque par ailleurs d'être insuffisante pour répondre à cette hausse de la demande. Les découvertes de nouveaux gisements de cuivre se font plus rares et il faut désormais creuser plus profond pour en trouver. Au total, sous l'effet conjugué de la hausse de la demande et des problèmes d'approvisionnement, les prix du cuivre devraient augmenter à moyen terme.

Argent

L'argent fait peut-être moins parler de lui que l'or. Pourtant, depuis le creux atteint par les prix des métaux précieux en février dernier, [sa progression dépasse celle de l'or](#) d'environ 8 % en date de fin septembre.

Les variables qui président à l'évolution des prix de l'argent sont essentiellement les mêmes que pour l'or, soit les prévisions de taux d'intérêt, les perspectives du dollar américain et la situation géopolitique. Il existe toutefois certaines différences. La demande industrielle d'argent augmente beaucoup plus vite, ce qui crée un déficit sur le marché. La croissance de l'énergie solaire entraîne une forte augmentation de la demande d'argent. La demande en provenance du secteur de l'énergie solaire a augmenté de 63 % sur 12 mois en 2023 et devrait continuer à suivre le développement de la capacité solaire mondiale. L'extraction d'argent ayant cessé d'augmenter, le marché devrait rester déficitaire à court et à moyen terme.

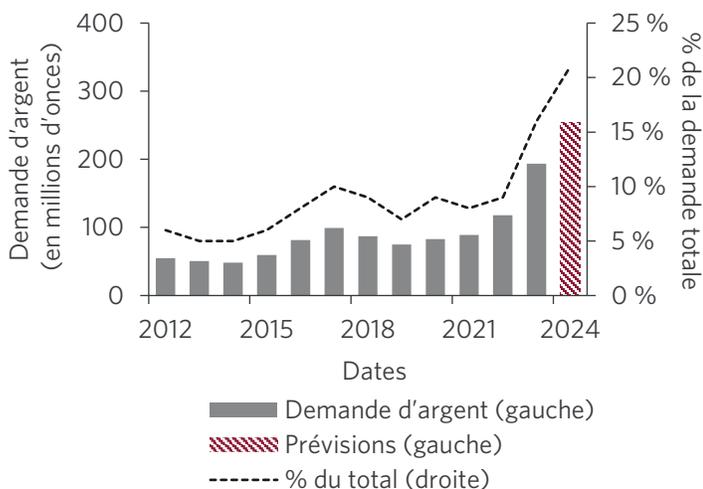
Ratio or/argent



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg. Données au 30 septembre 2024.

Malgré l'avance affichée par l'argent ces derniers temps et la hausse de la demande industrielle, le ratio or/argent (prix de l'or divisé par celui de l'argent) se situe actuellement à 84 pour 1, ce qui est largement supérieur à sa moyenne à 10 ans (79 pour 1). Si l'on remonte encore plus loin, depuis l'abandon de l'étalon-or en 1971, le ratio or/argent moyen est de 60 pour 1. Compte tenu de l'augmentation de la demande industrielle et de la situation déficitaire du marché, le prix de l'argent pourrait remonter et le ratio or/argent renouer avec des niveaux plus conformes à ses moyennes historiques. L'application du ratio moyen à 10 ans de 79 pour 1 donnerait un prix de 33,75 \$ US l'once, alors que le prix au comptant se situait à 31,15 \$ US l'once au 30 septembre 2024, ce qui représenterait une hausse de 7 %. Et, compte tenu de la croissance de la demande, l'argent devrait à notre avis se négocier à un niveau supérieur à sa moyenne à 10 ans par rapport à l'or, ce qui signifie que les prix pourraient encore augmenter.

Hausse rapide de la demande d'argent en provenance de l'industrie photovoltaïque



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

L'intégration de métaux précieux comme l'or et l'argent au sein des portefeuilles reste à notre avis justifiée, compte tenu de l'intensification des risques géopolitiques, des risques d'accroissement de la volatilité financière et économique, de la baisse des taux d'intérêt et de la persistance d'un risque de récession. L'or et l'argent devraient offrir une protection relativement uniforme contre un large éventail de risques extrêmes.

