

PERSPECTIVES

Période de 12 mois débutant le 1^{er} janvier 2023

Table des matières

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

Le pire est-il passé pour les marchés des capitaux?

Une récession mondiale marquera probablement le début de 2023, mais il s'avère qu'elle est bien attendue. Pendant la majeure partie de 2022, nous avons parlé du risque d'un atterrissage brutal comme étant un scénario possible parmi d'autres. Dans ce numéro de Perspectives, une récession mondiale constitue notre scénario central.

Bien que les perspectives de croissance continuent de s'assombrir pour l'économie mondiale, les intervenants des marchés des capitaux qui ont le regard tourné vers l'avenir ont déjà, dans une certaine mesure, pris en compte ces facteurs. Les marchés atteignent généralement leur creux bien avant l'économie. Afin d'assurer une reprise économique plus durable, les banques centrales devront gagner la bataille contre l'inflation; les marchés des capitaux seraient alors en mesure de produire des rendements moins volatils. Malheureusement, il est encore trop tôt pour que les banques centrales puissent crier victoire dans leur lutte contre l'inflation élevée. Par conséquent, il semble aussi trop tôt pour affirmer que les marchés des capitaux se sont bel et bien tirés d'affaire. La sélectivité demeure, selon nous, l'approche prudente.

Faits saillants des catégories d'actif

Actions : Les perspectives régionales des actions pourraient offrir des occasions selon un point de vue relatif. Plus précisément, les titres des États-Unis et de l'Europe sont encore trop chers compte tenu du ralentissement et de l'inflation élevée auxquels ces régions sont confrontées. Parallèlement, les marchés émergents affichent des rendements décevants depuis 2021, car la surchauffe de leurs économies a débuté plus tôt.

Titres à revenu fixe : Au cours des 12 prochains mois, les obligations mondiales devraient offrir de meilleurs rendements, en partie parce qu'elles commencent l'année en bien meilleure posture. De nombreux risques pèsent toutefois sur les marchés obligataires des pays développés en ce début de 2023. Pour ce qui est des obligations des marchés émergents libellées en monnaies locales, les investisseurs devraient rester sélectifs.

Devises : À l'heure actuelle, le dollar américain (\$ US) est fortement surévalué, ce qui le rend particulièrement sensible à l'évolution des attentes du marché à l'égard de la politique de la Réserve fédérale et des conditions de liquidité en dollars américains à l'échelle mondiale. À mesure que la récession s'installe à l'échelle mondiale, il faut s'attendre à de grands changements d'humeur des investisseurs, comme pendant la récession mondiale de 2008-2009. Un peu plus loin sur l'horizon prévisionnel, le dollar américain perdra encore fort probablement de sa vigueur. Le principal point à retenir, c'est qu'une volatilité accrue des devises est attendue en 2023.

Chine : On s'attend à une croissance encore plus décevante du PIB réel de la Chine, qui devrait s'établir en moyenne à 4,4 % en 2023. Bien que nous prévoyions des injections de liquidités à grande échelle de la part de la Banque populaire de Chine et des banques de politique monétaire, ainsi que de petites réductions de taux directeurs, les efforts déployés par les autorités monétaires chinoises seront nettement inférieurs à ceux déployés lors des précédentes reprises induites par la politique monétaire.

Perspectives multi-actifs

Catégorie d'actif	Données actuelles 31 décembre 2022	Plancher le plus probable - 12 prochains mois	Plafond le plus probable - 12 prochains mois
Taux des bons du Trésor à 3 mois du Canada	4,25 %	4,00 %	4,75 %
Taux des obligations d'État à 2 ans du Canada	4,05 %	3,65 %	4,40 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Canada	3,30 %	2,85 %	3,95 %
Taux des obligations d'État à 10 ans des États-Unis	3,87 %	3,00 %	4,50 %
Taux des obligations d'État à 10 ans de l'Allemagne	2,57 %	1,75 %	3,25 %
Taux des obligations d'État à 10 ans du Japon	0,41 %	0,00 %	1,00 %
Taux de rendement réel des obligations d'État à 10 ans du Canada	1,17 %	1,00 %	1,45 %
Écarts de taux des obligations de sociétés canadiennes de première qualité	1,58 %	1,35 %	1,95 %
Écarts de taux des obligations de sociétés américaines à rendement élevé	4,73 %	3,90 %	7,10 %
Écarts de taux des obligations souveraines de marchés émergents (libellées en USD)	374	250	500
Indice S&P/TSX	19 385	15 500	20 500
Indice S&P 500	3 840	3 200	4 100
Indice Euro Stoxx 50	3 794	2 900	4 000
Indice Topix - Japon	1 892	1 550	2 025
Indice MSCI Marchés émergents	57 479	47 900	61 000
USD/CAD	1,3554	1,333	1,434
EUR/USD	1,0705	0,950	1,100
USD/JPY	131,12	120,00	140,00
USD/CNH	6,92	6,70	7,25
Or	1 824	1 700	2 000
Prix du pétrole WTI	80,26	60,00	95,00

Sources : Thomson Reuters Datastream et Gestion d'actifs CIBC inc. Données au 31 décembre 2022.
Tous les prix dans la devise locale, sauf indication contraire.

Perspectives des catégories d'actif

Aperçu mondial

Retour sur l'année 2022

L'invasion de l'Ukraine par la Russie, qui se poursuit encore, est l'un des événements les plus importants, non seulement pour 2022, mais aussi jusqu'à maintenant durant le présent siècle. Bien qu'il s'agisse évidemment d'une grande tragédie humanitaire, nous nous concentrons, en tant qu'investisseurs, sur son incidence sur l'économie mondiale et les marchés des capitaux. Tout d'abord, tant la Russie que l'Ukraine sont d'importants producteurs de produits de base agricoles et énergétiques. Les perturbations entraînées dans ces marchés ont provoqué une flambée des prix de l'énergie et des aliments. Les investisseurs et les sociétés hésitent généralement à prendre des décisions dans un contexte d'incertitude plus élevée que la normale. L'éclatement d'une guerre en sol européen et l'implication dans celle-ci d'une importante puissance nucléaire ne devraient pas alimenter l'appétit pour le risque.

La hausse de l'inflation a été propulsée par la guerre en Ukraine, mais c'est en raison du contexte d'après-pandémie qu'elle a vraiment pu s'enraciner. Les injections massives de liquidités durant les périodes de confinement ont fait surchauffer l'économie, ce qui a engendré des pressions inflationnistes généralisées. Les banques centrales n'ont eu d'autre choix que d'amorcer une campagne de resserrement musclée. Peu d'analystes ou de gestionnaires de portefeuille actifs aujourd'hui ont connu un tel cycle. De fait, ce nouveau régime d'inflation a constitué un changement de paradigme à la fois soudain et inattendu.

