

# Cinq questions et cinq graphiques

**David Wolf** | Gestionnaire de portefeuille

**David Tulk, CFA** | Gestionnaire de portefeuille

**Ilan Kolet** | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

*Au dernier trimestre, nous avons répondu à 15 des questions les plus fréquemment posées. Ce trimestre, avec l'aide de quelques-uns de nos graphiques préférés, nous répondons à d'autres questions.*

## Achetez-vous des obligations, maintenant que les hausses des taux d'intérêt semblent tirer à leur fin?

Oui, mais seulement de façon sélective et graduelle.

Revenons aux principes de base. Pourquoi détenons-nous des obligations dans un portefeuille multiactifs? La première raison repose sur le revenu. Le taux des obligations du gouvernement du Canada à 10 ans est d'environ 3 % au moment d'écrire ces lignes. C'est le meilleur taux que nous avons vu depuis plus d'une décennie. Toutefois, les titres à court terme offrent un rendement de plus de 4 %, la courbe des taux étant fortement inversée. Nous préférons investir dans les titres à revenu fixe pour les échéances à court terme.

La deuxième raison de détenir des obligations repose sur les gains en capital qui peuvent être réalisés lorsque les taux de rendement baissent, un processus qui a amélioré les rendements totaux des obligations depuis une génération. Toutefois, cette inversion de la courbe des taux de rendement reflète le fait que les marchés tiennent déjà compte d'une baisse des taux d'intérêt et prévoient des réductions de taux par la Banque du Canada et la Fed d'ici la fin de l'année. Par conséquent, pour que les obligations à long terme se redressent, il faudra probablement que ces banques centrales réduisent les taux d'intérêt encore plus rapidement que prévu par le marché. Nous ne croyons pas que cela se produira.

La troisième raison de détenir des obligations repose sur la protection. Les obligations ont tendance à prendre de la valeur lorsque les actifs risqués perdent de la valeur. Il s'agit de la relation traditionnelle entre les obligations et les actions où les obligations couvrent les actions, ce qui a aidé les investisseurs pendant toute une génération. Mais cette corrélation négative est devenue positive en 2022, les actions et les obligations ayant reculé en raison de la résurgence de la volatilité de l'inflation. Quelle que soit notre opinion sur le cours de l'inflation, il semble assez clair que la volatilité de l'inflation ne reviendra pas prochainement à son niveau antérieur près de zéro, ce qui signifie qu'une corrélation très négative entre les actions et les obligations est probablement chose du passé. Certes, les obligations ont encore un rôle défensif et diversifié à jouer dans les portefeuilles multiactifs, mais de manière moins fiable qu'auparavant.

Que pouvons-nous faire d'autre pour atténuer le risque dans un contexte de marché qui, selon nous, restera difficile? À l'heure actuelle, nous utilisons davantage les devises. Comme le montre le graphique ci-dessous, le dollar américain est resté un facteur de diversification efficace par rapport aux actions, même si les obligations et les actions ont évolué de concert. Nous nous attendons à ce que cette tendance persiste. Le dollar américain demeure un refuge pour les investisseurs en période de tensions.

Et la principale raison de ce stress – le resserrement de la politique monétaire de la Fed pour lutter contre l’inflation – a un effet positif sur le dollar américain. À l’inverse, le dollar canadien a tendance à baisser en périodes de tensions et la marge de manœuvre pour de nouvelles augmentations

des taux d’intérêt est plus limitée, étant donné la sensibilité accrue de l’économie canadienne aux taux d’intérêt. Par conséquent, nous maintenons une forte surpondération du dollar américain, dans le cadre de notre positionnement globalement défensif.

**TABLEAU 1 : Le dollar américain a été un facteur de diversification fiable**



Source : Bloomberg. Actions – indice S&P 500 américain; obligations – indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond.

## Pourquoi vous attendez-vous à ce que l’inflation demeure élevée?

Parce que le marché du travail est encore trop tendu.