Pétrole

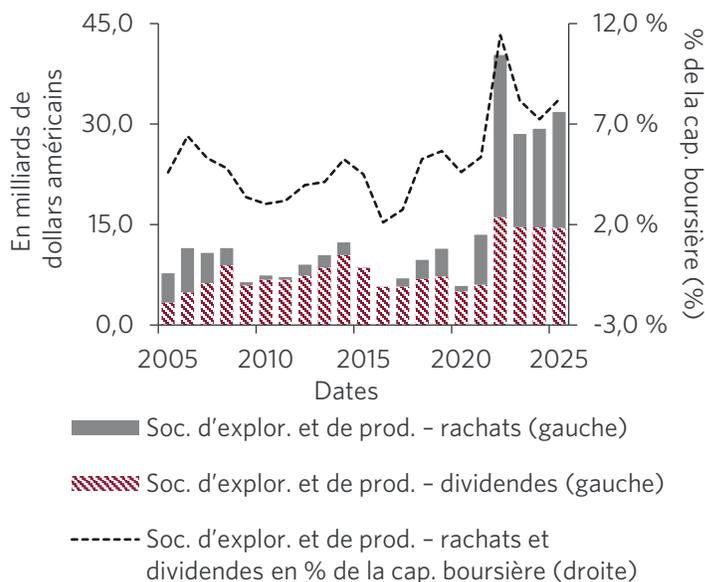
Les prix du pétrole ont reculé au cours de l'été, en raison de l'incertitude entourant l'offre et la demande. Du côté de la demande, les chiffres en provenance de grands débouchés comme la Chine et l'Inde déçoivent. Du côté de l'offre, certains pays membres de l'OPEP+ sont soupçonnés de ne pas respecter les quotas et on ne sait pas exactement quand le cartel remettra le pétrole non utilisé sur le marché. Face à ces éléments, certains investisseurs ont décidé de s'abstenir ces derniers mois, le temps d'y voir plus clair sur l'évolution [des principaux déterminants du marché pétrolier](#).

À très court terme, l'attention du marché reste concentrée sur le conflit au Moyen-Orient et sur les risques d'escalade vers une guerre régionale de plus grande ampleur. Jusqu'à présent, la production de pétrole ne s'en ressent pas vraiment, mais les choses pourraient changer rapidement.

La recrudescence des conflits observée ces derniers temps dans la région a fait un peu remonter les prix, le marché commençant à intégrer une possibilité de perturbation de la production pétrolière en Iran.

Les producteurs nord-américains, pour leur part, continuent de mettre l'accent sur le désendettement et les rendements des actionnaires, plutôt que sur la croissance de la production. Nous nous attendons à ce que la tendance se maintienne et nous surveillerons les plans d'investissements lors de la publication des budgets pour 2025 plus tard cette année.

Le secteur de l'énergie reverse des liquidités à ses actionnaires



Source : Bloomberg, Peters & Co. et Gestion d'actifs CIBC inc. Données au 30 septembre 2024.

À moyen et à long terme, la demande de pétrole devrait continuer à augmenter dans le sillage de la croissance démographique et du PIB mondial, comme c'est le cas depuis une trentaine d'années.

Au vu de tout ce qui précède, le prix du pétrole devrait s'établir à 65 \$ US le baril. Nous restons par ailleurs convaincus que le West Texas Intermediate (pétrole de référence) se négociera entre 70 \$ US et 80 \$ US le baril au cours des prochains trimestres, même s'il dévie ponctuellement de cette fourchette au gré des aléas géopolitiques et macroéconomiques. Il s'agit d'un bon prix pour les producteurs canadiens, qui leur permettra de continuer à générer d'abondantes liquidités, qui pourront étayer leurs efforts de désendettement ou être reversées aux actionnaires.

