

Les modèles et leurs comportements

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Points à retenir

- Comprendre comment les modèles macroéconomiques peuvent se tromper est un élément essentiel de notre approche.
- Sans surprise, les modèles standards n'ont pas su voir les contraintes de l'offre qui ont entraîné la montée de l'inflation.
- Ces mêmes modèles pourraient maintenant surestimer le risque de récession aux États-Unis ...
- ... et sous-estimer celui au Canada en raison de sa plus grande sensibilité aux taux d'intérêt.

Tous ceux qui évoluent dans notre secteur utilisent des modèles macroéconomiques et tous pensent que leur modèle est unique. Il n'en est rien. En effet, tout le monde utilise à peu près les mêmes modèles, parce que tout le monde a accès aux mêmes données historiques, qui peuvent être analysées au moyen des mêmes techniques par des professionnels tout aussi avisés, qui cherchent à déterminer les liens entre ces données. Bien qu'intéressants, ces modèles ne sont pas très utiles pour des spécialistes de la répartition de l'actif comme nous. Pour se démarquer en tant qu'investisseur, il faut détenir un avantage. Or, les modèles, de par leur conception, ne peuvent pas procurer cet avantage si tout le monde utilise les mêmes.

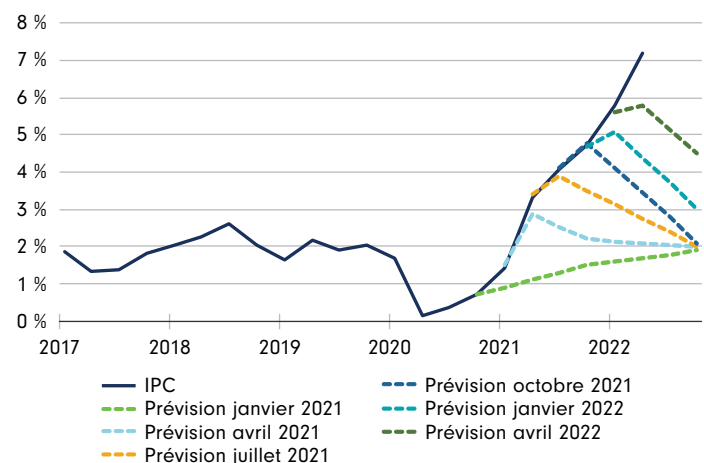
En ce qui nous concerne, nous utilisons des modèles macroéconomiques, mais nous les utilisons différemment. Nous avons recours à des modèles pour comprendre ce que pensent et escomptent la majorité des investisseurs. Ensuite, nous les décortiquons pour comprendre dans quelles circonstances

ils risquent de se tromper et pourquoi, car nous sommes d'avis qu'ils vont presque toujours se tromper. Après tout, ce ne sont que des modèles. Ils sont susceptibles d'être erronés parce que l'avenir ne ressemble jamais en tout point au passé; les relations changent; de nouveaux événements surviennent. Si on parvient à comprendre comment les modèles risquent de se tromper, on peut anticiper les erreurs des marchés et se positionner en conséquence. Ce n'est pas facile à faire, mais c'est de cette façon qu'une stratégie de répartition active de l'actif arrive à générer des rendements supérieurs.

Cette approche nous a aidés – nous et ceux qui investissent dans nos fonds – à composer avec les difficultés de la dernière année. Les modèles utilisés par les participants au marché et les banques centrales tablaient sur une inflation transitoire (voir le Tableau 1). Nous n'étions pas du même avis. Nous étions presque convaincus que les modèles ne reconnaîtraient pas la persistance de l'inflation

TABLEAU 1 – Les modèles de la banque centrale ont constamment sous-estimé l'inflation

Révisions par la Banque du Canada des prévisions d'inflation



Sources : Statistiques Canada, Banque du Canada

parce qu'ils étaient tous conditionnés par l'expérience des dernières décennies où les chocs de l'offre ont été à peu près inexistantes. Les modèles ont donc presque tous présumé que les pressions inflationnistes étaient nécessairement causées par des chocs de la demande, que la politique monétaire était parvenue à contrer par le passé. Par conséquent, les modèles n'ont pas « vu » l'inflation se profiler du côté de l'offre, comme cela s'est produit (voir le Tableau 2).

Nous avons donc pu positionner nos fonds en prévision de la persistance « imprévue » de l'inflation. Fidelity Investments Canada a lancé un *fonds axé sur l'inflation* unique en son genre en septembre, et nous avons orienté nos fonds multiactifs généraux dans la même direction – en investissant dans l'or et dans des obligations liées à l'inflation, afin de réduire le risque lié aux actions et le risque de taux d'intérêt, et en faisant plus de place aux titres canadiens. Cela a contribué à atténuer la baisse de valeur de nos fonds cette année, alors que les marchés réagissaient à l'augmentation de l'inflation et au resserrement monétaire marqué qui s'est ensuivi, qui ont provoqué des pertes dans les deux chiffres sur les marchés boursier et obligataire.