Une récession mondiale marquera probablement le début de 2023, mais il s'avère qu'elle est bien attendue. Pendant la majeure partie de 2022, nous avons parlé du risque d'un atterrissage brutal comme étant un scénario possible parmi d'autres. Dans ce numéro de Perspectives, une récession mondiale constitue notre scénario central. Nous ne sommes pas les seuls à penser ainsi. Une majorité croissante d'économistes prévoient aussi une récession. Les grandes banques centrales sont nombreuses à avoir explicitement ou implicitement intégré une récession dans leurs prévisions. Néanmoins, il s'agit d'un événement très important, et les prix sur les marchés des capitaux ne reflètent pas encore entièrement le risque.

L'un des événements les plus importants sur les marchés des capitaux a été la hausse des taux d'intérêt à court terme (ou taux sans risque). C'est très important, car la prime de risque pour tous les actifs financiers est établie en fonction du taux sans risque. Lorsque les cours boursiers diminuent, les rendements prospectifs augmentent, et si le taux sans risque est stable, la prime de risque des actions s'améliore aussi. Cette situation ne se produit pas si le taux sans risque augmente, et c'est ce qui s'est produit l'année dernière. Les cours boursiers ont chuté, mais étant donné que les banques centrales avaient augmenté leur taux directeur, la prime de risque des actions a en fait diminué. La même situation a pu être observée sur le marché des obligations. Malgré la hausse des rendements obligataires, la prime de risque des obligations est inférieure à ce qu'elle était au début de 2022.

Le rendement des portefeuilles a été décevant au cours de la dernière année. En rétrospective, les marchés nous ont secoués et ils ont connu des périodes de turbulence intenses. Entre autres, nombre de patrons historiques ont disparu. En période de turbulence, les investisseurs se tournent généralement vers des valeurs refuges

comme l'or et le taux de change JPY/EUR. Pas cette année. Le yen s'est déprécié tout au long de l'année, et l'or a clôturé la période au même niveau qu'il l'avait commencée, grâce à un rebond récent suivant son recul pendant la majeure partie de l'année. En période de ralentissement économique, les investisseurs peuvent généralement trouver des occasions du côté des titres à revenu fixe d'État reconnus pour leur caractère défensif. Pas cette année. Presque tous les segments du marché obligataire ont inscrit des rendements négatifs cette année. Bien sûr, c'est compréhensible, parce que cette situation est entièrement attribuable à l'inflation. On peut donc en déduire que les actifs réels ont affiché de bons rendements, n'est-ce pas? La situation n'est pas si simple. Les obligations à rendement réel sont en baisse parce que les taux d'intérêt réels ont fortement augmenté. Les prix des produits de base ont varié à l'extrême; ils ont connu une forte volatilité qui s'est soldée par une variation nette presque nulle des prix.

Ces événements ont eu des répercussions importantes sur les rendements des portefeuilles en 2022 et devraient demeurer des facteurs importants en 2023 et au-delà. Les périodes de récession économique sont rarement favorables aux actifs risqués, mais elles peuvent créer des occasions lorsque les valorisations sont en baisse. Pour le moment, les marchés ne reflètent pas encore entièrement le risque d'une récession qui s'inscrit dans un contexte d'inflation élevée. Par conséquent, notre stratégie de répartition tactique de l'actif a d'abord pour objectif une nécessaire protection du capital et demeure défensive.

Stratégie mondiale

Le pire est-il passé pour les marchés des capitaux?

En cette nouvelle année, les investisseurs se croisent les doigts pour que le chaos devienne bientôt une chose du passé et que les autorités monétaires mondiales orchestrent un atterrissage en douceur réussi. Ils souhaitent que la conjoncture économique mondiale ne soit pas trop affectée en 2023. Ils espèrent que le ralentissement de l'inflation sera suffisant pour que les banques centrales lâchent les freins et commencent à appuyer sur l'accélérateur. Mais la situation sera-t-elle vraiment plus calme en 2023?

Il est compréhensible de voir surgir de tels grands espoirs. Au cours des trois dernières décennies, les investisseurs ont appris que lorsque l'économie bascule en récession, les banques centrales réagissent rapidement en assouplissant énergiquement leurs politiques – ce qui signale clairement un décollage pour les marchés financiers. Pourquoi la situation serait-elle différente cette fois-ci? Les banques centrales changeaient l'orientation de leur politique monétaire uniquement parce que l'inflation n'était pas un obstacle. Toutes les récessions survenues depuis le début des années 1990 sont considérées comme des « creux désinflationnistes ».

Ce que nous réserve 2023, c'est une récession différente de celles que nous avons connues depuis le début des années 1990. Les banques centrales des pays développés se sont enfin faites à l'idée que la stagflation est de retour. Autrement dit, l'épisode actuel est considéré comme un « effondrement inflationniste », semblable à ceux qui se sont produits au milieu des années 1970 et au début des années 1980. Il va sans dire que cela change réellement la donne. Même la probabilité accrue d'un atterrissage brutal de l'économie mondiale risque d'être insuffisante pour convaincre les autorités monétaires mondiales qu'il est temps d'adopter un ton conciliant. Pour gagner la bataille contre l'inflation, il faudra que les conditions du marché de l'emploi s'assouplissent assez longtemps pour mettre un terme aux pressions sur les salaires. En d'autres mots, la politique monétaire mondiale devra demeurer en territoire restrictif plus longtemps qu'on ne le croit généralement.

Il est important de reconnaître que nous nous dirigeons à présent vers les dernières phases de la campagne de resserrement de la politique monétaire mondiale, et que les conditions financières mondiales se sont déjà considérablement durcies – c'est-à-dire sur une période suffisamment longue pour freiner sensiblement la croissance. Nos prévisions quant à la croissance mondiale ont été révisées à la baisse : nous anticipons une croissance moyenne de 1,0 % en 2023. Nous sommes d'avis qu'un ralentissement d'une telle ampleur à l'échelle mondiale est nécessaire pour que l'inflation se rapproche des cibles des banques centrales et que la reprise soit plus solide et durable à long terme.

Bien que les perspectives de croissance continuent de s'assombrir pour l'économie mondiale, les intervenants des marchés des capitaux qui ont le regard tourné vers l'avenir ont déjà, dans une certaine mesure, pris en compte ces facteurs. Les marchés atteignent généralement leur creux bien avant l'économie. Afin d'assurer une reprise économique plus durable, les banques centrales devront gagner la bataille contre l'inflation; les marchés des capitaux seraient alors en mesure de produire des rendements moins volatils. Malheureusement, il est encore trop tôt pour que les banques centrales puissent crier victoire dans leur lutte contre l'inflation élevée. Par conséquent, il semble aussi trop tôt pour affirmer que les marchés des capitaux se sont bel et bien tirés d'affaire.