Bien que la demande de main-d’œuvre ait complètement rebondi après la pandémie, l’offre demeure limitée, en raison des pressions démographiques et de l’évolution des attitudes à l’égard du travail. Cette situation a contribué à l’augmentation des salaires, qui sont le principal moteur du prix des services, lequel est responsable

d’environ trois quarts de l’inflation de base sous-jacente. Le prix des services représente également la composante de l’inflation qui évolue le plus lentement et qui est la plus persistante. Comme le montre le graphique ci-dessous, la contribution de ces composantes persistantes à l’inflation globale est demeurée obstinément élevée. En revanche, la hausse attribuable aux composantes transitoires s’est considérablement atténuée au cours des derniers mois, en grande partie parce que le taux d’inflation des biens est revenu aux niveaux d’avant la pandémie.

Pour assouplir suffisamment le marché du travail afin de réduire l'inflation du prix des services, nous aurons probablement besoin d'une récession importante, accompagnée d'une hausse du chômage et d'augmentations salariales plus modestes. Toutes ces choses occasionnent un certain retard, et la récession n'a pas encore commencé. Par conséquent, même si l'inflation devrait ralentir davantage au cours des prochains mois après avoir atteint un sommet au milieu de 2022, nous

nous attendons néanmoins à ce qu'elle demeure nettement au-dessus des cibles des banques centrales pendant plus longtemps que prévu par le marché. Dans ce contexte, nous continuons de voir de la valeur dans les actifs sensibles à l'inflation, comme les marchandises et les titres de créance d'État protégés contre l'inflation, et nous les conservons à titre de placements hors indice de référence dans bon nombre de nos fonds.

**TABLEAU 2 : Contribution à une inflation persistante ou transitoire aux États-Unis**



IPC : Indice des prix à la consommation. À GAUCHE : La contribution à l'IPC estimé correspond à la contribution à l'IPC d'une année à l'autre au cours des six prochains mois. Les catégories les plus représentées sont dans les segments où, historiquement, l'inflation a mis plus de temps à céder, tels que le logement et les aliments et boissons. Les données sont des moyennes sur 6 mois à un taux annualisé. Sources : Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics, Fidelity Investments (ERRA).

## Quand les taux directeurs seront-ils réduits?

À notre avis, cela ne se produira pas de sitôt.

Le marché s'attend à des baisses de taux aux États-Unis (et au Canada) plus tard cette année, et s'attend à ce que la Fed vienne à nouveau à la rescousse en raison des tensions dans le système financier américain. Toutefois, cela semble beaucoup moins probable que par le passé. L'inflation en est

la raison évidente. Une inflation faible et stable a permis à la Fed (et l'a en fait encouragé) de réagir aux tensions financières et aux risques de récession connexes en 2000, 2008 et 2020. Mais pour la première fois depuis une génération, l'inflation est trop élevée et nous nous attendons à ce que la situation dure. Même si cela n'exclut pas les réductions de la Fed si les tensions financières s'intensifient, il ne fait aucun doute que la Fed sera plus réticente à le faire.