Les modèles sous-estiment probablement encore l'inflation – même s'ils peuvent maintenant la voir, ils n'arrivent toujours pas à l'expliquer. Cependant, comme la poussée inflationniste est certainement davantage escomptée qu'elle ne l'était, nous avons

réduit – mais pas éliminé – nos placements axés sur l'inflation gérés activement à l'intérieur des fonds.

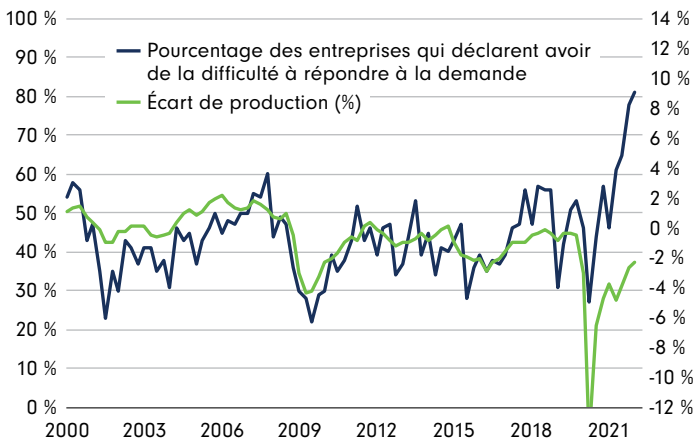
Par contre, les modèles surestiment maintenant sans doute aussi la probabilité d'une récession, du moins aux États-Unis. Ils peuvent tous apprécier l'augmentation importante des taux d'intérêt et estimer leurs effets destructeurs sur la demande. Toutefois, comme mentionné plus haut, c'est l'offre et non la demande qui a freiné l'économie. En conséquence, l'économie peut continuer de croître même lorsque la demande est durement touchée, à condition que l'offre s'améliore progressivement. Pour donner un exemple simple, imaginons une file d'attente dans un restaurant. Si un certain nombre de personnes se retirent de la file, sans que celle-ci ne disparaisse complètement, il est encore possible pour le restaurant en question d'augmenter son volume d'affaires en engageant plus d'employés et en ajoutant de nouvelles tables.

Une récession est toujours possible aux États-Unis. Cependant, elle n'est pas aussi « visiblement imminente » que ce que les modèles laissent entrevoir. De plus, comme les marchés ont déjà largement escompté une récession, nous avons opté pour une pondération en actions neutre plutôt qu'une position plus défensive.

Au Canada, la situation est différente. Nous pensons que le modèle qui commet l'erreur la plus flagrante en ce moment est celui du dollar canadien. Tout le monde utilise essentiellement

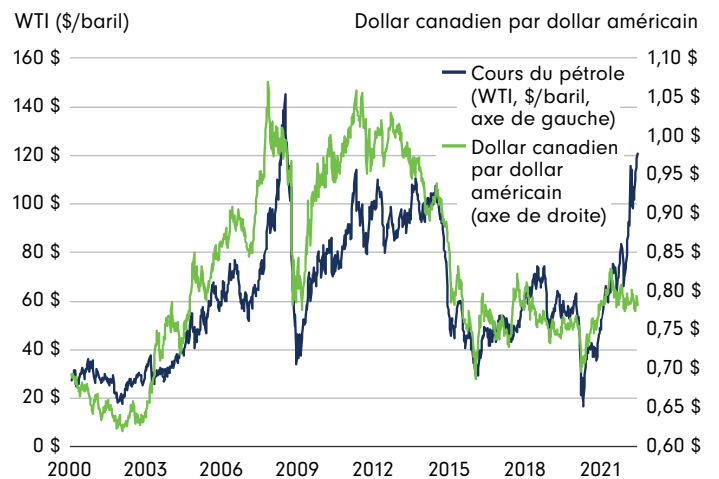
TABLEAU 2 – La Banque du Canada aurait dû tenir compte des résultats de sa propre enquête

Enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises



Source : Banque du Canada

TABLEAU 3 – L'incapacité du dollar canadien à prendre son envol est révélatrice



Source : Bloomberg

le même modèle pour la monnaie, qui estime le taux de change par rapport au dollar américain à partir du prix des marchandises et du différentiel entre les taux d'intérêt canadiens et américains. C'est le modèle que la Banque du Canada a publié il y a 30 ans et qui, depuis, a plutôt bien fonctionné de façon générale. Mais plus maintenant. Les prix des marchandises ont explosé, mais le dollar canadien n'a pas suivi (voir le Tableau 3).

