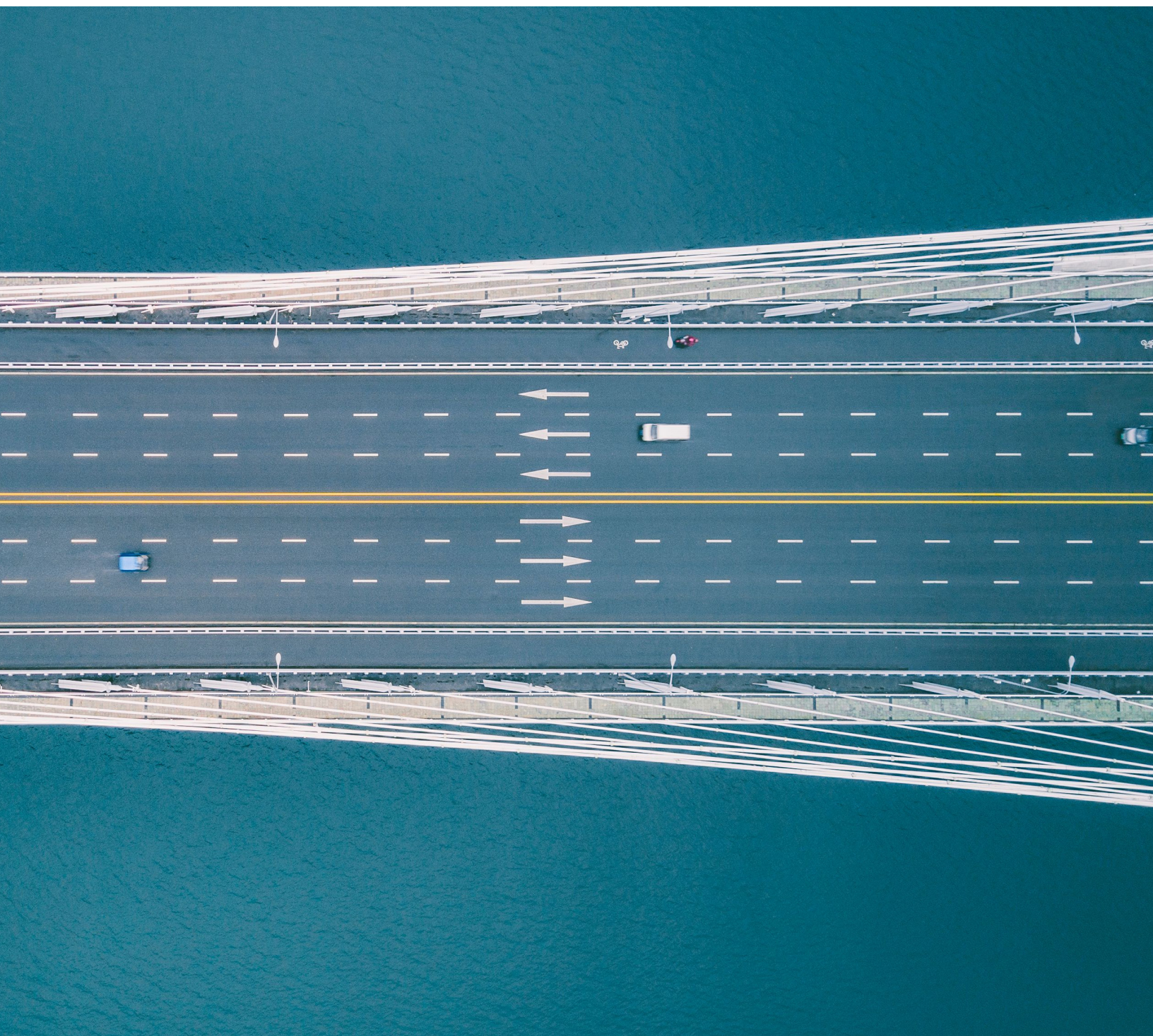


Perspectives

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

Printemps 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

Tarifs douaniers : vers la fin de l'exceptionnalisme américain?