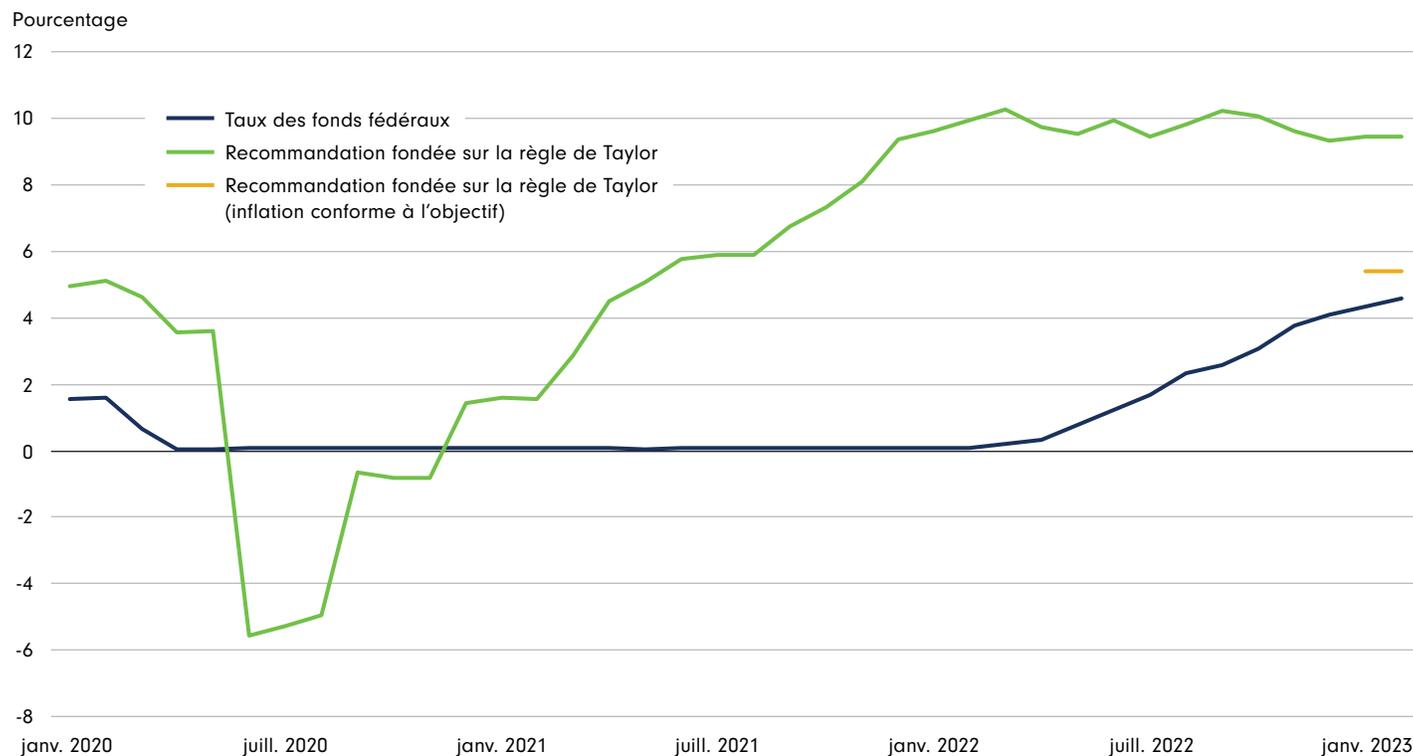
Cependant, l'inflation n'est pas la seule en cause. L'économie est trop vigoureuse. Pour s'en convaincre, il suffit d'appliquer la règle de Taylor, qui établit un lien entre la politique monétaire recommandée et le taux d'inflation ainsi que la conjoncture économique. Selon les données les plus récentes, la règle de Taylor suggérerait un taux de plus de 9 % (!) pour les fonds fédéraux. Toutefois, si nous introduisons un taux d'inflation de 2 %, nous obtenons toujours un taux des fonds fédéraux recommandé d'environ 5,5 %, soit près du taux réel actuel (voir le graphique). Autrement dit, *même si l'inflation n'était pas un problème, les taux d'intérêt pourraient être encore trop bas.*

La règle de Taylor, comme toute autre règle de politique monétaire, est de toute évidence une mesure grossière pour établir le taux d'intérêt approprié, mais elle est intuitive. La politique monétaire devrait être stricte, car l'inflation est trop élevée et l'économie est

trop dynamique. Ces deux éléments devront changer pour que la Fed soit à l'aise de réduire les taux. Si les tensions financières s'intensifient et donnent lieu à des attentes crédibles d'une récession qui fera chuter l'inflation, la Fed réagira sans doute. Toutefois, pour y arriver, il faudra déployer beaucoup plus d'efforts qu'au cours de tous les cycles que nous avons connus depuis 30 ans.