Marchés boursiers mondiaux

À quand le creux du marché boursier?

En supposant que l'économie mondiale ralentisse jusqu'au point où elle tombe en récession, le marché boursier se verra affecté par la baisse des bénéfices des sociétés. Dans une récession typique, les bénéfices annuels des sociétés de l'indice S&P 500 diminuent de 15 % à 20 % sur 12 mois. Or, ils affichent toujours une croissance positive. Sur une base trimestrielle, ils ont reculé au cours des quatre derniers trimestres, mais relativement peu jusqu'à maintenant. Malgré les sombres perspectives des prochains mois, à un moment donné, le cycle se redressera et les actions offriront des rendements plus intéressants. Nous n'en sommes toutefois pas encore là et le risque de baisse demeure élevé. Une analyse des récessions passées nous permet de cerner les conditions requises pour établir que nous avons atteint le creux du marché. Soulignons toutefois que chaque cycle présente des caractéristiques différentes, de sorte qu'il est difficile de généraliser.

Les marchés atteignent habituellement un creux bien avant l'économie. Cela dit, l'économie touche généralement le fond bien après le début de la récession. Au cours des 50 dernières années, le marché boursier n'a jamais atteint son creux avant le début d'une récession. Par conséquent, il ne suffit pas de prévoir qu'une récession commencera bientôt pour déterminer que le marché a atteint un creux. Il faut confirmer que la récession a déjà commencé. Le National Bureau of Economic Research (NBER) établit les dates officielles des cycles économiques aux États-Unis. Malheureusement, il détermine les dates de début et de fin longtemps après le fait, ce qui n'est pas utile. Toutefois, nous pouvons surveiller en temps réel un certain nombre de variables économiques, comme l'emploi, la production, les ventes et les revenus, ce qui peut aider à déterminer les sommets et les creux. L'emploi reste robuste, mais la production, les ventes et les revenus sont proches de niveaux associés aux récessions. La conclusion est que le marché boursier se trouve généralement à son plus bas niveau après le début d'une récession, mais que la récession attendue n'a pas encore commencé.

Une fois que la récession aura commencé, la politique monétaire devra avoir atteint un pic, et c'est là une autre des conditions. La Réserve fédérale américaine (Fed) a établi trois circonstances qui pourraient l'inciter à interrompre son cycle de resserrement :

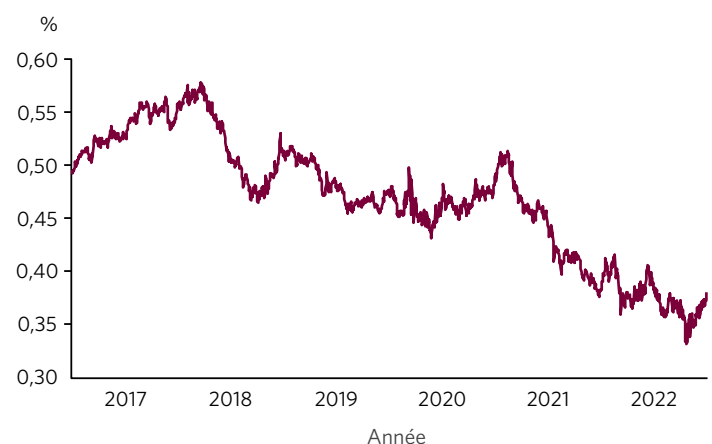
1. Une croissance inférieure à la tendance pendant une longue période
2. Un meilleur équilibre entre l'offre et la demande sur le marché de l'emploi
3. La réalisation de progrès importants pour ramener l'inflation près de sa cible

Compte tenu de ces circonstances, nous constatons que la Fed pourrait avoir déjà effectué la majeure partie du resserrement, mais que le travail n'est pas terminé. Toutefois, il est important de noter que, par le passé, la banque centrale mettait en œuvre sa politique en ajustant les taux d'intérêt. Au cours des dernières années, elle a ajusté les taux d'intérêt, mais elle a également eu recours au resserrement quantitatif et aux indications prospectives. Le resserrement quantitatif devrait se poursuivre, tandis que les indications prospectives joueront un rôle crucial pour déterminer le pic du resserrement de la politique monétaire.

Enfin, certains signes montrant une amélioration des indicateurs économiques avancés, comme les indices des directeurs d'achats, viendraient confirmer avec une plus grande certitude que nous passons à une autre phase du cycle. Comme le marché boursier se redresse habituellement avant ces indicateurs, ces derniers ne devraient être utilisés qu'à titre de confirmation. Somme toute, les conditions indiquant que le marché a atteint un creux ne sont pas encore réunies. Les risques de baisse demeurent élevés, car les investisseurs doivent tenir compte de la diminution des bénéfices qui est typique d'une récession.

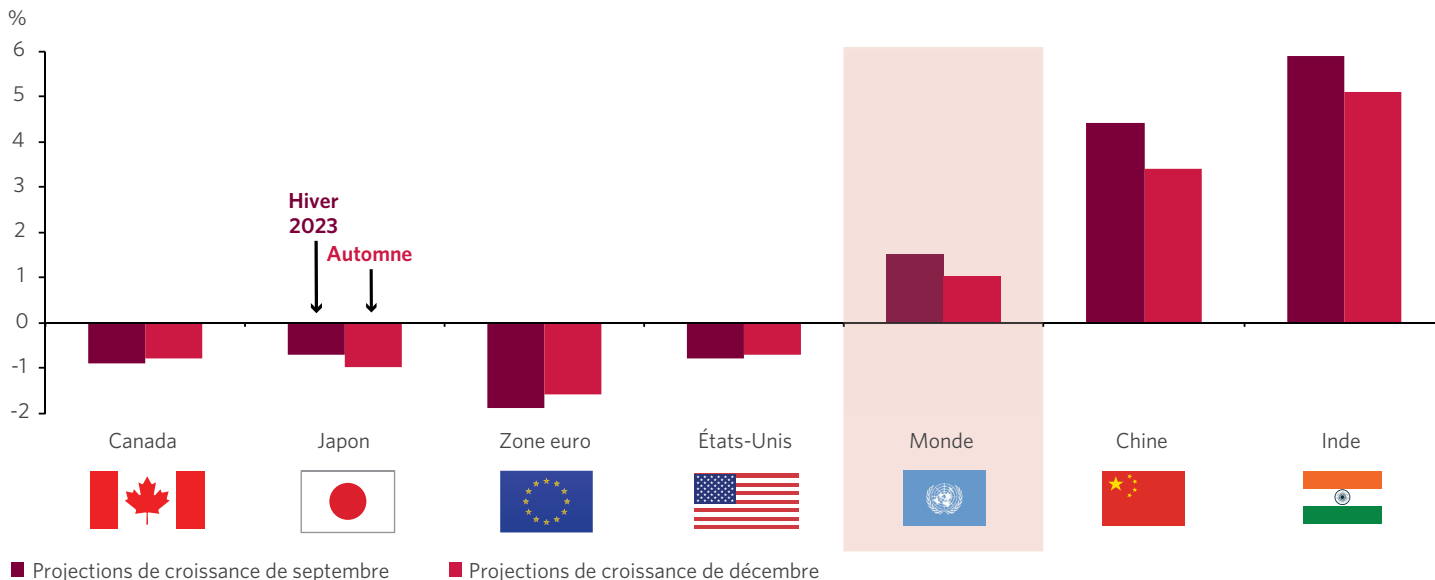
Les perspectives régionales des actions pourraient offrir des occasions selon un point de vue relatif. Plus précisément, les titres des États-Unis et de l'Europe sont encore trop chers compte tenu du ralentissement et de l'inflation élevée auxquels ces régions sont confrontées. Parallèlement, les marchés émergents affichent des rendements décevants depuis 2021, car la surchauffe de leurs économies a débuté plus tôt. Leurs banques centrales ont déjà cessé de relever leur taux directeur. L'économie chinoise est en train de rouvrir après l'abandon des mesures de confinement sévères pour lutter contre la COVID, ce qui devrait soutenir les actions asiatiques. Les actions canadiennes sont contrastées et leurs perspectives sont légèrement meilleures que celles des actions américaines ou européennes. Les valorisations sont plus intéressantes, mais l'économie canadienne est une petite économie ouverte très sensible au cycle économique mondial.

