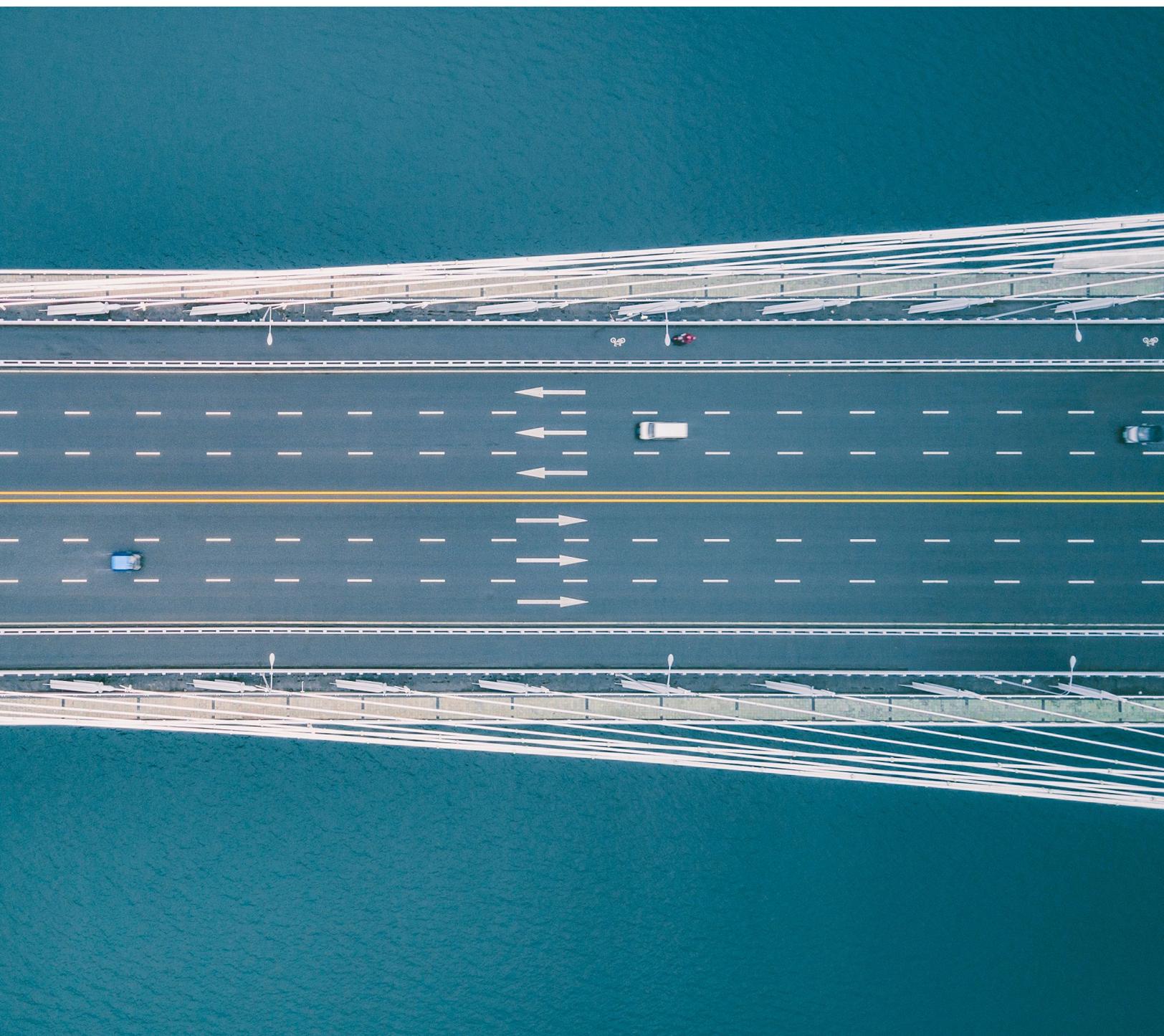


PERSPECTIVES

Un optimisme prudent dans un contexte de risque tarifaire élevé

Hiver 2025





Michael Sager, Ph.D.

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



Francis Thivierge, M.Sc., CFA

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



Eric Morin, M.Sc., CFA

Directeur en chef,
Stratégie macroéconomique mondiale,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises

Un optimisme prudent dans un contexte de risque tarifaire élevé

Voici le numéro d'hiver 2025 de Perspectives

Le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche signifie que nous entrons dans une période ponctuée d'incertitudes. Au chapitre des paramètres fondamentaux, l'économie américaine fait toujours preuve de résilience. L'activité devrait s'intensifier, puisque les dépenses d'investissement emboîteront vraisemblablement le pas à la consommation en inscrivant une croissance saine et tendancielle. D'autres économies industrialisées n'ont pas encore dégagé la reprise de la croissance du produit intérieur brut (PIB) que nous avons prévue. Toutefois, certains signes laissent entrevoir un changement, en particulier au Canada. Grâce aux mesures d'assouplissement monétaire énergiques de la Banque du Canada (BdC), à la vigueur des revenus réels et aux signes d'amélioration dans le secteur de la construction d'habitations, nous nous attendons à une reprise importante de la croissance au second semestre de l'année. Nous prévoyons également une légère amélioration en Europe. En revanche, nous demeurons plutôt pessimistes à l'égard des perspectives économiques en Chine. Dans l'ensemble, l'économie mondiale pourra générer une croissance raisonnable en 2025, en comptant moins sur les États-Unis.

De plus, toujours selon les paramètres fondamentaux de l'économie, l'inflation mondiale devrait poursuivre sa baisse progressive. Cela dit, plusieurs facteurs – certains cycliques, liés aux perspectives de croissance, et d'autres plus structurels – maintiendront l'inflation élevée aux États-Unis, d'au moins plusieurs dixièmes de points supérieurs à la cible de 2 % de la Réserve fédérale américaine (Fed) tout au long de 2025. Bref, une croissance décente et une inflation légèrement élevée signifient que le cycle de réduction des taux de la Fed tire probablement à sa fin. Inversement, nous nous attendons à ce que la Banque centrale européenne (BCE) continue de réduire les taux d'intérêt plus longtemps que la Fed. Une croissance économique raisonnable peut faire grimper les bénéfices des sociétés et se traduire par une autre année de rendements boursiers positifs. Les obligations semblent aussi intéressantes, compte tenu du niveau relativement élevé des rendements de départ. Elles sont également une source utile de diversification de portefeuille, ce qui est toujours intéressant. Et tout particulièrement dans cette conjoncture, où l'incertitude augmente et où l'économie et les marchés peuvent profiter de perspectives plus diversifiées.

Toute prévision comporte toujours des risques, et c'est certainement le cas de nos jours. Notre optimisme concernant les paramètres fondamentaux suppose une augmentation des droits de douane imposés par les États-Unis sur les importations de la Chine, ainsi que certains droits de douane sur un nombre limité d'exportations canadiennes, entre autres. Au début de février, la validité de cette hypothèse a été mise en doute lorsque les États-Unis ont annoncé des

droits de douane beaucoup plus élevés que prévu pour le Canada et le Mexique. Le 3 février 2025, l'entrée en vigueur de ces droits de douane a été reportée d'un mois. Les droits de douane sont l'équivalent d'une hausse d'impôt et nuisent à la croissance. C'est vrai pour le Canada. Par ailleurs, l'intégration poussée entre les chaînes d'approvisionnement américaines et canadiennes fait en sorte qu'une période prolongée de droits de douane punitifs imposés par les États-Unis nuirait probablement aussi à l'économie américaine, y compris aux producteurs automobiles et aux consommateurs. Il en irait vraisemblablement de même pour l'inflation, qui augmenterait temporairement chez nos voisins du Sud. Sous la menace de droits de douane plus importants, le billet vert devrait s'apprécier davantage, tandis que le huard subirait encore plus de pressions, ce qui le placerait bien en deçà des niveaux actuels.

En raison de leurs conséquences économiques – et politiques –, nous nous attendons à ce que la majorité des droits de douane imposés par les États-Unis sur les biens canadiens soient de courte durée. Ainsi, les répercussions négatives sur la croissance au Canada et aux États-Unis pourraient être limitées, et notre optimisme concernant les paramètres fondamentaux de l'économie et des marchés des capitaux mondiaux pourrait demeurer relativement intact. Cela dit, le contexte politique est très incertain et beaucoup moins prévisible que d'habitude. Malheureusement, la menace tarifaire persistera vraisemblablement dans un avenir prévisible. Dans ce contexte, il est particulièrement important que les investisseurs fassent preuve de rigueur et qu'ils se concentrent sur leurs objectifs à long terme. Tenter de prévoir l'exposition aux marchés s'avère souvent inutile pour obtenir des résultats de placement à long terme. Durant de telles périodes, nous nous attendons à profiter de nos portefeuilles élaborés avec soin, en conservant une répartition bien diversifiée de l'actif qui allie une approche mixte s'appuyant sur les catégories d'actif, les régions et les styles.



