



Recherche

Analyse institutionnelle

Guide sur la productivité et les bénéfices pour une répartition stratégique de l'actif

Un nouveau régime aux tendances changeantes et aux motivations parfois inattendues peut-il influencer la productivité et remodeler fondamentalement le processus de décisions de placement?

*Article de fond rédigé par nos partenaires américains.
Initialement publié en mai 2024.*



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA^{MC}



Irina Tytell, Ph. D.

Chef de la recherche sur la répartition de l'actif à long terme



Dirk Hofschire, CFA

Directeur général, Recherche sur la répartition de l'actif

TABLE DES MATIÈRES

Introduction 4

CHAPITRE 1
Productivité et bénéfices : tendances et facteurs déterminants 6

CHAPITRE 2
Comprendre la divergence entre la productivité et les bénéfices 11

CHAPITRE 3
Motivations liées aux facteurs particuliers extrinsèques 18

CHAPITRE 4
Perspectives et conclusion 39

POINTS À RETENIR

Nous sommes entrés dans une ère inflationniste marquée par une volatilité accrue, ce qui exigera des stratégies de placement plus agiles et une diversification plus nuancée, moins tributaire de l'extrapolation des tendances passées.

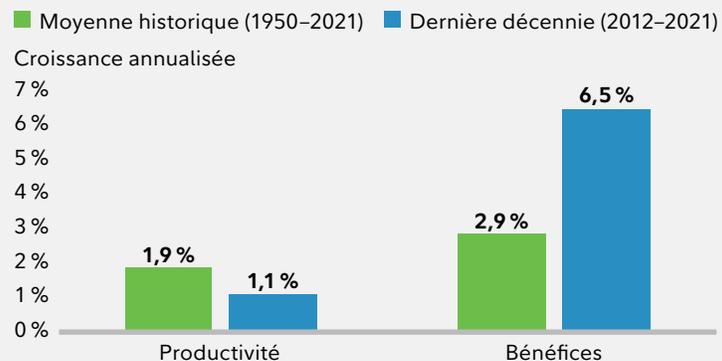
Dans cette ère nouvelle, une analyse et une compréhension améliorées des facteurs sous-tendant les gains de productivité – et leur lien avec les bénéfices et les rendements des catégories d'actifs – pourraient être la clé d'une répartition stratégique de l'actif réussie dans un univers du placement en mutation, probablement peu familier pour de nombreux investisseurs.

Des occasions potentielles pourraient se présenter si l'on observe ce contexte changeant à travers le prisme de deux tendances notables :

- **La croissance de la productivité** : les tendances de la productivité peuvent-elles repartir à la hausse? Les gains réels de productivité aux États-Unis ont chuté à 1,1 % en chiffres annualisés au cours des 10 dernières années, soit à peine plus de la moitié du rythme observé depuis 1950 (Tableau 1).
- **La relation entre productivité et croissance des bénéfices** : La divergence entre la productivité et la croissance des bénéfices persistera-t-elle, et ces derniers peuvent-ils continuer de croître rapidement en l'absence de gains de productivité marqués? Malgré le ralentissement de la croissance de la productivité, les bénéfices réels des sociétés ont progressé à un rythme annualisé de 6,5 % au cours de la dernière décennie, soit deux fois la moyenne enregistrée depuis la Deuxième Guerre mondiale. Cette dynamique reflète à la fois une forte croissance des bénéfices de sociétés et une réduction du nombre d'actions, attribuable à une hausse des rachats de ces titres.

TABLEAU 1 – La croissance de la productivité a divergé de la croissance des bénéfices.

Croissance réelle de la productivité par rapport à la croissance réelle des bénéfices



La productivité correspond au PIB réel par heure. Les bénéfices correspondent aux bénéfices réels par action des sociétés de l'indice S&P 500. Graphique compilé à partir de données annuelles. Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, indice Dow Jones de Standard & Poor's, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Les réponses à ces questions auront vraisemblablement une incidence sur les tendances en matière de bénéfices et pourraient engendrer de nouvelles occasions pour les gestionnaires de placement et les répartiteurs d'actifs. Certaines de ces occasions découleront probablement des mesures des gouvernements, des entreprises et des citoyens. Celles-ci pourraient prendre diverses formes :

- **Dépenses d'investissement en hausse dans de nombreux marchés développés et dans certains marchés émergents** : L'évolution des tendances structurelles, telles les relocalisations, la hausse du coût du capital et les énergies propres, pourrait donner un coup de pouce aux taux historiquement bas des dépenses en immobilisations, des investissements publics et de la productivité. Les meilleures occasions de placement sur le marché des actifs pourraient se trouver dans les pays, secteurs d'activité et entreprises qui sont au cœur de cette amélioration des tendances en matière d'investissements.
- **Affaiblissement des corrélations historiquement élevées entre les actions mondiales, d'où une possible amélioration des occasions de diversifier géographiquement les portefeuilles** : Les risques géopolitiques et climatiques (transformation technologique liée au climat) pourraient contribuer à accroître la divergence entre les perspectives de productivité et de bénéfices dans le monde.
 - **Éloignement des lignes de fracture géopolitiques systémiques et richesse en ressources essentielles de nombreux marchés émergents et frontaliers**. Les pays aptes à créer un contexte favorable pour les placements nationaux et étrangers pourraient offrir un contexte attrayant pour les occasions de placement.
 - **Bon positionnement des États-Unis, malgré la fin de leur domination mondiale unipolaire**. Le pays peut compter sur une immense quantité de ressources financières, institutionnelles et naturelles pour s'adapter à l'évolution des tendances à long terme.
 - **Amélioration potentielle de la situation économique de l'Europe**. Dans l'ensemble, la région semble se diriger vers une cohésion économique, budgétaire et politique accrue et privilégie de plus en plus les nouveaux investissements dans la sécurité climatique et énergétique.
- **Portefeuilles thématiques** : Les changements majeurs sur le plan de l'inflation, des taux d'intérêt, de la mondialisation et du climat pourraient de plus en plus devenir des thèmes à exploiter, en raison de leurs liens (ou de leur absence de liens) avec la hausse de la productivité.

Voir d'autres répercussions des changements sur la répartition de l'actif au chapitre 3.

Introduction

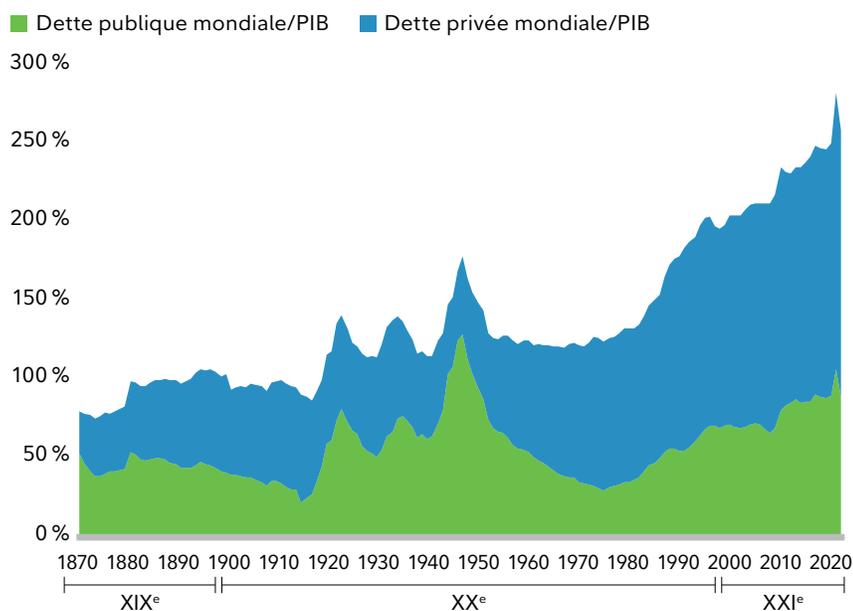
Les prévisions à long terme que nous avons formulées dans notre article de 2020, *Unsustainable Global Debt : Roadmap for Strategic Asset Allocation*, se concrétisent (voir l'encadré à droite).

La probabilité que l'inflation demeure plus élevée et plus volatile qu'au cours des 20 dernières années laisse penser que nous venons d'entrer durablement dans un nouveau régime, même si l'inflation baisse durant des périodes plus courtes à l'avenir.

Au cours de la dernière décennie, les États-Unis ont connu l'une des plus fortes croissances des bénéfices par action depuis le début des années 1950, alors même que la croissance de la productivité n'a jamais été aussi faible dans l'histoire moderne. De plus, l'incertitude persistante entourant l'inflation contrariera probablement certains des principaux facteurs d'investissement du régime précédent, telles la répression financière et l'augmentation du recours au crédit.

TABLEAU 2 – La dette mondiale a monté en flèche au cours des dernières décennies pour atteindre de nouveaux sommets.

Dette publique et privée mondiale en pourcentage du PIB mondial



Les données, regroupées en fonction de la pondération du PIB, couvrent 15 marchés développés à partir de 1870 et 10 marchés émergents à partir de 1990. Graphique compilé à partir de données annuelles. Sources : Banque des règlements internationaux; Fonds monétaire international (FMI); Banque mondiale; Óscar Jordà, Moritz Schularick, et Alan M. Taylor, *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts*, NBER Macroeconomics Annual 2016, volume 31, publié par Martin Eichenbaum et Jonathan A. Parker. Chicago: University of Chicago Press, au 31 décembre 2021.

* La diversification n'est pas un gage de profit et ne protège pas contre les pertes.

Leçons tirées de notre article sur la dette mondiale non durable (2020)

Notre travail fondamental précédent, publié sous le titre *Unsustainable Global Debt: Roadmap for Strategic Asset Allocation*, s'est révélé juste. Cet article examinait les implications du niveau historiquement élevé de la dette mondiale pour les placements en ce qui a trait à l'inflation, à la gouvernance des régimes et à la répartition stratégique de l'actif.

Nous présentons ici certaines conclusions de l'article :

- La confluence des forces politiques, économiques et sociales a favorisé et permis le recours à la dette comme s'il s'agissait d'une panacée pour les problèmes économiques.
- Les niveaux sans précédent d'endettement dans le monde sont intenables à terme (Tableau 2).
- Dans le passé, les dettes d'État importantes ont souvent entraîné une hausse de l'inflation. Comme précédemment, nous nous attendions à ce qu'un recours accru aux politiques budgétaires et monétaires favorise un passage à un régime plus inflationniste.
- En conséquence, une gouvernance prudente et à long terme des investissements doit expressément tenir compte de l'incidence des niveaux de dette élevés sur les prix des marchés financiers.
- Comme une inflation élevée et volatile a tendance à se traduire par un renforcement des corrélations entre les actions et les obligations, la diversification traditionnelle entre actions et obligations* pourrait ne pas suffire.
- Les répartiteurs d'actifs pourraient devoir envisager une diversification faisant appel à d'autres placements, notamment des actifs résistants à l'inflation, des actions de valeur, des actifs non américains et des stratégies de diversification des horizons temporels.
- Les investisseurs pourraient également considérer des stratégies plus agiles pour tirer parti des fluctuations de volatilité liées aux politiques, notamment en augmentant le budget associé au risque dans les stratégies de répartition active de l'actif.

Dans cette nouvelle ère, il est fort probable que le contexte du rendement des actifs mondiaux tiendra aux facteurs fondamentaux, tels les gains de productivité, car les tendances passées où la productivité était supérieure aux bénéfices semblent tirer à leur fin. Cette transition exige que les répartiteurs d'actifs qui établissent des cadres et des hypothèses de placement à long terme comprennent et analysent les fondements économiques des gains de productivité de base et leurs liens avec les bénéfices et les rendements des différentes catégories d'actifs.

Parallèlement, le paysage mondial fait face à un éventail croissant de tendances en constante évolution qui influenceront de différentes et nouvelles façons sur la productivité et les bénéfices. Des facteurs comme le climat, la géopolitique ou les inégalités de revenus influent de plus en plus sur le comportement des gouvernements, des entreprises et des citoyens. Il ne nous appartient pas de nous prononcer sur la valeur normative de ces éléments, mais il sera essentiel, sur le plan des placements à long terme, de comprendre leur incidence potentielle sur la productivité et les bénéfices.

Nous pensons que cette tendance à long terme fera un grand nombre de gagnants et de perdants dans plusieurs catégories d'actifs. La clé du succès, dans ce contexte en mutation, consistera à gérer un éventail changeant de risques et à repérer des occasions de placement rentables parmi les régions, les pays, les secteurs et les entreprises. Certaines de ces occasions seront probablement liées à l'amointrissement des corrélations mondiales et pourraient procurer un avantage aux gestionnaires de placements.



CHAPITRE 1

Productivité et bénéfices : tendances et facteurs déterminants

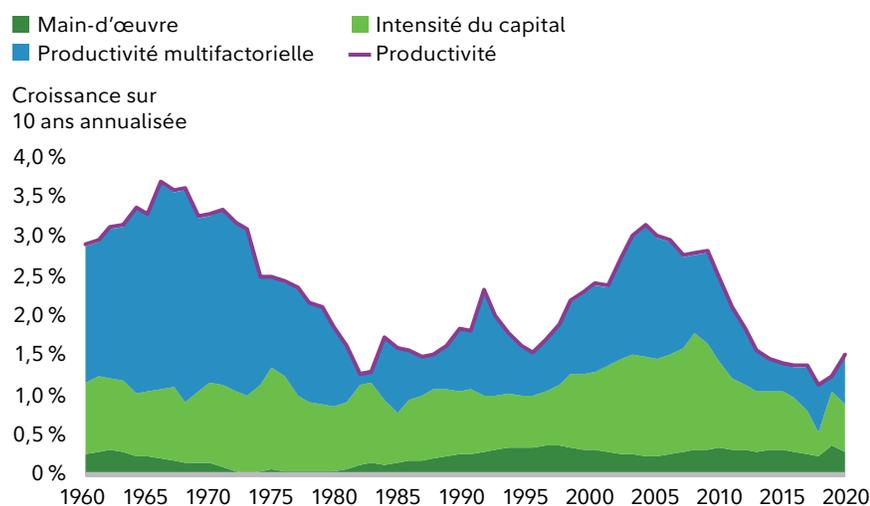
Mesures et facteurs de productivité

La productivité de la main-d'œuvre (que nous appellerons simplement productivité dans le présent article) se mesure habituellement comme étant la production par travailleur ou par heure travaillée. Il est possible de décomposer cette notion pour mieux en comprendre les facteurs clés. Plus précisément, la productivité dépend de la composition de la main-d'œuvre (qualité du capital humain), de l'intensité du capital (quantité de capital utilisée par les travailleurs pour produire des biens et services) et de la productivité multifactorielle, qui correspond essentiellement à tous les gains de productivité qui ne peuvent pas s'expliquer par des changements dans les intrants de main-d'œuvre et de capital (Tableau 3).

La productivité multifactorielle est habituellement associée aux avancées technologiques et aux gains d'efficacité, ainsi qu'aux conjonctures économiques favorables à l'éclosion de nouvelles idées et à la prospérité des entreprises. On peut la voir comme l'« ingrédient clé » de la productivité. Elle est le moteur principal de la croissance à long terme et n'est pas tributaire des baisses de rendement. On ne peut pas la mesurer directement; on la calculera plutôt comme étant la croissance résiduelle de la production une fois que l'apport des intrants a été mesuré. Pour toutes ces raisons, la productivité multifactorielle tend à être le principal facteur à long terme de la productivité globale, mais elle est aussi le facteur qui connaît les fluctuations les plus amples et est le plus difficile à prévoir.

TABLEAU 3 – La chute de la croissance multifactorielle a entraîné un ralentissement de la productivité.

Composantes de la productivité



La productivité correspond à la production horaire réelle des entreprises privées américaines. Graphique compilé à partir de données annuelles. Sources : Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Principes de base de la productivité

La productivité est le principal moteur à long terme de la croissance économique et de l'amélioration du niveau de vie, en même temps qu'un facteur essentiel de la capacité de générer des bénéfices. Elle peut :

- faciliter la croissance économique sans nécessiter d'augmenter la main-d'œuvre;
- permettre d'augmenter les salaires à un rythme supérieur à l'inflation;
- permettre aux entreprises d'accroître leurs bénéfices sans augmenter les prix.

Parmi les trois facteurs stimulant la croissance économique – la productivité, la main-d'œuvre et le capital –, la productivité est unique.

- Les intrants de main-d'œuvre et de capital sont tributaires des baisses de rendement. L'augmentation de la main-d'œuvre, la construction de nouvelles structures ou la mise en place d'équipements nouveaux permettent d'accroître la production économique, mais à un rythme qui finit par ralentir.
- Il n'y a pas de limite aux gains de productivité que peut générer l'utilisation de la main-d'œuvre et du capital. Il est ainsi possible de gagner de façon permanente en productivité en formant et en éduquant la main-d'œuvre, en investissant dans des technologies novatrices plus efficaces et en encourageant un climat propice à l'éclosion de nouvelles idées (Solow 1956; Romer 1990)¹.

La prépondérance de la productivité comme facteur de croissance du PIB est encore plus prononcée dans les économies avancées, comme les États-Unis, où le stock de capital déjà en place est important et où la dynamique de baisse du rendement des intrants de main-d'œuvre et de capital supplémentaires est plus marquée.

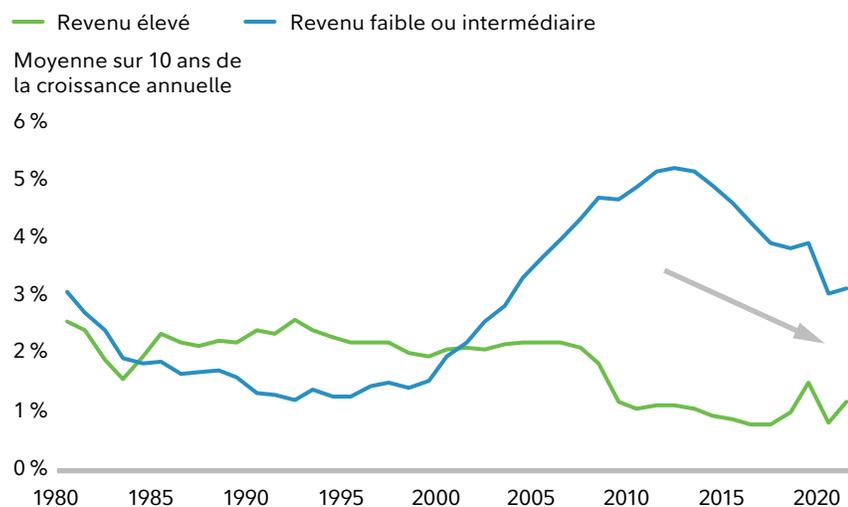
En général, le potentiel de croissance de la productivité est plus élevé dans les économies émergentes que dans les marchés développés, et cela tient à toutes les composantes de la productivité. Comme les économies en développement partent de plus loin, elles ont plus de marge pour renforcer leur capital humain et physique – amélioration de la qualité de la main-d’œuvre et amélioration de l’outillage de la main-d’œuvre par une modernisation des équipements. Au-delà de l’amélioration directe de la productivité, l’augmentation du capital humain et physique peut également contribuer à accroître la productivité multifactorielle. Les économies en développement peuvent également stimuler directement leur productivité multifactorielle par des transferts technologiques, grâce au commerce, aux investissements et à la connectivité à l’échelle internationale. En revanche, les économies développées ont tendance à se rapprocher d’une frontière technologique, au-delà de laquelle le progrès devient plus difficile.

Tendances récentes : ralentissement généralisé de la productivité

La croissance de la productivité multifactorielle comme de l’intensité du capital attribuable à l’essor de l’investissement dans les technologies de l’information à la fin des années 1990 s’est en grande partie érodée au début du XXI^e siècle. Depuis une dizaine d’années, la croissance de la productivité affiche dans le monde entier une tendance au ralentissement à long terme (Tableau 4). Aux États-Unis, ce ralentissement est essentiellement causé par la baisse de la productivité multifactorielle, qui a chuté nettement en deçà de sa moyenne historique.

TABLEAU 4 – Ralentissement de la croissance par habitant dans le monde

Croissance du PIB réel par habitant selon le niveau de revenu du pays



La Banque mondiale définit les pays à revenu élevé comme étant les pays affichant un revenu national brut par habitant de plus de 13 205 \$. Les pays à revenu faible et à revenu intermédiaire se situent sous ce seuil. Graphique établi à partir de données annuelles. Sources : Banque mondiale, OCDE, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

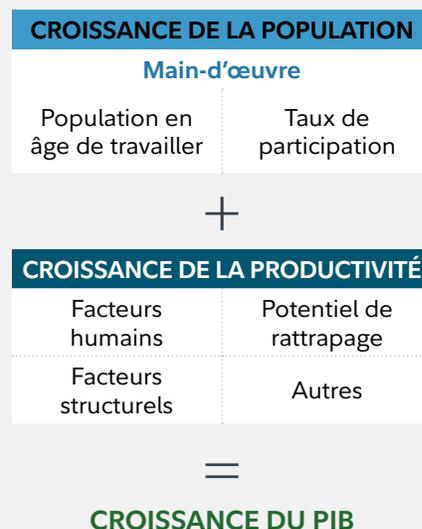
Principes de base de la productivité (suite)

Nous étudions la croissance économique parce qu’elle est le contexte des marchés d’actifs. Elle représente un ensemble d’occasions et influence les tendances clés, tels la croissance des bénéfices de sociétés et les taux d’intérêt.