Les marchés semblent tenir compte de baisses de taux d'intérêt en ce moment dans un contexte d'atterrissage en douceur. Toutefois, comme nous l'avons déjà mentionné, nous croyons qu'il est très peu probable que ces deux situations se concrétisent. Selon nous, la Fed procédera à une réduction des taux seulement si un atterrissage brutal est en cours. Cela présente un risque pour les valorisations actuelles des actions et des titres à revenu fixe, ce qui contribue à notre positionnement globalement défensif dans les fonds à multiples catégories d'actifs.

**TABLEAU 3 : La règle de Taylor aurait exigé un resserrement important de la politique monétaire**



Sources : Bloomberg, FMRCo.

## La situation financière du Canada vous préoccupe-t-elle?

Oui.

Le dernier budget fédéral a encore une fois fait état de la solidité apparente des finances publiques du Canada. Mais nous croyons qu'il y a plus de raisons de s'inquiéter qu'il n'y paraît.

Le graphique 27 du budget montre que la dette publique nette du Canada est la plus basse parmi les pays du G7, selon les indicateurs du FMI. Ces chiffres sont exacts. Mais ils ne disent pas tout. Ces données du FMI sur la dette nette comprennent l'actif des régimes de retraite publics. Mais il serait impensable (espérons-le) que les gouvernements canadiens puisent dans les actifs du RPC/RRQ pour s'acquitter de leurs dépenses actuelles. D'un point de vue pratique, ce qui compte le plus, ce sont les dettes publiques brutes. À cet égard, comme le montre le graphique ci-dessous, le Canada se situe plus près du milieu du peloton parmi les pays développés, ce qui n'est pas si mal, mais manifestement pas excellent, d'autant plus que la dette brute de tous les pays développés est sur le point d'atteindre des sommets records.

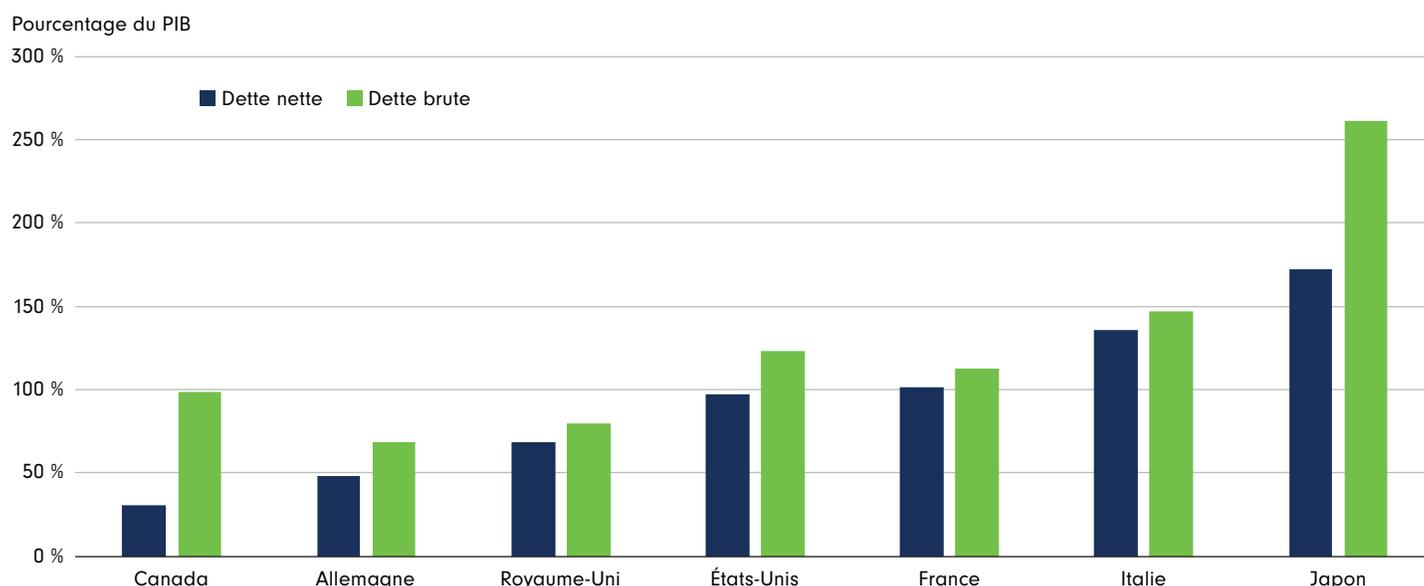
De plus, le gouvernement fédéral et les provinces n'alourdissent pas considérablement la dette, c'est-à-dire que les déficits ont