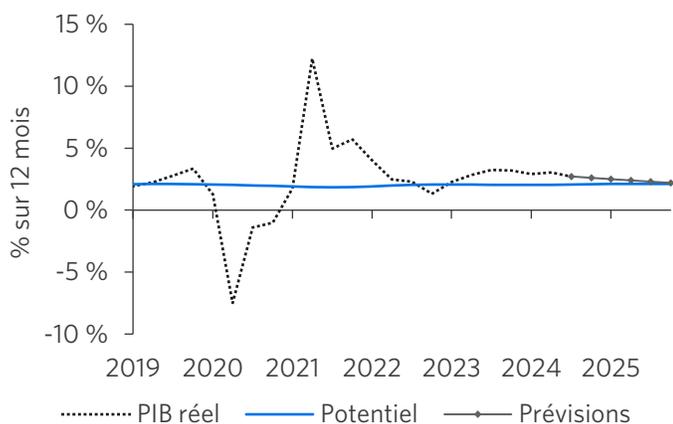
Stratégie relative aux marchés mondiaux

Dans un contexte d'expansion soutenue, le programme politique des États-Unis est la variable inconnue

L'économie mondiale devrait poursuivre son expansion en 2025. En tête de cette dernière, les États-Unis, dont l'économie devrait continuer de résister et de croître de façon générale conformément à sa tendance à long terme. La reprise économique à l'extérieur des États-Unis s'effectue à un rythme plus lent que prévu, en particulier en Europe et en Chine. Globalement, nos prévisions économiques dépeignent une économie mondiale qui revient graduellement à son équilibre tendanciel. À l'heure actuelle, il n'y a aucune perturbation économique majeure, malgré la présence de divergences régionales. Notre scénario de base ne prévoit aucun changement important pendant le cycle.

L'économie américaine s'approche de son potentiel

Croissance du PIB réel des États-Unis



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs : Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 4 janvier 2025.

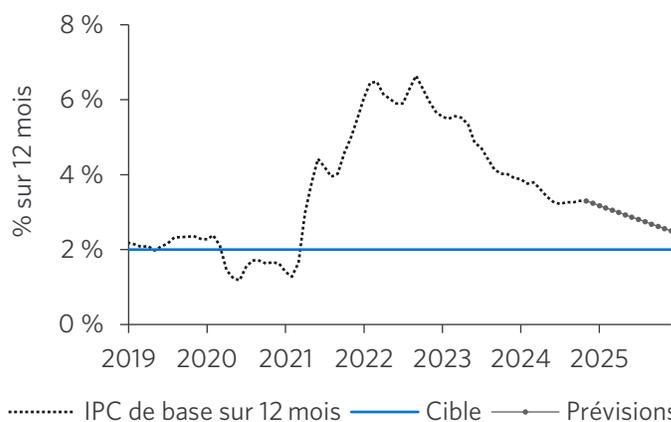
Dans le contexte de ces perspectives économiques tempérées, le programme de l'administration Trump pourrait être le facteur décisif qui pousse l'économie en surchauffe ou qui la fait ralentir de façon inattendue jusqu'à atteindre un taux de croissance inférieur à la tendance. L'élection américaine a accordé une victoire importante au camp républicain, qui a remporté la Maison-Blanche, le Sénat et la Chambre des représentants. Le président Trump aura ainsi la latitude politique nécessaire pour mettre en œuvre son programme. Cela dit, il reste à voir jusqu'où il ira par rapport à certains de ses engagements faits durant la campagne. Son programme est rempli de contradictions. Par exemple, il veut faire baisser l'inflation et générer une forte croissance économique, mais ses plans concernant les droits de douane et l'immigration devraient avoir l'effet contraire. Comme l'équilibre des pouvoirs

pourrait facilement changer aux élections de mi-mandat de 2026, le président Trump devra user de prudence pour éviter de causer plus de tort que de bien. Globalement, nous nous attendons à ce que les initiatives politiques aient pour effet net de freiner légèrement la croissance et d'exercer une pression limitée à la hausse sur l'inflation.

Dans l'ensemble, la croissance résiliente du PIB des États-Unis et la persistance de l'inflation supposent une appréciation prolongée du dollar américain, des taux d'intérêt supérieurs à ce qu'ils auraient été autrement, une accentuation de la courbe des rendements et, vraisemblablement, un rendement supérieur continu du marché boursier, mais à un rythme plus lent que celui observé en 2023 et en 2024. Certaines de ces variations prévues du marché sont déjà prises en compte depuis la fin de septembre 2024, notamment sur le marché du Trésor américain, où les intervenants ont réduit d'environ 130 points de base (pb) les baisses de taux auparavant attendues de la Fed. Il ne reste donc qu'une modeste réduction des taux à venir en 2025. En conséquence, nous nous attendons à ce que les taux obligataires cette année demeurent dans une certaine fourchette et à ce que les obligations produisent des rendements d'environ 5 %.

L'inflation est en perte de vitesse aux États-Unis, mais toujours supérieure à la cible

IPC de base aux États-Unis



Source : The information is provided by CIBC Asset Management Inc. using data from the following third-party providers: Bloomberg; LSEG Datastream. Data as at January 4, 2025.

Les rendements boursiers supplémentaires dépendront vraisemblablement de la croissance des bénéfices, qui devrait rester résiliente tant que l'économie progresse selon notre scénario de base. Compte tenu de la portée limitée du rendement supérieur des actions et de l'équilibre négatif des risques découlant de l'administration Trump, nous conservons une position neutre sur le plan tactique à l'égard des actions par rapport aux titres à revenu fixe et continus

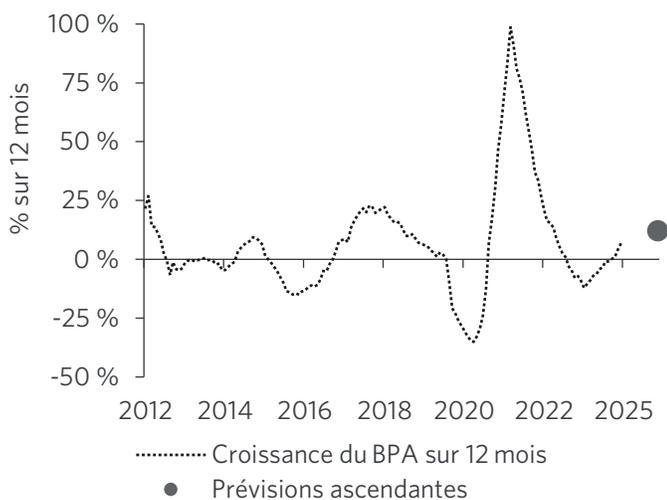
de mettre l'accent sur des stratégies relatives dans chaque catégorie d'actif. Nous avons liquidé notre surpondération des actions des marchés émergents avant l'élection américaine afin d'encaisser des gains et de gérer le risque politique. Nous avons réduit notre sous-pondération des actions internationales et nous conservons notre surpondération des actions canadiennes inchangée, ces dernières profitant de l'assouplissement rapide de la politique monétaire dans un contexte de signes de stabilisation de l'économie nationale. Du côté des titres à revenu fixe, nous surpondérons toujours les obligations mondiales et sous-pondérons les obligations canadiennes, pour tenir compte de la reprise modérée du portage. Notamment, l'écart entre les taux des obligations canadiennes et américaines à 10 ans n'a jamais été aussi élevé.

Actions mondiales : des rendements positifs modérés, alimentés par la croissance des bénéfices

Les actions canadiennes ont été vigoureuses pendant les derniers mois, ce qui les rend vulnérables à un repli à court terme. Les valorisations sont moins intéressantes à l'heure actuelle, mais la baisse des taux d'intérêt est plus rapide que la hausse des ratios C/B, une dynamique qui se traduit par une augmentation de la prime de risque des actions, ce qui est positif. Le Canada se démarque par ses perspectives favorables concernant les ventes et les bénéfices des sociétés pour la prochaine année. Ces deux facteurs sont actuellement faibles, laissant place à une hausse imprévue puisque nos prévisions concernant l'économie canadienne sont plus optimistes que les prévisions consensuelles.

Les bénéfices canadiens sont solides, mais sans éclat

Croissance des bénéfices de l'indice S&P/TSX



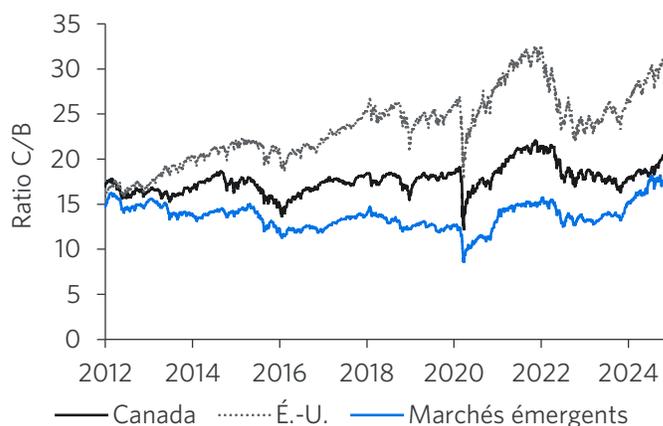
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs : Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 30 septembre 2024.