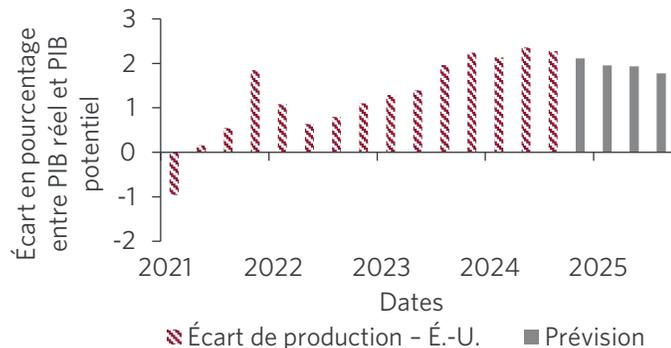
Analyse économique

É.-U. : une croissance moins rapide, mais bien présente

L'économie américaine a remarquablement bien résisté au cours de la première moitié de l'année et les choses devraient continuer à bien aller. Mais, après cinq ans d'expansion, il n'y aurait rien d'étonnant à ce que la croissance ralentisse. Nous ne prévoyons toutefois rien de grave. La croissance du PIB réel risquant de passer de 3,0 % à 1,9 %, il sera difficile de parvenir à un rééquilibrage, la demande restant excédentaire pour la deuxième année de suite.

L'inflation, qui s'établissait à plus de 5 % il y a un an, a sensiblement ralenti aux États-Unis, donnant enfin un peu de répit aux ménages et aux entreprises. La Fed dispose de ce fait de toute la latitude voulue pour procéder à de nouvelles baisses de taux et ainsi donner encore plus d'oxygène à l'économie réelle. Ce sont de bonnes nouvelles, qui viennent alimenter les perspectives de croissance économique des États-Unis.

É.-U. - un rééquilibrage très lent de l'économie



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Il y a pourtant une nuance importante. À notre avis, la Fed baissera moins les taux que ce à quoi le marché s'attend, parce que l'inflation se stabilisera probablement au-dessus du taux cible de 2 %. Le portrait actuel de l'inflation est très inhabituel, puisqu'il y a déflation dans le secteur des biens, mais que l'inflation reste élevée dans les services. Il sera probablement plus difficile que prévu de ramener l'inflation de base jusqu'au taux cible.

Sur le plan politique, si les divergences entre démocrates et républicains sont à première vue irréconciliables, la trajectoire de la croissance sous l'une ou l'autre administration ne devrait pas être radicalement différente. Les deux partis sont en effet favorables à une hausse des dépenses, à des baisses d'impôts (ou, à tout le moins, à une pérennisation des baisses d'impôts mises en place au titre de la Tax Cuts and Jobs Act) et au maintien de la ligne dure vis-à-vis de la Chine. Par

ailleurs, en cas de victoire de Donald Trump, ses velléités de déréglementation seraient à notre avis largement annulées par ses projets de droits de douane, qu'il devra de toute façon probablement revoir à la baisse s'il veut conclure de nouvelles ententes avec les partenaires commerciaux des États-Unis.

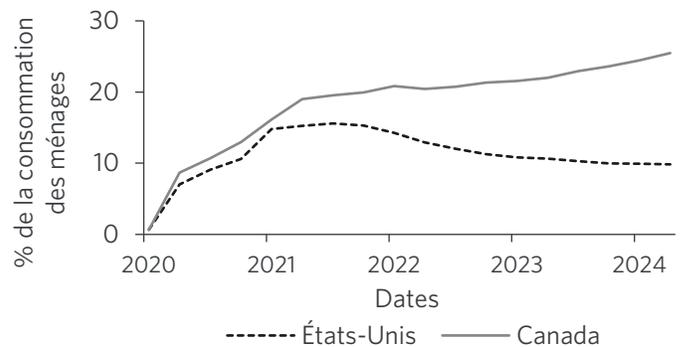
Canada : la vigueur de la croissance pourrait relancer l'inflation

Au Canada, la croissance a dépassé les attentes au deuxième trimestre, sous l'effet essentiellement des dépenses publiques et des investissements privés non résidentiels. La consommation a certes été timide, mais la croissance du revenu disponible réel, déjà vigoureuse, s'est encore accélérée, si bien que le taux d'épargne des ménages a augmenté. Contrairement aux Américains, les ménages canadiens n'ont pas utilisé le surcroît d'épargne accumulé depuis la pandémie, et leur situation financière reste donc plus solide.