diminué à des niveaux (relativement) faibles. Mais ce n'est pas aussi rassurant qu'il n'y paraît. Au cours des deux dernières années et demie, les finances publiques du Canada ont bénéficié d'une hausse remarquable de 39 % du PIB nominal, reflétant à la fois la reprise après la pandémie et la flambée imprévue de l'inflation. Ni l'un ni l'autre n'est reproductible. La récession que les banques centrales doivent envisager entraînera un retour à la normale de l'inflation, ce qui dévoilera une situation budgétaire plus difficile. Autrement dit, la situation économique et son incidence sur les finances publiques n'ont jamais été aussi bonnes qu'aujourd'hui. S'il n'est pas possible d'équilibrer les budgets en ce moment, il est difficile de savoir quand on pourra y arriver.

Le risque est aggravé par une éventuelle nécessité pour les gouvernements canadiens d'inscrire à leurs bilans des mesures visant à compenser le désendettement dans le secteur canadien des ménages, qui est très tendu. Les États-Unis ont procédé de cette manière dans la foulée de la crise financière de 2008. Le Canada pourrait encore être confronté à ce défi.

Certes, les finances publiques ne sont pas la principale source d'inquiétude au Canada en ce moment. Mais elles ne sont pas aussi solides qu'elles semblent l'être, selon nous.

**TABLEAU 4 : Les finances publiques canadiennes ne sont pas aussi bonnes qu'elles le semblent**



Source : Fonds monétaire international.

## À propos de quoi êtes-vous optimiste?

Le printemps. Et les marchés émergents.

Bien que notre stratégie de gestion active demeure modérément défensive, nous avons également plusieurs stratégies offensives dans des catégories d'actifs procycliques où nous entrevoyons un meilleur potentiel de rendement corrigé du risque. Cela comprend une surpondération régionale des actions des marchés émergents et une exposition à des titres de créance des marchés émergents, en devises fortes et en devises locales. Même si le ralentissement attendu de l'économie mondiale représente un défi pour les marchés émergents, nous avons cerné quatre facteurs qui favorisent une surpondération des catégories d'actifs des marchés émergents :

- De nombreuses économies des marchés émergents sont plus avancées dans le cycle économique que leurs homologues des marchés développés. Grâce à la réouverture tardive de l'économie de la Chine et à une politique monétaire et budgétaire de plus en plus expansionniste, de nombreuses économies des marchés émergents connaissent une reprise cyclique de la croissance.
- Nous croyons que cette désynchronisation des cycles économiques sera plus fréquente à l'avenir, à mesure que la tendance vers la mondialisation continuera à prendre du recul. Par conséquent, les placements sur les marchés

émergents auront tendance à mieux diversifier nos portefeuilles à multiples catégories d'actifs.