Principaux points à retenir

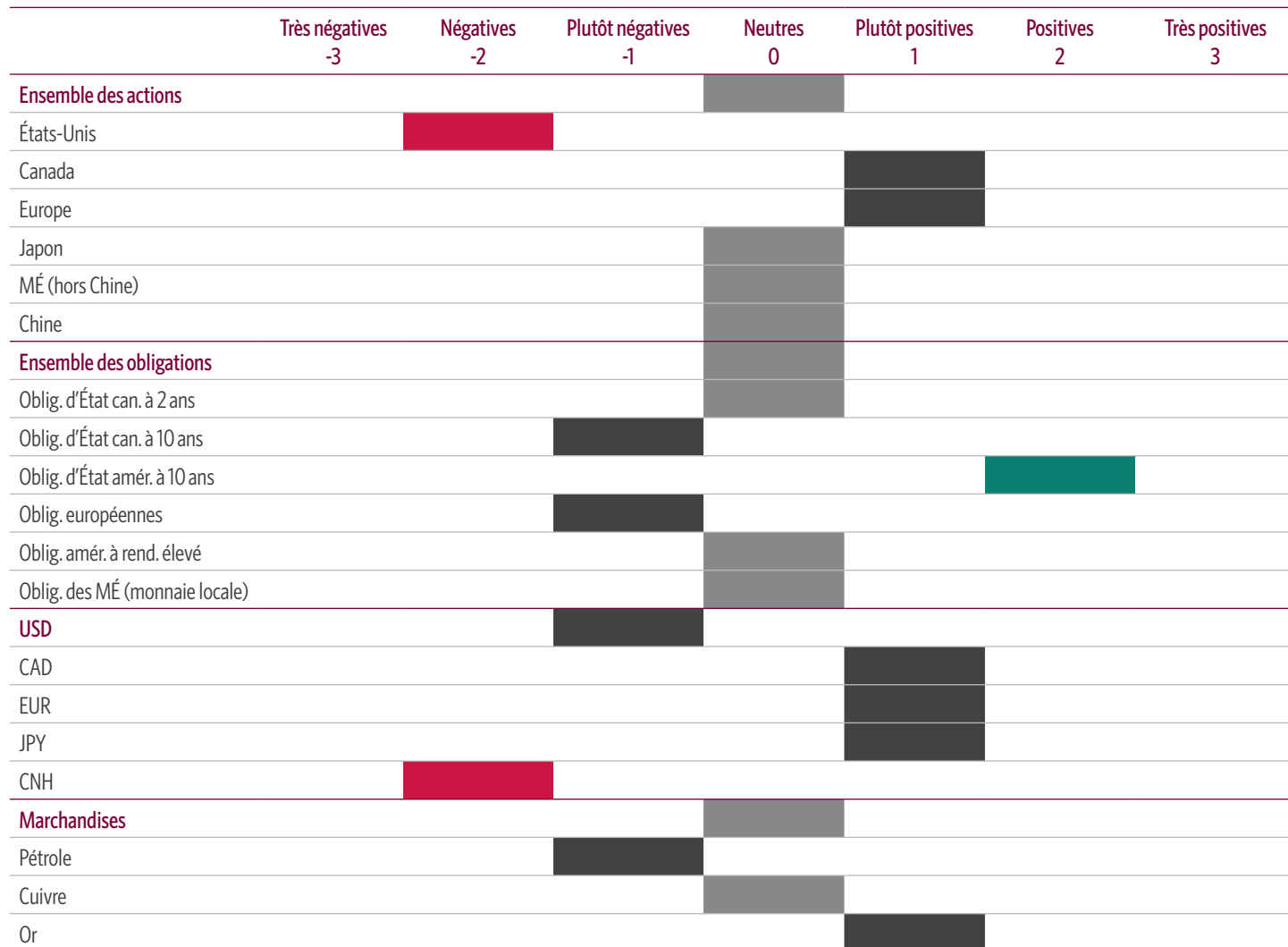
- Le contenu du présent document reflète notre opinion au moment de la rédaction, soit le 10 avril 2025.
- Les plaques tectoniques se déplacent. Les tarifs douaniers récemment imposés à l'occasion du « jour de la libération » ont considérablement augmenté les droits à l'importation aux États-Unis – même après l'annonce d'un délai de 90 jours –, entraînant des taux tarifaires inégalés en près d'un siècle.
- Les États-Unis emploient les tarifs douaniers comme outil de la diplomatie du dollar pour tenter de remodeler la dynamique commerciale, dans le but de renforcer le secteur manufacturier américain et de miner la menace que représente la Chine, perçue comme une concurrente mondiale dans le secteur de la technologie et une rivale militaire de longue date.
- Malgré d'importants obstacles économiques et une incertitude élevée, nous nous attendons à ce que les États-Unis, le Canada et l'économie mondiale évitent une récession au cours des 12 prochains mois, même si le risque de baisse a manifestement augmenté.
- Nous prévoyons un ralentissement de la croissance plus prononcé aux États-Unis que dans les autres économies, résultat de l'effet cumulatif des tarifs douaniers mondiaux. Quant au Canada, nos perspectives tiennent compte de l'incertitude initiale qui se répercutera sur l'activité économique jusqu'à ce qu'un accord commercial soit conclu avec les États-Unis. Par la suite, nous nous attendons à une reprise modeste de la croissance oscillant autour du potentiel. Ailleurs, nous tablons sur des négociations qui aboutiront à des tarifs douaniers moins élevés, sur une croissance stable dans la zone euro, soutenue par la politique monétaire et les mesures de relance budgétaire, sur une baisse limitée de la croissance en Chine en raison de l'augmentation des mesures de relance et des investissements dans les technologies ainsi que sur une baisse des prix du pétrole permettant d'amortir davantage les répercussions des tarifs douaniers.
- Compte tenu du contexte politique hautement incertain, nous recommandons une position neutre à l'égard des actions par rapport aux obligations pour les 12 prochains mois. Malgré une balance des risques à court terme favorable aux obligations, le contexte actuel où les menaces tarifaires sont amplifiées par les tactiques de négociation évolue rapidement; ainsi, un changement de scénario pourrait entraîner des perspectives plus favorables pour les actifs à risque. Dans une conjoncture idéale, prévoir le marché pose tout un défi pour les investisseurs; c'est particulièrement terrifiant en ce moment.
- Sur les marchés des actions, la diplomatie du dollar remet désormais en question l'exceptionnalisme américain, exposant les actions américaines surévaluées à une baisse de la demande des investisseurs étrangers, dont les avoirs atteignent des sommets sans précédent. Nous sommes optimistes à l'égard du Canada et de l'Europe. Du côté des titres à revenu fixe, les obligations d'État américaines

sont intéressantes. Pour ce qui est des devises, nous nous attendons à ce que le dollar américain continue de fléchir et à ce que le dollar canadien s'apprécie par rapport à celui-ci.