Indice MSCI Marchés émergents par rapport à l'indice MSCI Monde (en \$ US)



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

Projections de croissance mondiale : Prévisions de GAC de décembre et de septembre



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

Stratégies d'obligations mondiales

Le rendement des obligations mondiales a été plutôt décevant en 2022. L'indice WGBI (couvert en dollars canadiens) a inscrit un rendement négatif de 12 %. Ce violent repli des marchés obligataires mondiaux s'explique facilement par le fait que l'inflation mondiale a été nettement plus forte que prévu. Les banques centrales du monde entier n'ont pas eu d'autre choix que d'adopter un ton beaucoup plus ferme.

Au cours des 12 prochains mois, les obligations mondiales devraient offrir de meilleurs rendements, en partie parce qu'elles commencent l'année en bien meilleure posture. Aux États-Unis, le rendement des obligations du Trésor à 10 ans devrait se situer dans une fourchette de 3,00 % à 4,50 %, oscillant autour de 3,75 %. La hausse des rendements réels à 10 ans s'est déjà atténuée, alors que la Fed semble s'approcher de son taux directeur neutre. Par ailleurs, le taux neutre par rapport à l'inflation devrait diminuer légèrement en 2023, puisque la récession mondiale semble hautement probable et potentiellement plus prononcée que prévu selon la majorité des intervenants.

Cela dit, de nombreux risques pèsent toutefois sur les marchés obligataires des pays développés en ce début de 2023. Par exemple, les détenteurs d'obligations mondiales devront composer avec le découplage des rendements des obligations d'État allemandes et japonaises qui se poursuit. Les pressions à la hausse sur les rendements des obligations allemandes s'intensifient pour trois raisons :

1. la Banque centrale européenne (BCE) a cessé d'acheter des obligations;
2. les banques centrales européennes qui ne sont pas membres de la BCE vendent maintenant plus d'obligations qu'elles en achètent;
3. les nouvelles émissions d'obligations sont en forte croissance.

Par ailleurs, au Japon, la Banque du Japon (BdJ) a annoncé un important changement de politique en décembre. En effet, la modification du plafond des rendements relatif à sa politique de contrôle de la courbe des taux pourrait signaler le commencement d'un retour à la normale de sa politique monétaire. Ensemble, ces événements laissent présager une volatilité accrue sur les marchés obligataires mondiaux au début de 2023.

Pour ce qui est des obligations des marchés émergents libellées en monnaies locales, les investisseurs devraient rester prudents et sélectifs. Certes, la réouverture de la Chine à la suite de l'abandon de sa politique « zéro COVID » a été bien accueillie par les marchés jusqu'ici. Toutefois, le contexte macroéconomique mondial demeure très incertain pour ce qui est de détenir des titres de la composante la plus risquée de notre univers obligataire, surtout au premier semestre de l'année. Un ralentissement prolongé de la croissance mondiale pourrait entraîner d'autres sorties de capitaux des obligations des pays émergents. Par conséquent, nos placements en obligations libellées en monnaies locales resteront défensifs, probablement jusqu'à ce que la Fed commence à signaler plus clairement un changement d'orientation de sa politique. En ce qui concerne les titres de créance des marchés émergents libellés en dollars américains, comme les écarts de taux se sont resserrés de façon marquée au quatrième trimestre de 2022, nous préférons maintenant réduire nos placements aux niveaux actuels et attendre de meilleurs points d'entrée.

Devises

Dollar américain

L'inquiétude grandissante à l'égard des perspectives économiques mondiales a propulsé le dollar américain encore plus haut en 2022. Au début de l'automne, sa valeur avait enregistré un énorme bond de 10 % sur une base pondérée en fonction des échanges. Depuis la fin de septembre, le dollar américain a toutefois cédé environ la moitié des gains réalisés plus tôt dans l'année. S'agit-il du début d'un renversement de tendance à long terme pour le dollar américain ou simplement d'un bref repli à contre-courant des tendances?

À notre avis, le cycle haussier du billet vert qui dure depuis plusieurs années commence à montrer des signes plus sérieux d'essoufflement. Comme la politique monétaire de la Fed devrait rester restrictive, les inquiétudes quant aux liquidités mondiales en dollars américains devraient lui être favorables. Toutefois, l'équilibre pourrait être rompu et les risques de baisse pourraient se manifester rapidement en cas de problème dans le système financier mondial. La Fed devrait ainsi revenir sur sa décision et assouplir l'accès aux liquidités mondiales en dollars américains. Le problème en ce moment est que le dollar américain est

considéré comme étant très surévalué. Cela le rendrait particulièrement sensible à l'évolution des attentes du marché à l'égard de la politique de la Fed et des conditions de liquidité en dollars américains à l'échelle mondiale. À mesure que la récession s'installe à l'échelle mondiale, il faut s'attendre à de grands changements d'humeur des investisseurs, tout comme pendant la récession mondiale de 2008-2009. À plus long terme, le dollar américain devrait à nouveau perdre de sa vigueur. Le principal point à retenir, c'est qu'une volatilité accrue des devises est attendue en 2023.

Dollar Canadien

Le dollar canadien (\$ CA) est en baisse depuis plus d'un an et s'est déprécié de plus de 12 % par rapport au billet vert depuis le sommet cyclique atteint à l'été 2021. Sa valeur se maintient depuis peu autour de 0,73 \$ US.