Les actions américaines ont réagi positivement dans la foulée de l'élection américaine. Si l'on tient compte du rendement depuis le début de 2023, les actions américaines ont progressé à un rythme nettement supérieur au taux de croissance de l'économie. Un tel contexte n'est toutefois pas soutenable sur de longues périodes. Par conséquent, les valorisations semblent de plus en plus chères, fragilisant le marché face aux bénéfices potentiellement décevants ou aux pressions à la hausse inattendues sur les rendements. Cela dit, une croissance économique robuste pourrait pousser les rendements boursiers à la hausse, et l'adoption rapide de l'intelligence artificielle pourrait favoriser les marges. C'est pourquoi nous privilégions une position tactique neutre par rapport aux actions américaines.

Les actions des marchés émergents ont été à la traîne de leurs homologues mondiales après l'élection, plombées par la nouvelle incertitude politique et le raffermissement du dollar américain. Ces deux facteurs minent les perspectives de nombreuses économies émergentes. Les actions chinoises subissent toujours des pressions dans la foulée de l'élection. La Chine sera probablement la principale cible des droits de douane américains. Malgré les signes persistants d'un ralentissement de la demande intérieure, jusqu'à présent, les autorités chinoises n'ont fait qu'atténuer les risques de baisse supplémentaire de la croissance. Les marchés émergents courent le risque d'être touchés par les répercussions négatives de la Chine et l'incertitude politique. Dans un proche avenir, nous avons l'intention de rester neutres à l'égard des actions des marchés émergents jusqu'à ce que nous observions des signes de catalyseurs positifs.

Les valorisations boursières s'apprécient

Ratio C/B corrigé des variations cycliques



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs : Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 4 janvier 2025.

Indicateur de risque de Gestion d'actifs CIBC

Perspectives des différentes catégories d'actif

Catégorie d'actif	Actuel 31-Dec-24	Fourchette la plus probable des 12 prochains mois	
		Minimum	Maximum
Taux des bons du Trésor du Canada à 3 mois	3,25 %	2,25 %	3,25 %
Taux des obligations d'État du Canada à 2 ans	2,93 %	2,55 %	3,05 %
Taux des obligations d'État du Canada à 10 ans	3,23 %	3,00 %	3,50 %
Taux des obligations d'État des É.-U. à 10 ans	4,57 %	3,25 %	5,00 %
Taux des obligations d'État allemandes à 10 ans	2,36 %	1,50 %	3,00 %
Taux des obligations d'État japonaises à 10 ans	1,09 %	0,65 %	1,50 %
Écarts de taux des oblig. de sociétés canad. de première qualité	0,98 %	0,80 %	1,30 %
Écarts de taux des oblig. de sociétés amér. à rendement élevé	2,67 %	2,50 %	3,50 %
Écarts de taux des oblig. souveraines des MÉ (libellées en \$US)	297	250	500
Indice S&P/TSX	24 728	23 300	28 300
Indice S&P 500	5 882	5 350	6 500
Indice Euro Stoxx 50	4 896	4 550	5 550
Indice Topix - Japon	2 785	2 625	3 175
Indice MSCI Marchés émergents	68 031	64 000	77 500
USD/CAD	1,4384	1,350	1,490
EUR/USD	1,0354	1,00	1,100
USD/JPY	157,20	142,00	162,00
USD/CNH	7,34	6,80	7,50
Or	2 625	2 500	3 000
Prix du pétrole WTI	71,72	55,00	85,00

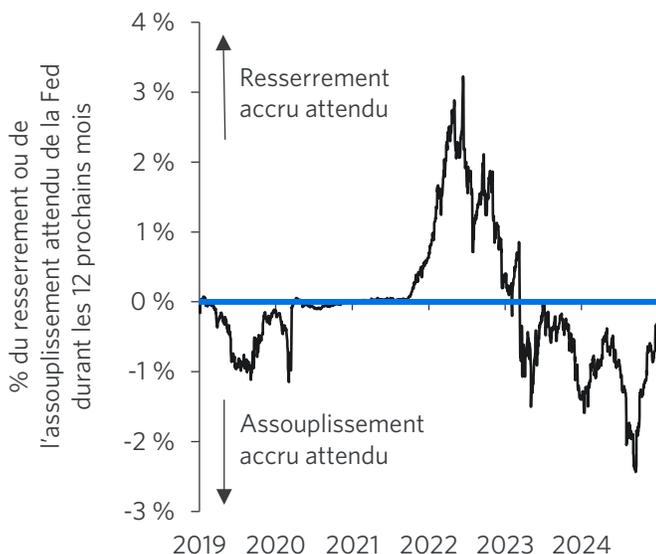
Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 31 décembre 2024.

Titres à revenu fixe mondiaux : les rendements obligataires devraient rester cantonnés dans une fourchette

Les marchés obligataires mondiaux ont été légèrement négatifs au quatrième trimestre de 2024. L'indice WGBI (couvert en dollars canadiens) a perdu 95 pb durant la période. Le rendement des marchés obligataires a été moins synchronisé entre les pays au quatrième trimestre qu'il ne l'a été récemment. Les obligations européennes se sont démarquées, l'économie de la zone euro demeurant décevante et la BCE ayant adopté un ton plus conciliant. Les obligations d'Amérique latine ont tiré de l'arrière, principalement en raison de facteurs spécifiques, comme les annonces de réformes budgétaires décevantes au Brésil. Aux États-Unis, la politique commerciale du président Trump et des données économiques supérieures aux attentes ont fait grimper les rendements des obligations du Trésor américain, effaçant complètement le recul observé au troisième trimestre de 2024. Ce qui s'est traduit par des pertes pour les obligations du Trésor américain. Au cours des 12 prochains mois, les rendements des obligations du Trésor américain à 10 ans devraient osciller au sein d'une fourchette généreuse de 3,25 % à 5,00 %, et se stabiliser autour de 4,25 %. Par suite de leur récente hausse, les rendements se situent maintenant dans la moitié supérieure de cette fourchette. Ailleurs dans le monde, les écarts de taux des obligations mondiales à rendement élevé et des obligations des marchés émergents libellés en dollars américains demeurent trop serrés pour offrir une protection en cas de ralentissement économique inattendu.

Les marchés excluent un éventuel assouplissement de la Fed

Variation prévue sur un an du taux des fonds fédéraux

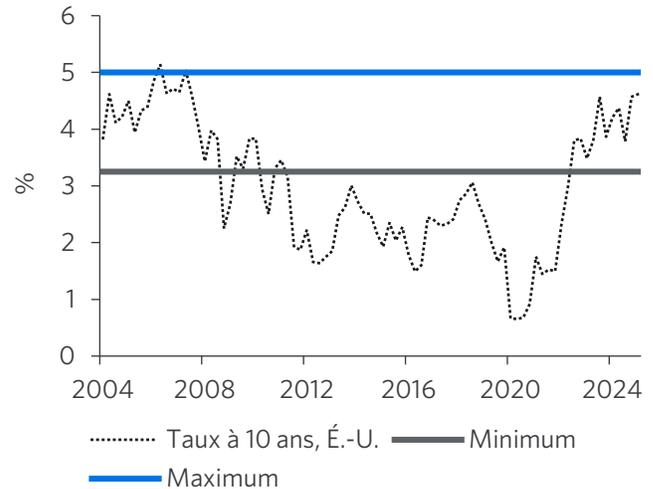


Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

Nous maintenons un portefeuille équilibré au sein de notre stratégie d'obligations mondiales, en combinant des positions dans un ensemble d'obligations procycliques intéressantes – comme au Brésil et au Chili – et des positions plus défensives, notamment au Japon et en Nouvelle-Zélande. Nous privilégions la sous-pondération des marchés industrialisés comme la zone euro et le Canada, où les valorisations semblent exagérées par rapport aux normes historiques. Nous surpondérons de façon sélective les obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale, préférant les marchés ayant un portage élevé et des valorisations intéressantes, comme le Brésil et le Chili. 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

Rendement des obligations à 10 ans du Trésor américain



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs : Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 4 janvier 2025.

