

Potentiel

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

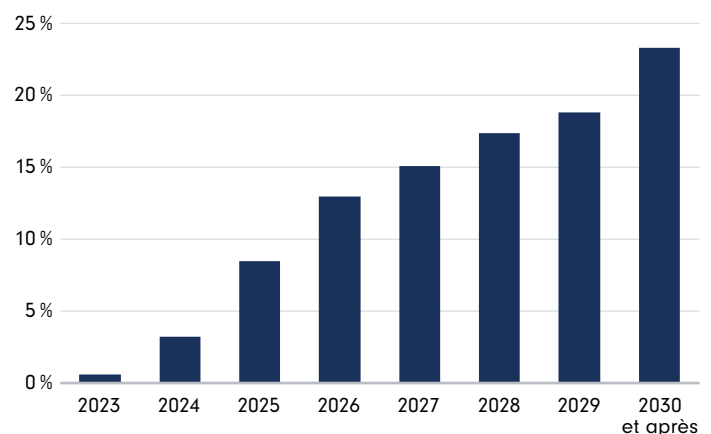
Il y a un an, nous avons publié un article intitulé « Trois piliers solides dans un contexte d'effondrement de la conjoncture macroéconomique », dans lequel nous expliquions pourquoi notre approche en matière de répartition de l'actif n'était pas plus défensive compte tenu des perspectives économiques moroses. Il s'est avéré depuis que les marchés boursiers n'ont pas cessé de progresser, les trois piliers de notre processus de placement ont tenu bon, et la conjoncture économique... ne s'est pas effondrée. L'économie semble avoir surmonté une campagne de resserrement historiquement énergique de la Réserve fédérale américaine (Fed). L'indice S&P 500 a bondi d'environ 20 % depuis ses creux d'octobre 2022, la croissance de l'économie américaine ayant défié les prévisions des analystes pour s'établir à 2,5 %. Le caractère durable de ces gains – si la récession a effectivement été évitée et non reportée – est une importante question qui se pose aux investisseurs.

Nous avons, comme bien d'autres, été étonnés que l'économie américaine ait tenu le coup en dépit des hausses de taux de 525 points de base. Et bien que ce cycle (à l'instar de tous les cycles) doive inévitablement se terminer tôt ou tard par une récession, notre positionnement actif a évolué afin de mieux tenir compte de la possibilité d'un atterrissage en douceur pour l'économie américaine. En revanche, nous ne sommes pas aussi certains que l'économie canadienne connaîtra le même sort. Par conséquent, bien que nous adoptions maintenant une pondération neutre des actions et préférons certains secteurs de titres de créance aux obligations d'État, nous avons réduit davantage notre pondération des titres libellés en dollars canadiens par rapport à celle des titres en dollars américains.

Si l'économie n'est pas encore tombée en récession et que la probabilité d'un atterrissage en douceur a augmenté, c'est principalement parce que l'économie semble être beaucoup moins sensible aux taux d'intérêt que les modèles macroéconomiques l'avaient prévu. Alors, qu'est-ce qui a échappé aux modèles? Peut-être que le décalage entre la hausse des taux d'intérêt à court

terme et son incidence sur l'activité économique est maintenant plus long que prévu. Cette situation peut être attribuable à deux raisons plausibles. Premièrement, le consommateur américain avait accumulé une épargne excédentaire appréciable durant la pandémie, ce qui témoignait de la générosité du gouvernement et du report des dépenses; ces économies ont contribué à neutraliser les effets de la hausse des taux d'intérêt (et de l'inflation) sur la consommation. Deuxièmement, un nombre important de titres de créance aux États-Unis sont venus à échéance durant une période où les taux d'intérêt étaient très faibles; les entreprises ont d'ailleurs profité de l'occasion pour contracter des prêts à plus long terme et les consommateurs, pour refinancer leur prêt hypothécaire en privilégiant la durée standard de 30 ans (voir le tableau 1). Si nous réunissons ces éléments, nous pouvons constater que les volets de la consommation et de l'investissement d'une partie importante de l'économie américaine n'ont pas encore subi les contrecoups de la hausse des coûts d'emprunt.

TABEAU 1 – Les titres de créance sont venus à échéance



Sources : Mur d'échéances de titres à rendement élevé, ICE Data Services, au 31 août 2023. Le graphique montre le pourcentage de titres de créance américains à rendement élevé venant à échéance, par année.