Doit-on s'attendre à d'autres baisses pour le dollar canadien? À notre avis, ce devrait être le cas. D'une part, on s'attend à ce que la conjoncture économique mondiale se détériore davantage au cours de la période de prévision. Cela signifie que les préoccupations entourant la croissance mondiale continueront d'exercer des pressions à la baisse sur le dollar canadien par rapport au dollar américain. D'autre part, étant donné que la Banque du Canada (BdC) a décidé de s'arrêter avant la Fed, les attentes relatives à la politique monétaire de ces deux banques centrales devraient soutenir accessoirement le dollar américain. Enfin, les prix de l'énergie devraient encore baisser, surtout à court terme. Si nos prévisions concernant les prix de l'énergie se concrétisent, l'excédent énergétique du Canada par rapport aux États-Unis est susceptible de diminuer de moitié. Par conséquent, la balance commerciale totale du Canada avec le reste du monde pourrait redevenir déficitaire. En fin de compte, le dollar canadien restera sous pression et évoluera dans une fourchette comprise entre 1,333 et 1,434 en 2023.

Une dépréciation additionnelle pour le dollar canadien?

Taux de change \$ CA/\$ US et estimation de la juste valeur (\$ CA/\$ US)



— Taux de change \$ CA/\$ US — Estimation de la juste valeur (\$ CA/\$ US)

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

Euro

À la fin de 2022, l'euro a récupéré une partie du terrain perdu par rapport au dollar américain au cours des deux dernières années, grâce à un resserrement particulièrement brutal opéré par la BCE. Il leur a fallu un certain temps, mais les autorités monétaires de la zone euro se sont finalement rendu compte qu'elles étaient aux prises avec une infernale spirale prix-salaires.

La seule façon de l'enrayer consiste à resserrer suffisamment la politique monétaire pour assouplir sensiblement les conditions du

marché de l'emploi. Le risque est un ralentissement plus prononcé de l'économie de la zone euro. Cela alimenterait sans doute les craintes du marché de voir surgir une nouvelle crise de la dette souveraine dans les économies de la zone euro qui sont aux prises avec des difficultés budgétaires. Étant donné que la BCE réduit son soutien aux banques commerciales, un ralentissement économique plus prononcé pourrait également attiser les craintes d'une autre crise bancaire dans la zone euro. Pour ces raisons, nous pensons que la récente remontée contre-tendanciellement de l'euro par rapport au dollar américain sera de courte durée et que l'euro renouera avec sa tendance baissière. L'euro devrait se négocier entre 0,950 et 1,10 au cours de la période visée.

Yen Japonais

Depuis que la BdJ a adopté sa politique de contrôle de la courbe de rendement en 2016, le yen japonais a perdu beaucoup de terrain par rapport au dollar américain. Auparavant surévalué, il est depuis fortement sous-évalué. Le yen japonais a continué de reculer pendant la majeure partie de 2022, c'est-à-dire jusqu'au quatrième trimestre. Qu'est-ce qui a changé à ce moment? Pour la première fois depuis très longtemps, les pressions inflationnistes se sont intensifiées au Japon. En effet, l'inflation annuelle des prix à l'importation s'établit maintenant à plus de 30 %, son niveau le plus élevé depuis le début des années 1980.

De plus, toujours au Japon, l'inflation de base selon l'indice des prix à la consommation a atteint son plus haut niveau en 12 ans. Comme tout cela se produit dans un contexte où le marché de l'emploi japonais est exceptionnellement serré, la probabilité d'un retour de l'inflation augmente et la BdJ est parfaitement au courant. Les changements qui viennent d'être annoncés à l'égard de la politique de contrôle de la courbe de rendement indiquent qu'un changement d'orientation de la politique est en cours. Il est très probable que le découplage des taux des obligations d'État japonaises finisse par entraîner un rapatriement de capitaux, ce qui exercera des pressions à la hausse sur le yen japonais. Le taux de change euro-yen japonais devrait fluctuer entre 120 et 140 en 2023.

Merchandises

Pétrole

La trajectoire du pétrole a généralement suivi des niveaux plus faibles depuis le sommet de 120 \$ le baril atteint en juin. Le prix au comptant du West Texas Intermediate (WTI) se rapproche maintenant des 75 \$ le baril, car l'incertitude entourant la demande est devenue une importante source de préoccupation des investisseurs en raison des risques croissants de récession mondiale. Le prix actuel de 75 \$ le baril est essentiellement le même qu'en janvier 2022, malgré deux envolées à plus de 120 \$ le baril au cours de l'année. De toute évidence, le secteur de l'énergie a été volatil pendant la période, en raison de l'incertitude qui pèse autant sur la demande que sur l'offre et qui fait fluctuer les prix.

Du côté de la demande, les investisseurs se préoccupent des risques de récession mondiale et de la COVID en Chine. L'inflation et la trajectoire des hausses de taux d'intérêt pourraient avoir des répercussions sur la demande d'énergie en 2023, puisque les banques centrales du monde entier s'efforcent de ralentir l'inflation et la croissance en relevant les taux. Le risque d'une récession sur les principaux marchés finaux pourrait nuire à la demande de pétrole en 2023. Les investisseurs surveillent aussi de près la Chine, qui a mis fin à sa politique « zéro COVID ». Bien que submergée par une forte vague de COVID à l'heure actuelle, la Chine pourrait retrouver une certaine normalité cette année, ce qui pourrait favoriser la demande de pétrole.

Du côté de l'offre, les producteurs continuent de faire preuve de discipline dans l'ensemble. Les producteurs nord-américains limitent encore la hausse de l'offre, tandis que l'OPEP+ a convenu, lors de sa

plus récente réunion, de maintenir sa production au même niveau après avoir réduit son quota de 2 millions de barils par jour en octobre.

Au cours des prochains mois, nous continuerons de surveiller les signes de croissance ou de contraction de la demande pour déterminer où se situe le soutien aux prix du pétrole cette année. Du côté de l'offre, nous sommes à l'affût des conséquences potentielles de la guerre en Ukraine et de la réaction de l'OPEP+ à la chute récente des prix.

Or

Le prix de l'or a quelque peu progressé au cours des derniers mois, passant d'environ 1 650 \$ l'once à la fin de septembre à environ 1 850 \$ l'once au début de janvier. La hausse du prix de l'or est étroitement liée à la récente faiblesse relative du dollar américain, comme en témoigne la baisse de l'indice du dollar américain (DXY) qui est passé de 114 à la fin de septembre à 105 au début de janvier. De toute évidence, les fluctuations du prix de l'or suivent de près celles du dollar américain.