Devises

Dollar américain : plus fort pendant plus longtemps

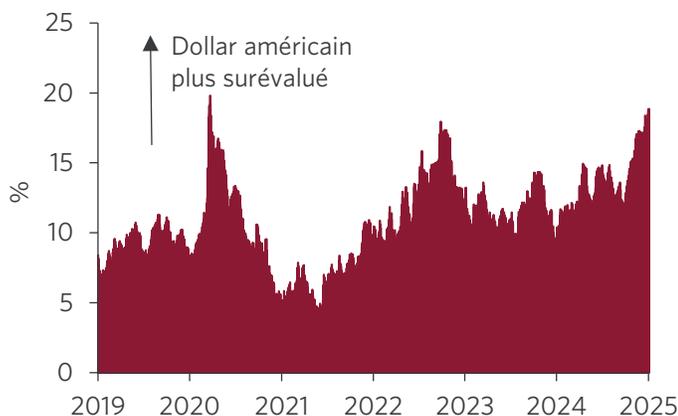
L'année 2024 a été une bonne année pour le dollar américain. Pondéré en fonction des échanges commerciaux, il s'est apprécié de 9 %, ce qui en fait sa meilleure année depuis 2020. La vigueur a été généralisée, mais l'appréciation a été particulièrement marquée par rapport à de nombreuses monnaies des marchés émergents.

Le rendement du dollar américain en 2025 sera grandement tributaire des politiques commerciales, budgétaires et monétaires américaines. La politique commerciale semble particulièrement incertaine, les intervenants du marché cherchant toujours à déterminer les mesures probables à prendre et à les différencier des menaces à la négociation. Cette incertitude suppose une volatilité accrue du marché des devises. Parallèlement, la menace de droits de douane supplémentaires des États-Unis autant à l'égard de ses alliés que de ses ennemis commerciaux pourrait être favorable au dollar américain.

La politique budgétaire devrait calmer le jeu quelque peu. La baisse de l'appétit des investisseurs étrangers pour les obligations du Trésor américain dans le contexte des besoins d'emprunt en forte croissance du gouvernement fédéral américain limitera, à elle seule, l'attrait du dollar américain. Enfin, ce dernier profitera du récent durcissement de ton de la Fed. Cela dit, le potentiel de hausse en 2025 est vraisemblablement limité, étant donné que le dollar américain est déjà fortement surévalué.

Le dollar américain semble de plus en plus surévalué

Écart entre l'indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges et sa juste valeur



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs : Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 4 janvier 2025.

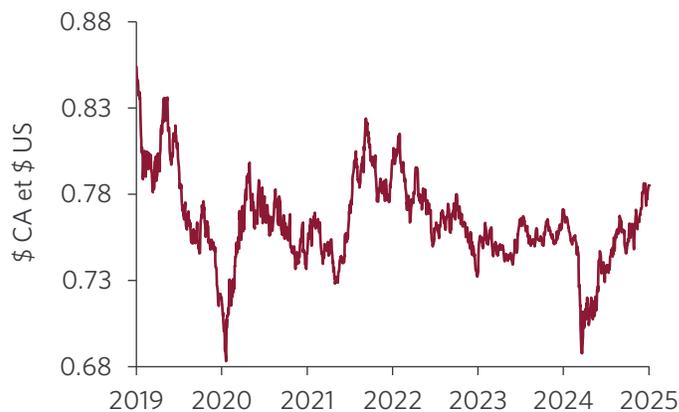
Dollar canadien : le risque tarifaire et les mesures d'assouplissement de la BdC laissent entrevoir une nouvelle faiblesse avant une reprise durable

Au cours de la dernière année, la faiblesse du huard a fait contraste à la vigueur du billet vert. En effet, le dollar canadien s'est déprécié de 9 % par rapport au dollar américain en 2024 en raison de l'écart de taux directeur, la BdC ayant défié les attentes du marché et mis en œuvre un assouplissement beaucoup plus musclé que celui de la Fed. L'écart de taux directeur entre la BdC et la Fed étant fortement négatif, les obligations canadiennes ont surpassé les obligations du Trésor américain, les écarts de taux des obligations d'État à 10 ans libellées en dollars canadiens ayant atteint leur plus bas niveau en 147 ans.

Le dollar canadien se situe maintenant près des creux atteints en 2016 et en 2020 et bien en deçà de sa juste valeur (1,17 \$ US). Compte tenu de la menace de droits de douane sur les exportations canadiennes vers les États-Unis, du ton conciliant de la BdC et de l'incertitude politique accrue au Canada, les pressions à la baisse sur le dollar canadien devraient persister pendant un certain temps. En 2025, le taux de change bilatéral \$ CA/\$ US devrait demeurer faible par rapport à sa juste valeur, pour se négocier dans une fourchette de 1,35 \$ US à 1,49 \$ US.

Le dollar canadien renoue avec des creux cycliques

Taux de change bilatéral CAD/USD



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs : Bloomberg et LSEG Datastream. Données au 4 janvier 2025.

Euro : des facteurs négatifs et des risques menacent d'accentuer la faiblesse de l'euro

L'euro a résisté face au dollar américain au début de 2024, avant de fléchir, passant de 1,12€ à la fin de l'été et terminant l'année en baisse de 7 %, à 1,03 €. Ce revirement témoigne d'un changement dans les attentes à l'égard d'un assouplissement monétaire de la BCE et de la Fed. Pendant la majeure partie de 2024, les intervenants du marché s'attendaient à ce que les deux banques centrales apportent sensiblement le même nombre de réductions sur un an. Ce contexte ne s'est toutefois pas matérialisé, la reprise prévue dans la zone euro se faisant toujours attendre et les États-Unis faisant montre d'une résilience soutenue. Il y a un an, les analystes tablaient sur le fait que la croissance du PIB des États-Unis passerait de plus de 3 % à moins de 1 %. Or, ces prévisions se sont avérées complètement erronées, l'économie américaine ayant progressé à un rythme de 2,7 % sur 12 mois au troisième trimestre de 2024. Pour sa part, le PIB de la zone euro a été deux fois plus lent que prévu pendant la même période. La BCE a donc adopté un ton de plus en plus conciliant, tandis que la Fed a adopté un ton plus ferme. En 2025, nous prévoyons un taux de change bilatéral EUR/\$ US plus volatil, qui oscillera entre 0,96 € et 1,10 €.

Yen : la normalisation progressive de la politique monétaire suppose une vigueur accrue du yen

Le yen a été particulièrement instable en 2024. Après 8 ans de taux d'intérêt négatifs, la Banque du Japon a finalement porté son taux directeur en territoire positif en mars 2024, le relevant à 0,1 %. Elle a de nouveau augmenté son taux directeur de 15 pb en juillet 2024, puis de 25 pb en janvier 2025. Elle a également annoncé en juillet qu'elle comptait réduire ses achats d'obligations d'État. Ces changements de politique laissent entrevoir un début de normalisation de la politique monétaire de la Banque du Japon, l'économie donnant des signes d'une reprise autonome. Le taux de change bilatéral \$ US/JPY a fortement réagi et est passé de plus de 160 ¥ à 140 ¥ en septembre 2024. Par la suite, la Banque du Japon semble avoir eu la frousse, ce qui a atténué les attentes concernant une hausse de taux en raison des préoccupations liées à l'instabilité financière et à la nécessité de faire preuve de prudence. Dans ce contexte, le yen a renoué avec son schéma de baisse, pour terminer 2024 à 157 ¥.

Nous en sommes aux premières étapes d'un important changement de régime par la Banque du Japon, lequel sera probablement accompagné au fil du temps d'un nouveau renforcement du yen par rapport au dollar américain. Au départ, le yen semblera fortement sous-évalué au regard du dollar américain et des autres devises. Toutefois, les hésitations de la Banque du Japon quant au rythme approprié

à adopter pour normaliser sa politique monétaire pourraient faire en sorte qu'une volatilité supérieure à la norme persiste un certain temps. Le taux de change USD/JPY devrait se négocier dans une fourchette de 120 ¥ à 140 ¥ en 2025. Compte tenu de l'incertitude et de la volatilité généralement attendues, le rôle traditionnel de couverture de portefeuille du yen devrait demeurer intéressant, surtout pour les devises les plus exposées au risque de droits de douane américains, notamment le renminbi.

Marchandises

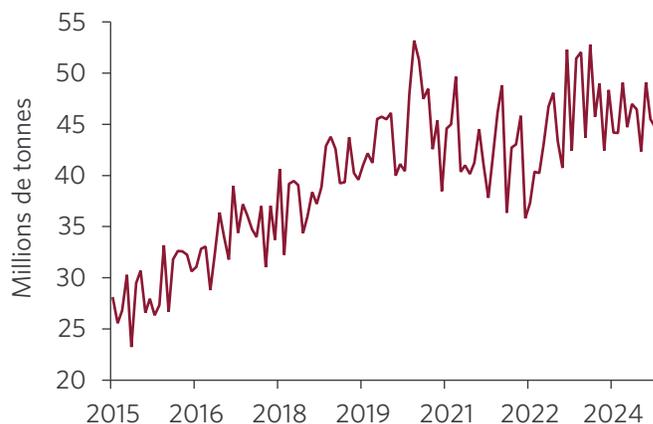
Pétrole : dans une fourchette étroite en attendant des précisions sur l'offre et la demande de 2025

Le pétrole s'est généralement négocié latéralement à l'automne 2024, le prix allant tant au-dessus qu'en dessous de 70 \$ US le baril, alors que le marché attendait de voir qu'elle serait l'orientation des [perspectives économiques mondiales](#) en 2025. Au début de janvier 2025, cette tendance a été rompue lorsque le prix du pétrole s'est négocié à près de 75 \$ US le baril.