- Durant la dernière décennie, nos prévisions du PIB à long terme ont servi de base à l’élaboration de nos hypothèses à 20 ans concernant les marchés financiers afin de prévoir le rendement des actifs (voir notre plus récente mise à jour Perspectives à long terme pour la croissance mondiale : les 20 prochaines années).
- Dans nos calculs, nous décomposons le PIB en deux composantes clés : la croissance de la population – le nombre de travailleurs s’ajoutant à une économie – et la croissance de la productivité – la production de ces travailleurs (Tableau 5).

TABLEAU 5 – La productivité est le facteur principal de la croissance économique.

Les composantes de la croissance du PIB :



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 28 février 2023.

Bien que la disponibilité de données normalisées et détaillées sur la productivité et leur fiabilité soit généralement moindre pour les autres pays que pour les États-Unis, la productivité reste étroitement liée au PIB par habitant, soit le produit du PIB par travailleur par la part des travailleurs dans la population totale (Tableau 5). Les estimations semblent indiquer qu'après la crise financière mondiale, les taux de productivité ont diminué dans le monde entier dans le contexte du ralentissement le plus prononcé, le plus long (plusieurs années) et le plus étendu de l'histoire moderne (Banque mondiale 2021)². Selon la Banque mondiale, la réduction des investissements (ralentissement de la croissance de l'intensité du capital) est responsable d'une grande partie de la baisse de productivité observée dans les économies avancées après la crise financière mondiale. Dans les économies en développement, la faiblesse des investissements et de la productivité multifactorielle a eu une incidence globalement comparable.

Certains économistes attribuent la faiblesse généralisée de la productivité à une certaine érosion du progrès technologique, l'innovation étant devenue moins déterminante (Gordon et Sayed, 2019). D'autres considèrent que le ralentissement est temporaire et tient à des retards dans l'intégration des nouvelles technologies numériques dans les processus de production (Brynjolfsson, Rock et Syverson, 2018). Les deux points de vue font ressortir le rôle essentiel de l'innovation technologique dans l'obtention d'une croissance durable de la productivité³. Bien que nous nous abstenions de prendre parti à ce débat de longue date, nous nous penchons ci-après sur le rôle de l'investissement dans le financement de l'innovation technologique.

L'investissement, catalyseur de la productivité : un coup de frein récent

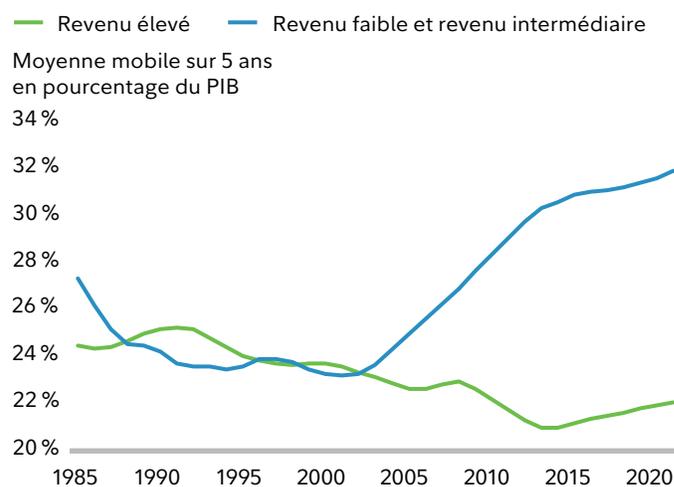
Les activités d'investissement – comme les dépenses en recherche et développement, les dépenses en infrastructures publiques et les dépenses en capital des entreprises – sont souvent une manifestation directe et mesurable des tendances en matière de productivité. L'investissement stimule la productivité non seulement directement par un accroissement du ratio capital/travail, mais aussi indirectement par la productivité multifactorielle. Même si les résultats ne sont pas immédiats, les investissements favorisent souvent des gains ultérieurs de productivité multifactorielle.

La tendance au ralentissement de la productivité depuis une dizaine d'années se reflète nettement dans la baisse des activités d'investissement enregistrées dans nombre de grandes économies. L'investissement, que l'on définit comme étant la formation brute du capital fixe et qui est depuis longtemps en déclin dans les économies à revenu élevé, a connu un nouveau coup de frein après la crise financière mondiale de 2008 (Tableau 6). À l'inverse, les marchés émergents à revenu intermédiaire, largement dominés par l'essor économique de la Chine, ont connu une hausse soutenue de la formation de capital fixe au cours des deux dernières décennies. Le ralentissement du rythme de formation du capital depuis une décennie et la baisse simultanée de la croissance de la productivité dans les marchés émergents s'expliquent probablement, du moins en partie, par la diminution du rendement des activités toujours croissantes d'investissement en Chine.

À l'échelle planétaire, les décennies de mondialisation rapide ont vu les économies développées, par l'intermédiaire des entreprises multinationales, donner en sous-traitance

TABLEAU 6 – Croissance supérieure des investissements dans les pays à revenu faible et à revenu intermédiaire

Formation brute de capital fixe selon le niveau de revenu des pays



La Banque mondiale définit les pays à revenu élevé comme étant les pays affichant un revenu national brut par habitant de plus de 13 205 \$. Les pays à revenu faible et à revenu intermédiaire se situent sous ce seuil. Graphique établi à partir de données annuelles. Sources : Banque mondiale, OCDE, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

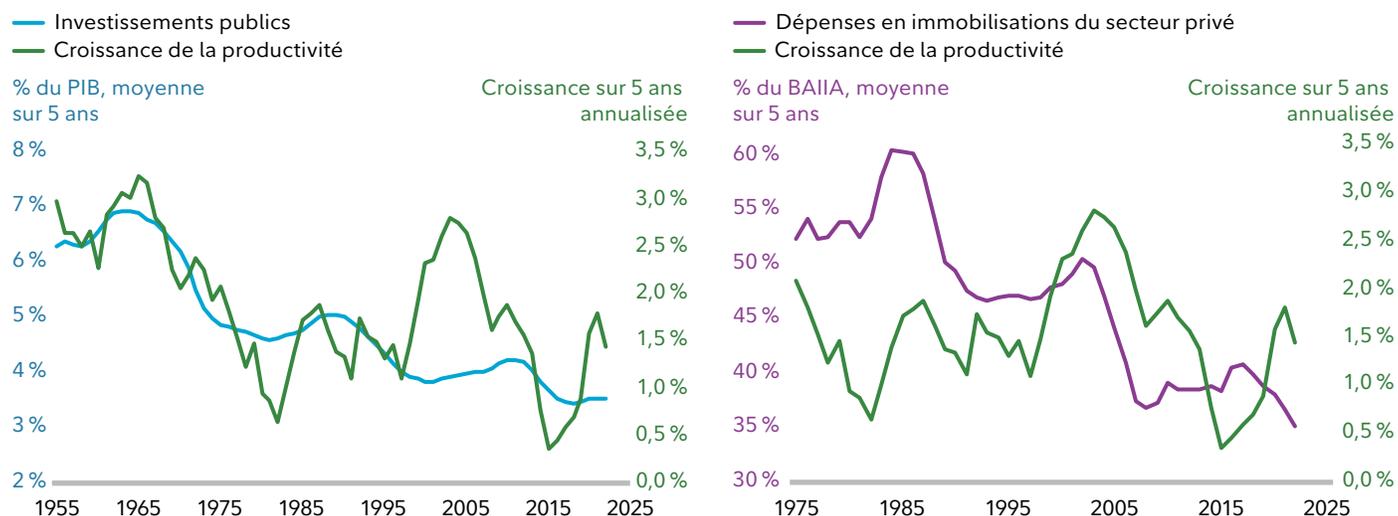
une part importante de leur production aux économies émergentes et y déplacer une part non négligeable de leurs investissements. Le ralentissement de la croissance de la productivité dans les économies développées, y compris aux États-Unis, reflète en partie la baisse des taux d'investissement intérieurs, tandis que le déplacement des investissements vers l'étranger, en particulier la Chine, a contribué à accélérer la croissance de la productivité dans les économies émergentes.

Aux États unis, la baisse des activités d'investissement est le résultat d'une chute des investissements publics et des dépenses en capital (en immobilisations) des

entreprises à des niveaux inédits depuis la Deuxième Guerre mondiale (Tableau 7). Dans le secteur privé, les dépenses en capital ont ainsi plongé pendant la dernière décennie au niveau le plus bas jamais atteint en proportion des bénéfices de sociétés. Du côté du secteur public, au niveau fédéral comme au niveau des États, toutes les catégories d'investissements (défense et autres secteurs) ont chuté à leur niveau le plus bas en plusieurs décennies. Cela signifie que tant le comportement du secteur privé que les décisions de politique publique ont contribué à la baisse de la productivité.

TABLEAU 7 – Baisse des dépenses d'investissement et de la productivité

Investissements publics et dépenses en capital du secteur privé par rapport à la croissance de la productivité



La productivité correspond au PIB réel par heure. Les investissements publics comprennent les investissements fédéraux, des États et locaux. Les dépenses en immobilisations regroupent celles des 3 000 plus grandes sociétés cotées (p. ex., produits financiers et immobilier). Graphique établi à partir de données annuelles. Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2022.



CHAPITRE 2

Comprendre la divergence entre la productivité et les bénéfices

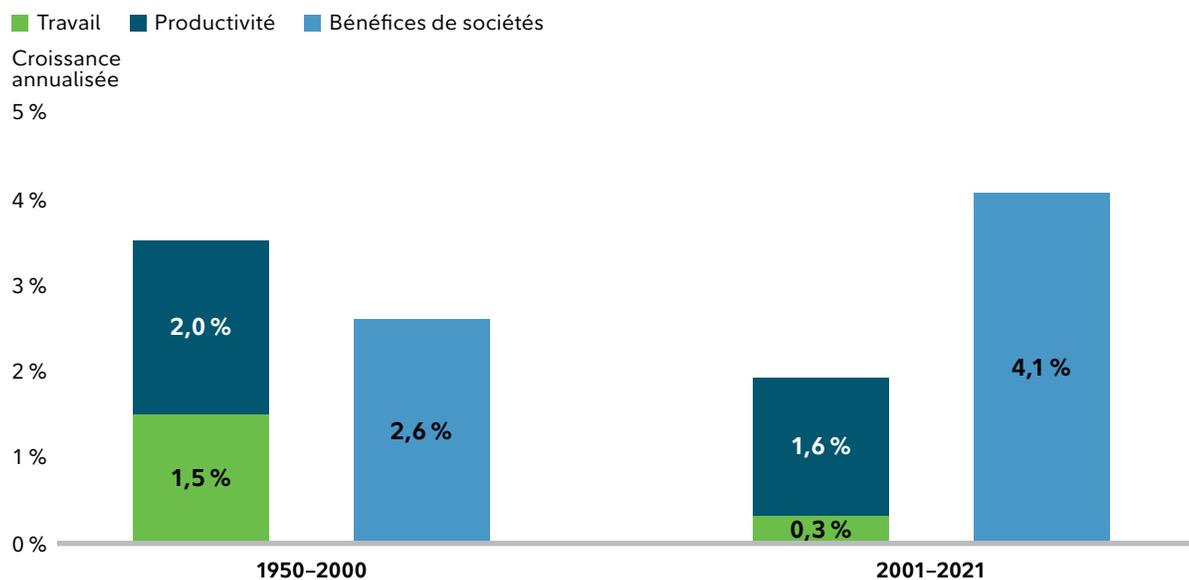
Le produit annuel d'une économie (après déduction des impôts nets) est distribué à la main-d'œuvre à titre de rémunération du travail et aux entreprises à titre de bénéfices. En tant que moteur principal de la croissance économique, la productivité est donc la principale source sous-jacente de croissance des salaires et des bénéfices à long terme. Ce lien est au cœur de nos hypothèses à long terme pour les marchés financiers et sous-tend nos prévisions d'appréciation à long terme des actions (voir *Hypothèses relatives aux marchés des capitaux : une approche mondiale exhaustive pour les 20 prochaines années*).

Aux États-Unis, les taux réels (ajustés à l'inflation) du PIB et de la croissance des bénéfices de sociétés à la grandeur de l'économie sont restés dans une même fourchette entre 1950 et 2000, soit autour de 3,5 % et de 2,6 % respectivement, en chiffres annualisés. Durant toute cette période, le taux de croissance des bénéfices équivalait à 1,3 fois celui de la productivité (Tableau 8).

Ces chiffres ont toutefois fortement divergé au cours des deux dernières décennies. Entre 2001 et 2021, le taux de croissance du PIB a fondu pour s'établir à 1,9 %, tandis que la croissance des bénéfices dans l'économie a grimpé à 4,1 %. Le taux de croissance de la productivité a chuté à 1,6 %, mais la croissance des bénéfices a augmenté à plus de 2,5 fois ce chiffre. On a pu observer une divergence similaire entre la hausse du taux de croissance des bénéfices (4,6 %) des grandes sociétés composant l'indice S&P 500 et le ralentissement de la croissance de la productivité dans le secteur privé (2 %). Cette divergence a atteint des niveaux encore plus extrêmes dans la dernière décennie, où une activité de rachat d'actions sans précédent a contribué à propulser la croissance réelle du bénéfice par action de l'indice S&P 500 à 6,5 %⁴.

TABLEAU 8 – Les taux de croissance de la productivité et des bénéfices ont divergé dans les deux dernières décennies.

Croissance comparée du PIB réel des États-Unis et des bénéfices de sociétés réels de l'ensemble de l'économie



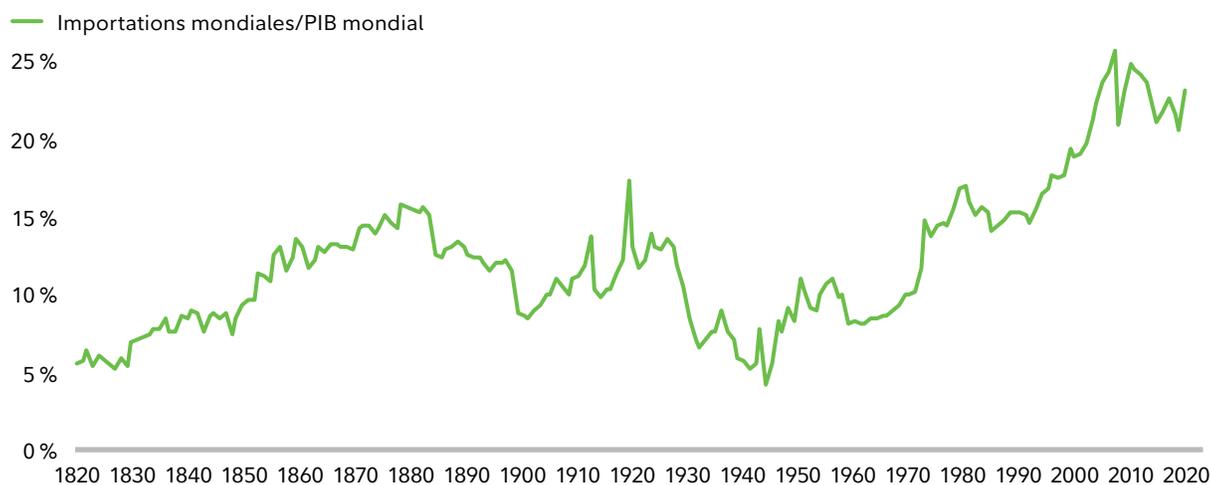
La croissance du PIB équivaut à la somme du travail (heures travaillées) et de la productivité (production à l'heure). Les bénéfices de sociétés regroupent les bénéfices de sociétés de l'ensemble de l'économie et sont tirés des données des NIPA des États-Unis. Graphique compilé à partir de données annuelles. Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), 31 décembre 2021.

Pourquoi une telle divergence? L'histoire montre que la force du lien entre productivité et bénéfices a varié au fil du temps et que les divergences prolongées sont courantes. La principale raison de ces divergences tient au fait que la rentabilité est influencée non seulement par la productivité, mais aussi par l'évolution des prix de la production et les coûts des intrants. Si les prix unitaires dépassent les coûts unitaires pour des raisons non liées à l'amélioration de la productivité, les bénéfices peuvent surpasser la productivité.

Cette dynamique a probablement joué pendant les deux dernières décennies, où la conjugaison de plusieurs facteurs a eu pour effet de réduire les coûts des entreprises. Un de ces facteurs a notamment été le niveau sans précédent d'intégration mondiale; le commerce mondial en plein essor représentait ainsi en 2008 une part de la production économique mondiale plus importante qu'à tout autre moment de l'ère industrielle moderne (Tableau 9). L'augmentation rapide des délocalisations et de la mondialisation des chaînes d'approvisionnement a permis aux économies avancées de profiter d'un accès sans précédent à de la main-d'œuvre étrangère, ce qui a intensifié la concurrence sur les marchés du travail, freiné la croissance des salaires dans ces économies et réduit les coûts de main-d'œuvre. Cela a probablement été un facteur important de la baisse croissante de la rémunération du travail, qui a accusé un retard par rapport à la productivité de la main-d'œuvre durant plusieurs décennies (Tableau 10, à gauche). L'automatisation industrielle et, plus généralement, les technologies permettant des économies de main-d'œuvre sont un autre facteur qui a limité la pression sur les salaires pendant cette période.

TABLEAU 9 – Le degré historiquement élevé de la mondialisation pourrait atteindre un sommet.

Mondialisation du commerce

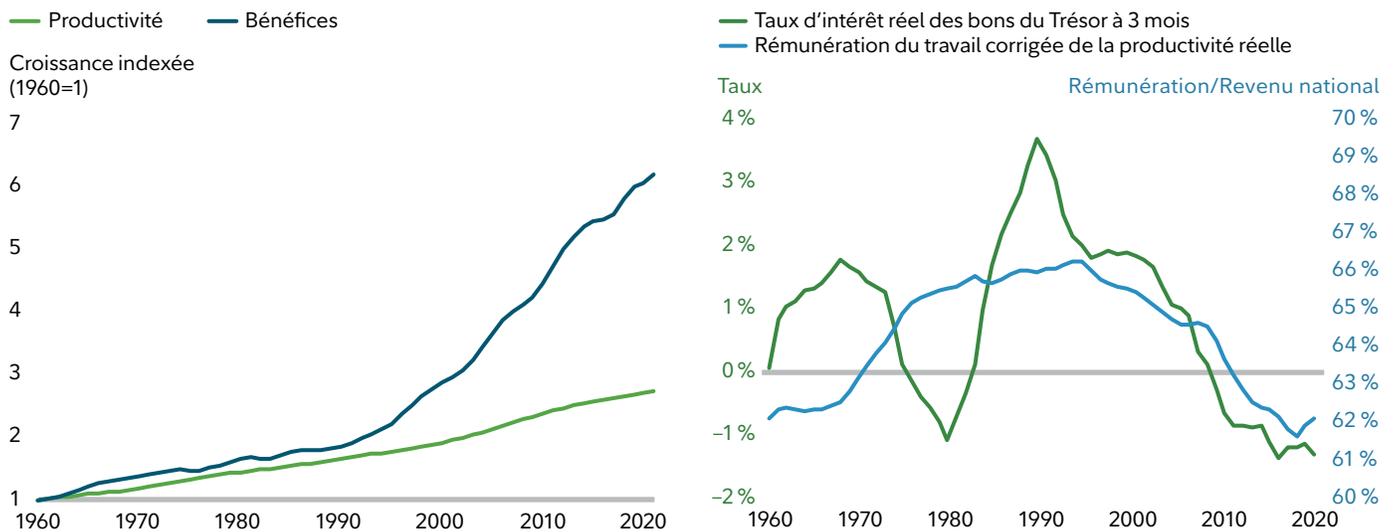


Graphique compilé à partir de données annuelles. Sources : Fonds monétaire international (FMI), Banque mondiale et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Parallèlement à cela, les principales banques centrales de la planète se sont engagées dans une période prolongée de répression financière. Depuis la crise financière mondiale de 2008, les autorités monétaires des États-Unis, d'Europe et du Japon ont souvent mis en œuvre des mesures d'accommodement extraordinaires et maintenu des taux d'intérêt intérieurs extrêmement bas. L'accroissement de la mondialisation financière a également contribué à faire baisser les taux d'intérêt mondiaux, les flux de capitaux découlant des importants excédents commerciaux de la Chine et d'autres pays ayant été réinjectés dans les marchés des titres à revenu fixe aux États-Unis et dans d'autres économies avancées. Cette dynamique a contribué à faire chuter le coût du capital à des creux historiques, les taux d'intérêt réels étant demeurés en territoire négatif pendant la majeure partie des vingt dernières années (Tableau 10, à droite).

TABLEAU 10 – La baisse des taux d'intérêt et des coûts de main-d'œuvre a accentué la divergence entre la productivité et les bénéfices.

Évolution de la productivité réelle et de la croissance des bénéfices par rapport aux taux d'intérêt réels et à la rémunération de la main-d'œuvre – moyennes mobiles sur 10 ans



La baisse soutenue des taux d'intérêt réels et de la rémunération de la main-d'œuvre a débuté dans les années 1990 et a coïncidé avec l'émergence d'un écart prolongé entre la productivité et la croissance des bénéfices réels.