Maintenant que la [Banque du Canada a commencé à baisser ses taux](#), cette épargne pourrait servir à l'achat de biens durables sensibles aux taux d'intérêt et de logements. C'est à la fois une bonne et une mauvaise nouvelle. Ces dépenses pourraient donner un coup de fouet à la croissance du PIB, mais également relancer l'inflation en cas de reprise trop marquée de la demande.

Les ménages canadiens en meilleure posture que les Américains

Épargne nette accumulée des ménages en pourcentage de la consommation



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

L'inflation a ralenti au deuxième et au troisième trimestres, principalement dans le secteur des biens. Toutefois, comme aux États-Unis, l'inflation persiste dans les services et la situation risque de durer en raison d'un certain nombre d'éléments sous-jacents. La trajectoire de l'inflation est de ce fait plus incertaine et une nouvelle hausse n'est pas exclue, ce qui soulève des questions quant à la capacité de la Banque du Canada à offrir des baisses de taux à la hauteur des attentes des marchés.

Le marché de l'emploi canadien est en train de se rééquilibrer sous l'effet d'une croissance démographique sans précédent. Parce que la population active augmente plus vite que les emplois disponibles, le taux de chômage est en hausse. L'effet désinflationniste de ce rééquilibrage reste toutefois limité, dans la mesure où le chômage touche principalement les nouveaux arrivants et en raison de la baisse de la productivité liée au [choc démographique que subit le Canada ces derniers temps](#).

L'inflation reste également particulièrement problématique en raison de l'effet de la croissance démographique sur le marché de l'habitation. L'excédent de la demande se traduit par une forte accélération des hausses de loyers et l'inflation dans ce secteur n'avait pas été aussi élevée depuis 1983. Elle ne peut pas redescendre malgré la baisse des taux hypothécaires, à cause précisément de ces hausses majeures de loyers. Il faudra construire beaucoup de nouveaux logements [pour rétablir l'équilibre sur le marché canadien de l'habitation](#). Cela prendra toutefois du temps. D'ici là, il est peu probable que la hausse des prix des loyers ralentisse significativement.

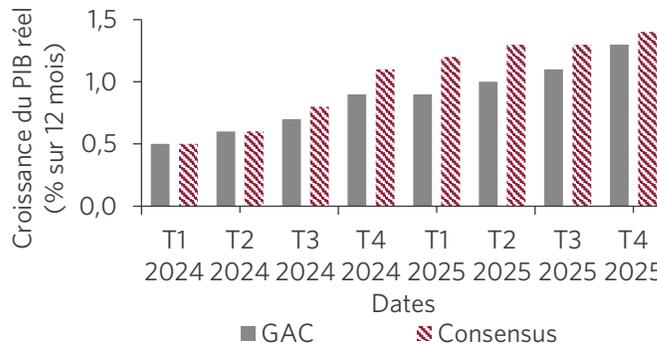
Dans ce contexte, l'économie canadienne devrait monter en régime et le PIB réel croître de 1,8 % en moyenne au cours des 12 mois de notre horizon de prévision. Le problème, c'est que, plus l'économie canadienne croît rapidement, plus l'inflation risque de repartir, ce qui limitera la capacité de la Banque du Canada à assouplir sa politique monétaire.

Zone euro : début de reprise

L'économie de la zone euro est restée enlisée deux années de suite, marquées par une croissance très inférieure à celle des États-Unis. La déception est immense pour les dirigeants européens. Après tout, au début de 2023, tout laissait croire que l'économie de la zone euro pourrait rebondir rapidement après avoir frôlé la récession. Le PIB réel n'a toutefois progressé que de 0,4 % en 2023 par rapport à l'année précédente, alors que le consensus des analystes et des dirigeants tablait sur une croissance de 2,1 %. Jusqu'à présent, la situation n'est guère meilleure en 2024 : le PIB réel a augmenté de 0,5 % sur 12 mois en moyenne, soit la moitié de ce que les prévisionnistes du secteur privé et la BCE anticipaient à la fin de l'année dernière.