- Comme le montre le graphique ci-dessous, les valorisations des actions des marchés émergents sont relativement faibles. Bien que la valorisation ne soit pas un indicateur fiable du moment opportun d'investir, elle indique l'ampleur d'un éventuel retour à la moyenne à la suite d'un catalyseur approprié. Dans cet exemple, une reprise cyclique plus marquée que prévu pourrait servir de catalyseur.
- Les perspectives de croissance à long terme des économies des marchés émergents demeurent relativement favorables. Le vieillissement de la population, qui semble destiné à ralentir la croissance économique des marchés développés au cours des prochaines décennies, représente un défi moins important pour les marchés émergents, qui pourraient aussi profiter de plus grandes possibilités de croissance de la productivité.

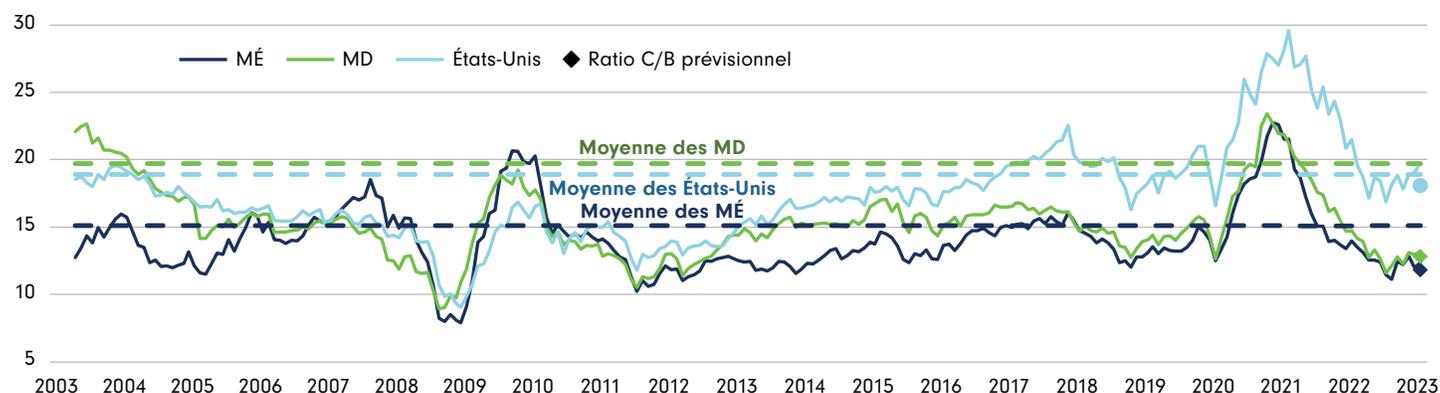
En résumé, le cours des titres des marchés émergents est moins élevé et les occasions de placement dans ce secteur sont meilleures à court terme. En outre, les marchés émergents offrent une plus grande diversification et de meilleures perspectives à long terme. En général, nous sous-pondérons les titres présentant des risques, mais nous surpondérons les titres des marchés émergents.

David Wolf, David Tulk et Ilan Kolet, 10 avril 2023

[LinkedIn](#) Suivez Fidelity Canada Institutional sur [LinkedIn](#)

**TABLEAU 5 : Les valorisations des marchés émergents sont plus intéressantes**

Ratios C/B des marchés boursiers mondiaux



MD : marchés développés hors États-Unis. MÉ : marchés émergents. Le graphique comprend les ratios C/B des 12 derniers mois. Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion. Ratio cours/bénéfice (C/B) (ou multiple du BPA) : Cours d'une action divisé par le bénéfice par action, qui indique le montant que les investisseurs doivent payer pour tirer parti du potentiel de bénéfices d'une société. Le ratio C/B moyen à long terme comprend les données du 30 septembre 1995 au 31 mars 2023. Indices : MD - indice MSCI EAEO; MÉ - indice MSCI Marchés émergents; É.-U. - indice S&P 500. Sources : Factset, Bloomberg Finance L.P., Fidelity Investments (ERRA).