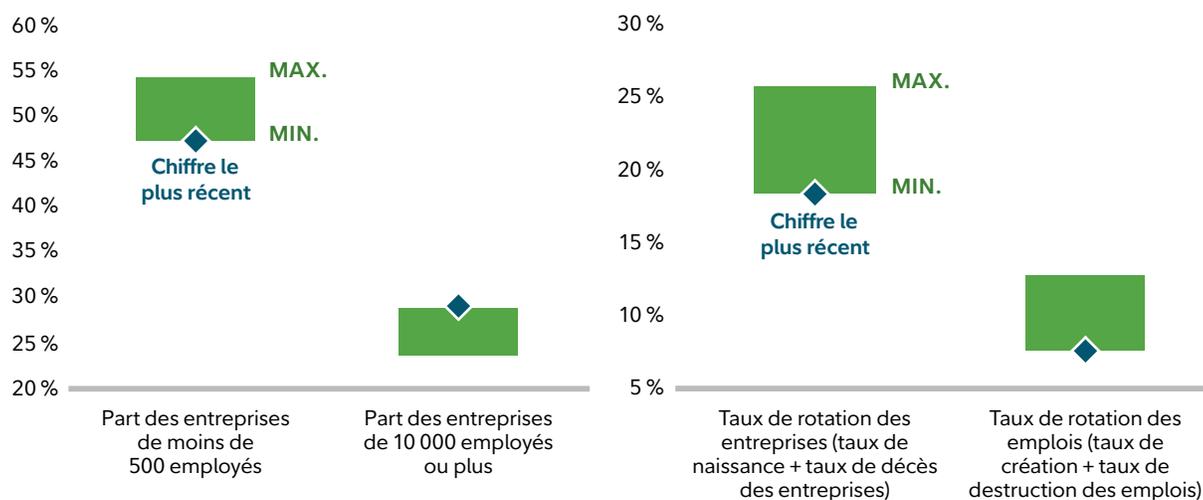
À GAUCHE : Toutes les données sont ajustées en fonction de l'inflation (réelle). La productivité correspond au PIB par heure. Les bénéfices représentent les bénéfices de sociétés d'après les données des NIPA. **À DROITE :** La rémunération de la main-d'œuvre ajustée en fonction de la productivité réelle se calcule en divisant la rémunération de la main-d'œuvre par le revenu national. Graphique établi à partir de données annuelles. Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

De plus, la concentration sectorielle s’est considérablement accrue au cours de la dernière décennie. L’influence de grandes entreprises dans plusieurs secteurs clés, en particulier dans les marchés technologiques quasi monopolistiques où l’effet de réseau est très présent, a permis aux sociétés dominantes de peser véritablement sur les prix et les salaires (Autor, 2020; OCDE, 2019)⁵. Les indicateurs clés du dynamisme des entreprises et de la concurrence ont chuté à des creux de plusieurs décennies, notamment le taux de création de nouvelles entreprises et de nouveaux emplois, de même que la part des petites entreprises par rapport aux grandes entreprises (Tableau 11).

Les sommets atteints sur le plan de la mondialisation et de la concentration sectorielle et les creux atteints par les taux d’intérêt et la part du travail en cette ère moderne ont engendré un contexte unique pour les entreprises. Ces dernières ont alors adopté un comportement axé vers la délocalisation des chaînes d’approvisionnement et les activités d’ingénierie financière (augmentation du recours au levier financier, réalisation d’acquisitions et rachat d’actions). Nombre de grandes sociétés ont émis des titres de créance à faible coût pour racheter leurs propres actions et ont ainsi retiré du marché pour plus de 5 000 milliards de dollars d’actions de sociétés de l’indice S&P 500 entre 2010 et 2019, avec pour effet de stimuler la croissance des bénéficiaires par action à raison de près de 1,5 % par année (sources : Standard & Poor’s; Haver Analytics; Fidelity). Parallèlement, les politiques monétaires accommodantes ont permis aux sociétés improductives dites « zombies » (sociétés peu viables) de rester en activité et subventionné la production de sociétés non rentables, qui ont ainsi eu accès à du financement bon marché sur les marchés privés.

TABLEAU 11 – Accroissement de la concentration sectorielle et chute du dynamisme des entreprises depuis deux décennies.

Variation des indicateurs de taille et de dynamisme des entreprises entre 1978 et 2020 – moyennes mobiles sur 5 ans



Graphique établi à partir de données annuelles. Sources : Census Bureau, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2020.

Les entreprises ont enregistré des marges bénéficiaires record pendant la dernière décennie, mais la quantité d'argent qu'elles ont réinvesti (dépenses en capital) a chuté à des niveaux record en proportion de leurs bénéfices (Tableau 12). Les entreprises ont ainsi globalement enregistré une rentabilité exceptionnelle malgré la baisse des taux de dépenses en capital et de productivité, en grande partie grâce à la réduction des coûts et à l'ingénierie financière.

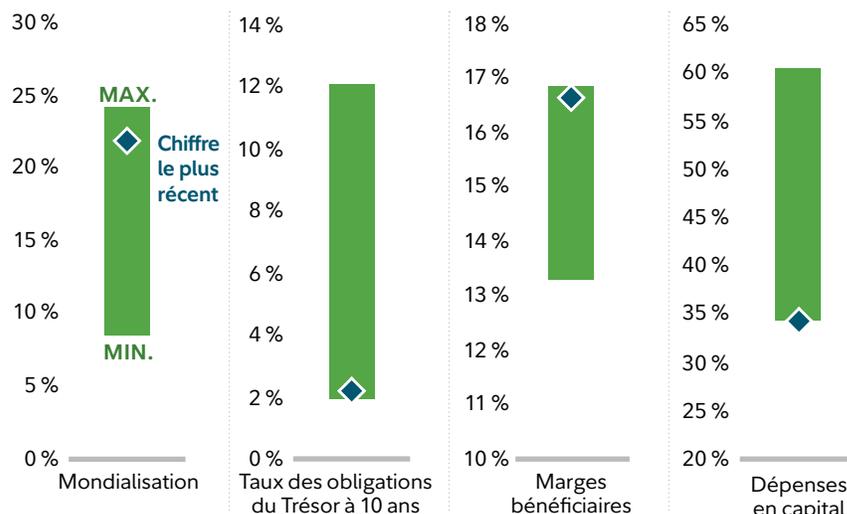
La dissociation des bénéfices de la productivité ne s'est pas limitée aux États-Unis. Dans les marchés développés autres que les États-Unis, la productivité et les bénéfices réels par action ont fortement divergé depuis deux décennies (Tableau 13). Comme aux États-Unis, cette dynamique reflète vraisemblablement la conjonction de la baisse des taux d'emprunt et de la mondialisation, qui ont donné aux sociétés des marchés développés non américaines accès aux coûts de main-d'œuvre plus faibles des marchés émergents. Ces derniers ont affiché des gains de productivité et une hausse des bénéfices importants pendant la première décennie du XXI^e siècle, après avoir bénéficié d'une hausse des prix des marchandises, de rentrées directes de capitaux étrangers et de hausses des revenus attribuables à l'expansion du commerce mondial. Les taux de productivité des marchés émergents ont toutefois ralenti au cours de la dernière décennie, tandis que la croissance des bénéfices était à la traîne loin derrière, probablement du fait, en partie, de l'incidence du niveau culminant des tendances de la mondialisation (Tableau 13, à droite).

Perspectives : la tendance à l'accélération de la croissance des bénéfices et au ralentissement de la croissance de la productivité pourrait plafonner

Il est peu probable que la tendance à la dissociation des bénéfices et de la productivité perdure. Les principaux

TABLEAU 12 – Les sociétés ont réalisé des marges bénéficiaires record en engageant peu de dépenses en capital, ce qui traduit la faiblesse des taux d'intérêt et les niveaux élevés de mondialisation.

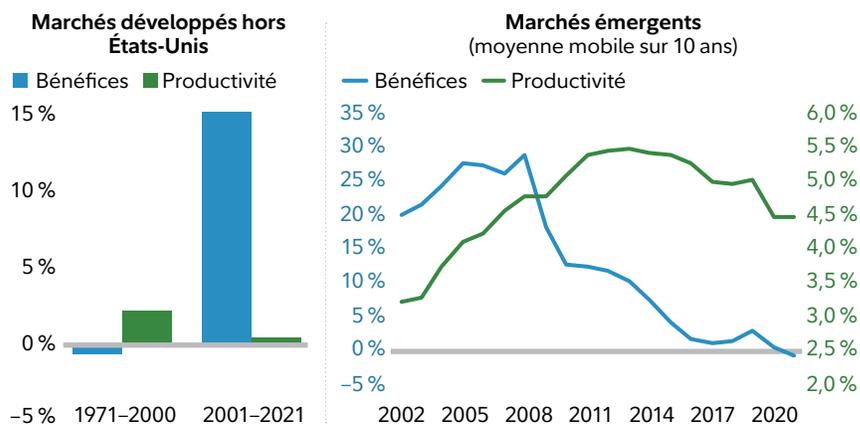
Variation des indicateurs des entreprises entre 1962 et 2022 – moyennes mobiles sur 5 ans



Le commerce mondial est mesuré en divisant la valeur des importations mondiales par le PIB mondial. Les marges bénéficiaires sont calculées en divisant le BAIIA par le chiffre d'affaires. Les dépenses en capital sont liées au BAIIA et excluent les produits financiers et l'immobilier. Graphique établi à partir de données annuelles. Sources : Fonds monétaire international (FMI), Banque mondiale, Réserve fédérale des États-Unis et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2022.

TABLEAU 13 – Découplage de la productivité et des bénéfices : comparaison des marchés développés et des marchés émergents.

Bénéfices et productivité réels des entreprises, taux de croissance annualisés

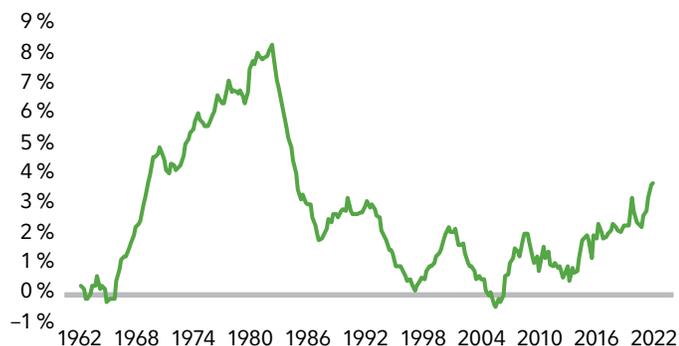


Productivité : Croissance sur un an du PIB réel par personne employée, pondérée par le PIB. Graphiques établis à partir de données annuelles. Sources : OCDE, Haver et Fidelity Investments, au 31 décembre 2021. Bénéfices : Croissance sur un an des bénéfices par action réels, pondérée par la capitalisation boursière. Sources : FactSet, Haver et Fidelity Investments, au 31 décembre 2021.

facteurs de la divergence – la mondialisation, la répression financière et la concentration sectorielle – plafonnent ou sont déjà en repli. Pour la première fois depuis des décennies, les taux d'intérêt et les coûts de main-d'œuvre pourraient augmenter durablement (Tableau 14). La croissance des bénéfices dans les marchés émergents a déjà chuté sous les taux de croissance de la productivité. En résumé, il y a peu de chances que la conjugaison des facteurs ayant conduit à la dissociation entre des bénéfices en hausse et une productivité en berne persiste.

TABLEAU 14 – Les coûts unitaires de la main-d'œuvre se sont rapprochés des taux des années 1980.

Taux de croissance sur 5 ans annualisés des coûts unitaires de main-d'œuvre aux États-Unis



Graphique établi à partir de données trimestrielles. Sources : Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 30 septembre 2022.

Cela signifie qu'il faut s'attendre à voir la croissance économique redevenir le principal moteur de croissance des bénéfices des sociétés. Comme les facteurs démographiques limiteront la croissance de la main-d'œuvre, la productivité devrait jouer un rôle central. La productivité devrait donc redevenir le moteur fondamental et durable de la rentabilité des entreprises.

Les perspectives de croissance des bénéfices sont-elles dès lors condamnées à converger vers les faibles taux de productivité de la dernière décennie? Notre scénario de base suppose que le taux de productivité ne connaît pas d'amélioration sensible. Cela dit, nous constatons un potentiel de hausse, attribuable à la diminution des tendances à long terme (mondialisation, répression financière et concentration sectorielle) et catalyseurs extrinsèques potentiels du facteur X (prise en compte des changements climatiques, de l'affectation et des inégalités

au pays). En marge de ces forces, les avancées récentes dans les technologies d'intelligence artificielle pourraient aussi donner un coup de pouce à la productivité, lorsque leur adoption se généralisera.

Même si nos prévisions fondées sur des modèles et des scénarios de base n'annoncent pas d'essor prochain de la productivité, nous sommes d'avis que l'évolution à long terme du paysage économique est susceptible de propulser les taux de productivité au-delà des creux observés ces dernières années. Plus récemment, les créations de sociétés ont été en forte hausse, ce qui pourrait être annonciateur d'un regain de dynamisme des entreprises, dans un contexte où les pratiques de travail évoluent depuis la fin de la pandémie mondiale (Tableau 15).

De nouveaux progrès technologiques et des gains d'efficacité seront nécessaires pour mettre fin à cette tendance au ralentissement de la productivité.

TABLEAU 15 – Les créations d'entreprises montrent des signes de redémarrage après la COVID-19.

Créations d'entreprises aux États-Unis



Les projections reposent sur des estimations du Census Bureau des États-Unis. Sources : Census Bureau, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2022.

Cela exigera de nouveaux investissements dans l'innovation susceptibles de faire mentir la loi de la diminution des rendements. Les investissements – publics et privés – peuvent être essentiels pour renforcer la productivité, tant directement, par l'amélioration du capital/travail, qu'indirectement, par la productivité multifactorielle. Les investissements complémentaires dans la formation et la gestion des talents sont aussi un moyen d'améliorer la productivité, en misant sur la qualité de la main-d'œuvre.



CHAPITRE 3

Motivations liées aux facteurs particuliers extrinsèques

Comment les motivations liées à des facteurs particuliers peuvent-elles influencer sur la productivité et les bénéfices?

Nous pensons que les grands changements touchant durablement les taux d'intérêt, l'inflation et la mondialisation sont déjà en passe de transformer la structure des motivations des sociétés d'une manière susceptible de les amener à tourner le dos à la mentalité consistant à peu investir de la dernière décennie.

Par ailleurs, l'évolution d'un certain nombre de facteurs influe de plus en plus sur le comportement et les choix des entreprises et des décideurs, comme les effets des changements climatiques, l'autosuffisance croissante du secteur manufacturier pour des raisons de sécurité nationale et la distribution inégale du patrimoine et de la prospérité. Les décisions correspondantes impliquent souvent de faire des compromis, et leurs effets sont grandement influencés par la qualité de leur élaboration et de leur mise en œuvre.

Les motivations liées à ces facteurs particuliers extrinsèques peuvent être difficiles à prédire et peuvent influencer, favorablement ou défavorablement, sur les perspectives de productivité, même si certaines d'entre elles peuvent jouer un rôle de catalyseur important pour de nouveaux investissements et sont liées à notre conviction fondamentale que les dépenses en capital et la productivité, aujourd'hui faibles, peuvent décoller. De plus, à mesure que ces motifs évoluent, ils sont susceptibles d'entraîner des gains relatifs parmi les catégories d'actifs, les régions, les secteurs d'activité et les sociétés individuelles, ce qui donne lieu à des occasions pour les gestionnaires de placement actifs.

En revanche, la prise en compte d'un nombre accru de « préférences » dans les décisions d'affectation du capital – au lieu de chercher exclusivement à maximiser le potentiel de rendement sur investissement – pourrait accroître le risque de ne plus faire des gains d'efficacité le critère premier. Cela dit, certaines de ces motivations pourraient inciter les entreprises à augmenter leurs dépenses en capital ou les gouvernements à faire des investissements publics. Par exemple, des efforts visant à soutenir des investissements dans des technologies prometteuses ou à atténuer des effets externes excessifs, comme la pollution, pourraient avoir le potentiel d'accroître les résultats de la productivité.

Il est peu probable que le contexte futur de la productivité reproduise le scénario des deux dernières décennies. L'accent mis sur une intégration mondiale accrue, l'hyperefficacité et la croissance de l'« assiette économique » cède la place à un intérêt accru pour le marché national ou intérieur, à une influence croissante d'autres facteurs et à une amélioration de la qualité et du partage de l'assiette économique (Tableau 16).

Le cadre de travail qui suit évalue la façon dont les occasions et les risques dans trois grands domaines influent sur les perspectives de productivité, de bénéfices et de résultat des investissements : 1) le climat, 2) la géopolitique et 3) l'inégalité du revenu intérieur.

TABLEAU 16 – Évolution des priorités entre hier et demain

Priorités et facteurs de rendement antérieurs	Priorités et facteurs de rendement futurs
Expansion de l'assiette économique	Qualité et partage de l'assiette
Intégration mondiale	Priorité au marché national et aux relocalisations
Efficacité	Facteurs particuliers extrinsèques

Source : Fidelity Investments (ERRA), au 28 février 2023.

Un monde en mutation

Une incertitude considérable entoure la politique mondiale et les perspectives politiques en ce qui concerne la lutte contre les effets des changements climatiques, mais nous estimons que deux tendances à long terme déjà bien établies devraient persister au cours des prochaines années :

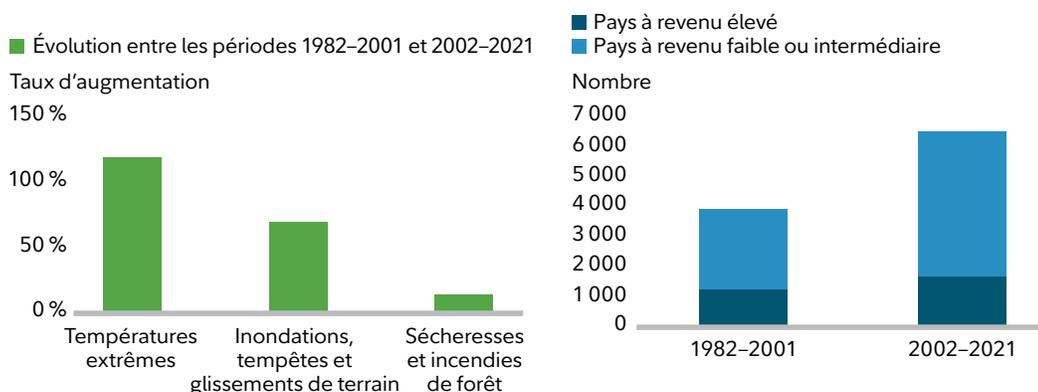
1. Les **risques physiques** liés aux conséquences générales des changements climatiques représentent une hausse des coûts pour l'économie mondiale.
2. Les efforts déployés pour **atténuer** ces coûts et **passer** à des énergies propres (décarbonation) représentent à la fois des occasions et des coûts potentiels pour les économies et les entreprises.

Cette section décrit le cadre de notre conviction que les motivations liées aux changements climatiques offrent un catalyseur potentiel de placements et de gains de productivité, et il comprend notre point de vue sur la façon d'évaluer les gagnants et les perdants potentiels de ces tendances.

Les changements climatiques ont contribué aux catastrophes naturelles, qui sont une source de risques majeure pour la productivité et les bénéfices. La fréquence des vagues de chaleur, des inondations, des tempêtes, des glissements de terrain, des secousses et des feux de forêt a augmenté au cours des dernières années, touchant un nombre croissant de personnes à l'échelle mondiale⁶. À l'échelle mondiale, les deux dernières décennies ont enregistré une augmentation de plus de 100 % de l'incidence des événements de températures extrêmes, par rapport aux deux décennies précédentes (Tableau 17, à gauche). Les pays en développement ont été plus touchés que les économies avancées, ce qui tient à la fois à leur situation géographique (beaucoup sont dans des régions chaudes) et à leur capacité moindre de résister à ce type d'événements défavorables, du fait d'infrastructures généralement moins robustes et de moyens économiques plus limités (Tableau 17, à droite). Des études ont révélé que l'offre de main-d'œuvre et la productivité sont sujettes à des températures extrêmes et ont tendance à diminuer dans le cadre de scénarios de réchauffement futurs dans la plupart des régions du monde, en particulier dans les régions tropicales⁷. En même temps, les catastrophes naturelles causent des perturbations de l'approvisionnement qui ont tendance à entraîner des fluctuations des prix, accentuant les difficultés de la population et minant la rentabilité des entreprises.

TABLEAU 17 – L'augmentation de la fréquence des catastrophes naturelles est un risque pour la productivité et les bénéfices.

Fréquence des catastrophes naturelles



À GAUCHE : Les catastrophes prises en compte dans ces données remplissent au moins l'un des trois critères suivants : 10 décès ou plus; 100 personnes touchées ou plus; déclaration de l'état d'urgence ou appel à une aide internationale.