- En périodes de grandes incertitudes, il est particulièrement important que les investisseurs fassent preuve de rigueur, qu'ils se concentrent sur leurs objectifs à long terme et qu'ils conservent un portefeuille bien diversifié. Même si l'incertitude pourrait soutenir une volatilité accrue des marchés pendant une période prolongée, l'histoire montre que les marchés des actifs sont à même de surmonter d'importantes perturbations – comme la pandémie de COVID-19, une inflation inégalée depuis des décennies et des taux d'intérêt en hausse – comme ce fut le cas au cours des cinq dernières années. Les investisseurs qui ont résisté à ces défis se sont bien tirés d'affaire.



Perspectives des marchés financiers, 12 prochains mois



Source : Gestion d'actifs CIBC, au 10 avril.

Macroéconomie mondiale : les investisseurs doivent se préparer à un monde transformé

Les plaques tectoniques se déplacent rapidement

Le monde est en mutation. Les tarifs douaniers sont devenus le principal outil d'un nouveau régime de diplomatie du dollar en vertu duquel l'administration Trump cherche à modifier les relations commerciales qu'elle perçoit comme déséquilibrées et défavorables aux États-Unis. Avant les récentes annonces – à l'occasion de la « journée de la libération » –, les États-Unis appliquaient habituellement des tarifs douaniers et des obstacles non tarifaires beaucoup plus modestes que ceux imposés par d'autres pays. Les tarifs douaniers constituent un outil perturbateur qui vise à revitaliser le secteur manufacturier américain, à affaiblir le billet vert et à ouvrir la voie à des négociations qui auront pour issue des modalités plus avantageuses pour les sociétés américaines. Le thème global de la politique est que les États-Unis ont besoin d'une base manufacturière plus solide afin de mieux rivaliser avec la Chine et de décourager son ambition militaire. Ce sera un marathon, non un sprint. Les tarifs douaniers revêtent une composante idéologique, laissant présager un seuil de tolérance plus élevé pour l'administration Trump – face aux turbulences économiques et boursières – que ce qui était apparent pendant la guerre commerciale de 2018-2019 avec la Chine.

Dans ce nouveau régime, nous nous attendons également à ce que les États-Unis fassent pression sur leurs alliés – notamment par la menace de tarifs douaniers punitifs – afin qu'ils augmentent leurs dépenses militaires pour réduire leur dépendance à l'égard de la protection militaire américaine contre le risque d'agression de la Russie et de la Chine.

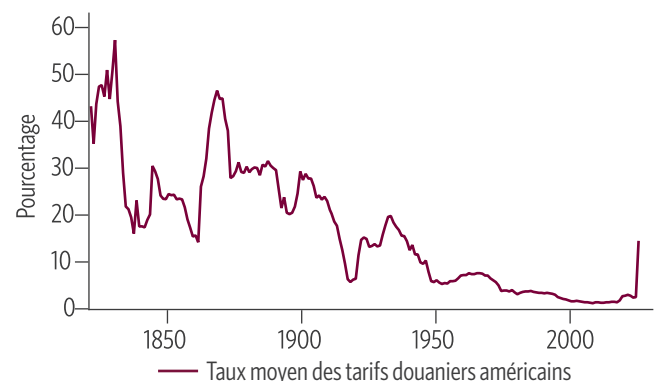
Un choc tarifaire foudroyant pour l'économie mondiale

Les tarifs douaniers annoncés lors de la « journée de la libération » ont entraîné des hausses du côté dynamique des attentes. Le président Trump a imposé des tarifs douaniers d'au moins 10 % sur l'ensemble des biens importés ainsi que des tarifs supplémentaires ciblant précisément des dizaines de pays qui contribuent le plus aux déficits commerciaux des États-Unis. La Chine est la plus ciblée, les tarifs imposés ayant bondi pour atteindre plus de 100 %. Même si des négociations avec les États-Unis sont envisageables, les tarifs pourraient demeurer élevés. Ailleurs en Asie, des négociations sont déjà en cours pour éviter ou réduire les tarifs réciproques américains. En Amérique du Nord, où les négociations tripartites se poursuivent, les produits conformes à l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (AEUMC) ne sont toujours pas visés par les tarifs douaniers. Toutefois, les produits qui ne sont

pas conformes à l'AEUMC – y compris les automobiles et les pièces d'automobiles – seront assujettis à des tarifs de 25 %, à l'exception du pétrole et de la potasse, qui seront assujettis à des tarifs de 10 %.

Le taux tarifaire moyen pondéré en vigueur aux États-Unis passera vraisemblablement de 5 % au début de 2025 à environ 20 %, soit la plus forte augmentation en près d'un siècle (figure 1). Ce choc tarifaire est environ 6 fois plus important pour l'économie américaine que celui provoqué lors de la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis en 2018-2019. À cette époque, les États-Unis avaient subi une réduction de leur produit intérieur brut (PIB) de 0,4 % et une augmentation de l'inflation des prix à la consommation de 0,2 % en moyenne sur une période de 2 ans.¹

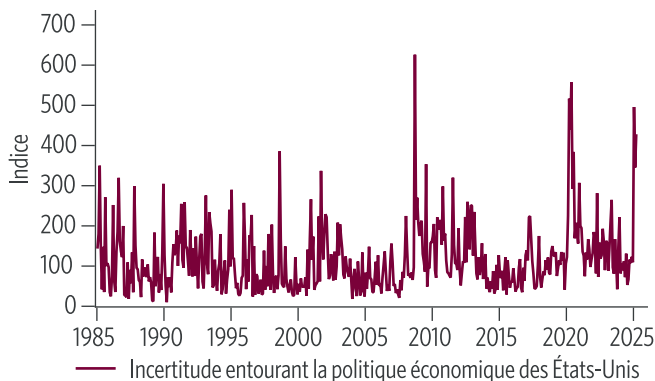
Figure 1 : Une hausse marquée des tarifs douaniers américains



Source : Macrobond, en date d'avril 2025.