## Auteurs

### David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Wolf est gestionnaire de portefeuille chez Fidelity Investments. Il est cogestionnaire des portefeuilles gérés de Fidelity, du Fonds Fidelity Répartition d'actifs canadien, du Fonds Fidelity Équilibre Canada, du Fonds Fidelity Revenu mensuel, du Fonds Fidelity Revenu mensuel américain, du Fonds Fidelity Revenu mensuel américain - Devises neutres, du Fonds Fidelity Revenu mensuel mondial, du Fonds Fidelity Dividendes, du Fonds Fidelity Dividendes mondiaux, du Fonds Fidelity Répartition de revenu, du Portefeuille Fidelity Gestion équilibrée du risque, du Portefeuille Fidelity Gestion prudente du risque, du Fonds Fidelity Équilibre Amérique, du Fonds Fidelity Revenu conservateur, du Fonds Fidelity Étoile du Nord<sup>MD</sup>, du Fonds Fidelity Étoile du Nord<sup>MD</sup> - Équilibre, du Fonds Fidelity Stratégies et tactiques, de la Catégorie Fidelity Occasions canado-américaines, du Fonds Fidelity Gestion de l'inflation, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel canadien élevé, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel mondial élevé et du Fonds Fidelity FNB Dividendes mondiaux tactiques. Il est également cogestionnaire du Mandat privé Fidelity Revenu conservateur, du Mandat privé Fidelity Répartition de l'actif, le Mandat privé Fidelity Répartition de l'actif - Devises neutres, du Mandat privé Fidelity Équilibre, du Mandat privé Fidelity Équilibre - Devises neutres, du Mandat privé Fidelity Équilibre - Revenu, du Mandat privé Fidelity Équilibre - Revenu - Devises neutres, du Mandat privé Fidelity Croissance et revenu américains, du Mandat privé Fidelity Répartition mondiale et du Mandat privé Fidelity Répartition mondiale - Devises neutres.

### David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk est gestionnaire de portefeuille auprès de Fidelity Investments. Il est cogestionnaire du Fonds Fidelity Équilibre Amérique, du Mandat privé Fidelity Répartition de l'actif, du Mandat privé Fidelity Équilibre - Revenu, du Portefeuille Fidelity Gestion équilibrée du risque, du Portefeuille Fidelity Équilibre, du Mandat privé Fidelity Équilibre, du Fonds Fidelity Répartition d'actifs canadiens, du Fonds Fidelity Équilibre Canada, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel canadien élevé, du Fonds Fidelity Revenu conservateur, du Mandat privé Fidelity Revenu conservateur, du Portefeuille Fidelity Gestion prudente du risque, du Fonds Fidelity Dividendes, du Mandat privé Fidelity Répartition mondiale, du Portefeuille Fidelity Équilibre mondial, du Fonds Fidelity Dividendes mondiaux, du Portefeuille Fidelity Actions mondiales, du Portefeuille Fidelity Croissance mondiale, du Mandat privé Fidelity Croissance mondiale, du Portefeuille Fidelity Revenu mondial, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel mondial élevé, du Fonds Fidelity Revenu mensuel mondial, du Portefeuille Fidelity Croissance, du Fonds Fidelity Répartition de revenu, du Portefeuille Fidelity Revenu, du Fonds Fidelity Gestion de l'inflation, du Fonds Fidelity Revenu mensuel, du Fonds Fidelity Étoile du Nord<sup>MD</sup> - Équilibre, du Fonds Fidelity FNB Dividendes mondiaux tactiques, du Fonds Fidelity Stratégies et tactiques, du Mandat privé Fidelity Croissance et revenu américains et du Fonds Fidelity Revenu mensuel américain.

### Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Ilan Kolet est gestionnaire de portefeuille institutionnel auprès de Fidelity Investments. À ce titre, M. Kolet est membre de l'équipe de gestion des placements et possède des connaissances approfondies sur la philosophie, la méthode de placement et l'élaboration de portefeuilles. Il prête main-forte aux gestionnaires de portefeuille et aux chefs des placements en veillant à ce que les portefeuilles soient gérés conformément aux attentes des clients.