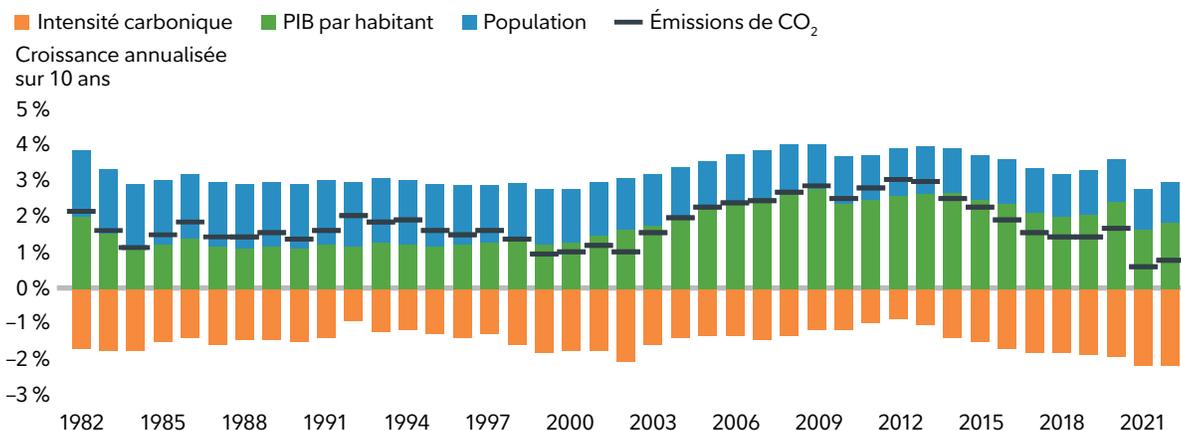
À DROITE : Les groupes de pays selon le revenu correspondent à la classification de la Banque mondiale. Graphique établi à partir de données annuelles. Sources : FMI, EM-DAT et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Les scientifiques lient les changements climatiques aux émissions de gaz à effet de serre, en particulier le dioxyde de carbone (CO₂). Les émissions mondiales de carbone ont augmenté à un taux moyen de 1,8 % par an au cours des 50 dernières années. Cette dynamique reflète trois composantes : la croissance de la population, la croissance du PIB par habitant et la croissance de l'intensité de la production de CO₂, ou de CO₂ émis par dollar du PIB⁸. Les émissions sont un sous-produit, ce que les économistes appellent une externalité, du soutien à la population mondiale croissante et à l'amélioration du niveau de vie mondial. Le progrès technologique a permis de contrer la hausse des émissions en réduisant l'intensité carbonique de l'économie mondiale au fil du temps, mais cette neutralisation n'est que partielle (Tableau 18).

Même si les émissions passées continueront de présenter un risque climatique considérable durant plusieurs décennies, une baisse des nouvelles émissions pourrait ultimement limiter les hausses de température. Certaines forces à long terme pourraient contribuer à réduire les émissions à l'avenir – par exemple, le ralentissement naturel de la croissance démographique. Au cours des 50 prochaines années, on s'attend à ce que la population mondiale augmente à un taux annuel moyen de 0,5 %, ce qui est inférieur au taux de 1,5 % des 50 années précédentes⁹. Cependant, pour réduire suffisamment les émissions de carbone afin d'éviter des températures encore plus élevées, il faudra réduire davantage l'intensité carbonique de la production. Il n'est pas impossible qu'une transformation technologique permettant de baisser les émissions tout en stimulant la productivité soit déjà en marche.

TABLEAU 18 – Si les émissions mondiales de carbone continuent d'augmenter, la diminution de l'intensité carbonique est encourageante.

Croissance des émissions mondiales de CO₂



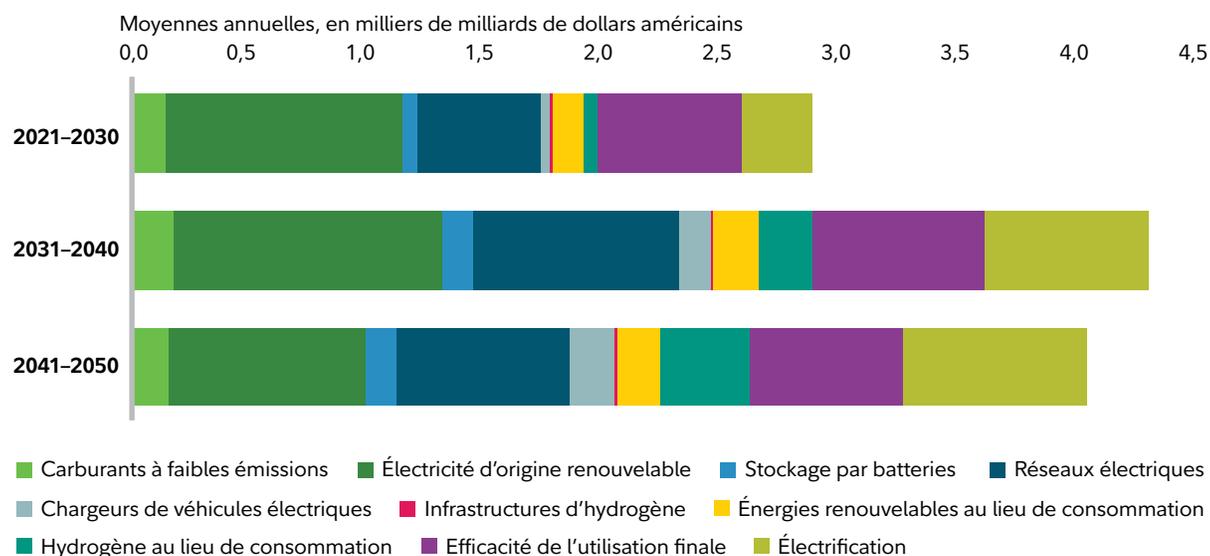
L'intensité carbonique est mesurée par rapport au PIB à partir de données annuelles. Sources : Atlas mondial du carbone et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Les efforts de transition et d'atténuation sont des catalyseurs potentiels pour les investissements et les gains de productivité

Les investissements publics et privés mondiaux visant à atténuer les conséquences des changements climatiques ont augmenté de façon constante ces dernières années. À ce jour, 194 pays, ainsi que l'Union européenne, ont signé l'Accord de Paris de 2015, qui vise à atteindre des cibles de carboneutralité (Tableau 19). Les signataires se sont engagés à maintenir le réchauffement climatique à 1,5 °C et à atteindre la carboneutralité – les émissions sont éliminées ou équilibrées par l'élimination du carbone d'ici 2050. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime qu'atteindre une cible mondiale de carboneutralité d'ici 30 ans nécessiterait près de 4 000 milliards de dollars de nouveaux investissements (AIE, 2021)¹⁰. Certains financements publics ont été affectés à la lutte contre les effets des changements climatiques. Par exemple, l'Inflation Reduction Act des États-Unis prévoit un financement fédéral de près de 400 milliards de dollars pour rendre l'énergie plus propre, grâce à une combinaison de crédits d'impôt, de subventions et de prêts. Selon l'AIE, le plus grand besoin d'investissements dans les prochaines décennies réside dans la production d'électricité, en particulier la transition vers de l'électricité d'origine renouvelable et le développement du stockage par batteries pour résoudre les problèmes d'intermittence. Des investissements supplémentaires seront nécessaires pour construire des infrastructures pour les énergies propres, notamment des réseaux d'électricité, des stations de recharge de véhicules électriques, des stations d'alimentation en hydrogène et des terminaux pour les importations et exportations. Des financements substantiels seront également requis pour les technologies à faibles émissions de carbone destinées aux utilisateurs finaux, comme la rénovation en profondeur des bâtiments, la transformation des processus industriels, l'achat de nouveaux véhicules à faibles émissions et des appareils électroménagers plus efficaces.

TABLEAU 19 – L'objectif d'émissions nettes nulles nécessite des investissements dans les infrastructures et les technologies.

Estimation des besoins mondiaux d'investissements pour atteindre la carboneutralité

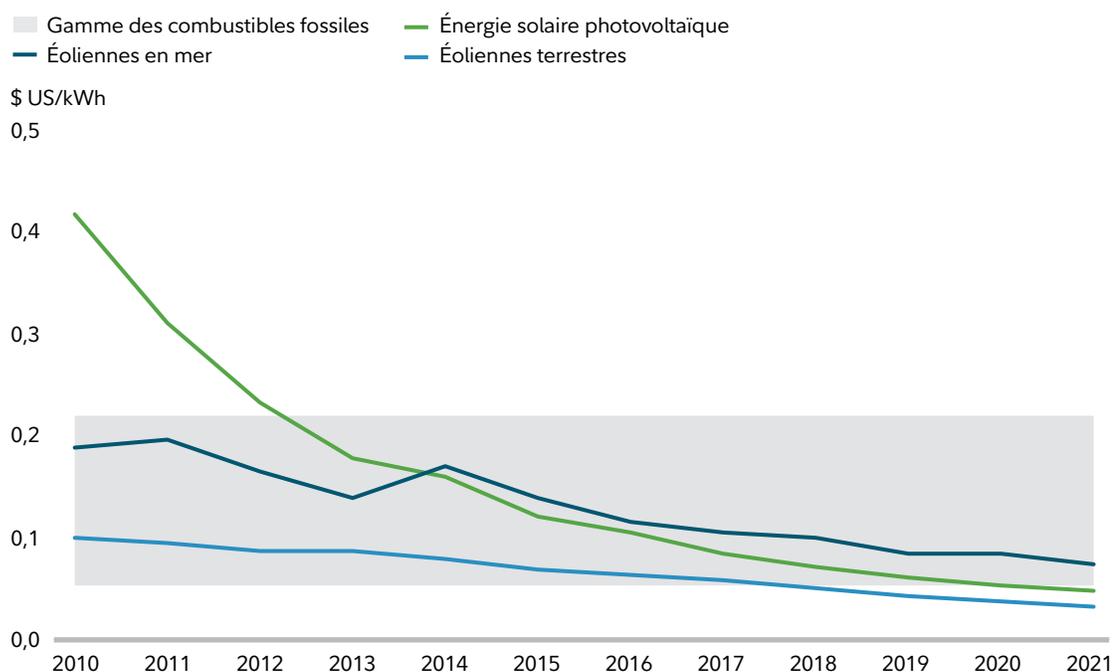


Estimations de l'AIE, à l'exclusion des investissements associés aux combustibles fossiles, à l'électricité nucléaire et aux technologies de capture du carbone. Sources : Agence internationale de l'énergie (AIE) et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Pour que les États-Unis respectent leurs engagements actuels à l'égard des politiques climatiques, le secteur de l'énergie devra passer de l'extraction de marchandises à faible productivité à des technologies d'énergies renouvelables à haute productivité. La diminution du rôle des combustibles fossiles dans la production d'électricité s'accompagnera d'une évolution des coûts de l'énergie. Bien que l'expérience récente laisse présager des prix de l'énergie élevés et volatils, en raison en partie du sous-investissement et en partie des facteurs géopolitiques, les tendances à long terme devraient être différentes (Tableau 20). Le coût de la production d'électricité à partir des énergies renouvelables clés a déjà chuté considérablement et est maintenant concurrentiel par rapport aux combustibles fossiles (IRENA, 2022)¹¹. En fait, il a été démontré que les modèles couramment utilisés sous-estiment les taux de déploiement des technologies d'énergie renouvelable et surestiment leurs coûts¹². La baisse des coûts de ces technologies reflète la « Loi de Wright », qui indique que pour chaque augmentation exponentielle de la capacité installée, le prix chute de manière exponentielle¹³. À mesure que l'utilisation des énergies renouvelables se généralise, l'électricité pourrait devenir moins chère, profitant aux bénéficiaires des sociétés.

TABLEAU 20 – La baisse des coûts des énergies renouvelables est avantageuse pour la productivité et les bénéfices.

Coûts mondiaux des énergies renouvelables



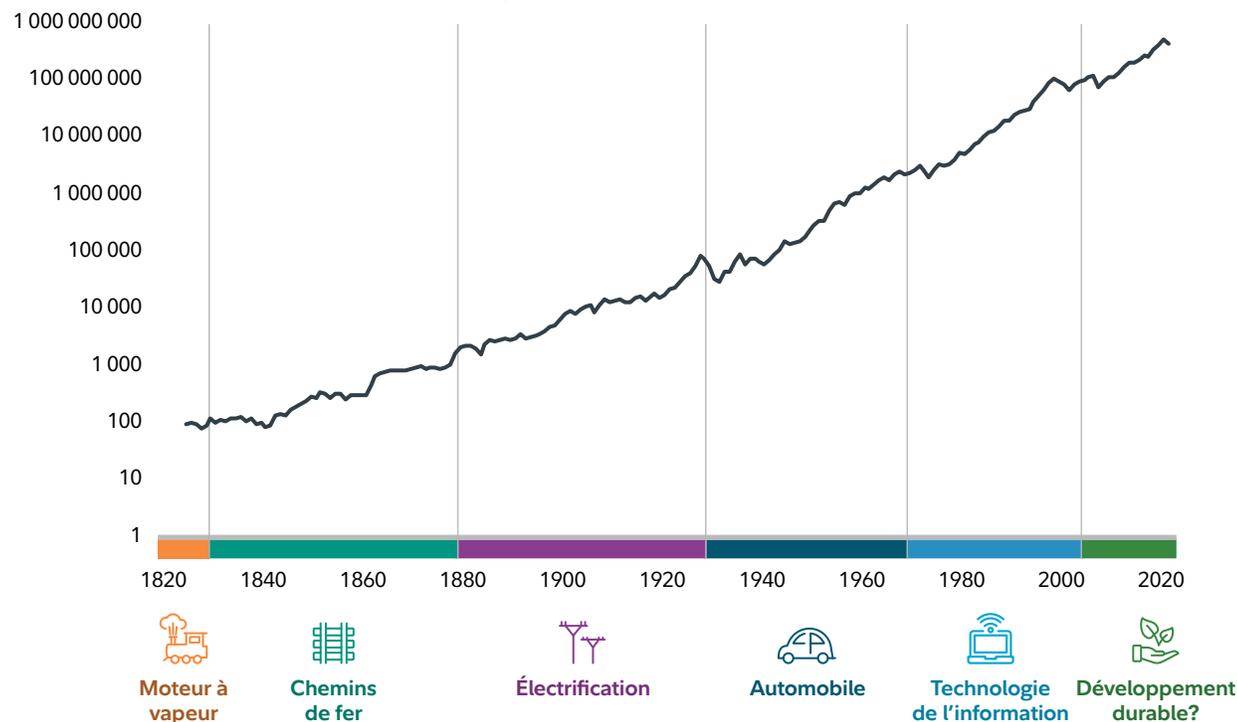
Moyenne mondiale pondérée du coût moyen actualisé de l'énergie (\$ US/kWh) des centrales solaires photovoltaïques et parcs d'éoliennes en mer et terrestres à l'échelle du réseau nouvellement mis en service. Le coût moyen actualisé de l'énergie évalue la valeur actualisée nette du capital total et des coûts d'exploitation d'une centrale électrique type et la divise par la quantité d'électricité produite par celle-ci durant sa vie utile. Sources : Agence internationale pour les énergies renouvelables et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Les efforts de décarbonation pourraient être un facteur favorable à long terme pour la productivité et les bénéfices, car ils représentent une transformation technologique. Ce point de vue présente des similitudes avec les transformations technologiques antérieures, de l'invention du moteur à vapeur à la révolution des technologies de l'information. Par le passé, ces transformations ont généralement entraîné des coûts initiaux pour certains secteurs, avant d'engendrer des gains de productivité dans l'économie qui ont fait chuter les coûts à tous les niveaux. Le processus qui a accompagné l'évolution des technologies a fait des gagnants et des perdants parmi les entreprises et les secteurs d'activité aux différentes étapes de la transformation, mais a ultimement amélioré de façon générale les résultats de l'économie et du marché (Tableau 21). On peut considérer la décarbonation comme le point de départ de la transformation technologique enclenchée par les changements climatiques.

TABLEAU 21 – Le développement durable, considéré comme une transformation technologique, est un élément potentiellement positif à long terme.

Grandes transformations technologiques et évolution du rendement des actions américaines

Indice de rendement total = 100 en 1825, échelle logarithmique



Indice de rendement total = indice de rendement total des actions américaines. Source : Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2022.

Conséquences pour les pays

Les répercussions des changements climatiques et de la transition climatique varieront grandement selon la région, le pays, le secteur d'activité et l'entreprise. Sur le plan de la productivité et de la rentabilité, les résultats dépendront à la fois de l'exposition physique aux changements climatiques et de l'exposition économique au passage des combustibles fossiles à des sources d'énergie plus durables. Les résultats dépendront également de la capacité des différents pays d'investir dans des technologies innovantes susceptibles de faciliter l'adaptation aux changements climatiques et leur atténuation. Nous examinons ci-dessous de plus près quelques aspects importants pour évaluer les perspectives de productivité et de rentabilité pour certains pays.

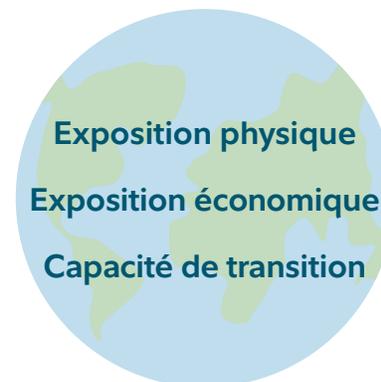
Il convient de souligner que la position de plusieurs pays par rapport à la transition climatique est susceptible de changer au fil du temps, en particulier :

- Les producteurs de marchandises, surtout de combustibles fossiles, pourraient tirer leur épingle du jeu au début de la phase de transition. Le sous-investissement prolongé dans les infrastructures énergétiques traditionnelles au cours des dernières années, en plus des perturbations liées au climat dans l'agriculture, a déjà fait grimper et rendu plus volatils les prix des marchandises.
- Cependant, les producteurs d'énergie traditionnelle pourraient être désavantagés à long terme, à mesure que les énergies renouvelables deviendront plus abordables et que les nouvelles technologies aideront à s'adapter aux changements climatiques.

À plus long terme, nous pouvons évaluer les conséquences des changements climatiques et de la transition climatique pour différents pays par rapport à trois grands critères (Tableau 22) :

1. **L'exposition physique** aux dommages causés par la hausse des températures et les conditions météorologiques de plus en plus extrêmes;
2. **L'exposition économique** au risque de perturbation des modèles économiques existants résultant de la transition vers des énergies plus propres; par exemple, les contraintes imposées aux exportateurs de pétrole, aux producteurs de charbon nationaux et aux industries lourdes. Les économies fortement dépendantes du carbone auront généralement une exposition économique plus élevée;
3. **La capacité de transition**, soit la capacité de financer et d'encourager les investissements liés aux changements climatiques, au moyen de dépenses budgétaires publiques et, dans le secteur privé, de dépenses en capital. Les économies affichant des revenus moyens élevés, des populations bien formées et des technologies et institutions avancées auront probablement une capacité de transition supérieure.

TABLEAU 22 – Évaluation des conséquences des changements climatiques pour les différents pays.



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 28 février 2023.

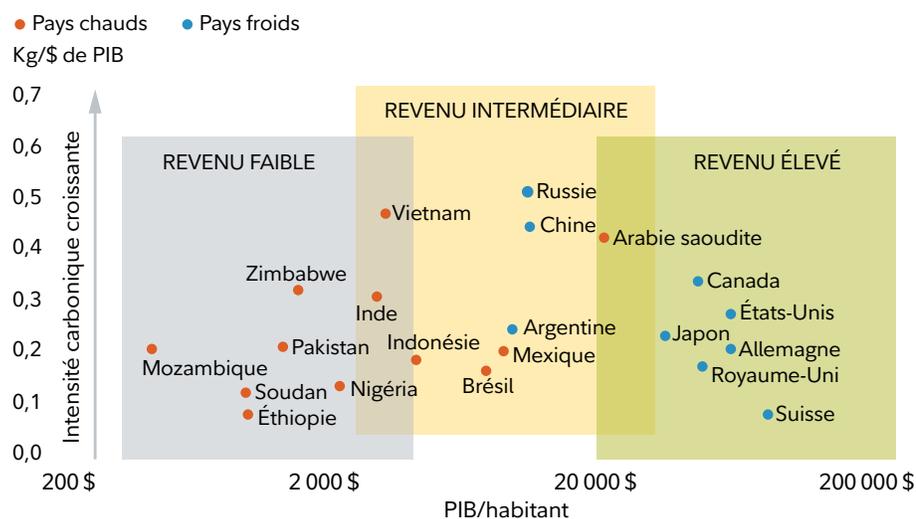
Ces trois éléments nous permettent d'établir certaines généralités pour les pays, selon leur structure économique et leur niveau de développement. Le Tableau 23 montre l'intensité carbonique par rapport au PIB par habitant de différents pays en 2021 (en dollars américains). Les pays situés dans le haut du graphique ont une intensité carbonique plus élevée que ceux qui sont situés dans le bas. Par ailleurs, les pays marqués d'un point rouge se trouvent dans des régions chaudes, contrairement aux pays marqués d'un point bleu¹⁴. Nous avons isolé trois grands groupes de pays, en fonction de leur niveau de revenu et de leur exposition probable aux changements climatiques :

- L'industrialisation a conduit certains pays à revenu intermédiaire à émettre énormément de carbone, ce qui fait en sorte que la décarbonation pourrait occasionner des dommages économiques très importants à leur production actuelle et exiger des efforts de transition considérables. Par exemple, la Chine et la Russie se situent tout en haut du graphique, en raison de l'étendue de leur secteur industriel et, dans le cas de la Russie, du rôle de l'extraction de combustibles fossiles. L'exposition économique des pays de ce sous-groupe tend à être élevée. Les autres pays à revenu intermédiaire affichent une intensité carbonique moindre et sont exposés à des risques physiques liés à la hausse des températures plus variés.