Une incertitude nouveau genre : une concentration de risques politiques

Les tarifs douaniers ont déclenché un fort sentiment d'incertitude économique (figure 2). La répartition des risques présente des occurrences de pointe, et les probabilités concernant divers résultats de croissance et d'inflation ne sont pas soumises, à l'heure actuelle, à des facteurs économiques traditionnels. L'économie est plutôt exposée, en grande partie, à une concentration de facteurs humains, comme la volonté du président Trump à modifier ses politiques tarifaires et l'intention d'autres pays à réduire leurs propres tarifs afin de négocier un accord avec les États-Unis.

Figure 2 : Hausse de l'incertitude économique

Source : crobond, en date d'avril 2025.

Plusieurs raisons font que la balance des risques entourant les perspectives est orientée à la baisse : l'apparente réticence de l'administration Trump à réduire considérablement les tarifs douaniers dans leur ensemble; d'autres pays pourraient emboîter le pas à la Chine et exercer des mesures de représailles contre les tarifs douaniers américains; et l'effet combiné des tarifs douaniers, de la grande incertitude, de l'assainissement des finances publiques, et des restrictions à l'immigration pourraient nuire à l'économie américaine plus que prévu.

Notre scénario de base suppose, avec une probabilité de 50 %, que l'économie américaine ralentira considérablement par rapport à son rendement de la dernière année, mais qu'elle évitera une récession. Par ailleurs, nous nous attendons à ce que l'économie mondiale évite une récession au cours des 12 prochains mois. Toutefois, le risque de baisse est prononcé : nous attribuons une probabilité de 35 % pour les États-Unis et une récession mondiale; à l'inverse, nous n'attribuons qu'une probabilité de 15 % à un résultat plus constructif, dans lequel la politique budgétaire soutiendrait l'économie mondiale au-delà des attentes et les tarifs douaniers seraient considérablement réduits en raison d'accords commerciaux accélérés avec les alliés américains.

Résumé de nos perspectives économiques mondiales

Nos perspectives économiques de base prévoient que l'économie américaine ralentira dans une plus grande mesure que le reste du monde. De fait, nous nous attendons à ce qu'elle subisse un ralentissement rapide, le taux de croissance du PIB glissant sous la barre de 1 % sur 12 mois avant la fin de 2025, mais le choc inflationniste (temporaire) des tarifs douaniers devrait reporter les réductions et en réduire l'ampleur. Durant les 12 prochains mois, nous nous attendons à ce que la Réserve fédérale américaine réduise les taux de 100 points de base (pb), amenant la politique monétaire en position neutre. En revanche, les économies européenne et chinoise devraient s'adapter, soutenues par des mesures de

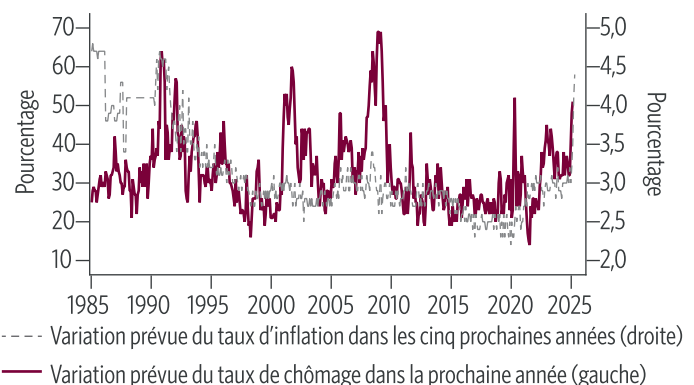
soutien budgétaire et monétaire ainsi que par la baisse des prix de l'énergie. L'amélioration de la croissance sous-jacente dans la zone euro et la stabilisation des marchés de l'habitation en Chine sont d'autres facteurs d'atténuation face aux tarifs douaniers. L'annexe 1 fournit des précisions par pays.

L'importante reprise de la croissance à laquelle nous nous attendions au Canada a été remplacée par un résultat plus modeste. L'économie canadienne profitera vraisemblablement de la renégociation mutuellement avantageuse d'un accord commercial avec les États-Unis. Cependant, la croissance du PIB sera probablement limitée par l'incertitude persistante jusqu'à la ratification complète d'une nouvelle version de l'AEUMC en 2026. Dans nos perspectives de base, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada réduise les taux de 50 pb au cours des 12 prochains mois. Si, contre toute attente, le Canada n'était pas en mesure d'approuver un accord commercial révisé avec les États-Unis, la Banque du Canada apporterait probablement une autre réduction de 100 pb et s'appuierait sur sa politique budgétaire pour soutenir l'activité économique.