Du côté de la demande, les chiffres en provenance de grands débouchés ont été satisfaisants, mais sans éclat. Nous prévoyons de l'incertitude à l'égard de la demande intérieure chinoise; par ailleurs, l'effet des droits de douane américains sur les exportations de biens chinois freinera vraisemblablement les prix du pétrole à court terme, du moins jusqu'à ce que nous ayons des précisions sur les politiques de la nouvelle administration américaine et des éventuelles répercussions sur la Chine.

Les importations de pétrole brut de la Chine sont restées stables

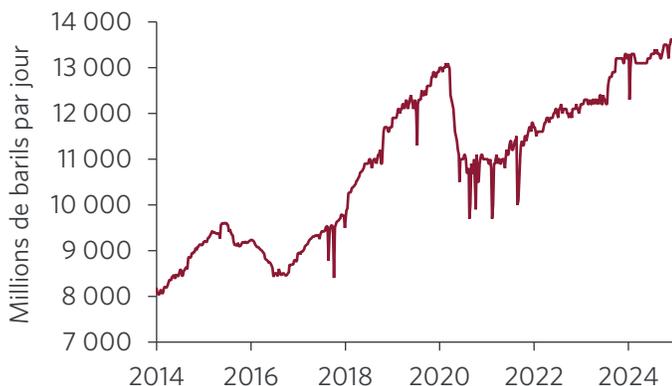
Importations de pétrole brut de la Chine



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

Des inconnues demeurent du côté de l'offre. Pendant sa campagne électorale, le président Trump a utilisé le slogan « drill, baby, drill » (forer, baby, forer), promettant d'accroître la production américaine de pétrole et de gaz à son retour à la Maison-Blanche. Soulignons qu'il n'y a pas eu de véritables contraintes sur la production pétrolière aux États-Unis ces derniers temps et que la production du pays atteint déjà des niveaux records. Nous ne voyons pas pourquoi les producteurs américains augmenteraient sensiblement la production de pétrole, étant donné que l'incertitude entourant la demande demeure un thème récurrent et que l'augmentation de la production pourrait mettre le prix du pétrole sous pression. Par ailleurs, les investisseurs dans les producteurs d'énergie américains mettent toujours l'accent sur le rendement des actionnaires, et non sur la croissance. Nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive cette année. Nous prévoyons une certaine croissance supplémentaire du côté du Canada, car les producteurs ont enfin une porte de sortie, le pipeline de Trans Mountain ayant commencé en 2024. Fait important, nous surveillerons de près l'OPEP+ pour voir si elle poursuivra ses tentatives d'équilibrer le marché en 2025. Nous nous attendons à ce que la nouvelle administration américaine impose des sanctions contre l'Iran et les fasse respecter, ce qui pourrait donner à l'Arabie saoudite la marge de manœuvre nécessaire pour renouveler une partie de sa réduction de production volontaire cette année.

La production pétrolière aux États-Unis a déjà atteint des niveaux records - l'offre n'a fait l'objet d'aucune contrainte
Production hebdomadaire de pétrole brut aux É.-U.



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

À court terme, nous prévoyons que le prix du pétrole s'établira à 65 \$ US le baril. Par ailleurs, nous restons convaincus que le West Texas Intermediate 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.

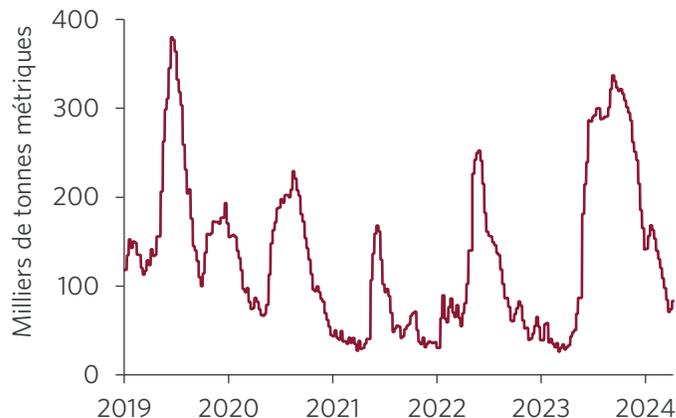
Cuivre : l'électrification stimule la demande

Après avoir atteint un sommet de 4,65 \$ la livre au début d'octobre 2024, le cuivre s'est ensuite négocié à la baisse de façon générale tout au long de l'automne et des mois d'hiver. Il a terminé l'année près de 4,00 \$ la livre. Les données sur la demande ont été contrastées tout au long de la période, et les intervenants du marché ont choisi d'attendre des précisions sur l'orientation en 2025.

Du côté de la demande, les acheteurs chinois sont toujours présents, car les stocks à la Bourse de Shanghai continuent de baisser. Parallèlement, la prime sur les cathodes de cuivre de la Chine s'est maintenue tout au long de l'automne 2024, témoignant de l'intérêt raisonnable de la part des acheteurs. La demande dans le secteur immobilier chinois demeure un risque pour le cuivre (et d'autres marchandises) jusqu'en 2025; nous soulignons tout de même que le secteur du logement chinois n'est pas un moteur aussi important qu'il y a quelques années. Les dépenses liées à l'électrification en Chine demeurent vigoureuses et se sont traduites en une source importante de demande pour le cuivre, ce qui a compensé la faiblesse du marché du logement.

Les stocks de cuivre de Shanghai en baisse en 2024

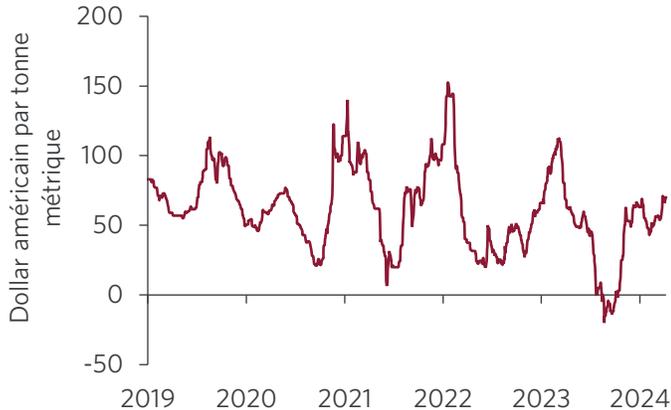
Stocks de cuivre de la Bourse des contrats à terme de Shanghai



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

Une saine prime sur les cathodes de cuivre indique un intérêt raisonnable de la part de l'acheteur

Prime sur les cathodes de cuivre de la Chine



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

Comme nous l'avons déjà mentionné, à moyen terme, tout plaide en faveur d'une appréciation des prix du cuivre. La transition vers une économie à faibles émissions de carbone exigera beaucoup de cuivre, aussi bien pour la fabrication de sources d'énergie renouvelable que pour celle du réseau électrique qui assurera la transition. Nous nous attendons à ce que l'augmentation de cette demande de transition fasse contrepoids au ralentissement de la demande en provenance des sources traditionnelles, comme le secteur immobilier chinois. Parallèlement, nous nous attendons à ce que l'offre de cuivre soit insuffisante pour répondre à cette hausse de la demande. Les nouveaux filons sont rares. Les coûts de construction associés aux nouveaux actifs augmentent et les risques géopolitiques sont élevés, posant des défis pour les investissements d'envergure dans les pays en développement. 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.

Or : une couverture raisonnable contre un large éventail de risques

Après avoir atteint un sommet de 2 787 \$ l'once à la fin d'octobre 2024, l'or a fait l'objet de ventes massives dans la foulée de l'élection américaine, le billet vert s'étant apprécié et les investisseurs recherchant des instruments plus risqués dans le contexte postélectoral. Depuis, l'or s'est redressé d'un creux de 2 600 \$ l'once; à la fin de l'année, il se négociait dans une fourchette de 2 600 \$ l'once à 2 700 \$ l'once.