- De nombreux pays à faible revenu présentent une intensité carbonique inférieure et pourraient se prêter à une industrialisation verte susceptible de détrôner les technologies traditionnelles à émissions élevées. Nombre de ces pays se trouvent toutefois dans des régions où les températures devraient atteindre des niveaux difficiles à supporter et ainsi nuire à la productivité. L'exposition physique des pays de ce groupe tend dès lors à être élevée, tandis que leur capacité de transition est compromise par un niveau de revenu relativement faible.
- Beaucoup de pays à revenu élevé se trouvent quant à eux dans des régions plus froides, où la chaleur extrême ne représente pas une menace immédiate. Ils subissent toutefois des catastrophes naturelles, y compris des vagues de chaleur. Nombre de ces économies sont plutôt axées sur les services, les industries extractives et lourdes y jouant généralement des rôles plus modestes, ce qui limite leur exposition économique. Les pays exportateurs de combustibles fossiles, comme l'Arabie saoudite, qui sont fortement exposés à la transition climatique et touchés par la hausse des températures, constituent une exception notable. Dans ce groupe, de nombreux pays peuvent se permettre d'effectuer les investissements nécessaires pour élaborer des stratégies efficaces d'adaptation aux changements climatiques et d'atténuation de leurs effets, grâce à leur niveau de revenu élevé.

TABLEAU 23 – L'intensité carbonique de chaque pays reflète en partie sa structure économique et son niveau de développement.

Émissions de CO₂ par rapport au PIB

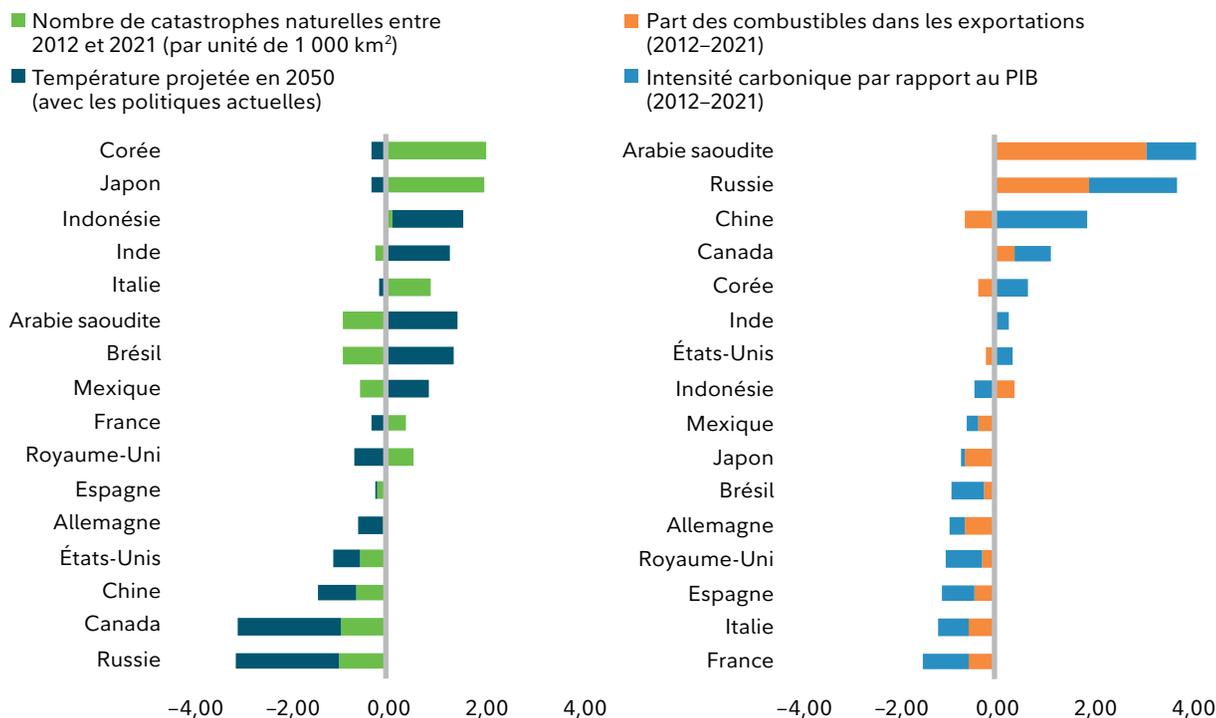


L'échelle du PIB par habitant est logarithmique. Le critère de démarcation des pays chauds (points rouges) et des pays « froids » (points bleus) est une température prévue moyenne de 20 °C en 2050. Les pays sont répartis en trois groupes de revenu – faible, intermédiaire et élevé – se chevauchant partiellement en fonction de leur PIB par habitant, à titre d'exemple uniquement. Sources : Analyses climatiques, Atlas mondial du carbone, Banque mondiale, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Pour mieux expliciter les expositions physiques et économiques de divers pays, nous avons créé quelques mesures à des fins d'illustration. Nous avons noté l'exposition physique en fonction des projections de température moyenne et de la fréquence des catastrophes naturelles historiques par unité de surface, et l'exposition économique en fonction de l'intensité carbonique et de la part des combustibles dans les exportations de marchandises (Tableau 24). Bien que ces mesures ne soient pas exhaustives, elles sont utiles pour comparer les pays. Par exemple, la Corée et le Japon sont probablement plus exposés aux risques physiques, en raison de l'incidence relativement élevée des catastrophes naturelles dans ces pays pendant la dernière décennie, que le Canada et la Russie, où les températures projetées sont relativement faibles. De même, l'Arabie saoudite et la Russie sont confrontées à des expositions économiques plus élevées en raison de leurs exportations de carburant et de leur intensité carbonique, tandis que les pays européens ont généralement des expositions économiques plus faibles.

TABLEAU 24 – L'exposition des pays aux changements climatiques dépend de leur situation physique et économique.

Notes Z d'exposition physique et économique d'une sélection de pays

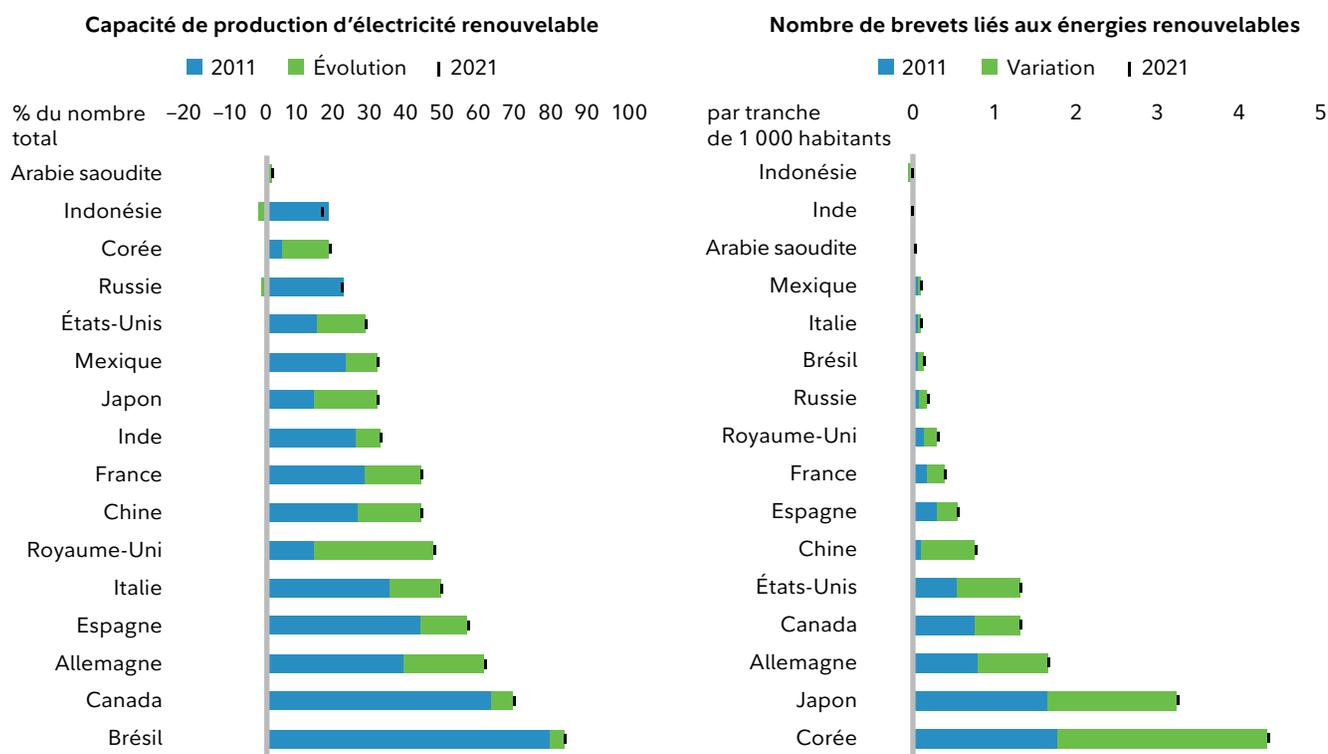


Les notes Z correspondent au nombre d'écart-types au-dessus ou en dessous de la moyenne de l'échantillon. Une note Z positive indique une exposition plus importante que la moyenne aux changements climatiques, tandis qu'une note Z négative indique une exposition plus faible. Sources : FMI, EM-DAT, Banque mondiale, Climate Analytics, Atlas mondial du carbone et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

De nombreux pays ont déjà fait de grands pas vers la décarbonation, ce qui témoigne de leur capacité de transition (Tableau 25). Selon l'Agence internationale pour les énergies renouvelables, plusieurs pays ont augmenté la part de leur capacité de production d'électricité d'origine renouvelable par rapport à la capacité de production maximale nette de leurs centrales électriques et autres installations de production d'électricité au cours de la dernière décennie. Ainsi, de nombreux pays européens, de même que la Chine et le Japon, ont investi massivement dans leur capacité de production d'électricité d'origine renouvelable. Le nombre de dépôts de brevets relatifs aux énergies renouvelables – une mesure de l'activité d'innovation – a également augmenté dans plusieurs pays, en particulier en ce qui a trait à l'énergie éolienne et à l'énergie solaire. Par exemple, la Corée et le Japon ont enregistré une forte augmentation du nombre de dépôts de brevets, tandis que l'Allemagne, l'Amérique du Nord et la Chine ont également observé une hausse par rapport à leurs populations. Bien que ces indicateurs comportent des lacunes, ils aident à repérer les pays qui font la preuve de leur capacité de transition. Ils suggèrent également que la capacité de transition ne correspond pas toujours à l'intensité carbonique, mais dépend aussi des choix politiques et des incitations à la décarbonation.

TABLEAU 25 – Les progrès constants vers plus d'énergies renouvelables sont révélateurs de la capacité de transition.

Indicateurs sélectionnés de la capacité de transition



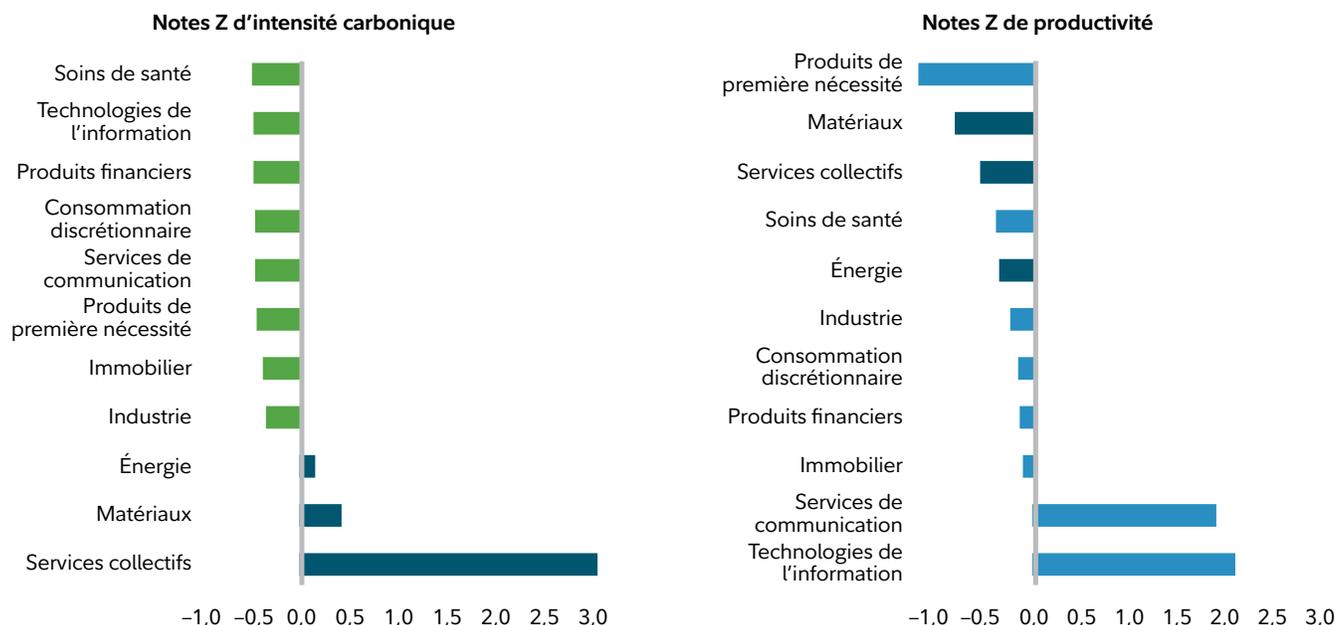
Sources : Agence internationale pour les énergies renouvelables, Nations Unies et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Conséquences pour les secteurs d'activité

Les secteurs d'activité figurant au bas du Tableau 26, à gauche – énergie, services collectifs et matériaux – seront probablement au cœur de la transformation technologique causée par la transition climatique. Ces trois secteurs sont ceux qui présentent la plus forte intensité carbonique initiale; ils affichent aussi traditionnellement de faibles taux de productivité. Les exigences des marchés et des politiques entraîneront probablement une augmentation des dépenses en capital dans les secteurs concernés par la transition, comme celui des technologies liées aux énergies renouvelables à forte productivité. Une partie de ces dépenses en capital pourrait être associée à d'autres secteurs, comme ceux des technologies et de l'industrie, qui peuvent tous deux rivaliser avec les producteurs actuels et voir naître les gagnants de parts de marché de la prochaine génération (Tableau 26, à droite). Quoi qu'il en soit, nous pensons que les effets à long terme de ce qui précède sur la productivité et la rentabilité présentent un potentiel favorable, même si une gestion active judicieuse et une conscience aiguë de l'évolution des conditions au fil du temps seront de mise pour déterminer les secteurs, les entreprises et les régions qui en sortiront gagnants ou perdants.

TABLEAU 26 – La plupart des secteurs à forte intensité carbonique affichent des taux de productivité relativement faibles.

Productivité et intensité carbonique des secteurs d'activité – moyennes de la dernière décennie



La productivité sectorielle correspond à la production par heure pour les secteurs établis selon la norme Global Industry Classification Standard. L'intensité carbonique est définie comme représentant la somme des émissions de gaz à effet de serre de portée 1 et de portée 2, normalisées en fonction du chiffre d'affaires et pondérées en fonction de la capitalisation boursière. Moyennes de la dernière décennie. Sources : Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Conclusions générales sur le climat

Les changements climatiques et l'intégration de stratégies de décarbonation par les entreprises et les décideurs politiques créent un large éventail de risques et d'occasions, qui auront une incidence sur la productivité et les perspectives de bénéfices à long terme. Nous en tirons les conclusions générales suivantes :

- Les dommages physiques causés par le climat – fréquence et gravité accrues des catastrophes naturelles et températures dangereusement élevées dans certaines régions – sont un frein à la productivité.
- **À court terme**, les effets de la phase initiale de la transition climatique créent un contexte robuste pour les producteurs de marchandises et les exportateurs de combustibles fossiles.
- Les tendances **à long terme** en matière d'investissements devraient favoriser les innovations susceptibles d'améliorer la productivité et pourraient se traduire par une baisse des coûts de l'énergie, même si les producteurs de combustibles fossiles tardant à s'adapter à la transition ou peu innovants risquent d'être désavantagés.
- Les pays **les plus menacés** sont ceux qui sont les plus exposés aux risques physiques et économiques et dont la capacité d'adaptation ou d'atténuation est limitée, tandis que les pays innovants pouvant compter sur un cadre réglementaire favorable et un environnement propice aux affaires bénéficieront des **occasions les plus prometteuses**.
- Conséquences pour les secteurs d'activité : La transformation du complexe énergétique pourrait entraîner une hausse des taux de productivité et des occasions de bénéfices, à la fois dans le secteur et dans d'autres secteurs, avec des risques et des occasions distincts d'une entreprise à l'autre.

Risque géopolitique et pressions liées à la démondialisation

Apogée de la mondialisation

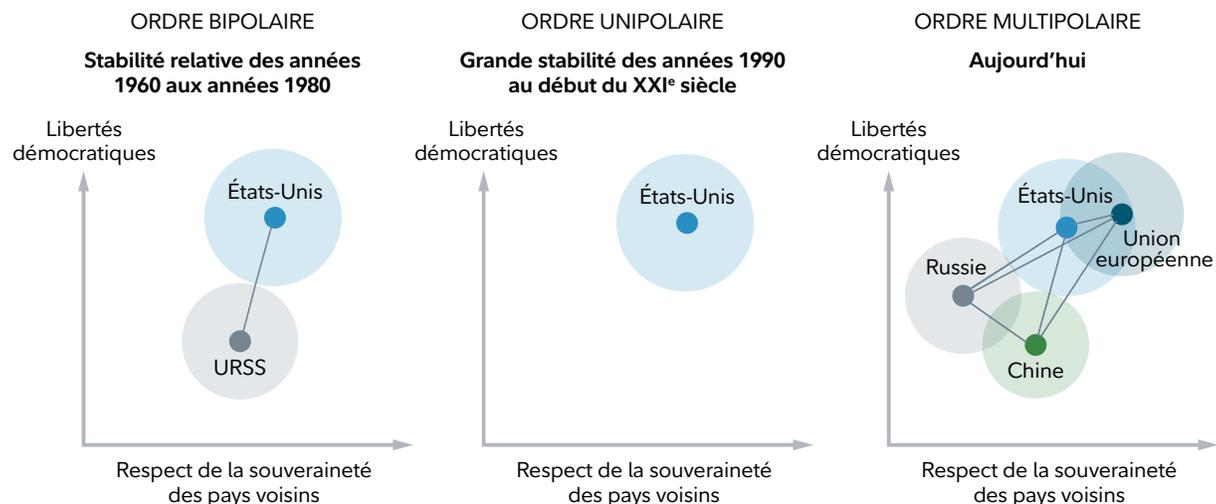
Comme nous l'avons souligné dans des travaux antérieurs ces dernières années, le monde est entré dans une ère d'« apogée de la mondialisation », où l'intégration mondiale demeure élevée, mais ne progresse plus. (Consultez notre article de 2019 intitulé *Hausse des risques liés à l'assurance et à la politique : conséquences sur la répartition de l'actif* (en anglais)). De nombreuses raisons expliquent ce coup d'arrêt de la mondialisation. Dans de nombreuses économies avancées, l'apogée de la mondialisation a coïncidé avec une stagnation du revenu des ménages et un rétrécissement du secteur manufacturier. Les tendances politiques sont passées de la vision d'un commerce sans entrave représentant une occasion pour les entreprises et les consommateurs à celle d'une menace pour les travailleurs et la production nationale. La pandémie a mis en évidence la fragilité des vastes chaînes d'approvisionnement mondiales. La dynamique politique a cessé de favoriser l'efficacité des échanges internationaux au profit de politiques de délocalisation intérieure ou dans un pays proche, de relocalisation, d'économie d'affinité et d'autosuffisance accrue.

Ordre géopolitique multipolaire

La recomposition sous-jacente de l'ordre géopolitique a toutefois toujours été au cœur de cet apogée de la mondialisation (Tableau 27). La stabilité du régime mondial est avant tout déterminée par la répartition du pouvoir entre les grandes puissances mondiales et est d'autant plus élevée qu'il y a peu de puissances à se partager ce pouvoir. Lorsque la Guerre froide a pris fin, nous avons eu la chance de connaître près de trois décennies de stabilité unipolaire paisible, sous l'hégémonie des États-Unis. Avant cela, un relatif équilibre bipolaire empêchait la guerre froide de s'échauffer. Ces dernières années, cependant, le déclin relatif et l'ambition de la puissance américaine, simultanément à l'augmentation des capacités et des aspirations de la Chine, ont provoqué une transition vers une dynamique plus multipolaire. Historiquement, les régimes multipolaires ont tendance à créer les contextes les plus instables, en contribuant à fragiliser l'équilibre de la sécurité entre un nombre accru de puissances. Ces régimes ne conduisent pas toujours directement à de grandes guerres de pouvoir, mais l'invasion de l'Ukraine par la Russie montre clairement que nous sommes entrés dans cette nouvelle ère multipolaire.

L'architecture initiale de la mondialisation moderne trouve ses origines dans l'action collective de démocraties partageant une même philosophie à l'issue de la Deuxième Guerre mondiale. L'élargissement des lignes de fracture géopolitiques au cours du XXI^e siècle – ainsi que l'émergence de la Chine au centre du système mondial en tant que plus importante puissance commerciale du monde – pose des défis politiques et économiques sans précédent pour l'ordre mondial d'après-guerre.