Nous affichons un optimisme prudent quant à la possibilité que l'économie mondiale évite une récession

Nous nous attendons, dans une probabilité de 66 %, à ce que l'économie mondiale évite une récession au cours des 12 prochains mois. Ce point de vue s'appuie sur plusieurs facteurs.

Tout d'abord, les tarifs douaniers ont probablement atteint leur maximum en raison des enjeux économiques et politiques accrus associés à leur mise en œuvre. L'imposition simultanée de tarifs douaniers à grande échelle contre plusieurs partenaires commerciaux présente des risques pour le secteur de l'emploi aux États-Unis et pourrait entraîner une hausse des prix (figure 3), ce qui se répercuterait de façon disproportionnée sur les ménages à faible revenu. Un tel contexte pose d'importants défis politiques en prévision de l'élection de mi-mandat de 2026.

Figure 3 : L'incertitude à l'égard des tarifs douaniers réduit les attentes des consommateurs

Source : Macrobond, en date d'avril 2025.

Deuxièmement, il est important de comprendre que les tarifs douaniers sont aussi une tactique de négociation visant à conclure de meilleurs accords commerciaux pour les États-Unis. Nous nous attendons à ce que plusieurs pays réduisent les tarifs douaniers qu'ils imposent sur les produits américains comme stratégie pour encourager les États-Unis à réduire leurs tarifs réciproques. Plusieurs pays ont déjà indiqué leur intention de réduire les tarifs douaniers appliqués à l'égard des produits américains. Cette approche permettra d'atténuer les risques de baisse sur les marchés des capitaux. Le volet négociation est important, car nous ne nous attendons pas à ce que les États-Unis soient prêts à rapatrier leurs installations ni en mesure de le faire pour répondre à la plupart de leurs besoins manufacturiers; ils ont toujours besoin des chaînes d'approvisionnement étrangères. C'est pourquoi Elon Musk – une personne influente pour le président Trump – a récemment exprimé son espoir d'un système exempt de tarifs douaniers entre l'Europe et les États-Unis.

Troisièmement, nous nous attendons à ce que les mesures de relance budgétaire, les mesures d'assouplissement monétaire et la baisse des prix du pétrole à l'échelle mondiale – provenant de l'augmentation de l'offre de l'OPEP+ et du ralentissement de la croissance mondiale – atténuent l'effet négatif des tarifs douaniers sur la croissance du PIB mondial. L'Europe s'apprête à mettre sur pied des investissements militaires pluriannuels, alors que la Chine augmentera vraisemblablement de façon importante ses propres mesures de relance nationales. Les politiques budgétaires pourraient amplifier la volatilité transversale des rendements dans tous les pays.

Nous nous attendons à la conclusion d'un accord commercial avec le Canada

Le président des États-Unis dispose d'avantages politiques limités par rapport aux difficultés économiques persistantes. Une guerre commerciale prolongée avec le Canada plongerait vraisemblablement l'économie américaine en récession, compte tenu des autres tarifs douaniers en place. Une telle conjoncture encourage les décideurs américains à conclure un accord commercial révisé avec le Canada le plus tôt possible. Cela appuie notre scénario de base qui table sur un accord commercial avec le Canada dans les mois à venir (avec une probabilité de 66 %).

Un conflit commercial prolongé canado-américain aurait de lourdes conséquences sur les États-Unis et le Canada, principalement en raison de l'importante intégration des chaînes d'approvisionnement et du fait que les États-Unis dépendent des produits intermédiaires canadiens, plus difficiles à remplacer que les biens de consommation. De récentes recherches montrent que les difficultés économiques et les tensions inflationnistes produites par une guerre commerciale découlent en grande partie de l'importation de produits intermédiaires. Le fait d'imposer des tarifs douaniers

à long terme au Canada nuirait aux agriculteurs, aux fabricants d'automobiles et aux consommateurs américains, tout en compromettant l'excédent commercial non énergétique dont les États-Unis profitent avec le Canada. Une telle situation pourrait amener les consommateurs canadiens à continuer le boycottage de produits en provenance des États-Unis – en particulier les aliments et les automobiles – et à réduire les voyages aux États-Unis.

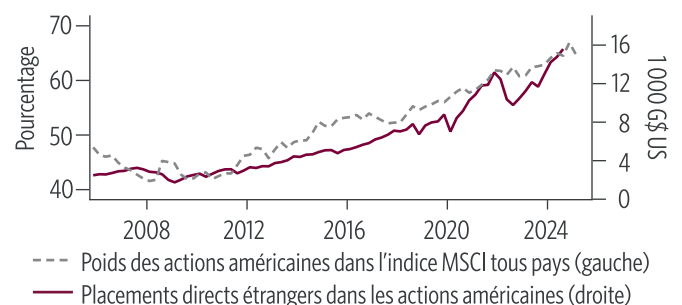
D'un point de vue géostratégique, les États-Unis profiteraient grandement du maintien de l'accord de libre-échange avec le Canada. De fait, l'économie canadienne complète l'économie américaine, laquelle bénéficie de chaînes d'approvisionnement intégrées, de l'abondance des ressources naturelles et d'intérêts militaires communs en raison des frontières communes; des éléments essentiels pour les États-Unis dans leur concurrence stratégique contre la Chine.