De temps à autre, un gestionnaire, analyste ou autre employé de Fidelity peut exprimer une opinion sur une société, un titre, une industrie ou un secteur du marché. Les opinions exprimées par ces personnes représentent un point de vue personnel à un moment donné et ne constituent pas nécessairement celles de Fidelity ou d'autres personnes au sein de l'organisation. Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, et Fidelity décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces points de vue. Ceux-ci ne peuvent être considérés comme des conseils en placement ni comme une indication de l'intention de négociation visant tout Fonds Fidelity, car les décisions de placement relatives aux Fonds Fidelity sont prises en fonction de nombreux facteurs.

Certaines déclarations formulées dans ce commentaire peuvent contenir des énoncés prospectifs de nature prévisionnelle pouvant inclure des termes tels que « prévoit », « anticipe », « a l'intention », « planifie », « croit », « estime » et d'autres expressions semblables ou leurs versions négatives correspondantes. Les énoncés prospectifs s'appuient sur des attentes et des prévisions visant des facteurs généraux pertinents liés à la situation économique, au contexte politique et aux conditions du marché, comme les taux d'intérêt, et supposent qu'aucun changement n'est apporté au taux d'imposition en vigueur ni à la législation applicable. Les attentes et les projections à l'égard d'événements futurs sont intrinsèquement assujetties, entre autres, à des risques et à des incertitudes parfois imprévisibles, et peuvent, par conséquent, se révéler incorrectes à l'avenir. Les énoncés prospectifs ne sont pas une garantie des rendements futurs, et les événements réels pourraient être substantiellement différents de ceux anticipés ou projetés dans les énoncés prospectifs. Certains éléments importants peuvent contribuer à ces écarts, y compris les facteurs généraux liés à la situation économique, au contexte politique et aux conditions du marché en Amérique du Nord ou ailleurs dans le monde, les taux d'intérêt et de change, les marchés boursiers et les marchés des capitaux mondiaux, la concurrence commerciale et les catastrophes. Vous devez donc éviter de vous fier indûment aux énoncés prospectifs. En outre, nous n'avons pas l'intention de mettre à jour ces énoncés à la suite de l'obtention de nouveaux renseignements, de la concrétisation d'événements futurs ou pour quelque autre raison que ce soit.

« Fidelity Investments » et/ou « Fidelity » désignent collectivement : i) FMR LLC, une société américaine, et certaines filiales qui comprennent Fidelity Management & Research Company (FMR Co.) et Fidelity Management & Research (Canada) ULC (FMR-Canada) – qui exerce ses activités en Colombie-Britannique sous le nom de FMR Investments Canada ULC; et ii) Fidelity Investments Canada s.r.i. (FIC) et ses sociétés affiliées. FMR-Canada a commencé ses activités en Ontario le 1<sup>er</sup> février 2018 et est inscrite à titre de gestionnaire de portefeuille auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et de gestionnaire de portefeuille auprès des autres commissions canadiennes des valeurs mobilières. Les activités de FMR-Canada se limitent actuellement à l'offre de stratégies de répartition mondiale de l'actif par une équipe de gestion de portefeuille discrète au sein de la société. FMR-Canada offre ces stratégies en qualité de sous-conseiller pour les comptes dont le conseiller est FIC, agissant alors à titre de sous-conseiller direct de FIC ou de sous-conseiller par l'intermédiaire de conseillers Fidelity qui ne sont pas Canadiens, notamment (et principalement) des conseillers en placements inscrits auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, comme FMR Co., Inc (« FMRCo »). FMR-Canada n'offre pas directement ces stratégies aux investisseurs canadiens. Le nom « Fidelity Investments » a été enregistré en tant que marque de commerce déposée au Canada par FMR-Canada.

© 2023 Fidelity Investments Canada s.r.i. Tous droits réservés.

1294788-v2023418 INM 1279826 1.110365F 04/23



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS  
FIDELITY CANADA™