TABLEAU 27 – Le contexte géopolitique est passé à un ordre mondial multipolaire moins stable.



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2022.

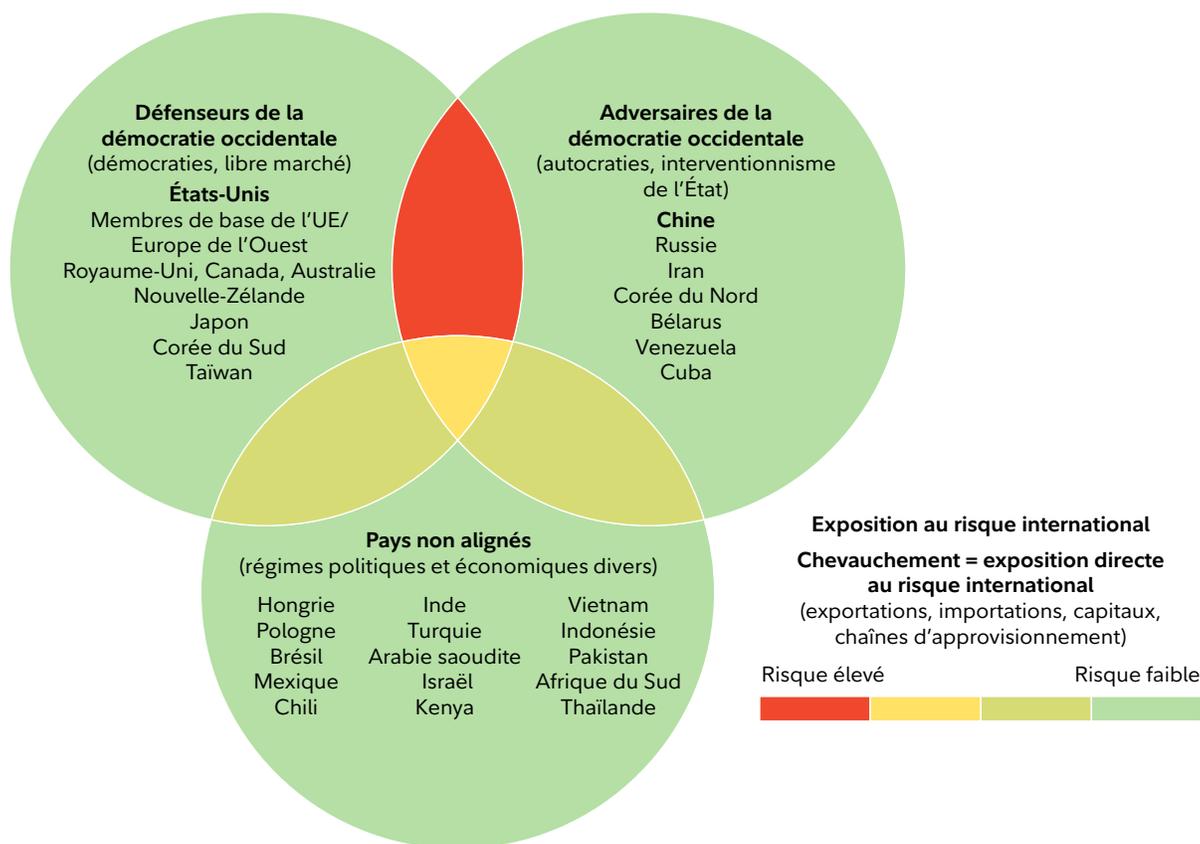
À quoi le nouvel ordre mondial ressemblera-t-il?

Nous ne croyons pas qu'une démondialisation rapide soit le scénario le plus probable, ou que l'autarcie soit le but des principales économies de la planète. Le contour général de l'ordre mondial en mutation sera probablement défini par une division entre les pays qui cherchent à défendre et à renouveler l'essence de l'architecture mondiale d'après-guerre et ceux qui cherchent à la modifier fondamentalement (Tableau 28). Les défenseurs de la vision occidentale du monde sont les démocraties ayant une économie de marché relativement développée, à commencer par les États-Unis, qui en sont la première économie et le membre le plus puissant. Les adversaires des démocraties occidentales sont généralement des autocraties dont l'économie tend à être soumise à un dirigisme d'État, dont la Chine est la puissance et l'économie dominante. Un grand tiers des pays « non alignés », constitué principalement d'économies en développement comme l'Inde, tentera délibérément de s'écarter de cette division entre tenants et opposants de l'ordre actuel et de suivre leurs propres intérêts économiques et politiques.

Ces trois blocs géopolitiques évoquent à l'évidence la situation de la Guerre froide, et l'analogie n'est pas insensée à première vue. Il existe cependant plusieurs différences notables. En particulier :

- 1. Les relations au sein des blocs sont moins rigides** : ces blocs représentent des affiliations plus floues et des groupes moins cohérents que l'antagonisme entre démocratie et communisme de la Guerre froide. Cela comporte potentiellement plus de fluidité et des alliances moins officielles au sein des blocs.
- 2. L'autorité au sein des blocs est moins affirmée** : les États-Unis et la Chine ont moins d'influence sur leurs blocs respectifs que les États-Unis et l'Union soviétique au plus fort de la Guerre froide. Cela signifie que la multipolarité, contrairement à la bipolarité de la Guerre froide, élargira l'éventail des scénarios potentiels.
- 3. Le monde est plus intégré au début de ce nouvel ordre** : la Guerre froide est née de la démondialisation dévastatrice de la Seconde Guerre mondiale, mais nous entamons cette nouvelle ère à un degré historiquement élevé de mondialisation. Cela signifie que les conséquences économiques (et en matière d'investissement) des bouleversements géopolitiques seront probablement beaucoup plus marquées.
- 4. Le groupe des pays non alignés d'aujourd'hui pèse plus lourd sur le plan économique** : une grande partie de la population mondiale vit dans des pays – notamment six des vingt plus grandes économies du monde – qui sont non alignés, beaucoup moins socialistes et plus intégrés à l'économie mondiale.

TABLEAU 28 – La nouvelle ère pourrait être définie par des blocs géopolitiques aux contours flous.



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 28 février 2023.

Cadre d'analyse par pays et par secteur d'activité

Les conséquences économiques et en matière d'investissements de l'augmentation des risques géopolitiques et liés à la démondialisation varieront grandement selon la région, le pays, le secteur d'activité et l'entreprise. Les résultats dépendront du degré d'exposition de ces entités à ces tendances et de leur réaction à l'évolution de la dynamique. Pour nous repérer à travers ces changements, nous pouvons évaluer les risques et les occasions à l'échelle mondiale en examinant quelques questions essentielles.

Premièrement, quelles sont les conséquences géographiques de ces changements? L'exposition économique de chaque pays au risque géopolitique systémique est fortement influencée par le bloc auquel il appartient et les blocs d'appartenance de ses partenaires commerciaux. Par exemple :

- **Les adversaires de la démocratie occidentale** ont généralement la plus **forte exposition économique au risque géopolitique géographique**. Leurs systèmes politiques autocratiques sont plus susceptibles d'intégrer des influences nationalistes et géopolitiques à leurs politiques économiques ou d'être visés par des sanctions ou d'autres mesures économiques défavorables de la part des « défenseurs ».
- **Les défenseurs de la démocratie occidentale** ont généralement la **deuxième exposition économique** la plus forte au risque géopolitique géographique. En tant que démocraties, elles sont plus susceptibles de faire de la discrimination économique à l'égard d'autres pays en raison de violations perçues des droits de la personne ou du droit international.
- **Les pays non alignés** ont généralement l'exposition économique **la plus faible** au risque géopolitique géographique. Leurs systèmes politiques et économiques intérieurs sont généralement considérés comme moins discutables et moins susceptibles de donner lieu à des sanctions que ceux des « adversaires », et leur allégeance est convoitée par les deux autres blocs au point de pouvoir éventuellement leur valoir un traitement économique plus favorable.

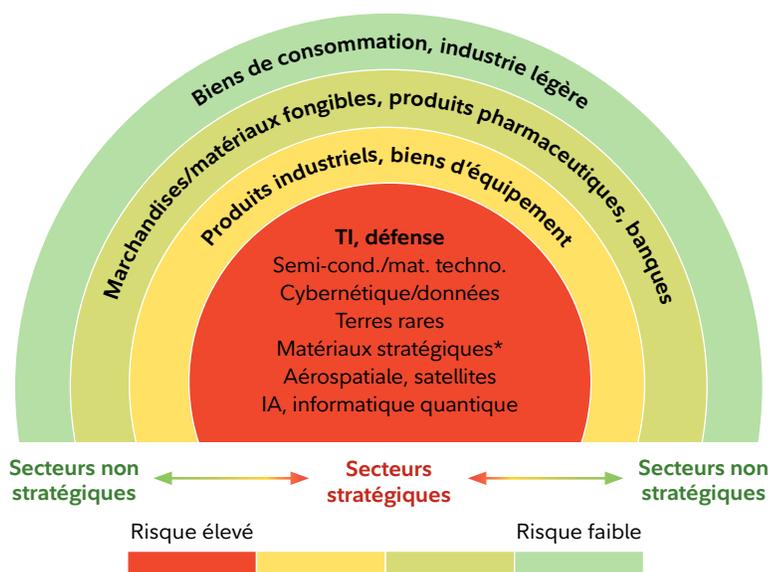
L'exposition économique au risque géopolitique dépend également du bloc auquel appartiennent les principaux partenaires commerciaux d'un pays. En général, plus un pays commerce et interagit au sein de son propre bloc, moins il est exposé au risque géopolitique géographique. Le plus grand risque réside au point d'interaction des défenseurs et des adversaires. Par exemple, la relation entre les États-Unis et la Chine est très délicate, car les deux parties cherchent à réduire leur dépendance par rapport à leur principal rival géopolitique. Les pays non alignés sont en principe ceux qui affichent la plus faible exposition au risque géopolitique et qui ont le plus de chances de tirer parti de la souplesse de leur position au sein de l'ordre mondial.

Deuxièmement, quelles sont les implications pour l'industrie de l'évolution des tendances géopolitiques et de la mondialisation? Lorsque la sécurité nationale devient une question primordiale, le degré d'exposition économique d'un pays lié à ses industries « stratégiques » revêt une importance essentielle.

Nous pensons qu'il est possible de classer les secteurs d'activité selon leur importance stratégique. À une extrémité de ce classement, les secteurs ayant des applications militaires cruciales sont hautement stratégiques. Au XXI^e siècle, cela comprend les technologies avancées et les matériaux essentiels, notamment l'aérospatiale, les semi-conducteurs et les terres rares. À l'autre extrémité, les secteurs non stratégiques comme ceux des biens de consommation et des articles de luxe sont moins susceptibles de faire l'objet d'interventions de l'État.

Le processus décisionnel sera plus naturellement fondé sur des facteurs particuliers dans les secteurs stratégiques. Cela signifie que ces derniers sont plus susceptibles d'être au cœur des frictions géopolitiques (Tableau 29). Ces secteurs font face à un risque plus élevé de restrictions ou de sanctions de la part d'autres pays, comme les restrictions américaines à l'exportation de semi-conducteurs et de matériel technologique à destination de la Chine. En revanche, les secteurs stratégiques sont aussi ceux qui ont le plus de chances de bénéficier de politiques intérieures favorables, telles des subventions. Un interventionnisme excessif de l'État peut nuire à l'efficacité, mais le soutien politique peut offrir des occasions favorables dans un contexte où les forces du marché demeurent importantes. Notre cadre d'évaluation du risque géopolitique sectoriel d'un pays prend en compte l'importance générale de ses secteurs stratégiques et la capacité de son système économique de tirer parti du soutien de l'État.

TABEAU 29 – Les secteurs stratégiques seront probablement plus influencés par les considérations géopolitiques que les autres secteurs.



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 28 février 2023.

* Les matériaux stratégiques désignent les ressources susceptibles de causer des perturbations dans le secteur manufacturier en cas de rupture d'approvisionnement.

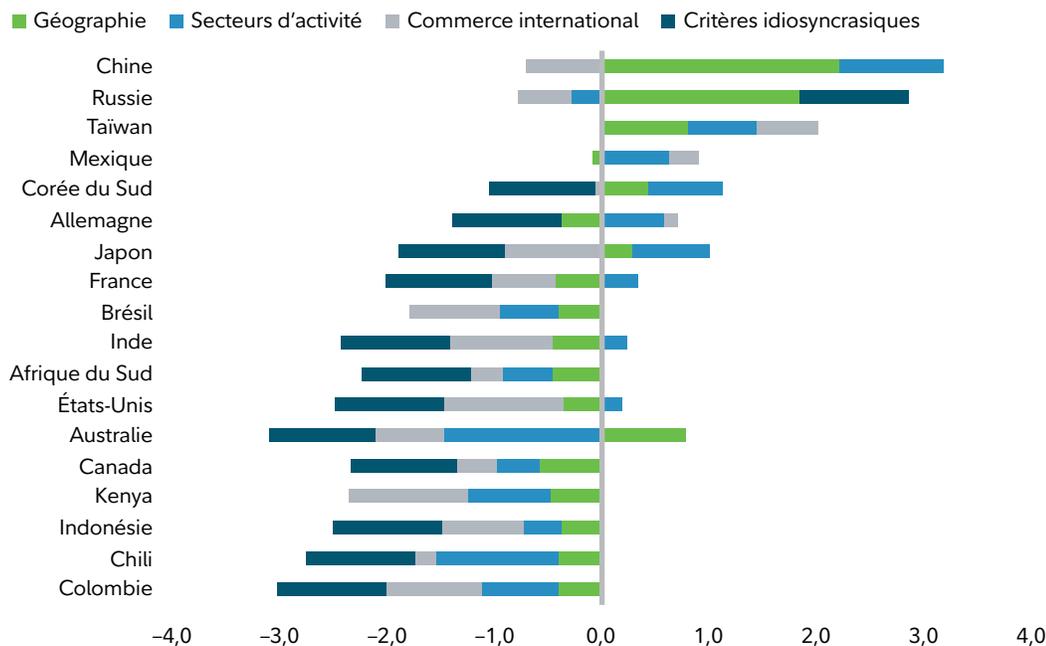
Notation des pays : en plus de leurs expositions d'ordre géographique et sectoriel, les pays ont des expositions propres aux pressions géopolitiques et liées à la démondialisation systémiques, selon la sensibilité globale de leur économie aux relations commerciales internationales et leur dynamique géopolitique particulière (Tableau 30). Nous évaluons leur sensibilité à l'activité mondiale au moyen de mesures de leur ouverture aux échanges commerciaux et leur attribuons une note idiosyncrasique exclusive fondée sur une évaluation multidimensionnelle de leurs forces et défis politiques. Nous convertissons ces notes fondées sur quatre indicateurs en notes Z pour plus de 60 pays, lesquelles peuvent être interprétées comme l'exposition du pays aux risques géopolitiques et de démondialisation systémiques. Nous en tirons les conclusions sommaires suivantes :

- Les pays du bloc des « adversaires » ont tendance à être les plus exposés aux risques. La Chine et la Russie arrivent en tête à cet égard, en grande partie parce qu'elles sont fortement tributaires de leurs exportations vers les pays du bloc des « défenseurs ».

- Les pays défenseurs qui sont fortement tributaires de leurs exportations vers les pays adversaires sont également exposés à des risques élevés. Taïwan et la Corée du Sud en sont les meilleurs exemples, en grande partie à cause de leur interdépendance avec la Chine et de leur dépendance par rapport aux secteurs stratégiques de haute technologie qui sont au cœur de la rivalité géopolitique.
- Les pays non alignés dominent la partie inférieure du spectre des risques, plusieurs pays d'Amérique latine, d'Afrique et d'Asie du Sud affichant de faibles dépendances géopolitiques, des caractéristiques sectorielles favorables, y compris des ressources propres en marchandises, et des degrés raisonnables de liberté économique et politique intérieure.

TABLEAU 30 – Les pressions géopolitiques et liées à la démondialisation auraient des effets variables d'un pays à l'autre.

Notes Z mesurant l'exposition des pays aux pressions géopolitiques et liées à la démondialisation



Les notes Z sont des notes normalisées indiquant dans quelle mesure une valeur diffère de l'écart-type de l'échantillon. Ces calculs sont fondés sur notre méthodologie exclusive et intègrent une variété de mesures différentes. Une note Z positive indique une exposition plus importante que la moyenne aux différends géopolitiques ou aux pressions liées à la démondialisation, tandis qu'une note Z négative indique des occasions relatives. Sources : Banque mondiale, FMI; Heritage Foundation, Freedom House et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2022.

Sommaire des conclusions générales d'ordre géopolitiques

On ignore encore dans quelle mesure les pressions géopolitiques et liées à la démondialisation systémiques s'accroîtront dans les années à venir. Le monde pourrait continuer de fonctionner à un niveau d'intégration relativement élevé par rapport au passé, mais la légère inflexion des tendances directionnelles des trois dernières décennies risque d'entraîner plusieurs répercussions importantes.

Un ordre mondial multipolaire constitue un contexte intrinsèquement moins stable pour l'intégration mondialisée observée au cours des dernières décennies. Cela devrait entraîner :

- une pression à la baisse sur les marges bénéficiaires, dans la mesure où il devient plus difficile de réduire les coûts;
- une pression à la hausse sur l'inflation, en raison du ralentissement de la désinflation des biens. L'accroissement des tensions géopolitiques tend aussi à faire augmenter les dépenses militaires et la concurrence stratégique pour les ressources, ce qui soutient habituellement les prix des marchandises et les tendances inflationnistes;
- une baisse des corrélations entre les actifs mondiaux, car la régionalisation et la bifurcation de secteurs clés, comme celui du matériel technologique, gagnent en importance.

Les efforts de relocalisation, de délocalisation intérieure et de délocalisation dans des pays proches (régionalisation) pourraient donner un coup de pouce aux investissements, notamment dans les économies développées. Une hausse des niveaux d'investissements pourrait entraîner des gains de productivité dans certaines régions ou certains pays au fil du temps.

- On observe par exemple aux États-Unis des signes précoces de reprise des délocalisations intérieures d'emplois manufacturiers et d'attraction d'investissements directs étrangers dans les secteurs industriels. Selon l'organisme Reshoring Initiative, les relocalisations et l'attraction d'investissements directs étrangers par les entreprises ont permis d'annoncer la création de 364 000 nouveaux emplois en 2022, comparativement à quelques milliers à peine en 2010. Parallèlement à cela, des lois fédérales approuvées en 2021 et 2022 ont imposé des augmentations pluriannuelles de plusieurs centaines de milliards de dollars des investissements publics dans des domaines comme les infrastructures, la fabrication de semi-conducteurs et les initiatives climatiques. De même, l'engagement budgétaire pluriannuel de l'Europe visant à encourager une transition vers les énergies propres devrait connaître un nouvel élan dans le contexte des défis liés à la sécurité énergétique posés par la guerre en Ukraine.

L'évolution des conditions mondiales à différents égards fera probablement des gagnants et des perdants relatifs, ce qui signifie qu'il pourrait y avoir plus d'occasions de gestion active à l'échelle mondiale parmi les régions, les pays, les secteurs d'activité et les entreprises.

- Les perspectives varient pour les économies en développement, mais comme le suggèrent nos notes relatives aux pays, beaucoup ne sont pas au centre des risques géopolitiques systémiques et pourraient bénéficier de leurs positions non alignées. Dans un monde où le critère d'une main-d'œuvre bon marché est devenu moins important pour la concurrence mondiale, les marchés émergents prospères trouveront dans cette dynamique une motivation pour renforcer leurs institutions et leurs capacités nationales et pour consolider leur position dans des partenariats plus régionaux.

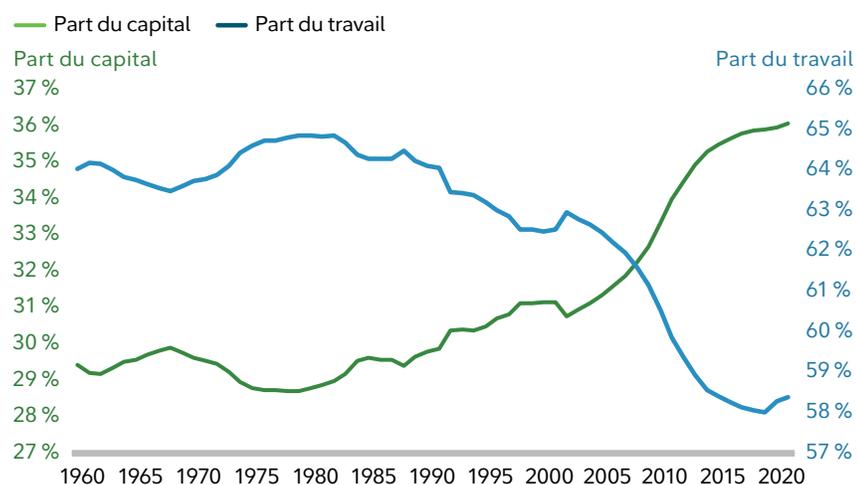
Politiques intérieures : priorité à la lutte contre les inégalités

Face aux inégalités croissantes de revenu et de patrimoine ces dernières années, de nombreux pays se penchent sur la façon dont leurs politiques intérieures influent sur la distribution des gains économiques. Bien que l'examen des perspectives associées à toutes les politiques nationales imaginables à l'échelle mondiale sorte du cadre de cet article, nous formulons quelques observations sur l'un des thèmes politiques les plus courants d'un pays à l'autre – en mettant l'accent sur le niveau de vie des classes à revenu faible ou moyen.