Éventuelle réduction de la demande étrangère pour les actifs américains

Au cours des dernières années, les investisseurs étrangers ont été attirés par la notion d'exceptionnalisme américain (figure 4), les amenant à détenir environ un cinquième des actions américaines. Fait intéressant, les investisseurs européens détiennent près de la moitié de la propriété étrangère totale des actifs américains. Or, la diplomatie du dollar remet maintenant en question la perception de l'exceptionnalisme américain. Les investisseurs étrangers pourraient être moins attirés par les actifs américains, ce qui se traduirait par un rendement inférieur des actions américaines et du dollar américain. Plusieurs facteurs négatifs sont en jeu :

- des perspectives politiques et économiques floues pour les États-Unis;
- les actions américaines et le dollar sont chers;
- une détérioration des relations politiques entre les États-Unis et l'Europe (y compris les tarifs imposés en Europe);
- l'Europe (l'Allemagne pour l'instant) met en œuvre des mesures de relance pluriannuelles visant la défense et les infrastructures.

Figure 4 : L'exceptionnalisme américain a attiré les investisseurs étrangers



Source : Macrobond, en date d'avril 2025.

Stratégie de placement mondiale

Actions par rapport aux obligations : neutre

Compte tenu du contexte politique hautement incertain, nous conservons une position neutre à l'égard des actions par rapport aux obligations (dans la répartition stratégique de l'actif des investisseurs). Cette balance des risques à court terme favorise les obligations. Notamment par des données plus faibles, une attente de croissance plus lente et une incertitude commerciale. De plus, la plupart des grandes banques centrales sont en mesure de mettre en œuvre d'importantes mesures d'assouplissement, ce qui soutiendrait les obligations. Nous reconnaissons cependant que nous sommes dans un contexte où les menaces tarifaires sont amplifiées par les tactiques de négociation. Cela signifie qu'un changement soudain de scénario pourrait rapidement entraîner un contexte de risque plus constructif et des perspectives moins favorables pour les obligations.

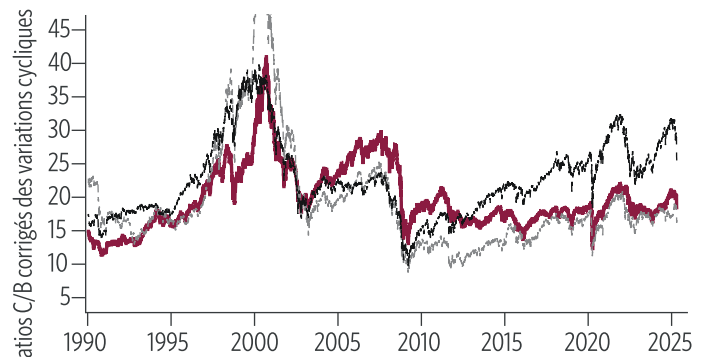
Les perspectives pour les actions semblent défavorables. Les marchés risquent de faire du surplace dans un contexte de volatilité élevée alimentée par une incertitude accrue à l'égard des politiques et de l'économie et le ralentissement de l'activité économique. La croissance des bénéfices risque d'être anémique dans ce contexte, les entreprises devant composer avec un ralentissement de la croissance de leur chiffre d'affaires et de leurs marges bénéficiaires. Les valorisations élevées aux États-Unis pourraient aussi freiner les rendements dans le contexte du ralentissement de la croissance du PIB américain, des risques tarifaires et de l'incertitude économique.

Actions : les actions américaines seront devancées par celles du Canada et de l'Europe

Face à l'intensification de l'incertitude commerciale et à la remise en cause de l'exceptionnalisme américain, les capitaux mondiaux fuient les marchés américains depuis le début de l'année et ceux-ci accusent donc un retard considérable sur les autres marchés mondiaux.

Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra. Les valorisations défavorables aux États-Unis constitueront vraisemblablement un important facteur négatif dans un contexte d'incertitude (figure 5). Les États-Unis sont le marché le plus coûteux de notre univers de placement. Même si les actions d'autres pays seront touchées par des tarifs douaniers, elles demeurent moins coûteuses.

Figure 5 : L'écart de valorisation des actions américaines



demeure important

Source : Macrobond, en date d'avril 2025.

Nous avons une vision plus favorable du Canada et de l'Europe.

Vraisemblablement, les actions canadiennes tireront parti d'un accord commercial entre le Canada et les États-Unis, mais elles pourraient être freinées par un éventuel ralentissement de la croissance des ventes et des bénéfices en raison de l'incertitude économique et d'une croissance plus faible aux États-Unis. Le Canada tirera avantage de son importante capacité budgétaire et de sa volonté à soutenir l'économie en cas d'intensification des facteurs négatifs.

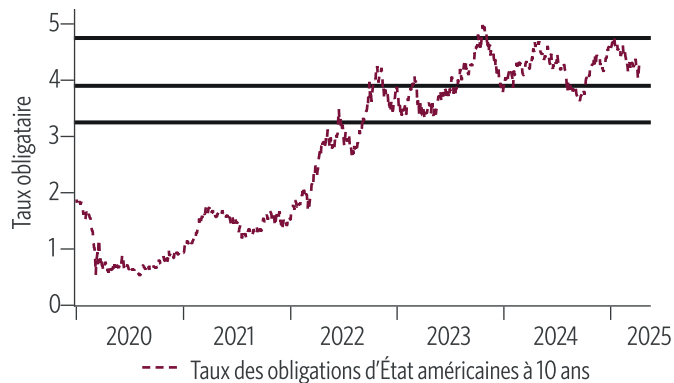
La récente transition des politiques économiques et de sécurité aux États-Unis a suscité une réaction de l'Europe qui aurait été inimaginable il y a un mois ou deux. L'Allemagne s'est engagée à augmenter considérablement ses dépenses budgétaires à l'égard de la défense et des infrastructures, des secteurs qui représentent plusieurs points de pourcentage du PIB. Cette volte-face concernant la hausse des mesures de relance budgétaires est aussi perceptible au sein de l'Union européenne.