À notre avis, le contexte demeure favorable à l'or en 2025. À très court terme, nous vivons une période d'incertitude accrue à l'égard de la nouvelle administration américaine. Les risques concernant les droits de douane, les guerres commerciales et (dans une moindre mesure) l'incertitude entourant la

croissance économique mondiale pourraient jouer en faveur de l'or cette année. Nous prévoyons aussi que d'autres réductions de taux aux États-Unis – quoique moins nombreuses que les attentes des analystes – profiteront à l'or, réduisant son coût de renoncement. À notre avis, la dédollarisation continuera de dominer dans certains pays émergents en 2025; les achats d'or par les banques centrales dans ces marchés contribueront à la demande cette année. Enfin, l'incertitude géopolitique demeure élevée en raison des guerres qui sévissent en Ukraine et au Moyen-Orient. L'or est souvent utilisé comme couverture des risques géopolitiques.

Les risques pesant sur l'or comprennent des taux d'intérêt aux États-Unis supérieurs aux attentes, des répercussions limitées des droits de douane limités et d'une guerre commerciale ainsi qu'une résolution des conflits dans les régions clés. Tous ces éléments réduiront la prime de risque géopolitique visant l'or.

Analyse économique

É.-U. : la saine expansion se poursuit dans un contexte de marge de manœuvre limitée pour de nouvelles baisses de taux par la Fed

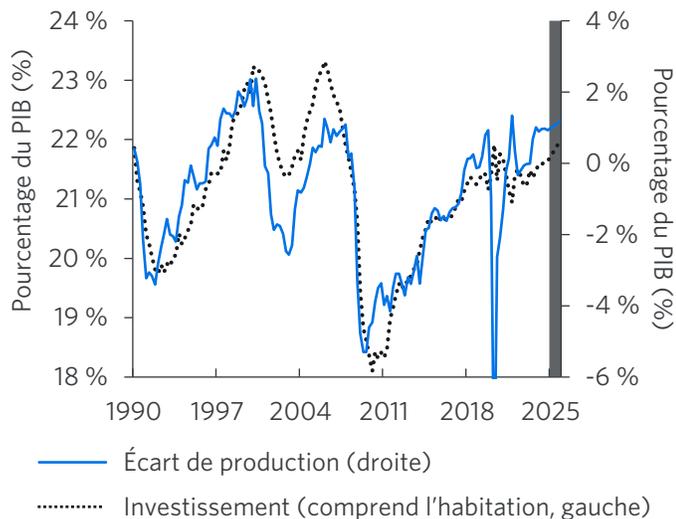
L'exceptionnalisme demeure évident au sein de l'économie américaine. En 2024, la croissance a de nouveau surpassé les attentes de même que sa tendance à long terme, malgré la politique monétaire restrictive de la Fed. Conformément aux dernières années, la vigueur des dépenses de consommation est demeurée le principal moteur de la croissance.

Nous nous attendons à un léger ralentissement de la croissance du PIB en 2025. Ces perspectives cadrent avec l'excédent continu de la demande et à un écart de production positif. Cela signifie que l'inflation – mesurée selon le taux de variation sur 12 mois de l'indice des prix de base de la consommation personnelle (DPC) – devrait demeurer au moins quelques dixièmes de points au-dessus du taux cible de 2,0 % de la Fed.

Malgré le ralentissement prévu de la consommation, les paramètres fondamentaux des ménages demeurent sains, soutenus par une croissance du revenu disponible vigoureuse, une faible utilisation du crédit par rapport au revenu et une épargne accumulée élevée dans des dépôts avec tirage de chèques. Contrairement au second semestre de l'année dernière, les investissements privés devraient rivaliser avec la consommation et devenir un moteur de croissance plus important. En conséquence, les investissements en pourcentage du PIB devraient augmenter, se rapprochant des tendances observées lors des expansions économiques précédentes.

Les dépenses d'investissement stimuleront la croissance aux États-Unis

Dépenses d'investissement aux États-Unis et écart de production



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

À cette étape-ci du cycle économique, la demande excédentaire et les pressions inflationnistes sur les coûts sont des facteurs clés qui incitent les sociétés à investir.

Les objectifs sont entre autres d'assurer des avantages concurrentiels, de se positionner de façon à répondre à la demande future et d'améliorer la productivité. Le marché du logement devrait profiter des investissements, fort d'une pénurie de logements et d'une importante demande comprimée. Par ailleurs, les incitatifs prévus aux termes de la CHIPS and Science Act de 2022 et de la Inflation Reduction Act de 2023 devraient continuer de stimuler les investissements supplémentaires des entreprises.

Nos perspectives de croissance correspondent grandement aux analyses consensuelles. Nous nous attendons à ce que le PIB augmente de 2,2 % en 2025. Nos prévisions de 2,2 % à l'égard de l'inflation mesurée par les DPC sont légèrement inférieures à celles des analystes en général. Le marché du travail continue de s'adapter et semble raisonnablement équilibré, ce qui laisse entrevoir un nouveau ralentissement de la croissance des salaires et de l'inflation dans le secteur des services. Comme la croissance du PIB demeure saine et que l'inflation est légèrement supérieure à la cible, nous ne nous attendons pas à ce que la Fed assouplisse sa politique monétaire davantage en 2025. Nous prévoyons que le taux directeur sera de 3,75 % dans 12 mois, ce qui correspond à 3 autres réductions de 25 pb. Globalement, les marchés s'arment à cette prévision d'une hausse prolongée des taux d'intérêt aux États-Unis, quoiqu'ils tablent désormais sur 2 réductions d'un peu moins de 25 pb chacune en 2025.

Risques de droits de douane imposés par les États-Unis

Les droits de douane à grande échelle représentent le risque le plus important pour nos perspectives mondiales, en particulier le risque que des droits de douane soient simultanément imposés au Canada, au Mexique, à la Chine et peut-être aussi à des pays européens. Compte tenu d'une inflation potentiellement élevée et de la hausse des coûts, nous nous attendons à ce que l'administration Trump limite l'ampleur des droits de douane qu'elle imposera sur les marchandises importées de pays autres que la Chine. Nous nous attendons plutôt à ce que la nouvelle administration américaine priorise des droits de douane ciblés et à ce qu'elle utilise les droits de douane plus vastes évoqués comme un outil de négociation brutal. Toutefois, étant donné le discours de plus en plus tendu et les vulnérabilités politiques accrues au Canada et en Europe, nous reconnaissons que les droits de douane globaux constituent un risque grandissant dans les négociations.

Notre scénario de base suppose que les [droits de douane sur les importations canadiennes](#), le cas échéant, seront de courte durée pour un certain nombre de raisons. Premièrement, ces droits de douane nuiront aux producteurs automobiles, aux raffineries de pétrole et aux consommateurs américains. Les chaînes d'approvisionnement du secteur automobile sont particulièrement intégrées entre les États-Unis et le Canada, ce qui sous-entend d'importantes difficultés économiques pour les constructeurs automobiles américains du Michigan, un État clé sur le plan politique. En conséquence, des droits de douane qui dureraient plus d'un trimestre pourraient s'avérer coûteux pour les républicains à l'élection de mi-mandat de 2026. La majorité des exportations du Canada vers les États-Unis visent le pétrole brut, puis le matériel de transport (y compris des véhicules automobiles) et les pièces. Ensuite, si l'on exclut l'énergie, il y a un déficit de la balance commerciale entre le Canada et les États-Unis, et non un excédent. Ce qui fait que le Canada n'est pas en cause dans le déficit de la balance commerciale des États-Unis, contrairement à l'Allemagne, au Japon, à la Chine et au Mexique. Enfin, les intérêts économiques et géopolitiques du Canada s'arment davantage à ceux des États-Unis par rapport aux autres pays. Malheureusement, la menace tarifaire persistera vraisemblablement dans un avenir prévisible. Toutefois, en raison de leurs conséquences économiques – et politiques –, nous nous attendons à ce que la majorité des droits de douane imposés par les États-Unis sur les biens canadiens soient de courte durée.

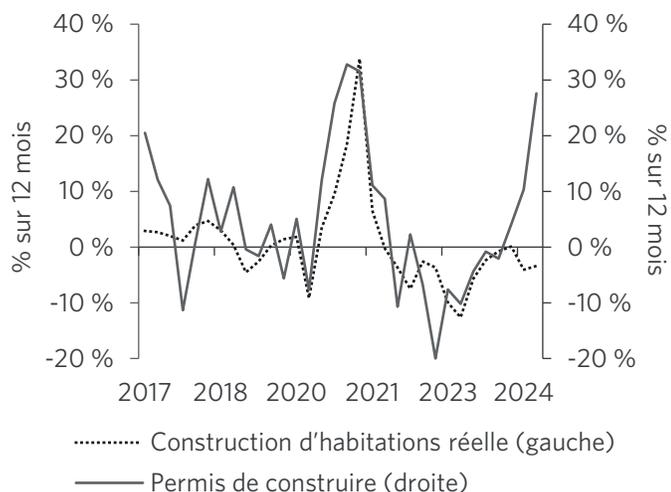
Canada : la certitude d'un assouplissement monétaire stimule la croissance, mais les risques d'inflation persistent

La BdC a adopté les mesures d'assouplissement monétaire les plus musclées des marchés industrialisés dans le but de stimuler l'économie canadienne et de juguler la faiblesse du marché du travail et du secteur du logement. De plus, l'inflation de base inférieure à 2 % donne à la BdC plus de marge de manœuvre pour réduire davantage son taux directeur. Au 27 janvier 2025, nous nous attendons à ce qu'elle réduise ce dernier d'un autre 75 pb pendant le premier semestre de l'année, pour le ramener à 2,5 % sur 12 mois.