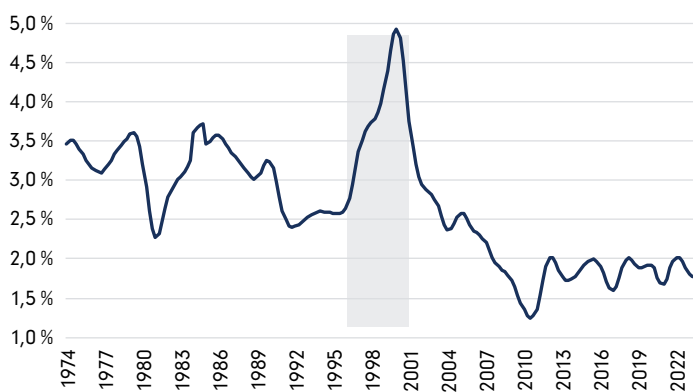
Si la situation était uniquement attribuable à des décalages plus longs, les marchés feraient tout de même face à un défi macroéconomique de taille : s'il faut plus de temps pour que la hausse des taux d'intérêt ralentisse l'économie, et que la Fed a besoin que l'économie ralentisse pour faire baisser l'inflation, la Fed devra simplement relever davantage les taux. Au final, le résultat sera le même : une récession. Reste à savoir à quel moment elle se produira, et à quel point elle sera sévère.

Il existe toutefois une autre possibilité, plus haussière celle-là. Si la croissance du PIB potentiel (la limite de vitesse que peut atteindre la croissance de l'économie sans stimuler l'inflation) est actuellement plus rapide que l'estiment les modèles, une récession pourrait ne pas être nécessaire. En effet, dans la mesure où le taux de croissance est inférieur à ce potentiel plus élevé, la demande excédentaire pourrait être réduite et l'inflation pourrait être maîtrisée, ce qui apaiserait la Fed et validerait la tendance plus constructive observée sur les marchés boursiers au cours de la dernière année.

Cela s'est-il déjà produit? Oui. Cela a essentiellement été la situation du milieu à la fin des années 1990. La Fed a fortement haussé les taux d'intérêt en 1994, ce qui a conduit à l'émergence d'indications de fin de cycle et aux attentes d'une récession en 1995 et 1996. Mais il n'y a pas eu de récession. L'économie et les marchés boursiers ont pris leur envol et sont demeurés robustes pendant plusieurs années, en grande partie à cause de l'accélération du PIB potentiel (voir le tableau 2).

TABLEAU 2 – La productivité a soutenu l'atterrissage en douceur des années 1990

Croissance du PIB potentiel des États-Unis (%)



Source : Haver Analytics

Pourquoi la limite de vitesse de l'économie a-t-elle augmenté?

En un mot, la productivité. Des années plus tôt, un éminent économiste avait dit qu'on pouvait « voir l'ère informatique partout, sauf dans les statistiques de productivité ». Elle s'est finalement manifestée, propulsée par l'émergence d'Internet. L'amélioration de la productivité signifiait que l'économie, et donc les bénéficiaires, pourrait croître plus rapidement sans provoquer d'inflation ou un resserrement de la politique monétaire.

La croissance de la productivité pourrait-elle aussi s'accélérer durant le cycle actuel? C'est tout à fait plausible. L'intelligence artificielle renferme la promesse d'une révolution des processus d'affaires. La transition vers l'énergie verte oblige le secteur de l'investissement à s'adapter aux risques climatiques actuels et à atténuer les émissions futures au moyen de ressources renouvelables. Par ailleurs, les aménagements de travail sont devenus plus efficaces dans la foulée de la pandémie, qui n'a fait qu'une bouchée du paradigme obsolète de la présence au bureau de 9 à 5 pour de nombreux travailleurs. Ces tendances concordent à tous égards avec la hausse de la limite de vitesse de l'économie.

Quand saurons-nous si la croissance potentielle a bel et bien accéléré, favorisant ainsi un atterrissage en douceur? Étant donné la nature des données et la façon dont les modèles les traitent, nous ne le saurons probablement pas avant plusieurs années. Nous obtiendrons cependant des indices importants au cours des prochains mois. Si le niveau de productivité s'est amélioré, l'inflation continuera de diminuer pendant l'automne même si l'économie demeure résiliente. Les marchés boursiers s'en réjouiront certainement. Mais s'il s'agit simplement de décalages plus longs entre la hausse des taux et le ralentissement de la croissance, sans amélioration du potentiel, il est probable que l'inflation recommencera à augmenter, auquel cas la progression des évaluations boursières menée par les titres technologiques se révélera avoir été excessivement optimiste. Au cours des mois à venir, les données sur l'IPC seront donc plus importantes que jamais.

Ainsi, alors que nous évaluons la probabilité plus grande d'un atterrissage en douceur, que faisons-nous au sujet de la répartition active de l'actif dans nos portefeuilles multiactifs?