Obligations : les obligations du Trésor américain gagnent en attrait

Les obligations d'État américaines devraient faire mieux que d'autres marchés (affichant des taux de rendement plus élevés et davantage susceptibles de reculer), mais ce rendement relatif se produira probablement en amont. Le taux de rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans a reculé d'environ 80 pb depuis son récent sommet de janvier 2025. Les préoccupations concernant l'effet négatif des tarifs douaniers sur la croissance ont pris le pas sur celles qui pourraient entraîner une éventuelle flambée de l'inflation. Au cours des 12 prochains mois, nous nous attendons à ce que le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans fluctue dans une fourchette de 3,25 % à 4,75 %, et qu'il atteigne un rendement cible d'environ 3,9 % selon notre scénario de base (figure 6).

Au moment de rédiger le présent document (le 10 avril 2025), le rendement des obligations à 10 ans se négociait dans la moitié supérieure de cette fourchette, ce qui laisse croire que les rendements présentent plus de baisses que de hausses.

Figure 6 : Taux des obligations américaines à 10 ans – une importante variation



Source : Macrobond, en date d'avril 2025

Au Canada et en Europe, les rendements des obligations d'État sont relativement inférieurs à ceux des États-Unis. C'est pourquoi nos perspectives sont plus neutres, même si les risques sont orientés à la baisse.

Les obligations canadiennes tiennent déjà compte d'une faiblesse cyclique importante et sont considérées comme coûteuses. Le rendement des obligations d'État canadiennes à 10 ans est bien inférieur à notre niveau d'équilibre estimé à long terme de 3,6 %. Les rendements au Canada pourraient remonter si un accord commercial était conclu avec les États-Unis, mais ils peuvent tout de même offrir une couverture dans un contexte d'évolution négative des tarifs douaniers. Au cours des 12 prochains mois, nous nous attendons à ce que le rendement des obligations d'État canadiennes à 10 ans fluctue dans une fourchette de 2,25 % à 3,65 %, et qu'il atteigne un rendement cible d'environ 3,25 % selon notre scénario de base.

Les taux des bunds allemands sont inférieurs à ceux des obligations d'État nord-américaines et pourraient remonter en réaction à la politique budgétaire musclée du gouvernement allemand et à l'issue positive des négociations sur les tarifs douaniers.

Devises : vers une dépréciation accrue du dollar américain

Dollar américain : Le billet vert s'est déprécié d'environ 2 % depuis le début de l'année par rapport à un vaste panier de grandes monnaies. Nous prévoyons une dépréciation progressive sous l'effet des difficultés économiques auto-infligées rencontrées par les États-Unis; du désir de réduire la valeur du billet vert à long terme pour renforcer la compétitivité du secteur manufacturier américain; des mesures de relance budgétaire mises en place par l'Europe et la Chine et plusieurs

autres pays; des perspectives d'un ralentissement limité de la croissance à l'extérieur des États-Unis; de la perte d'intérêt des investisseurs étrangers pour les actions américaines; et de la surévaluation chronique du dollar américain (figure 7).

Le risque le plus important à l'égard de ce scénario est l'impact des tarifs douaniers sur les attentes d'inflation. Cela pourrait entraîner une réduction de l'ampleur des baisses de taux prévues et un contexte plus difficile pour les actifs plus risqués.

Figure 7 : Le dollar américain demeure cher et risque de se déprécier graduellement

(Currency deviation from fair value against USD)



Source : Macrobond, en date d'avril 2025.

Dollar canadien : Le huard a reculé par rapport au billet vert depuis la fin de l'année dernière, oscillant autour de 0,70 \$ US. Rien de surprenant compte tenu de l'incertitude politique généralisée. Nous sommes plus optimistes à l'égard du dollar canadien par rapport au dollar américain pour les 12 prochains mois. Cela reflète en grande partie une détérioration des éléments fondamentaux du dollar américain. Même si nous nous attendons à ce qu'un accord commercial soit conclu avec les États-Unis dans les prochains mois, l'incertitude commerciale devrait persister jusqu'à ce qu'un nouvel ACEUM ait été ratifié, très probablement en 2026. Jumelé à la faiblesse des prix du pétrole, ce contexte pourrait limiter la capacité du huard à s'apprécier par rapport au billet vert. Selon notre scénario de base, le dollar canadien devrait se négocier entre 0,68 \$ et 0,75 \$ US.

Euro et yen : Nous croyons que l'administration Trump souhaite orchestrer une dépréciation à long terme du dollar américain afin d'accroître la compétitivité du secteur manufacturier des États-Unis. Pour atteindre cet objectif, il faut un euro plus fort. Certaines politiques mises en place par l'administration Trump ou à l'instigation de celle-ci sont propices à une appréciation de l'euro, y compris l'assainissement des finances publiques aux États-Unis, les investissements militaires en Europe et la décision de l'OPEP d'augmenter ses quotas pour faire baisser les prix du pétrole. Par ailleurs, l'euro pourrait profiter du soutien d'investisseurs locaux qui rapatrient des placements des États-Unis. Nous prévoyons que l'euro se négociera dans une fourchette de 1,06 à 1,20 selon notre scénario de base au cours des 12 prochains

mois. Pour sa part, le yen devrait aussi profiter du flot de rapatriements et de la baisse des prix du pétrole. En tant que couverture traditionnelle contre le risque de pertes extrêmes, le yen devrait également se démarquer en contexte de récession mondiale.