Nous prévoyons que cette stratégie portera ses fruits en 2025. De plus, l'économie canadienne devrait afficher une croissance plus vigoureuse au second semestre de cette année. En particulier, le secteur du logement devrait être un facteur favorable important en raison de sa sensibilité accrue aux taux d'intérêt dans un contexte de pénurie importante de logements. Bien qu'une récession frappe la construction résidentielle depuis 2022, le nombre de permis de construire délivré pointe vers une reprise.

Reprise attendue de la construction d'habitations

Activité dans le secteur de la construction



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

Les paramètres fondamentaux favorables de la consommation devraient aussi soutenir un retour de la croissance. L'inflation en perte de vitesse stimule la croissance des salaires réels et, malgré le ralentissement, les marchés du travail doivent toujours composer avec des pénuries dans un contexte d'accélération des départs à la retraite. Globalement, les ménages semblent aussi assez bien préparés à un volume croissant de renouvellements de prêts hypothécaires, ayant des économies excédentaires importantes.

Nous prévoyons une croissance trimestrielle moyenne du PIB de 2,0 % en 2025, ce qui surpasse la prévision consensuelle de 1,8 %. Ce contexte ne suffira toutefois pas à réduire de façon notable les capacités économiques excédentaires. Il faudrait un assouplissement nettement plus prononcé que ce que nous prévoyons pour combler cet écart de production négatif. Cela dit, la pénurie de travailleurs de la construction et la forte demande comprimée de logements seront vraisemblablement des contraintes pour la BdC, qui voudra éviter de réactiver les risques d'inflation et de fragiliser le système financier. Nous nous attendons à ce que l'inflation oscille près de la cible de 2 % de la BdC en 2025, soit légèrement inférieure aux analyses générales.

Le principal risque pour l'économie canadienne est l'ampleur des droits de douane sur les biens canadiens exportés aux États-Unis. Ce contexte devrait accélérer la renégociation des modalités de l'Accord Canada-États-Unis-Mexique. Dans ce scénario de risque, la BdC assouplirait vraisemblablement les taux beaucoup plus énergiquement.

Zone euro : une banque centrale plus conciliante pour soutenir la croissance

Contrairement aux États-Unis, l'économie de la zone euro stagne depuis plus de deux ans. Compte tenu de l'écart de production négatif croissant et du maintien par la BCE d'une politique monétaire restrictive tout au long de 2024, l'inflation des prix à la consommation a ralenti pour se fixer à 2,4 % en décembre.

Celle-ci devrait poursuivre son ralentissement cette année et s'approcher de la cible de 2 % de la BCE d'ici la fin de l'année. Ce point de départ donne une marge de manœuvre suffisante à la BCE pour qu'elle continue de réduire son taux directeur dans le but de stimuler l'activité économique et de faciliter une reprise significative de la croissance. À notre avis, la BCE apportera 5 autres baisses de 25 pb en 2025, pour ramener son taux directeur à 1,75 % à la fin de l'année. Nous nous attendons à ce que ces efforts produisent des résultats positifs modestes au départ, soutenus par la hausse des revenus réels et la résilience de la demande de services. Simultanément, d'importants facteurs défavorables à la croissance demeurent. Parmi ceux-ci, mentionnons des entraves budgétaires accrues en Allemagne et en France, alors que les deux pays visent une nouvelle rigueur budgétaire.

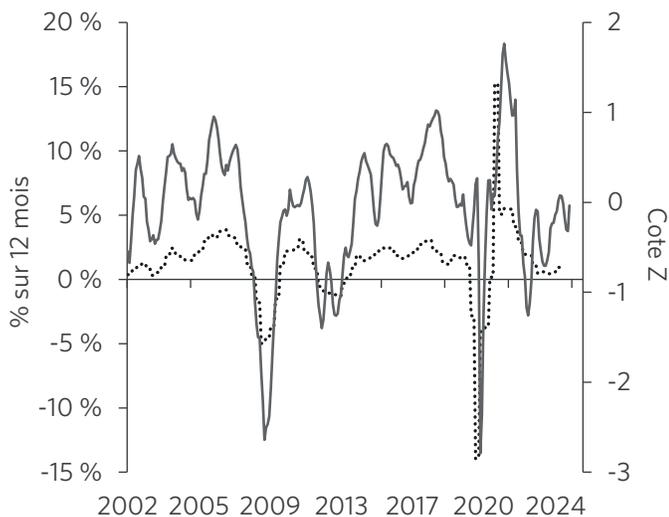
L'incertitude politique décuplée et la faiblesse de la demande extérieure de la Chine devraient aussi freiner l'économie, en particulier en Allemagne. Par ailleurs, la Chine est une concurrente de plus en plus importante des fabricants de la zone euro, en particulier pour le secteur automobile allemand, qui peine à faire concurrence aux véhicules électriques chinois. De plus, l'Union européenne est exposée à deux différends commerciaux potentiels : un avec la Chine visant

les subventions à grande échelle de véhicules électriques chinois, et un autre qui se profile avec les États-Unis. La menace de droits de douane ciblés sur les secteurs automobile et manufacturier européens est susceptible de freiner les investissements dans un avenir prévisible.

Compte tenu de tous ces facteurs contradictoires, nous prévoyons une croissance du PIB moyen de 1,0 % au cours des 4 prochains trimestres. Même si ce résultat est décevant comparativement à nos prévisions pour les États-Unis et le Canada, il s'agit d'une amélioration par rapport à la hausse de 0,8 % sur 12 mois réalisée en 2024.

Les indicateurs avancés pointent vers une reprise timide

Croissance du PIB et indice de confiance



..... Croissance du PIB réel (gauche)
 ——— Indice de confiance prospectif (ZEW et confiance des consommateurs, avancé de 6 mois, droite)

Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant du tiers fournisseur suivant : Bloomberg. Données au 4 janvier 2025.

Chine : l'assouplissement de la politique monétaire se poursuit et des mesures plus musclées sont prêtes pour répondre aux droits de douane américains

La récession alimentée par le marché du logement a laissé l'économie chinoise dans un piètre état tout au long de 2024. En réaction, le gouvernement chinois a continué d'ajouter des mesures de relance, notamment en augmentant les nouvelles émissions d'obligations d'État spéciales et en s'engageant à stabiliser le marché du logement.

Nous sommes toujours d'avis que les décideurs n'adopteront pas de mesures de relance importantes qui amélioreraient radicalement les perspectives économiques en Chine. Cela reflète les coûts élevés associés à la stabilité financière et une orientation plus importante, mais aussi plus ciblée, des investissements à long terme dans les technologies en guise de réponse politique. Les importantes mesures de relance précédentes ont nécessité des investissements à grande échelle dans les infrastructures et la construction de logements. Ce contexte a considérablement creusé l'endettement, entraîné une prise de risques excessive par les gouvernements locaux, ouvert la voie à de la corruption, en plus de créer des déséquilibres dans l'offre excédentaire et des actifs peu performants.

Compte tenu des vulnérabilités croissantes de l'économie, nous nous attendons à ce que les politiques soient plus proportionnelles à l'ampleur des chocs, comme les éventuels droits de douane américains. Même si les déficits annuels totaux liés à l'État ont dépassé 15 % du PIB au cours des dernières années, Beijing a toujours été réticente à ce que le gouvernement central franchisse la sacrosainte ligne rouge d'un déficit cible de 3 %. Mais cela semble changer. En décembre 2024, la Conférence centrale sur le travail économique a indiqué un objectif de déficit de 4 % en 2025.

On s'attend à ce que les droits de douane américains sur les exportations de biens chinois soient plus élevés et plus étendus. La Chine a largement manqué à son engagement de 2020 envers l'ancienne administration Trump d'augmenter les importations des États-Unis de 200 milliards de dollars américains. Cet engagement avait été présenté à titre de compensation pour les pratiques commerciales déloyales de la Chine, notamment des subventions à grande échelle et des restrictions d'accès aux marchés. Ces obstacles demeurent sans entraves et, depuis 2020, le consensus politique aux États-Unis en faveur d'un affaiblissement du développement économique et militaire de la Chine ne fait que s'intensifier. Nous avons donc pour hypothèse la mise en œuvre de droits de douane supplémentaires de 30 %.