En raison de cet écart, certains observateurs s'attendent à ce que le dollar canadien s'apprécie par rapport au dollar américain. Selon nous, ce n'est pas la bonne façon de voir les choses. Il faut plutôt chercher à comprendre pourquoi la monnaie ne s'est pas déjà raffermissée, alors que ce lien est connu de tous les participants au marché. Pensant avoir trouvé la réponse, nous anticipons un dollar canadien non pas plus fort, mais plus faible à mesure que le cycle progresse.

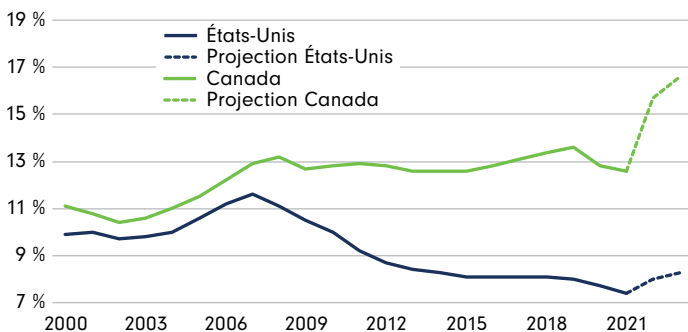
Pourquoi le dollar canadien ne s'est-il pas apprécié en même temps que les prix des marchandises? Habituellement, il s'apprécie non seulement parce que les prix eux-mêmes sont plus élevés, mais aussi en raison de ce que cela nous dit sur la vigueur de la demande mondiale, ce qui est déterminant pour une économie ouverte et orientée vers les ressources comme celle du Canada. Toutefois, pour poursuivre dans la thématique mentionnée plus haut, en ce moment les prix des marchandises nous en disent beaucoup plus sur l'offre

que sur la demande. Les prix plus élevés sont surtout attribuables aux pénuries de pétrole, de blé et d'autres marchandises causées par les problèmes de logistique, les enjeux environnementaux et la guerre en Ukraine. La demande est plus faible que ce qu'on observe « habituellement » lorsque les prix des marchandises sont aussi robustes. C'est la même chose pour le dollar canadien.

Le différentiel entre les taux d'intérêt canadiens et américains à l'intérieur du modèle transmet aussi un signal trompeur à notre avis. Ce différentiel n'a pas beaucoup changé, puisque les taux d'intérêt dans les deux pays ont évolué de concert. L'interprétation qu'en font les modèles, c'est que les perspectives économiques dans les deux pays sont comparables, dans la mesure où les taux d'intérêt ont tendance à refléter ce que l'économie peut supporter. Toutefois, ce raisonnement tient seulement si l'inflation n'est pas problématique. Or en ce moment, l'inflation constitue de toute évidence un gros problème. Et lorsque c'est le cas, les taux d'intérêt reflètent l'orientation de la politique qui est nécessaire pour en venir à bout. Cette orientation est peut-être la même aux États-Unis et au Canada. Par contre, les conséquences économiques sont nettement plus menaçantes au Canada du fait que l'économie canadienne est beaucoup plus sensible aux taux d'intérêt, ce qui explique aussi sa plus grande dépendance et sa plus forte exposition au marché de l'habitation (voir les Tableaux 4 et 5).

TABLEAU 4 – Le Canada est plus vulnérable à des hausses de taux d'intérêt que les États-Unis

Ratio du service de la dette – % du revenu personnel disponible

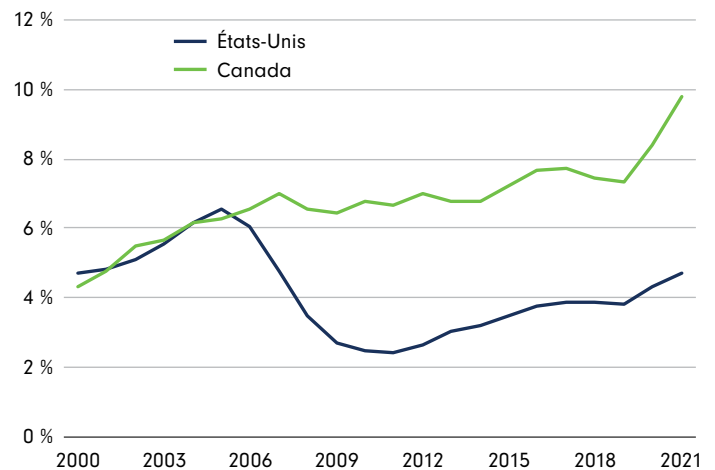


Sources : Banque des règlements internationaux, FMRCo

Ce tableau s'appuie sur plusieurs hypothèses importantes. Nous supposons que la trajectoire du taux d'intérêt effectif tient compte des cours actuels du marché et d'une croissance du niveau d'endettement et du revenu disponible des ménages au taux de croissance trimestriel moyen entre 2016 et 2019, avant la COVID-19.