Les perspectives sont plus prometteuses pour les prochains mois, puisqu'on s'attend à ce que la croissance du PIB réel s'établisse à 1,0 % sur 12 mois en moyenne au cours de la période de prévision. L'économie devrait être favorisée par la hausse des revenus réels, l'augmentation de la demande étrangère et l'atténuation des retombées des hausses de taux de la période précédente. Cela dit, il semble exclu que la croissance de la zone euro dépasse son niveau tendanciel et l'offre risque de rester excédentaire jusqu'à la fin de 2025.

Vers une montée en régime de l'économie de la zone euro



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Dans ces conditions, l'inflation devrait encore ralentir dans la zone euro. Elle ne devrait toutefois pas descendre jusqu'à la cible de 2 % de la BCE. Comme dans d'autres pays développés, le portrait actuel de l'inflation est très inhabituel, puisque l'inflation reste élevée dans les services, mais qu'elle est particulièrement faible dans le secteur des biens. Les deux sous-segments de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) devraient selon nous progressivement se rapprocher : l'inflation devrait un peu ralentir dans les services et un peu augmenter dans le secteur des biens. Si nos prévisions d'évolution de l'activité économique réelle et de l'inflation se concrétisent, la BCE sera bien placée pour procéder à de nouvelles baisses de taux et pour renouer avec une politique monétaire plus neutre.

L'assouplissement de la politique de la BCE est un des principaux vecteurs d'amélioration des perspectives de croissance économique de la région. Cela dit, les difficultés rencontrées par l'économie de la zone euro ces derniers temps ne sont pas un phénomène purement cyclique. L'Europe connaît des problèmes structurels et doit améliorer sa compétitivité si elle veut éviter de prendre encore plus de retard sur le reste du monde. Après la Seconde Guerre mondiale, elle avait enregistré un important rattrapage, à la faveur d'une amélioration de sa productivité et de sa croissance démographique. Mais ces deux vecteurs de croissance sont désormais en perte de vitesse. La croissance de la population en âge de travailler commence à diminuer, l'immigration nette n'étant pas suffisante pour compenser la baisse des taux de natalité. La productivité de la main-d'œuvre dans la zone euro est par ailleurs inférieure à celle des États-Unis (elle représente moins de 70 % de cette dernière).

Comme le soulignait récemment Mario Draghi dans son rapport sur la compétitivité, « il faut que l'Europe augmente plus rapidement sa productivité pour pouvoir conserver des taux de croissance durables dans ce contexte démographique difficile ». M. Draghi est l'homme dont on dit qu'il a sauvé la zone euro pendant la crise de la dette publique quand il était président de la BCE. Il affirme désormais sans détour que la zone euro doit investir des sommes énormes sur une période relativement courte. Il reste à voir si son plan pour relancer une économie européenne moribonde se concrétisera. Des mesures seront-elles mises en place? Si oui, à quel rythme, et seront-elles assez importantes pour faire une différence? Il reste beaucoup d'inconnues, mais il y a également matière à optimisme à long terme.

Chine : les mesures de relance arrivent enfin. Et ensuite?

Une importante réorientation de la politique monétaire est en cours. Pendant plus de deux ans, les autorités chinoises se sont montrées réticentes à amplifier les mesures de relance. Elles ont récemment annoncé des mesures phares qui devraient permettre de stabiliser la croissance et de réduire les risques de baisse, et contribuer aux perspectives de croissance mondiale.

Face à l'ampleur des problèmes, les autorités chinoises ont décidé qu'il était temps d'intervenir. Les précédentes mesures de relance n'ont pas permis d'enrayer l'alarmante implosion du secteur de l'habitation. Les prix des logements continuent de baisser partout en Chine, ce qui accroît encore les difficultés du reste de l'économie, notamment du marché de l'emploi. Le taux de chômage chez les jeunes dépasse les 20 %, niveau qu'il n'avait pas atteint même au plus fort de la pandémie. Si on n'y fait rien, la Chine risque de tomber dans un véritable cercle vicieux marqué par une inflation limitée, un endettement excessif, une crise de confiance, une chute des prix des logements et une hausse du chômage.