Nous continuons d'entrevoir des facteurs favorables pour l'or en 2023. Il est possible que l'inflation atteigne un pic et que les cycles de hausse des taux se rapprochent d'un sommet. Parallèlement, les risques de récession augmentent. Ensemble, ces facteurs pourraient soutenir le prix de l'or au cours des prochains mois. Le prix de l'or pourrait être défavorisé par une croissance économique plus forte que prévu et, par conséquent, de nouvelles hausses de taux supérieures aux prévisions actuelles.

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

- Les événements géopolitiques en cours
- Les politiques budgétaires et monétaires mondiales
- La forme de la courbe de rendement
- 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 s'est plutôt bien comporté, malgré les craintes grandissantes des investisseurs à l'égard des risques de récession. En raison du marché au comptant qui est serré et des stocks connus limités, les prix se sont maintenus dans une fourchette autour de 3,80 \$ la livre au cours des derniers mois.

La demande en provenance de la Chine et sa réouverture depuis l'abandon de sa politique « zéro COVID » sera un facteur à surveiller. Même si la Chine est véritablement submergée par une importante vague de COVID à l'heure actuelle, les investisseurs sont optimistes à l'idée que la demande de marchandises pourrait s'accroître au deuxième trimestre et au deuxième semestre de 2023, à mesure que la Chine revient à une situation plus normale. L'accélération de la demande de la Chine pourrait toutefois être menacée par les risques croissants de récession en Europe et aux États-Unis.

Du côté de l'offre, les stocks mondiaux de cuivre connus demeurent faibles, ce qui contribue à soutenir le prix. L'accroissement des risques géopolitiques a également été favorable pour le cuivre, car le risque de perturbation de l'offre reste au centre des préoccupations des investisseurs. Bien qu'il y ait quelques nouvelles mines en démarrage et en expansion à court terme, la croissance au-delà de ces nouvelles activités semble minime. À moyen et à long terme, nous continuons de croire que le cuivre sera un métal crucial durant la transition vers une économie à faibles émissions de carbone. De plus, nous croyons qu'à moyen terme, une hausse des prix sera nécessaire pour stimuler l'offre de nouveaux volumes de métal rouge.

Perspectives économiques régionales

Canada

La BdC prend une pause

La BdC s'attend toujours à un atterrissage en douceur pour le Canada, durant lequel l'inflation ralentirait pour atteindre sa cible d'ici 2024. L'indicateur avancé le plus fiable de l'activité économique canadienne clignote cependant en rouge, ce qui envoie un signal fort de récession. En effet, la courbe de rendement canadienne s'est enfoncée de plus en plus profondément en territoire négatif au cours des six derniers mois, ce qui indique une probabilité accrue de récession au Canada en 2023. Pour être plus précis, la courbe de rendement émet le signal le plus fort depuis la fin des années 1980, soit juste avant la grave récession canadienne du début des années 1990.

Peut-on éviter la récession cette fois-ci? Selon nous, non. Notre scénario de base prévoit une contraction moyenne de 0,8 % du PIB réel du Canada en 2023. Nous sommes plus pessimistes que la plupart des prévisionnistes pour deux raisons. Tout d'abord, une récession du marché de l'habitation est déjà en cours, les ventes de logements existants ayant reculé de 45 % par rapport à leurs sommets cycliques de 2021 et de 21 % par rapport aux niveaux d'avant la pandémie. Selon l'indice d'abordabilité du logement compilé par la BdC, le recul du marché de l'habitation se compare maintenant à celui qui s'est produit au début des années 1990.

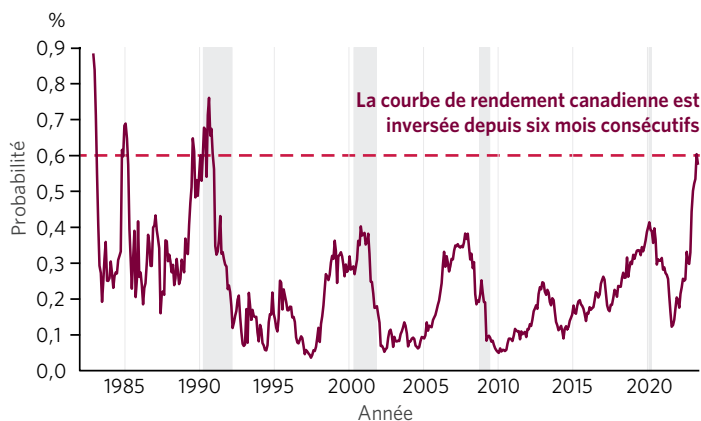
Ensuite, la plupart des prévisionnistes sous-estiment les conséquences de l'effet de richesse négatif qui touchera bientôt les ménages canadiens. Au cours de la dernière année, les ménages canadiens ont dépensé sans compter, comme en témoignent les dépenses de consommation réelles qui ont augmenté de 8 % sur 12 mois. Maintenant qu'ils doivent composer avec le plus important choc inflationniste depuis des décennies, ainsi qu'avec l'effet dévastateur de la hausse rapide des coûts d'emprunt sur leurs portefeuilles, pourquoi les consommateurs canadiens n'ont-ils pas commencé à réduire leurs dépenses? C'est parce qu'ils profitent toujours du plus grand effet de richesse positif jamais observé.

Toutefois, en 2023, ils devront composer avec un effet de richesse particulièrement négatif, assez important pour freiner la consommation au Canada. En 2008-2009, l'effet de richesse négatif a été la raison principale pour laquelle les dépenses de consommation sont devenues négatives, et le facteur qui a plongé le Canada en récession. En 2023, l'effet de richesse négatif devrait être encore plus prononcé qu'en 2008-2009, ce qui laisse entrevoir une contraction des dépenses de consommation réelles.

Le ralentissement de l'économie canadienne n'a rien de surprenant. Après tout, la BdC a fortement resserré sa politique monétaire au cours de la dernière année, relevant son taux directeur de 400 points de base (pb) et réduisant encore la taille de son bilan (-100 G\$). Déterminée à briser la spirale néfaste des salaires, elle maintiendra sa politique monétaire restrictive au cours de son horizon prévisionnel. Toutefois, une pause au début de 2023 semble justifiée. La BdC aura besoin de temps pour évaluer les dommages causés à l'économie canadienne, ainsi que les progrès réalisés sur le plan de l'inflation.