TABLEAU 5 – Le Canada est plus exposé au marché de l'habitation que les États-Unis

Investissement résidentiel en pourcentage du PIB



Sources : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada

Ces deux facteurs risquent fort de peser davantage sur le dollar canadien. Il se peut que les prix des marchandises ne baissent pas si l'offre est limitée, mais il est presque assuré que la demande faiblira à mesure qu'on avance dans le cycle et que les effets du resserrement mondial se feront sentir. Le différentiel entre les taux d'intérêt canadiens et américains ne changera peut-être pas (pour l'instant), mais il est presque certain que l'économie canadienne pâtira davantage de la hausse des taux, et à notre avis les risques de récession sont beaucoup plus grands au Canada qu'aux États-Unis.

Le modèle traditionnel du dollar canadien a donc fait fausse route et nous nous attendons à ce qu'il s'égaré davantage. Si les investisseurs continuent de se fier à un modèle vicié et d'anticiper une appréciation du dollar canadien, de notre côté nous adoptons allègrement le point de vue contraire. Nous pensons que le fait de détenir une plus grande proportion de dollars américains contribuera d'une part au rendement des fonds et d'autre part à offrir une protection si jamais l'économie mondiale devait être plus durement touchée que ce que nous prévoyons en ce moment. Les modèles ont presque toujours tort, mais nous savons que nous pouvons aussi nous tromper. Conscients de la faillibilité des marchés, nous continuons de chercher à tirer profit du consensus qui se dégage des modèles pour améliorer le rendement; conscients de notre propre faillibilité, nous mettons en œuvre une stratégie qui limite le risque pour les investisseurs dans nos fonds.

David Wolf, David Tulk et Ilan Kolet, 28 juin 2022



Suivez Fidelity Canada sur Twitter @fidelitycanada

Auteurs

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

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

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk est gestionnaire de portefeuille auprès de Fidelity Investments. Il est cogestionnaire des Portefeuilles gérés de Fidelity, du Portefeuille Fidelity Gestion équilibrée du risque, du Portefeuille Fidelity Gestion prudente du risque, du Fonds Fidelity Revenu conservateur, du Fonds Fidelity Gestion de l'inflation, du Mandat privé Fidelity Revenu conservateur, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel canadien élevé et du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel mondial élevé.

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

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

Tout placement dans un fonds commun de placement ou un FNB peut donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion, des frais de courtage et des charges. Veuillez lire le prospectus d'un fonds commun de placement ou d'un FNB avant d'investir, car il contient des renseignements détaillés sur le placement. Les taux de rendement indiqués représentent les taux de rendement antérieurs totaux, composés sur une base annuelle pour la période précisée, compte tenu de la fluctuation de la valeur liquidative des parts et du réinvestissement de toutes les distributions. Ils excluent les frais d'acquisition, de rachat, de distribution et les autres frais facultatifs, de même que l'impôt sur le revenu payable par tout porteur de parts, qui auraient eu pour effet de réduire le rendement. Les fonds communs de placement et les FNB ne sont pas garantis. Leur valeur est appelée à fluctuer fréquemment, et les investisseurs pourraient réaliser un profit ou subir une perte. Le rendement passé pourrait ou non être reproduit.

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

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

Les énoncés contenus dans le présent document sont basés sur des informations jugées fiables et ne sont fournis qu'à titre d'information. Si ces renseignements reposent sur de l'information provenant, en tout ou en partie, de tiers, il nous est impossible de garantir qu'ils sont en tout temps exacts, complets et à jour. Ils ne peuvent être interprétés comme des conseils en placement ni comme des conseils d'ordre juridique ou fiscal, et ils ne constituent ni une offre ni une sollicitation d'achat. Les graphiques et les tableaux sont présentés uniquement à des fins d'illustration et ne représentent pas les valeurs ni les rendements futurs d'un placement dans un fonds ou dans un portefeuille, quel qu'il soit. Toute stratégie de placement doit être évaluée en fonction des objectifs de placement et de la tolérance au risque de l'investisseur. Fidelity Investments Canada s.r.l. et ses sociétés affiliées et entités apparentées ne peuvent être tenues responsables de quelque erreur ou omission éventuelle ni de quelque perte ou dommage subi.

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

© 2022 Fidelity Investments Canada s.r.l. Tous droits réservés.

898910-v2022617 INM 892721 06/22