Le gouvernement n'a pas encore indiqué toutes les mesures qu'il entend prendre. Nous anticipons toujours une augmentation des émissions d'obligations d'État de plus de 3 % du PIB et des aides financières représentant près de 2 % du PIB destinées à stabiliser le marché de l'habitation. Les chiffres pourraient être plus élevés en cas de réélection de Donald Trump ou de nouveau ralentissement du secteur de l'habitation.

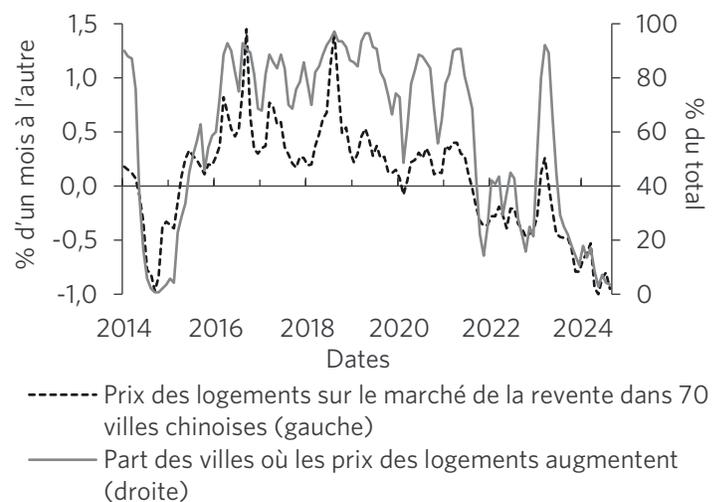
L'augmentation prévue des émissions d'obligations est certes substantielle, mais son effet multiplicateur sera probablement limité. Les deux tiers des émissions devraient servir à financer des transferts et des échanges de créances en faveur de gouvernements locaux incapables d'augmenter leurs dépenses en raison de l'effondrement des ventes de terrains (une de leurs principales sources de revenus).

Le tiers restant devrait servir à financer la consommation de remplacement et la modernisation d'équipement. Les retombées économiques des subventions à la consommation sont traditionnellement assez modestes. Celles des subventions à la modernisation d'équipement risquent d'être limitées compte tenu des surcapacités observées.

L'élément le plus important réside dans la détermination des autorités à stabiliser le marché de l'habitation. On ne sait pas encore exactement comment tout cela s'articulera, mais deux ingrédients complémentaires seront nécessaires. Premièrement, des aides financières devront être accordées pour achever les projets immobiliers à l'arrêt. Selon nos estimations, le nombre de chantiers au point mort représente au moins 5 % du PIB. Deuxièmement, le gouvernement devra se doter de politiques d'amélioration domiciliaire pour inciter les ménages à délaisser les maisons de piètre qualité qu'ils ont construites eux-mêmes en faveur de logements neufs. Puisque les projets d'autoconstruction représentent toujours 15 % à 20 % du parc de logements total, le remplacement des propriétés de qualité inférieure par des logements subventionnés par l'État pourrait contribuer à l'objectif de « prospérité commune » du président Xi Jinping et à l'émergence d'une société plus équitable, tout en absorbant l'offre de logements.

Les mesures de relance ne sont bien sûr pas la panacée, mais elles constituent tout de même une bonne nouvelle pour l'économie mondiale. Même si elles ne suffisent pas à empêcher la Chine d'exporter de la déflation, elles pourraient stabiliser l'économie chinoise et réduire sensiblement les risques de repli. La croissance du PIB chinois devrait s'établir en moyenne à 4,5 % au cours des 12 prochains mois.

Implosion du marché de l'immobilier : le temps est venu d'agir



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Autres scénarios économiques

Baisses de taux à l'échelle mondiale (50 %)

Il s'agit de notre scénario de base. Le rééquilibrage de l'économie américaine et le ralentissement de l'inflation permettent à la Fed de ramener son taux directeur à 3,5 %. L'économie américaine connaît de ce fait une cinquième année de croissance et le PIB réel enregistre une hausse moyenne de 1,9 %. L'écart de production aux États-Unis restera positif pour une deuxième année d'affilée, ce qui signifie que l'économie restera en situation d'excédent de la demande. Au bout du compte, la Fed ne parviendra donc pas à offrir des baisses de taux à la hauteur des attentes du marché. La croissance mondiale devrait s'établir à 2,8 % sur 12 mois en moyenne au cours des 12 prochains mois. Les taux obligataires devraient progressivement se rapprocher de leur juste valeur, à un peu plus de 4 %, et la courbe des taux devrait s'accroître. Les marchés boursiers enregistreront probablement de bons rendements, en réaction à la croissance modérée des bénéfices et à des ratios C/B relativement stables.