Yuan : Les tarifs douaniers que les États-Unis imposent à la Chine ont bondi. On s'attend à ce que les autorités chinoises intensifient les mesures de relance nationales, mais nous croyons qu'elles instaureront aussi une dépréciation à long terme du yuan face aux principaux partenaires commerciaux de la Chine, tout en recherchant une plus grande stabilité de la monnaie par rapport au dollar américain afin de préserver la confiance à l'égard du yuan. Dans l'ensemble, nous avons une perception négative du yuan.

Marchandises : une baisse des prix du pétrole, une reprise vigoureuse pour l'or, mais assortie d'une forte volatilité

Pétrole : Avant les récentes annonces de tarifs douaniers, les prix du pétrole avaient été relativement stables en 2025, se négociant à près de 70 \$ US le baril (WTI) à la fin de mars. Toutefois, les annonces de tarifs, jumelées à la mise en œuvre du plan de l'OPEP+ visant à éliminer progressivement les réductions de production, ont ramené les prix près de 60 \$. Une amélioration des relations entre les États-Unis et la Russie

pourrait bonifier l'offre mondiale, tandis que le resserrement des sanctions contre l'Iran et le Venezuela pourrait avoir l'effet contraire. Nous nous attendons à ce que les prix du pétrole fluctuent entre 60 \$ et 70 \$ le baril au cours des 12 prochains mois.

Or : Le métal précieux a poursuivi sa trajectoire à la hausse en 2025, dépassant 3 000 \$ l'once et atteignant des sommets sans précédent. Il a profité de la dépréciation du dollar américain, et les incertitudes géopolitiques en ont rehaussé l'attrait comme protection contre les risques élevés. Par ailleurs, plusieurs banques centrales réduisent leur dépendance à l'égard des actifs américains, ce qui devrait maintenir une forte demande pour l'or. Nous sommes d'avis que les perspectives demeurent positives, l'or pouvant dépasser les 3 500 \$ l'once cette année, même si, vraisemblablement, la volatilité augmentera.

Cuivre : Malgré les incertitudes géopolitiques persistantes, les prix du cuivre ont atteint des sommets inégalés plus tôt cette année. Dans la foulée des récentes annonces de tarifs douaniers, les prix ont reculé d'environ 10 %. Malgré des obstacles tarifaires qui assombrissent les perspectives, la forte demande du secteur des technologies et la transition énergétique soutiennent les solides éléments fondamentaux. De plus, les mesures de relance de la Chine pourraient stimuler une reprise. Nous nous attendons à ce que les prix du cuivre demeurent volatils tout au long de l'année.

Autres scénarios mondiaux

Risque négatif : récession (probabilité de 35 %)

Principales hypothèses

- Les tarifs douaniers freinent la croissance au-delà des attentes
- Les mesures de relance budgétaire à l'échelle mondiale sont décevantes
- Aucun accord commercial n'est conclu avec le Canada

Répercussions sur le marché

- Il y a surpondération des obligations à mesure que les rendements fléchissent.
- Le contexte est négatif pour les actifs risqués; les actions subissent une nouvelle correction importante et les écarts de taux des obligations de sociétés s'élargissent davantage.
- Le dollar américain, le yen et l'or se démarquent comme valeurs refuges

Risque positif : croissance résiliente et allègement des tarifs douaniers (probabilité de 15 %)

Principales hypothèses

- Les tarifs douaniers sont nettement réduits et l'économie mondiale est plus résiliente

Répercussions sur le marché

- Le contexte est positif pour les actifs à risque : les actions surpassent les obligations.
- Les écarts de taux des obligations de sociétés se stabilisent.
- Le dollar américain s'affaiblit

Annexe : perspectives économiques détaillées

Prévisions économiques (12 prochains mois)

	Niveau de référence	Consensus/marchés
États-Unis		
PIB	1,2%	1,8 %
Inflation	3,2%	2,9 %
Variation du taux directeur	-100 bps	-113 bps
Canada		
PIB	1,5 %	0,9 %
Inflation	1,9 %	2,4 %
Variation du taux directeur	-50 bps	-48 bps
Zone euro		
PIB	0,8 %	1,0 %
Inflation	1,9 %	2,1 %
Variation du taux directeur	-50 bps	-81 bps
Chine		
PIB	4,4 %	4,4 %
Inflation	0,7 %	0,7 %
Variation du taux directeur	-40 bps	-43 bps
Japon		
PIB	0,8 %	0,9 %
Inflation	1,9 %	2,3 %
Variation du taux directeur	+ 40 bps	+17 bps
Monde		
PIB	2,9 %	--

Sources : Bloomberg, Gestion d'actifs CIBC, au 10 avril. À titre indicatif seulement.

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



À propos de Gestion d'actifs CIBC

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](#).

¹ Cuba-Borda et coll., 2025. Trade Costs and Inflation Dynamics. Réserve fédérale de Dallas. Document de travail 2508. Mars.

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 marques 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.