Les marges bénéficiaires record de la dernière décennie aux États-Unis se reflètent dans la « part du capital » historiquement élevée dans l'économie (Tableau 31). Le revers de la médaille est l'érosion de la « part du travail » dans le revenu national, qui se poursuit depuis plusieurs années. Cette dynamique est en partie le résultat de changements structurels, telle la mondialisation, qui a eu tendance à bénéficier davantage aux entreprises multinationales qu'aux travailleurs, ainsi que d'une multitude d'autres facteurs, parmi lesquels un cadre fiscal et réglementaire plus favorable pour les entreprises depuis les années 1980. La tendance à la baisse de la part du travail a suivi de près cette évolution et s'est traduite par une hausse des inégalités de revenus au cours des dernières décennies.

TABLEAU 31 – La baisse sans précédent de la part du travail se traduit par de fortes inégalités, mais semble avoir atteint le fond.

Parts du capital et de la main-d'œuvre dans l'économie – moyennes sur 10 ans



Les parts représentent une proportion du secteur privé de l'économie (hors agriculture). Graphique compilé à partir de données annuelles. Sources : Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

Leçons tirées de notre article sur les politiques de réduction des inégalités (2021)

Dans un article précédent, *Conséquences sur l'investissement d'un changement de politique pour s'attaquer aux inégalités* (en anglais), nous examinons les changements potentiels des politiques gouvernementales visant à réduire les inégalités et la façon dont ces changements pourraient influencer sur les perspectives de bénéfices des sociétés, l'inflation et les marchés des actifs.

Nous présentons ici certaines conclusions de l'article :

- Les changements apportés aux politiques visant à réduire les inégalités par rapport aux niveaux record pourraient exercer des pressions à la baisse sur les marges bénéficiaires des sociétés, des pressions à la hausse sur la croissance nominale et les taux d'intérêt, et légèrement nuire au rendement global des marchés d'actifs.
- Les interventions susceptibles d'avoir le plus d'impact viseront probablement à accroître la « part du travail » dans l'économie, en soutenant les travailleurs à revenu faible ou moyen, notamment par des politiques associant des postes de dépenses gouvernementales dans les infrastructures, l'autosuffisance par la fabrication aux États-Unis (et en réaction à la Chine) et le soutien aux emplois manufacturiers et ouvriers.
- Ces tendances sont susceptibles de créer des occasions de diversification pour les actifs liés à l'inflation, les actions de sociétés à petite capitalisation et les actions de valeur, les secteurs liés au secteur manufacturier intérieur et les entreprises qui s'adressent aux ménages à faible revenu.

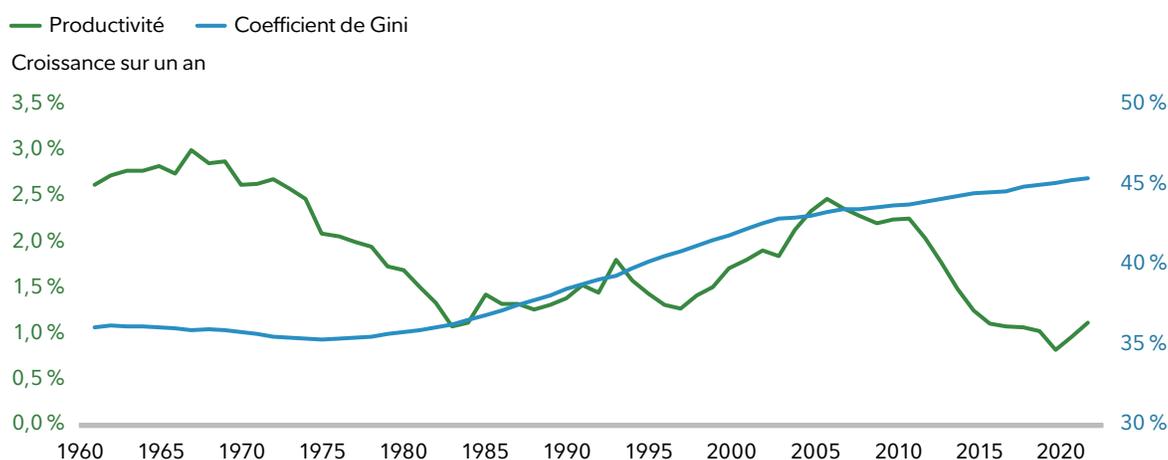
Plus récemment, comme nous l'avons exposé dans notre article de 2021, *Conséquences sur l'investissement d'un changement de politique pour s'attaquer aux inégalités* (en anglais), la part du travail a atteint un creux, avant de tendre de façon générale à repartir à la hausse, grâce à l'évolution favorable d'un certain nombre de facteurs économiques et politiques. L'apogée de la mondialisation et les efforts politiques visant à soutenir les travailleurs à revenu moyen au pays, dans des secteurs comme la fabrication et les infrastructures, ont commencé à porter leurs fruits, tandis que les facteurs démographiques ont contribué à resserrer le marché du travail et à améliorer les salaires. Les syndicats et la législation locale et des États sur les salaires minimaux ont gagné en popularité, alors que les grandes entreprises ont fait l'objet d'une surveillance accrue de la part des autorités de réglementation. Même si nous ne nous attendons pas à ce que les changements de politique entraînent un bouleversement qui ramènerait les inégalités à leur niveau d'après-guerre, une amélioration régulière du ratio part du travail/part du capital serait probablement le signe d'un changement porteur de répercussions importantes pour l'économie et l'investissement.

Comme pour les autres motivations, les résultats de tout effort futur visant à lutter contre les inégalités seront dictés par le contenu et la qualité des politiques et leur mise en œuvre. Nous formulons ci-dessous quelques observations générales sur l'incidence potentielle de ces politiques sur la productivité et les bénéfices :

- Les politiques excessivement interventionnistes risquent de nuire aux gains de productivité. Qui plus est, une hausse de la part du travail est généralement synonyme de pression à la baisse sur les marges bénéficiaires des sociétés.
- Il convient toutefois de souligner que les taux de productivité étaient plus élevés pendant les décennies d'après-guerre (années 1950 et 1960), lorsque les inégalités étaient beaucoup plus faibles qu'aujourd'hui, et que les inégalités record de l'ère moderne sont apparues pendant la dernière décennie, marquée par une faible croissance de la productivité (Tableau 32).
- Dans les économies avancées, comme les États-Unis, les périodes passées de hausse des investissements publics ont coïncidé avec des gains de productivité importants. Si les efforts politiques visent à relancer des investissements publics en berne et à inciter les secteurs d'activité comptant une proportion importante de travailleurs à revenu faible ou moyen à investir, le contexte pourrait devenir propice à des gains de productivité.

TABLEAU 32 – Dans le passé, la productivité a parfois été plus élevée lorsque les inégalités étaient moindres.

Croissance de la productivité et inégalité de revenus, moyennes sur 10 ans



Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of St. Louis, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.



CHAPITRE 4

Perspectives et conclusion

Perspectives macroéconomiques : la divergence entre la productivité et les bénéfices pourrait diminuer, mais les taux de productivité pourraient augmenter.

Nous pensons que l'investissement public et les dépenses en capital pourraient fortement se redresser, ce qui stimulerait la croissance de la productivité. L'évolution de l'inflation, des taux d'intérêt, de la situation démographique, de la mondialisation et d'autres facteurs macroéconomiques devrait y jouer un rôle, tandis que les motivations liées aux facteurs particuliers extrinsèques pourraient faire office de catalyseurs, comme nous l'avons évoqué précédemment. La connexion entre les perspectives de bénéfices et les tendances en matière de productivité devrait s'améliorer, car les conditions favorables aux bénéfices découlant de la mondialisation, des nouvelles technologies, de la concentration du marché et de la répression financière s'estompent.

Cela implique certains vents contraires par rapport à la récente croissance supérieure à la moyenne des bénéfices, mais une hausse potentielle de la croissance de la productivité pourrait aider à compenser cette dynamique.

En résumé, nous estimons que les tendances pluriannuelles évoluent comme suit :

- Le rythme des dépenses en capital et des investissements publics pourrait s'accroître, ce qui entraînerait une hausse des taux de productivité.
- Il est peu probable que la croissance des bénéfices surpasse celle de la productivité autant qu'au cours de la dernière décennie.
- Les marges bénéficiaires pourraient atteindre un sommet, ce qui laisse présager un ralentissement de la croissance des bénéfices.
- Les taux de croissance de la productivité et des bénéfices demeureront positifs.

Prévision de la productivité

Il est intrinsèquement difficile de prévoir la productivité, car des facteurs qualitatifs et intangibles difficiles à prédire y jouent un rôle important. La productivité – en particulier la productivité multifactorielle – est stimulée par l'innovation, qui introduit de nouvelles technologies ou améliore des pratiques commerciales existantes. De plus, les activités d'investissements qui entraînent des gains de productivité ne peuvent être mesurées qu'après coup.

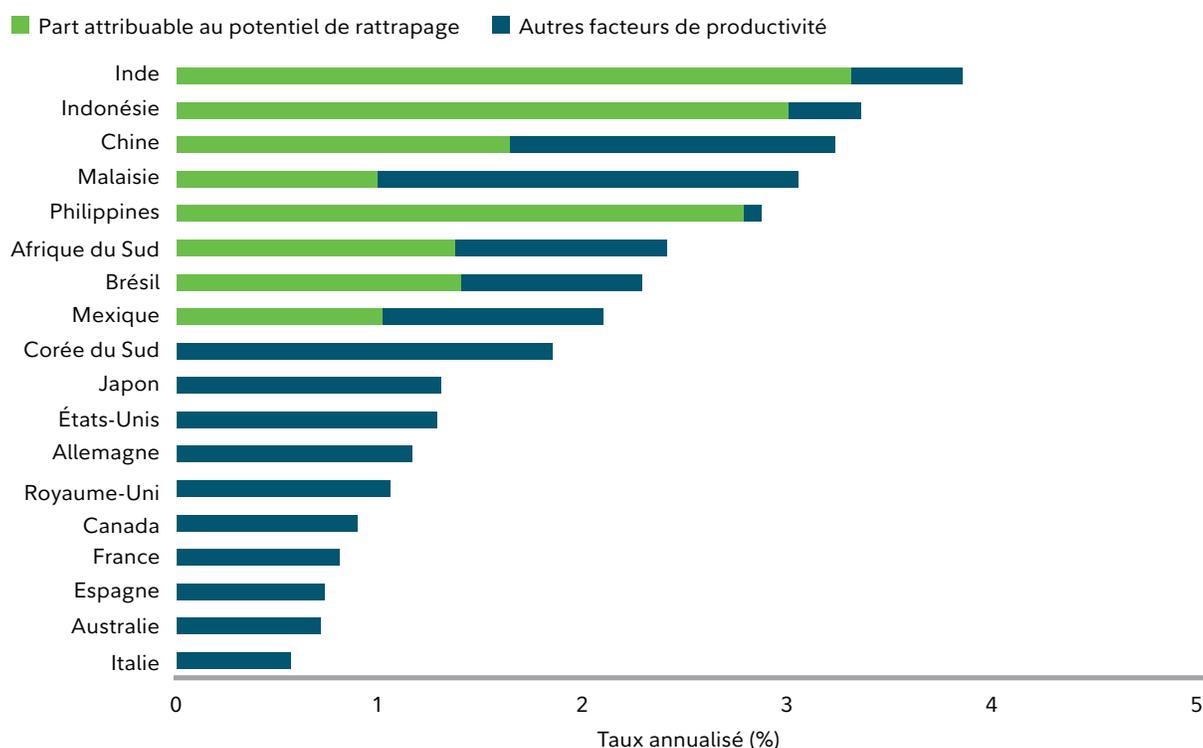
Pour toutes ces raisons, notre processus prévisionnel se concentre sur la mesure dans laquelle la structure sous-jacente d'une économie peut favoriser la productivité (voir *Perspectives à long terme pour la croissance mondiale : les 20 prochaines années*). Nous comparons les facteurs de productivité courants dans les économies émergentes et développées et analysons les catégories de conditions économiques qui déterminent la productivité à long terme à un niveau conceptuel et dont nous avons empiriquement établi qu'elles étaient les plus prédictives. La méthodologie utilisée pour formuler les hypothèses de base sur 20 ans du Tableau 33 repose sur les éléments suivants :

- Capital humain : notre indice de capital humain exclusif intègre des mesures de réalisation pédagogique et scientifique en tant que facteurs clés de l'innovation future et de l'adoption de nouvelles technologies. Nous tenons également compte des facteurs démographiques, notamment la composition de la population active selon l'âge.
- Complexité économique : notre indice de complexité économique s'appuie sur la recherche universitaire¹⁵. Les économies complexes ont tendance à être plus concurrentielles, à utiliser plus efficacement la technologie et à encourager un climat plus propice aux affaires et des institutions plus épanouissantes. Une production variée et évoluée indique généralement un pays ayant une structure économique complexe et une productivité potentiellement supérieure.
- Potentiel de rattrapage : les économies peu avancées ont tendance à avoir un potentiel de croissance élevé, en raison de la possibilité de rattraper les revenus élevés des pays développés. Cela s'explique par le fait qu'elles partent de plus loin et par leur capacité à tirer profit de l'adoption des technologies existantes.

Selon nos prévisions de base fondées sur des modèles, les taux de productivité à long terme devraient demeurer faibles dans la plupart des grandes économies par rapport à leurs antécédents de longue date, surtout dans les économies avancées. Nos mesures du capital humain et de la complexité économique pour les pays développés sont à des niveaux généraux, mais ne se sont guère améliorées ces dernières années. À l'inverse, les marchés émergents tirent une grande partie de la croissance de leur productivité du rattrapage que permet l'écart important entre leur niveau de vie et celui des économies avancées. De plus, le capital humain et la complexité économique de certains pays émergents ont augmenté au cours des deux dernières décennies. Malgré tout, nos prévisions des taux de croissance de la productivité dans les marchés émergents restent inférieures aux résultats observés au cours des dernières décennies.

TABLEAU 33 – Nos prévisions de base de la productivité sont faibles par rapport aux chiffres passés.

Prévisions de croissance de la productivité entre 2022 et 2041



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

L'investissement, catalyseur de la productivité : du changement en vue?

Nos modèles nous permettent de prédire de façon raisonnablement efficace la manière dont la structure à long terme des économies pourrait devenir plus propice à l'innovation et aux gains de productivité, mais ils ne permettent pas de prévoir les catalyseurs idiosyncrasiques qui pourraient contribuer à une accélération des investissements. Plus précisément, les évolutions respectives du comportement des entreprises, des politiques publiques ou du progrès technologique sont des aspects cruciaux, mais difficiles à prédire.

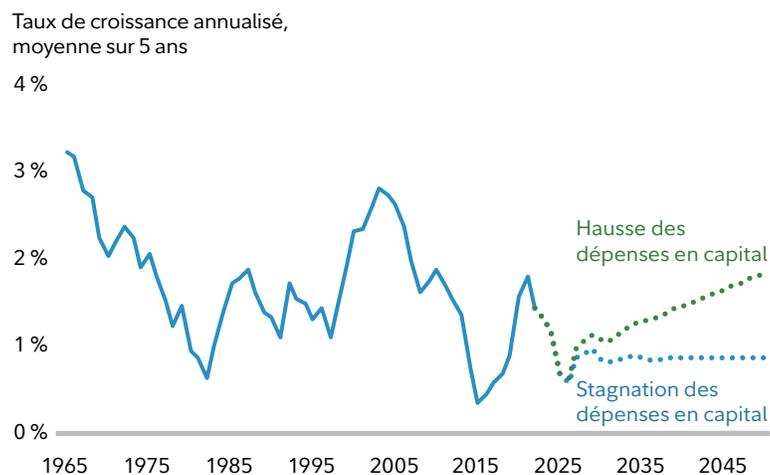
Quel est le potentiel d'accélération de la productivité, et quelle incidence aura-t-il d'un point de vue macroéconomique? Il est presque impossible de répondre à ces questions avec exactitude, mais nous pouvons montrer que le potentiel de hausse est important au moyen d'un scénario indicatif.

Supposons que la limite supérieure de l'accélération des dépenses d'investissement aux États-Unis puisse correspondre à un retour aux taux de croissance maximaux des dépenses en capital observés dans les années 1970, soit environ 50 % du BAIIA. Supposons ensuite que l'accélération doive durer pendant les trois prochaines décennies. Si nous prenons alors en compte la dynamique de l'incidence de la hausse des dépenses en capital sur la productivité, l'augmentation selon un ratio dépenses en capital/BAIIA de 50 % comporterait une augmentation annuelle d'environ 1 % du PIB réel par heure (Tableau 34). L'augmentation de la productivité découlerait à la fois d'une hausse de l'intensité du capital et d'un taux de croissance de la productivité multifactorielle plus élevé. Cet exemple souligne le potentiel d'une inversion de la tendance à la baisse des dépenses en capital pour améliorer considérablement les perspectives de productivité à long terme. Nous nous attendrions de la même manière à ce que la hausse des investissements publics entraîne une amélioration de la productivité.

Évidemment, une augmentation aussi massive des dépenses d'investissement correspond au haut de la fourchette des scénarios possibles. Dans un scénario correspondant au bas de cette fourchette, le ratio dépenses d'investissement/BAIIA stagnerait à son niveau historiquement bas d'environ 30 %. Nous pensons que le ratio finira quelque part entre les deux, et que les tendances à long terme et les catalyseurs que sont les

TABLEAU 34 – La hausse des dépenses en capital pourrait stimuler la croissance de la productivité au-delà des prévisions de base.

Scénarios des tendances en matière de dépenses en capital et de productivité, moyennes sur 5 ans



La productivité correspond au PIB réel par heure. Les dépenses en capital regroupent celles des 3 000 plus grandes sociétés cotées (excluant les produits financiers et l'immobilier). Les scénarios sont générés par un modèle de séries temporelles liant les dépenses en capital à la productivité. Graphique compilé à partir de données annuelles. Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2022.

facteurs particuliers extrinsèques que nous avons abordés dans cet article se combineront pour contribuer à une hausse du taux des dépenses en capital et à une augmentation simultanée de la croissance de la productivité.

Conclusions relatives aux investissements stratégiques

Quelle que soit l'incidence globale de ces nombreux facteurs incidents, nous estimons que le contexte de la répartition stratégique de l'actif sera très différent dans les années à venir de ce qu'il a été durant les dernières décennies. La clé du succès, dans ce contexte en mutation, consistera à gérer un éventail changeant de risques et à repérer des occasions de placement rentables parmi les régions, les pays, les secteurs et les entreprises.

Les changements ne seront pas toujours favorables. Les défis et les facteurs à prendre en compte dans les prochaines années comprendront probablement des risques liés aux objectifs des facteurs particuliers extrinsèques pour certains groupes de secteurs d'activité ou certaines entreprises. Si des motivations non économiques s'avèrent trop intrusives et perturbent nettement les mécanismes axés sur le marché, les prévisions de croissance des bénéfices et de rendement du capital investi pourraient en pâtir.

Par ailleurs, une accentuation des risques politiques pourrait compliquer la démarche analytique des professionnels de l'investissement. Les risques géopolitiques et de politique intérieure ont augmenté dans de nombreux pays par rapport aux dernières décennies, ce qui signifie que les répartiteurs d'actifs doivent pouvoir compter sur un cadre politique clair.

D'autres risques existent :

- **La hausse des températures pourrait continuer de causer des perturbations** : les dommages causés par des conditions météorologiques de plus en plus extrêmes pourraient devenir un élément habituel du contexte économique de nombreux pays et régions.
- **L'inflation pourrait être plus élevée et plus volatile** : les fluctuations de l'offre dans l'économie mondiale pourraient compliquer la tâche des banques centrales qui s'efforcent de rétablir une ère de taux d'intérêt bas et stables. Ces facteurs comprennent la transition climatique exigeante en ressources et la concurrence géopolitique, le resserrement des marchés du travail causé par le vieillissement de la population et le mouvement de reconfiguration des chaînes d'approvisionnement en fonction de la sécurité nationale et d'autres éléments non liés à l'efficacité.
- **Les taux réels pourraient être plus élevés** : il pourrait être difficile de revenir à une politique monétaire ultra accommodante, ce qui implique que le potentiel de hausse de la valorisation des actifs pourrait être inférieur aux sommets presque inégalés enregistrés au cours de la dernière décennie.
- **La volatilité des prix des actifs augmentera probablement** : les nombreux changements potentiels énumérés ci-dessus suggèrent que l'incertitude entourant nombre de grandes tendances demeurera forte et que l'évolution des attentes des investisseurs pourrait causer des fluctuations plus prononcées des prix des actifs par rapport à la volatilité moyenne inférieure de la dernière décennie.

Cela dit, la diminution des corrélations mondiales créera probablement de nombreuses occasions. Si l'apogée de la mondialisation entraîne une certaine scission (entre les écosystèmes technologiques axés sur l'Occident et sur la Chine) et une régionalisation accrue (délocalisations dans des pays proches et économie d'affinité pour les chaînes d'approvisionnement du secteur manufacturier), un cycle ou une tendance mondiale dominante pourrait avoir moins d'influence. Les fortes corrélations entre les actions mondiales de la dernière décennie pourraient laisser place à des corrélations plus faibles et à d'excellentes occasions de diversifier les portefeuilles sur le plan géographique.