Ralentissement de la croissance mondiale (25 %)

L'un des éléments les plus susceptibles d'invalider notre scénario de base réside dans la sous-évaluation des retombées des hausses de taux de la période précédente. Dans cet autre scénario, la Fed baisse ses taux trop tard et l'économie américaine ralentit. La croissance du PIB réel s'établit à 0,5 % sur 12 mois en moyenne au cours de la période de prévision d'un an. L'inflation retomberait sous la cible de 2,0 % de la Fed. Face à cette baisse de l'inflation

et parce que l'écart de production deviendrait négatif, la Fed serait en mesure de procéder à des baisses de taux plus importantes, ce qui ramènerait le taux directeur sous son niveau neutre. Les marchés obligataires gagneraient encore du terrain et les taux baisseraient. La courbe des taux s'accroîtrait beaucoup plus que dans le scénario de base. Les bénéfices seraient probablement inférieurs aux attentes du consensus des analystes et les ratios C/B baisseraient, ce qui se traduirait par des rendements boursiers négatifs.

Hausse de l'inflation (25 %)

Dans ce scénario, la Fed surestime l'effet des hausses de taux précédentes. En raison des baisses de taux attendues dans les prochains mois, l'économie américaine continuerait probablement de tourner à plein régime et la croissance du PIB réel sur 12 mois devrait s'établir à 2,8 % en moyenne au cours de la période de prévision. La demande resterait excédentaire et des tensions persisteraient sur le marché du travail. Par conséquent, l'inflation baisserait au cours de la première moitié de la période de prévision, pour remonter ensuite progressivement jusqu'à 2,8 % à la fin de la période. La Fed mettrait un terme à ses baisses de taux plus tôt que prévu. Le repli des marchés obligataires serait plus prononcé que dans notre scénario de base et le taux des obligations du Trésor à 10 ans dépasserait notre niveau cible de 4 %. L'accroissement de la courbe des taux serait plus modeste. Ce scénario serait probablement dans un premier temps favorable aux actions, puisque la croissance du PIB serait plus élevée. Mais, à mesure que la reprise de l'inflation se confirmerait, la reprise s'interromprait et les actions risqueraient de perdre du terrain.

À propos des auteurs



Michael Sager, Ph.D.

Directeur général et chef,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Francis Thivierge, M.Sc., CFA

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



Éric Morin

Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Daniel Greenspan, MBA

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



Vincent Lépine

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



À propos de Gestion d'actifs CIBC

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

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

Communiquez avec nous en tout temps

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

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

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à vous donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables, et il ne constitue ni une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant utiliser les renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent de octobre 2024, sauf indication contraire, et peuvent changer.

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

Ce produit de données est fourni « tel quel » et Statistique Canada n'offre aucune garantie explicite ou implicite, ce qui comprend, sans s'y limiter, les garanties de qualité marchande et d'adaptation à un usage particulier. En aucun cas Statistique Canada ne sera tenu responsable des dommages directs, particuliers, indirects, consécutifs ou autres, quelle qu'en soit la cause.

« Bloomberg^{MD} » est une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses sociétés affiliées, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL »), l'administrateur des indices (collectivement, « Bloomberg »), que Gestion d'actifs CIBC inc. est autorisée à utiliser, à certaines fins, en vertu d'une licence. Bloomberg n'est pas affilié à Gestion d'actifs CIBC inc., et Bloomberg n'approuve, n'endosse, n'examine ni ne recommande les produits de Gestion d'actifs CIBC inc.

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de commerce de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (la Banque CIBC), utilisées sous licence.

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