Des obstacles tarifaires affaibliront considérablement l'économie en 2025. Les sociétés chinoises ont vraisemblablement délocalisé certains segments d'assemblage pour éviter les droits de douane, mais l'économie demeure vulnérable en raison de l'ampleur des capacités excédentaires et de la crise du marché immobilier. En réaction aux droits de douane, nous nous attendons à ce que la Chine annonce d'autres mesures économiques, y compris une aide aux gouvernements locaux et pour achever les chantiers à l'arrêt.

Les nouvelles mesures ne suffiront probablement pas à remettre l'économie chinoise sur les rails. Toutefois, elles seront les bienvenues et contribueront à réduire au minimum le risque résultats hautement négatifs pour l'économie. Par rapport aux prévisions consensuelles, nous nous attendons à une autre année de croissance du PIB décevante et à une stagnation de plus en plus prononcée. Ces attentes s'observent sur le marché des obligations d'État, où les rendements des obligations chinoises à 30 ans continuent de baisser; elles se négocient maintenant bien en deçà de leurs homologues japonaises de même durée. Nos prévisions à l'égard du PIB pour les 4 prochains trimestres sont d'à peine 4,3 % – soit moins que les prévisions consensuelles de 4,5 % – et sont décevantes pour

les décideurs qui devraient maintenir une cible de croissance d'environ 5 % en 2025.

Chine: Les taux de rendement des obligations à 30 ans sont maintenant moins élevés en Chine qu'au Japon

Taux de rendement des obligations d'État à 30 ans



Source : Renseignements fournis par Gestion d'actifs CIBC inc. et fondés sur des données provenant des tiers fournisseurs : Bloomberg et Macrobond. Données au 4 janvier 2025.

Prévisions économiques (12 prochains mois)

Région	PIB actuel	PIB - consensus	PIB - estimation de GAC	Inflation actuelle	Inflation - consensus	Inflation - estimation de GAC	Taux directeur - estimation de GAC
Canada	1,6 %	1,7 %	2,0 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	-75 bps
États-Unis	2,7 %	2,2 %	2,2 %	2,7 %	2,5 %	2,6 %	-75 bps
Zone euro	0,9 %	1,1 %	1,0 %	2,2 %	2,0 %	1,9 %	-125 bps
Chine	4,6 %	4,5 %	4,4 %	0,2 %	0,8 %	0,8 %	-40 bps
Japon	0,5 %	1,2 %	1,3 %	3,0 %	2,3 %	2,3 %	+40 bps
Monde	2,5 %	2,7 %	2,8 %	3,1 %	2,8 %		

Source : L'information est fournie par Gestion d'actifs CIBC inc. L'inflation désigne l'IPC.

Autres scénarios économiques

Assouplissement monétaire mondial (scénario de base, 50 %)

Dans ce scénario, l'expansion économique aux États-Unis se poursuit. La croissance du PIB ralentira probablement pour atteindre un rythme plus durable de 2,2 %, ce qui cadre avec la croissance potentielle et les tendances à long terme. L'inflation persiste et dépasse le taux cible de 2 % de la Fed. Cette dernière réduit graduellement la fourchette cible du taux des fonds fédéraux pour la ramener à 3,75 %, restant en territoire restrictif. L'écart de production aux États-Unis demeure positif pour une deuxième année consécutive, la demande excédentaire persistant, une caractéristique typique des expansions économiques bien établies. La croissance mondiale devrait s'établir en moyenne à 2,9 %.

Les rendements des obligations du Trésor américain à 10 ans devraient osciller au sein d'une fourchette de 3,25 % à 5,00 %, et se stabiliser autour de 4,25 %. Toutefois, à court terme, ils devraient demeurer supérieurs à ce niveau d'équilibre, et la

courbe des rendements risque de s'accroître davantage. Les marchés des actions devraient produire des rendements positifs grâce à la croissance modérée des bénéfices. Cependant, bon nombre de bonnes nouvelles ont été prises en compte, et les valorisations élevées constituent un obstacle. Notre conclusion globale est que les actions devraient surpasser modérément les obligations en 2025.

Hausse de l'inflation (30 %)

L'économie américaine défie les attentes, inscrivant un taux de croissance moyen de 2,8 % et surpassant nettement son taux potentiel à long terme. Dans ce scénario, l'économie, et les investissements en particulier, réagissent plus vigoureusement aux réductions de taux mises en œuvre en 2024 et l'inflation est plus sensible que prévu aux droits de douane. Les conditions de demande excédentaire dominent toujours. Les marchés du travail commencent à se resserrer, principalement en raison des restrictions sur l'immigration. Le taux d'inflation atteint un creux au premier semestre, pour se redresser et atteindre 3,1 % sur 12 mois à la fin de l'année. La Fed n'apporte pas d'autres réductions de taux et la courbe des rendements affiche une accentuation baissière. Les actions se portent bien au départ, portées par une croissance plus forte, mais elles perdent du terrain en raison d'une inflation accrue.

Ralentissement de la croissance mondiale (20 %)

Selon nous, le fait de sous-estimer les conséquences d'une croissance négative découlant du resserrement de la politique monétaire demeure un risque important. Toutefois, au fil du temps, ce risque s'amenuise; manifestement, les effets variables et qui peuvent mettre du temps à porter leurs fruits associés aux décisions politiques antérieures sont de plus en plus chose du passé. Les politiques de l'administration Trump sur les droits de douane et l'immigration présentent plutôt un risque accru, ce qui pourrait peser plus lourd que prévu sur l'activité économique.

Dans ce scénario, l'économie américaine se replie, avec une croissance du PIB inférieure à 1 % en 2025. La Chine peine à atténuer les répercussions de la récession du marché du logement et s'enfonce dans une crise plus grave. L'inflation est ramenée près de 1 % aux États-Unis, en raison de la baisse de l'écart de production et des prix des marchandises. Cela permet à la Fed d'apporter des réductions de taux plus importantes que prévu dans notre scénario de base et de ramener le taux directeur sous son niveau neutre à long terme. Les marchés obligataires se redressent et les rendements s'orientent vers notre fourchette inférieure. Les bénéfices des sociétés sont inférieurs aux attentes des marchés, et les ratios C/B diminuent, ce qui se traduit par des rendements boursiers négatifs. Des rendements inférieurs atténuent la chute.

Authors



Michael Sager, Ph.D.

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



Daniel Greenspan, MBA

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



Francis Thivierge, M.Sc., CFA

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



Vincent Lépine

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



Eric Morin, M.Sc., CFA

Directeur en chef,
Stratégie macroéconomique mondiale,
Multiclasse d'actifs et gestion des devises



About CIBC Asset Management

Gestion d'actifs CIBC croit fermement que chaque solution de placement personnalisée nécessite recherche et 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 robustes. 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 nos solutions de placement, veuillez communiquer avec votre conseiller ou votre représentant CIBC. Pour en savoir plus, suivez-nous sur [LinkedIn](#).

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de Gestion d'actifs CIBC inc. en date de février 2025, à moins d'indication contraire, et peuvent changer en tout temps. Gestion d'actifs CIBC inc. n'assume aucune obligation ni responsabilité quant à la mise à jour de ces opinions. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne constitue aucunement des conseils financiers, fiscaux, juridiques, comptables ou de placement. Il ne doit être considéré ni comme des prévisions sur le rendement futur des marchés ni comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle de chacun 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. Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion d'actifs CIBC inc. Le rendement passé peut ne pas se reproduire et n'est pas garant du rendement futur.^{MD} Le logo CIBC et « Gestion d'actifs CIBC » sont des marques déposées de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

Les énoncés prospectifs comprennent des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui y font référence, ou 67 qui comprennent des termes comme « s'attendre à », « prévoir », « compter », « planifier », « croire », « estimer » ou d'autres termes similaires. De plus, tous les énoncés qui peuvent être faits concernant le rendement futur, les stratégies ou les perspectives et les éventuelles mesures futures prises par le fonds sont aussi des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs ne sont pas garants du rendement futur. Ces énoncés comportent des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats et les réalisations réels du fonds diffèrent sensiblement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans ces énoncés. Ces facteurs comprennent, sans s'y limiter, la conjoncture économique, la conjoncture des marchés et des entreprises en général, les fluctuations des prix des titres, des taux d'intérêt et des taux de change, les changements dans la réglementation gouvernementale et les événements catastrophiques. La liste ci-dessus des facteurs importants qui peuvent influencer sur les résultats futurs n'est pas exhaustive. Avant de prendre des décisions de placement, nous vous invitons à examiner attentivement ces facteurs, ainsi que d'autres. Gestion d'actifs CIBC inc. ne s'engage pas, et décline expressément toute obligation, à mettre à jour ou à réviser tout énoncé prospectif, que ce soit à la suite de nouveaux renseignements, d'événements futurs ou autrement, avant la publication du prochain rapport de la direction sur le rendement du fonds.

« 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. Bloomberg ne garantit pas le caractère opportun, l'exactitude ou l'exhaustivité des données ou renseignements.