La probabilité d'une récession au Canada augmente à 60 %

Les probabilités d'une récession au Canada dans 6 mois sont calculées en fonction de la courbe de rendement canadienne (10 ans et 2 ans)



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

États-Unis

Maîtriser l'inflation n'est que la moitié du travail que la Fed doit accomplir

En cette nouvelle année, les investisseurs espèrent que l'inflation diminuera suffisamment en 2023 pour permettre à la Fed de cesser de hausser les taux d'intérêt, voire commencer à les diminuer. Cela favoriserait un assouplissement plus important des conditions financières, et les marchés des capitaux passeraient une meilleure année. Or, ce n'est pas si simple. Maîtriser l'inflation n'est que la moitié du travail que la Fed doit accomplir. Si la Fed assouplit sa politique monétaire trop tôt, elle court un risque élevé de déclencher un nouveau cycle de surchauffe et de resserrement. Elle doit maintenir sa politique monétaire en territoire restrictif assez longtemps pour assouplir considérablement les conditions du marché de l'emploi et, en fin de compte, remporter sa bataille contre l'inflation. Au lieu de réduire les taux d'intérêt, la Fed pourrait nous surprendre en 2023 et maintenir sa politique monétaire restrictive plus longtemps que prévu. Après tout, la plupart des observateurs s'attendent à ce que l'inflation reste nettement supérieure à la cible d'ici la fin de 2023.

En raison de la faible croissance de la main-d'œuvre aux États-Unis, la Fed n'a d'autre choix que de chercher à assouplir suffisamment les conditions du marché de l'emploi pour briser la spirale prix-salaires. Cela nécessiterait une augmentation importante du taux de chômage jumelée à une baisse considérable du nombre de postes vacants. Autrement dit, la Fed orchestrerait délibérément un atterrissage brutal pour l'économie américaine. Bien entendu, la Fed ne l'admettra pas officiellement, tout comme elle ne prévoit pas officiellement un atterrissage brutal de l'économie américaine. Toutefois, si l'on examine l'évolution des projections de la Fed entre le début et la fin de 2022, il devient évident qu'elle en est arrivée à la conclusion que la stagflation est en train de faire un retour en force.

La Fed est probablement en train de livrer l'une de ses plus grandes batailles contre l'inflation élevée. Elle est toutefois encore loin de la victoire. Les conditions nécessaires pour gagner la bataille n'ont pas encore été réunies; la situation sur le marché de l'emploi devra être beaucoup plus assouplie. Malheureusement, ce contexte ne peut que s'accompagner d'un coup dur sur le marché de l'emploi, qui est toujours en pleine effervescence. Nous prévoyons une nette décélération de la croissance du PIB réel des États-Unis, qui devrait passer à -0,8 % en moyenne en 2023.

Europe

Une reprise de l'épisode 2012-2013?

À l'instar de la plupart des autres banques centrales des pays développés, la Banque centrale européenne (BCE) livre sa plus grande bataille contre l'inflation élevée. Pour la première fois depuis le lancement de l'euro au début de 1999, les autorités monétaires de la zone euro ont dû composer avec le plus grave choc des prix de l'énergie de tous les temps et avec l'intensification des pressions inflationnistes attribuables à la hausse des coûts. Comme si cela ne suffisait pas, elles doivent aussi composer avec le choc démographique qui rend encore plus difficile la lutte contre l'inflation élevée. Il n'y a pas de solution : la BCE doit provoquer un ralentissement économique pour briser la spirale prix-salaires.

À la fin de 2022, le personnel de la BCE a finalement reconnu que la stagflation faisait un retour en force. La BCE a sensiblement révisé à la hausse ses prévisions d'inflation et a fortement réduit ses prévisions de croissance. Elle prévoit maintenant une hausse de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (excluant les aliments et l'énergie) de +4,2 % en 2023, par rapport à +3,9 % en 2022. Ces révisions à la hausse des perspectives d'inflation ont été accompagnées par d'importantes révisions à la baisse des perspectives de croissance. Ses prévisions de croissance moyenne du PIB réel pour 2023 dans la zone euro ont été réduites, passant de +2 % il y a six mois à +0,5 %. Dans son dernier rapport sur la stabilité financière, la BCE soutient même que la combinaison d'une inflation élevée et d'une hausse des taux d'intérêt pèse tellement sur la croissance économique que les probabilités de récession dans un horizon d'un an ont nettement augmenté. Autrement dit, la BCE prévoit maintenant implicitement un effondrement (ou une stagflation) inflationniste dans la zone euro.

Il n'y a là rien de surprenant. Le resserrement actuel des conditions financières dans la zone euro est comparable à ce qui s'est déroulé en 2011. À l'époque, ce resserrement avait été suffisant pour pousser l'économie de la zone euro en récession. Même si la récession qui a eu lieu en 2012-2013 dans la zone euro a été jugée modérée, elle a entraîné à la fois une crise budgétaire et une crise bancaire. La même chose pourrait-elle se produire cette fois-ci?

Il y a certainement des raisons de s'inquiéter.

Pour éviter une crise de la dette souveraine, la BCE a mis en place deux lignes de défense permettant de contenir les écarts de taux des pays périphériques. Toutefois, son véritable défi sera d'éviter le découplage persistant des rendements des obligations d'État allemandes. Cette tâche s'annonce difficile, étant donné que les banques centrales européennes qui ne sont pas membres de la BCE vendent maintenant plus d'obligations d'État allemandes qu'elles en achètent et que les nouvelles émissions d'obligations d'État allemandes devraient plus que doubler.

Le risque d'une crise bancaire est également élevé. Pour gagner sa bataille contre l'inflation, la BCE ne peut plus continuer à accroître son bilan. Cela signifie que tout achat futur au titre de l'instrument de protection de la transmission (IPT) devra être stérilisé, ce qui indique que le soutien accordé au système bancaire sera moindre dans une période où les banques en auront probablement davantage besoin.

Chine

La baisse de la demande étrangère provoquera d'autres problèmes dans le marché de l'habitation

Le retrait rapide des politiques « zéro COVID » et l'écllosion actuelle du virus alimentent les espoirs d'une reprise en forme de V de l'économie chinoise, comme ce qui s'est produit à Taïwan et en Corée. Dans ces pays, la vigoureuse demande extérieure et l'essor de l'activité immobilière ont été des facteurs cycliques très avantageux. Malheureusement pour la Chine, les conditions sous-jacentes ne sont pas aussi favorables. Pour cette nouvelle année, nous prévoyons une forte contraction de la demande extérieure qui entraînera de graves conséquences sur le marché de l'habitation.

En tant qu'« usine » de la planète, la Chine est très vulnérable à un ralentissement mondial. L'année dernière, alimentées par la demande étrangère insatiable, les exportations ont bondi, ce qui a réussi à lui éviter une crise qui aurait pu être pire que celle de 2015. Cette année, nous nous attendons à ce que les exportations chinoises reculent encore plus qu'en 2015.