Les États-Unis pourraient être en position de force. Malgré la fin de sa domination mondiale unipolaire, le pays peut compter sur d'immenses ressources financières, industrielles, institutionnelles et naturelles pour s'adapter à l'évolution des tendances à long terme.

L'Europe pourrait quant à elle voir sa cohésion se renforcer. Plusieurs des principaux défis à long terme auxquels fait face l'Union européenne – notamment les risques géopolitiques et de sécurité énergétique mis en évidence par l'invasion de l'Ukraine par la Russie – incitent les pays membres à rechercher plus de cohésion économique, budgétaire et politique. Par exemple, le cadre budgétaire et réglementaire encourageant le passage à un système énergétique plus propre et plus fiable peut offrir des occasions de placement dans de multiples secteurs.

Les pays « non alignés » pourraient bénéficier d'un contexte géopolitique favorable. De nombreux marchés émergents et frontaliers sont situés loin des lignes de fracture géopolitiques systémiques et pourraient tirer profit de traitements plus avantageux. Les pays aptes à créer un contexte favorable pour les investissements nationaux et étrangers, notamment ceux qui disposent de ressources essentielles, pourraient offrir un contexte attrayant pour les occasions de placement. La reprise des investissements publics et des dépenses en capital du secteur privé dans ces pays pourrait stimuler la productivité et créer un contexte permettant aux entreprises gagnantes de générer une croissance soutenue de leurs bénéfices.

D'autant que, de façon générale, les prochaines années pourraient réserver des occasions plus actives. Après une longue période de domination des grandes entreprises multinationales, un contexte différent sur le plan de l'inflation, de la géopolitique et des politiques monétaires devrait se traduire par un éventail plus large de gagnants et de perdants dans les différentes catégories d'actifs.

D'autres occasions potentielles existent :

- Portefeuilles thématiques : la répartition de ces portefeuilles pourrait être axée sur de grands thèmes, comme le climat ou la mondialisation, ou s'en écarter. Nous pensons qu'un bon point de départ pourrait consister à rechercher des secteurs et des entreprises susceptibles de bénéficier d'une hausse des dépenses en capital.
- Augmentation des dépenses en capital dans de nombreux marchés développés et certains marchés émergents : l'évolution des tendances structurelles, telles les relocalisations, la hausse du coût du capital ou les énergies propres, pourrait donner un coup de pouce aux taux historiquement bas des dépenses en capital, des investissements publics et de la productivité.
- Les changements climatiques vus comme un catalyseur pour l'innovation : les efforts déployés pour atténuer les effets des changements climatiques et faciliter la transition vers des technologies plus durables devraient encore monter en puissance.
- Les efforts de décarbonation et le complexe énergétique, principaux moteurs de changement de la domination du marché : le contexte favorable à court terme pour les producteurs de marchandises et les exportateurs de combustibles fossiles pourrait laisser place, à long terme, à des entreprises innovantes ou bénéficiant d'énergies renouvelables bon marché, ce qui constitue une transformation technologique. Les occasions de gestion active sont appelées à évoluer et à se multiplier dans les secteurs de l'énergie et de l'électricité comme dans d'autres secteurs, tels ceux de la technologie et de l'industrie. Les régions les plus à risque sont celles qui sont les plus exposées aux risques physiques et économiques et dont la capacité d'adaptation ou d'atténuation est limitée, tandis que les pays innovants pouvant compter sur un cadre réglementaire favorable et un environnement propice aux affaires offrent les occasions les plus prometteuses.

Nous pouvons utiliser nos modèles de prévision de la productivité ainsi que nos cadres de travail pour analyser les tendances dans des domaines comme les changements climatiques et la géopolitique, afin de générer des profils de pays. Ces profils aident à repérer les risques et les occasions de placement relatifs pour éclairer les décisions de répartition de l'actif. Les profils ci-dessous en sont des exemples :

Inde

- Potentiel élevé de rattrapage de productivité.
- Bénéficie de la mondialisation, mais possède une vaste économie intérieure et un tissu industriel de bas de gamme qui sont peu susceptibles de subir les pressions potentielles de la démondialisation.
- Pays non aligné, acteur incontournable et partenaire convoité sur le plan géopolitique. Environnement régional difficile, mais stratégiquement situé sur les routes commerciales les plus fréquentées du XXI^e siècle.
- Fortement exposé au réchauffement climatique (température moyenne projetée en 2050 : 26 °C) et aux catastrophes naturelles, notamment des inondations. Revenu relativement faible, ce qui représente un défi pour financer la transition verte par des stratégies d'adaptation et d'atténuation. Développement lent de la capacité de production d'énergie renouvelable et progrès apparemment limités dans le domaine des technologies vertes.

Canada

- Perspectives de productivité robustes par rapport aux autres marchés développés.
- Risque géopolitique relativement faible.
- Tissu industriel bien développé, non excessivement vulnérable aux risques liés à la démondialisation grâce à des liens solides et à une intégration étroite avec les États-Unis, ainsi qu'à un secteur public qui tend à ne pas être trop interventionniste.
- Situation contrastée sur le plan climatique, mais plutôt positive. Richesse en ressources naturelles assurant au pays une sécurité énergétique pendant la transition vers les énergies propres, mais exportations de combustibles fossiles l'exposant à des coûts économiques. Indicateur de l'innovation verte d'après les brevets liés à l'environnement satisfaisant, exposition physique au risque climatique relativement favorable (température moyenne en 2050 toujours inférieure au point de congélation) et capacité de production d'électricité d'origine renouvelable relativement élevée (près de 70 % du total).

France

- Perspectives de productivité solides par rapport aux autres marchés développés.

- Économie industrielle de premier plan. Risques géopolitiques et liés à la démondialisation es par quelque peu atténué par de solides alliances; modèle économique un peu plus interventionniste que dans d'autres marchés développés, ce qui représente un risque pour la productivité.
- Sécurité énergétique pendant la transition climatique grâce à un important parc de centrales nucléaires. Augmentation de la part de l'électricité d'origine renouvelable à un rythme sain. Grâce à cela, exposition au risque économique faible et intensité carbonique de 0,1 % seulement (Kg CO₂ par \$ de PIB).

Corée du Sud

- Perspectives de productivité des plus élevées, tissu industriel évolué, complexité économique élevée, concluant pour les prévisions de base.
- Risque géopolitique et lié à la démondialisation élevé, car secteurs de hautes technologies situés à l'épicentre des lignes de fracture géopolitiques; notamment, liens économiques et commerciaux importants avec la Chine; risque de perturbations de la part de la Corée du Nord.
- Données impressionnantes sur le plan de l'innovation verte, mesurée par les brevets; hausse importante de la part des énergies renouvelables (bien que toujours inférieure à 20 %). Exposition physique importante au risque climatique, notamment aux catastrophes naturelles (inondations, tempêtes).

Chili

- Perspectives de productivité relativement solides, grâce à un certain potentiel de rattrapage et à des progrès structurels.
- Pays non aligné, riche en ressources naturelles, notamment des minerais stratégiquement souhaitables, d'où un niveau de risque géopolitique et lié à la démondialisation relativement faible. Risque d'interventionnisme dans l'économie intérieure, mais demeure globalement une économie de marché, comparativement à d'autres pays en développement.
- L'exposition physique et économique au risque climatique semble gérable. Progrès appréciables sur le plan de la production d'énergie renouvelable; part relativement élevée de la capacité de production d'électricité d'origine renouvelable (plus de 50 %).

Conclusion

Nous sommes d'avis qu'une mise à jour des cadres d'investissement permettant de mieux comprendre et analyser les facteurs sous-tendant les gains de productivité – et leurs liens avec les bénéfices de sociétés et les rendements des catégories d'actifs – pourrait être essentielle au succès à long terme de votre démarche de répartition stratégique de l'actif dans cette nouvelle ère.

Il est peu probable que les modèles antérieurs qui visaient à repérer des bénéfices exagérés, mais qui n'étaient pas liés à la productivité et à d'autres facteurs fondamentaux, gardent leur pertinence dans le nouveau contexte.

En revanche, il sera probablement essentiel de prendre en compte le lien entre la productivité et les bénéfices – y compris les facteurs de plus en plus importants influençant le taux de croissance de la productivité – dans toute répartition stratégique à gestion active. Nous sommes convaincus que cet élément sera crucial pour repérer les tendances, les thèmes, les catalyseurs et les occasions de placement.

NOTES DE FIN

- ¹ Robert M. Solow. « A Contribution to the Theory of Economic Growth », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 70, n° 1, février 1956, p. 65–94.
Paul M. Romer. « Endogenous Technological Change », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 5, octobre 1990, p. S71–S102.
- ² Dieppe, Alistair, 2021. « Global Productivity : Trends, Drivers, and Policies », Banque mondiale, 2021.
- ³ Gordon, R. J. et H. Sayed. *The Industry Anatomy of the Transatlantic Productivity Growth Slowdown*, NBER Working Paper 25703, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2019.
Brynjolfsson, E., D. Rock et C. Syverson, 2018. « The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies. » NBER Working Paper 25148, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 2018.
- ⁴ Sources : Standard & Poor's, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics et Haver Analytics, au 31 déc. 2021.
- ⁵ David Autor, David Dorn, Lawrence F. Katz, Christina Patterson et John Van Reenen. « The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms », *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), p. 645–709, mai 2020.
Bajgar, M., Berlingieri, G., Calligaris, S., Criscuolo, C. et Timmis, J. *Industry Concentration in Europe and North America*, OCDE Productivity Working Papers, 2019–18, OCDE Publishing, Paris, janvier 2019.
- ⁶ Les catastrophes prises en compte dans ces données remplissent au moins l'un des trois critères suivants : 10 décès ou plus; 100 personnes touchées ou plus; déclaration de l'état d'urgence ou appel à une aide internationale.
- ⁷ Par exemple, Dasgupta, et al. « Effects of Climate Change on Combined Labor Productivity and Supply: A Empirical, Multi-Model Study », *The Lancet Planetary Health*, vol. 5, n° 7, juillet 2021, p. e455–e465.
- ⁸ Cette décomposition est une version de l'identité de Kaya, qui a été développée par l'économiste japonais Yoichi Kaya dans les années 1990.
- ⁹ Nations Unies, Perspectives de la population mondiale 2022 (scénario d'une fécondité moyenne).
- ¹⁰ Agence internationale de l'énergie, « Net Zero by 2050: A Roadmap for the Global Energy Sector », 2021.
- ¹¹ Le coût moyen actualisé de l'énergie évalue la valeur actualisée nette du capital total et des coûts d'exploitation d'une centrale électrique type et la divise par la quantité d'électricité produite par celle-ci durant sa vie utile. Agence internationale pour les énergies renouvelables, Statistiques d'énergie renouvelable, 2022.
- ¹² Voir Way, et al. « Empirically Grounded Technology Forecasts and the Energy Transition », *Joule*, vol. 6, n° 9, septembre 2022, p. 2057–2082.
- ¹³ La loi de Wright est étroitement liée à la loi de Moore, selon laquelle le nombre de transistors dans une micropuce double tous les deux ans. Toutefois, si la loi de Moore est fonction du temps, la loi de Wright est fonction de l'expérience, ou de « l'apprentissage ».
- ¹⁴ Nous avons choisi une température moyenne projetée de 20 degrés Celsius en 2050 – près de la médiane de notre échantillon de pays – pour scinder les pays en deux groupes, à partir des données de l'outil Climate Impact Explorer de Climate Analytics (<https://climate-impact-explorer.climateanalytics.org>).
- ¹⁵ Hausmann, R., C. Hidalgo et al. « The Atlas of Economic Complexity : Mapping Paths to Prosperity », Harvard Center for International Development, Harvard Kennedy School, MIT Media Lab, 2011.

Auteurs

Dirk Hofshire, CFA

Dirk Hofshire est directeur général, Recherche et dirige l'équipe de recherche sur la répartition de l'actif de Fidelity Investments. À ce titre, il guide les recherches permettant de faire des recommandations sur la répartition de l'actif aux gestionnaires de portefeuille et aux équipes de placement de Fidelity.

Irina Tytell, Ph. D.

Irina Tytell est chef de la recherche sur la répartition de l'actif à long terme et dirige l'équipe de recherche sur la répartition de l'actif de Fidelity Investments. Elle analyse les tendances macroéconomiques et les marchés financiers ainsi que leurs conséquences sur la répartition de l'actif.

Mike Tarsala, vice-président, Leadership éclairé de Fidelity, a assuré la direction éditoriale de cet article.



L'information fournie dans le présent document et le document lui-même sont présentés à des fins d'information et d'éducation seulement. Ils ne constituent pas une recommandation de prendre ou de ne pas prendre une mesure quelconque, ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres ou des services mentionnés. Il ne s'agit pas de conseils en placement. Fidelity ne fournit pas de conseils juridiques ou fiscaux.

Avant de prendre une décision de placement, vous devriez consulter vos propres conseillers professionnels et tenir compte de l'ensemble des faits et des circonstances qui s'appliquent à votre situation personnelle. Fidelity et ses représentants pourraient être en situation de conflit d'intérêts par rapport aux produits ou services mentionnés dans ce document, car ils ont un intérêt financier dans ceux-ci et reçoivent une compensation directe ou indirecte à titre de gestionnaire, de distributeur ou de fournisseur de services pour ces produits ou services, qui incluent les fonds de Fidelity, certains fonds et services offerts par des tiers et certains services de placement.

L'information contenue dans le présent document est fournie à des fins de discussion et d'illustration seulement. Elle ne doit pas être interprétée comme une recommandation ni comme une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Les opinions contenues aux présentes ont été exprimées à la date indiquée, d'après l'information disponible à ce moment-là, et sont appelées à changer en tout temps en fonction de l'évolution des marchés ou d'autres facteurs. À moins d'indication contraire, ces opinions sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement le point de vue de Fidelity Investments ou de ses sociétés affiliées. Fidelity décline toute obligation de mettre à jour l'information fournie dans le présent document.

Toute décision de placement doit être basée sur les objectifs, l'horizon de placement et la tolérance au risque de l'investisseur. Le contenu du présent article ne peut nullement être considéré comme un avis juridique ou fiscal et nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant de prendre une décision financière.

Les marchés boursiers sont volatils et peuvent fluctuer considérablement en raison de l'évolution de la situation des émetteurs, des secteurs, du climat politique, de la réglementation, des marchés ou de la conjoncture économique. Les marchés étrangers peuvent être plus volatils que les marchés américains compte tenu du risque accru de l'évolution défavorable de la situation d'un émetteur, du climat politique, du marché ou de la conjoncture économique. Ces risques sont exacerbés dans le cas des marchés émergents. Ces risques sont d'autant plus élevés dans le cas des placements axés sur un seul pays ou une seule région.

Tout placement comporte un risque, y compris un risque de perte.

Le rendement passé et les taux de dividendes ne sont pas garants des résultats futurs.

Ni la répartition de l'actif ni la diversification ne constituent un gage de bénéfice ou une garantie contre les pertes.

Les indices ne sont pas gérés. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

L'indice S&P 500 est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière qui comprend 500 actions ordinaires choisies en fonction de la taille, de la liquidité et de la représentation sectorielle pour représenter le rendement des actions américaines.

L'indice MSCI États-Unis est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière destiné à représenter le rendement du segment des actions à grande et à moyenne capitalisation du marché boursier américain.

Les marques de tierces parties appartiennent à leur propriétaire respectif; toutes les autres marques de commerce sont la propriété de FMR LLC.

Le titre de CFA (Chartered Financial Analyst) est décerné par le CFA Institute. Pour obtenir la désignation de CFA, les candidats doivent, entre autres, réussir trois examens qui démontrent leurs compétences, leur intégrité et leur connaissance approfondie de la comptabilité, des normes professionnelles et éthiques, de l'économie, de la gestion de portefeuille et de l'analyse des titres. Ils doivent également avoir accumulé au moins quatre ans d'expérience professionnelle pertinente. CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques de commerce déposées appartenant au CFA Institute.

Fidelity Investments® offre des produits de placement par l'intermédiaire de Fidelity Distributors Company LLC; des services de compensation, de garde et autres services de courtage par l'intermédiaire de National Financial Services LLC ou de Fidelity Brokerage Services LLC (membres de la Bourse de New York et de la SIPC); et des services de conseils en gestion d'actifs institutionnels par l'intermédiaire de Fidelity Institutional Wealth Adviser LLC.

Des produits de placement destinés aux particuliers et aux employés sont offerts par Fidelity Brokerage Services LLC, membre de la Bourse de New York et de la SIPC.

Les services de gestion d'actifs institutionnels sont fournis par FIAM LLC et par Fidelity Institutional Asset Management Trust Company.

© 2023 FMR LLC. Tous droits réservés.

1077532.1.0

1.9909272.100

Réservé à l'usage institutionnel.

Le contenu d'origine vient de Fidelity Investments aux États-Unis. Toute transmission ou reproduction du présent document sous quelque forme que ce soit par le destinataire est interdite sans le consentement préalable écrit de Fidelity.

Ce document est utilisé par Fidelity Investments Canada s.r.i. (FIC), mais il ne constitue pas une recommandation ou un endossement d'un produit ou d'un service de Fidelity en particulier. Gestion de placements Fidelity Canada, une division de FIC, agit à titre de conseiller de nos fonds de placement et une variété de sociétés, dont Fidelity Management & Research Company LLC, FIAM LLC, FIL Limited, Geode Capital Management LLC et State Street Global Advisors Ltd., Les fonds communs de placement, les FNB et les autres produits et services de placement commandités par FIC ne peuvent être vendus que dans les provinces et territoires du Canada.

Ce document peut contenir des « énoncés prospectifs » qui reposent sur certaines hypothèses prévisionnelles. Ces énoncés se fondent sur l'information disponible à la date à laquelle ils sont préparés et Fidelity Investments Canada s.r.i. (« FIC ») décline toute obligation de les mettre à jour. Les événements réels sont difficiles à prévoir et peuvent différer des hypothèses. Il est impossible de garantir que les énoncés de nature prévisionnelle, y compris ceux qui présentent des rendements projetés, se concrétiseront, ou que l'état du marché ou les rendements réels ne différeront pas de manière importante ou défavorable de ceux qui sont prévus.

Les informations fournies dans ce document sont présentées à des fins d'information et d'éducation seulement. Toute information sur les placements dans ce document pouvant être considérée comme une recommandation ne constitue pas un conseil en placement impartial ou un conseil donné à titre de fiduciaire. Cette information ne doit pas servir de source d'information principale au moment de prendre une décision en matière d'investissement pour vous ou vos clients. Fidelity et ses représentants pourraient être en situation de conflit d'intérêts par rapport aux produits ou services mentionnés dans ce document, car ils ont un intérêt financier dans ceux-ci et reçoivent une compensation directe ou indirecte à titre de gestionnaire, de distributeur ou de fournisseur de services pour ces produits ou services, qui incluent les fonds de Fidelity, certains fonds et services offerts par des tiers et certains services de placement.

L'information contenue dans le présent document est fournie à des fins de discussion et d'illustration seulement. Elle ne doit pas être interprétée comme une recommandation ni comme une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Les opinions exprimées sont en date du 28 avril 2023 et se fondent sur l'information disponible à ce moment; elles sont appelées à changer en tout temps en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs. À moins d'indication contraire, ces opinions sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement le point de vue de Fidelity Investments ou de ses sociétés affiliées. Fidelity décline toute obligation de mettre à jour l'information fournie dans le présent document. • Les décisions de placement doivent tenir compte des objectifs individuels de l'investisseur, de son horizon de placement et de sa tolérance au risque. Le contenu du présent article ne peut nullement être considéré comme un avis juridique ou fiscal et nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant de prendre une décision financière. • En règle générale, le marché obligataire est volatil, et les titres à revenu fixe présentent des risques liés aux taux d'intérêt. (Habituellement, les prix des obligations baissent à mesure que les taux d'intérêt augmentent et vice versa. Cet effet est ordinairement plus marqué dans le cas des titres à long terme.) • Les titres à revenu fixe comportent également des risques d'inflation de même que des risques de crédit et de défaillance tant pour les émetteurs que les contreparties.

Tout placement comporte un risque, y compris un risque de perte.

Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs. Un placement peut présenter des risques et ne pas convenir à un investisseur compte tenu de ses objectifs et de sa tolérance au risque. Les investisseurs doivent savoir que la valeur d'un placement peut être volatile et que tout placement comporte des risques, notamment celui de perdre de l'argent. Les rendements des comptes individuels seront différents de ceux des portefeuilles composites et représentatifs en raison de facteurs tels que la taille du portefeuille, les objectifs et les restrictions associés aux comptes, et les facteurs liés à la structure de placement.

Ni la répartition de l'actif ni la diversification ne constituent un gage de profit ou une garantie contre les pertes.

Les marques de commerce et de service de tierces parties appartiennent à leur propriétaire respectif. Toutes les autres marques de commerce et de service sont la propriété de Fidelity Investments Canada s.r.i. ou de ses sociétés affiliées. FIC ne fournit aucun conseil d'ordre juridique ou fiscal. Nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant d'effectuer un placement.

En partie © 2024. FMR LLC. Tous droits réservés. Utilisé avec permission.

É.-U. : 1.9909272.100 CAN. : 1459787-v2024828 FCI 2041108 08/24



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA^{MC}