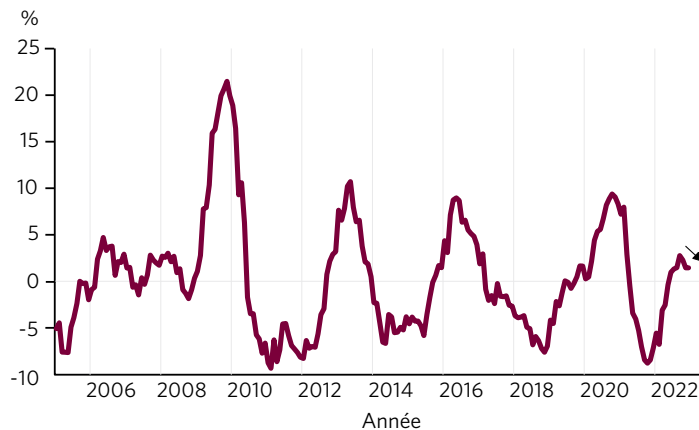
Le choc externe qui frappe la Chine aura des répercussions. En particulier, le ralentissement de la demande de logements sera probablement plus prononcé que la normale en raison de l'offre excédentaire élevée de logements. La Chine emploie environ 300 millions de travailleurs migrants. Une proportion importante de ces travailleurs migrants sont des locataires. Le problème est que la demande de logements de cette population est en nette baisse depuis 2018. Dans un contexte d'offre en plein essor, on constate une déflation des loyers depuis 2019, une situation très inhabituelle. En raison de l'offre excédentaire, les décideurs hésiteront à orchestrer une reprise alimentée par le marché de l'habitation.

Par ailleurs, les dépenses publiques en infrastructures ne suffiront probablement pas à stimuler la croissance de la Chine. Les autorités ont à nouveau déployé leurs mesures de relance dans les infrastructures, mais le financement accordé globalement demeure modeste par rapport aux moyennes historiques. Après plusieurs programmes de relance à grande échelle dans les infrastructures depuis 2009, le bassin de projets de grande qualité est insuffisant pour mettre en œuvre des mesures de relance suffisamment importantes sans accroître les risques pour la stabilité financière. Les instruments de placement émis par les gouvernements locaux ont affaibli encore plus le bilan.

En conclusion, on s'attend à une croissance encore plus décevante du PIB réel de la Chine qui devrait s'établir en moyenne à 4,4 % en 2023. Bien que nous prévoyions des injections de liquidités à grande échelle de la part de la Banque populaire de Chine et des banques de politique monétaire, ainsi que de petites réductions de taux, les efforts déployés par les autorités monétaires chinoises seront nettement inférieurs à ceux déployés lors des précédentes reprises induites par la politique monétaire.

Pas de croissance massive du crédit chinois cette fois-ci

Croissance du crédit chinois - variation sur 12 mois (Bloomberg)



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

Autres scénarios

Atterrissage en douceur à l'échelle mondiale (probabilité de 30 %)

Bien que notre scénario principal soit passé d'un atterrissage en douceur à un atterrissage brutal, il est encore possible d'éviter une récession. Pour toute banque centrale, un atterrissage en douceur n'est pas une tâche facile, si l'on se fie à l'expérience passée. Le fait qu'un si grand nombre d'entre elles cherchent simultanément à atteindre cet objectif complique certainement sa réalisation. Mais elles essaieront tout de même; toutes les banques centrales se croisent les doigts dans l'espoir d'éviter un atterrissage brutal. La trajectoire d'un atterrissage en douceur repose sur deux conditions essentielles. Premièrement, la croissance doit ralentir juste assez pour éliminer le risque de surchauffe, mais pas trop. Les indicateurs économiques montrent que ce processus est en cours. Deuxièmement, l'inflation doit ralentir. Les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement qui sont à l'origine de l'inflation se sont améliorées. Le marché de l'habitation montre aussi des signes de ralentissement. Après une importante remontée des rendements obligataires et une correction des cours boursiers, un atterrissage en douceur paverait la voie à de meilleures conditions de marché.

Inflation persistante (probabilité de 20 %)

Dans ce scénario, la normalisation de la politique monétaire à l'échelle mondiale se matérialise trop tard pour éviter un choc des pressions inflationnistes attribuables à la hausse des coûts qui s'autoconsolide. Les marchés de l'emploi demeurent serrés et continuent de soutenir la croissance, de sorte que l'économie mondiale ne ralentit pas suffisamment pour permettre de maîtriser l'inflation. Par conséquent, l'inflation demeure obstinément élevée, ce qui amène de plus en plus de participants aux marchés à croire que les banques centrales devront resserrer davantage leur politique monétaire. Dans ce contexte, le fait que l'économie mondiale reste solide n'est pas nécessairement une bonne nouvelle pour les marchés financiers, car cela laisse entrevoir un resserrement de la politique monétaire. Dans ce scénario, un repli continu des marchés obligataires devrait se matérialiser, de sorte qu'il sera très difficile pour les actifs risqués de progresser.

Scénario	Moins favorable	Plus favorable
Atterrissage en douceur à l'échelle mondiale (30%)	Dollar américain Obligations à rendement réel Métaux précieux	Actions mondiales Obligations des marchés émergents Marchandises
Inflation persistante (20%)	Obligations de la zone euro Bons du Trésor américain Obligations des marchés émergents	Liquidités Marchandises Taux neutre par rapport à 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	3,9 %	0,5 %	-0,9 %	6,8 %	3,8 %	4,2 %	+25 pb
États-Unis	1,9 %	0,3 %	-0,8 %	7,1 %	4,0 %	4,0 %	+75 pb
Zone euro	2,3 %	-0,1 %	-1,9 %	10,1 %	6,1 %	6,0 %	+75 pb
Chine	3,9 %	4,7 %	4,4 %	1,6 %	2,3 %	2,1 %	Réductions du ratio des réserves obligatoires
Japon	1,5 %	1,3 %	-0,7 %	3,8 %	2,0 %	3,0 %	-
Monde	2,9 %	2,0 %	1,5 %	6,5 %	4,8 %	5,6 %	-

Données en date de décembre 2022

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

¹ Croissance du PIB réel (% sur 12 mois)

² % sur 12 mois

Auteurs



Luc de la Durantaye

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



Daniel Greenspan

Analyste principal et
Directeur de l'équipe des ressources



Francis Thivierge

Gestionnaire de portefeuille principal,
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



Éric Morin

Analyste principal,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



Jean-Laurent Gagnon

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

* Inscrit à titre de représentant-conseil adjoint.

Le présent document a pour but d'informer nos clients; il ne faut pas le considérer comme une offre ou une sollicitation visant l'achat ou la vente d'un titre, d'un produit ou d'un service quelconque, ni l'interpréter comme un conseil de placement précis. Toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer. Gestion d'actifs CIBC inc. utilise plusieurs styles de placement pour ses 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, au sein de la plateforme de placement intégrée de la Banque CIBC. Ces renseignements ne constituent pas des conseils juridiques ni des conseils fiscaux.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs.

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

« Bloomberg® » 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 déposées de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC inc. et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.