Premièrement, nous avons augmenté notre pondération des actions à une position neutre. L'année dernière, nous respectons les perspectives relativement constructives de trois de nos quatre piliers. Cette fois-ci, nous ne voulons pas adopter une attitude

trop défensive en raison du risque qu'une croissance plus forte du PIB potentiel entraîne un atterrissage en douceur. Nous voulons également conserver du capital pour nos gestionnaires des composantes de base dans l'ensemble des régions et des styles, qui possèdent tous de l'expérience de la gestion des différentes conjonctures de marché.

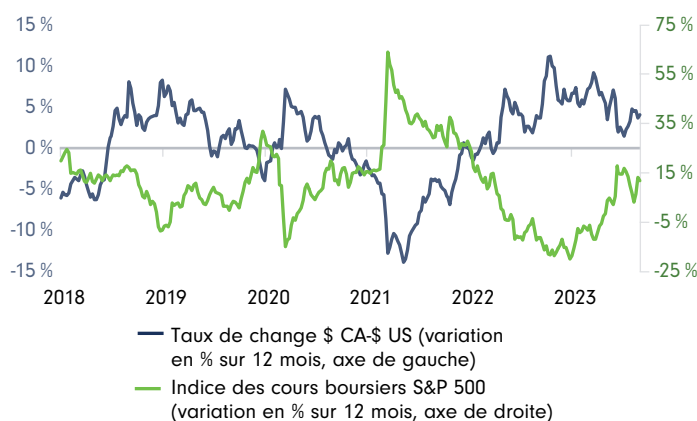
Deuxièmement, nous continuons d'éviter les obligations d'État. Comme nous l'expliquons dans notre [article il y a six mois](#), la forme de la courbe des taux, le contexte de forte inflation et la corrélation incertaine entre les actions et les obligations nous avaient incités à aller à l'encontre du « plan de match » habituel, qui consiste à acheter des obligations en fin de cycle. Cela demeure le cas même si les taux de rendement ont encore augmenté. Nous croyons que la durée des titres à revenu fixe pourrait continuer de ne pas « fonctionner » comme d'habitude, et ce, dans l'un ou l'autre des deux scénarios mentionnés plus tôt. Si la croissance économique potentielle s'est réellement accélérée, l'inflation pourra être maîtrisée. Cela signifierait toutefois aussi que le taux d'intérêt neutre est plus élevé – autrement dit, que la politique monétaire actuelle n'est pas particulièrement restrictive, et que la Fed n'a aucune raison de procéder aux baisses de taux d'intérêt qui sont actuellement prises en compte. Mais s'il s'agit plutôt simplement d'une question de décalage et que la récession reste imminente, une inflation persistante et un nouveau resserrement par la Fed feraient en sorte que le taux de rendement actuel de 4,5 % des titres du Trésor américain à 10 ans ne soit plus avantageux, même si la politique monétaire devait éventuellement changer de cap.

Du côté des titres à revenu fixe de nos fonds multiactifs, nous avons d'une manière générale délaissé les obligations d'État et de sociétés de qualité à plus long terme en faveur de titres à rendement plus élevé – aussi bien les instruments à court terme que les secteurs de titres de créance comme les titres à rendement élevé ou à taux variable, les obligations convertibles et les titres de créance en monnaie locale des marchés émergents.

Finalement, si nous pouvons conserver une sous-pondération confortable des titres à revenu fixe, c'est que nous croyons pouvoir, de manière plus fiable, atténuer le risque lié au positionnement de change dans nos portefeuilles. Plus précisément, nous avons haussé notre participation au dollar américain par rapport au dollar canadien, ce qui a été une source fiable de diversification du risque lié aux actions (voir le tableau 3).

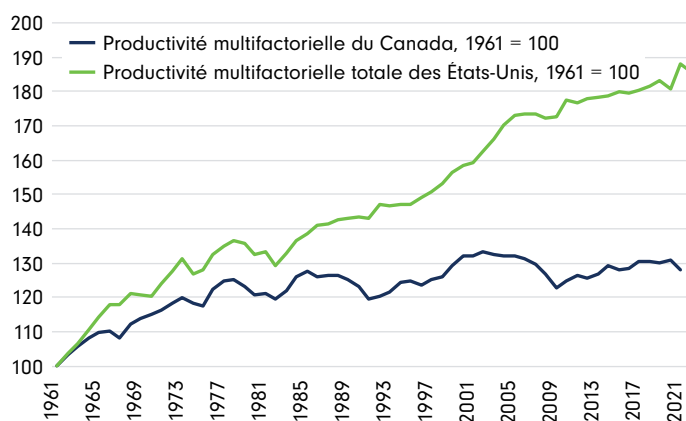
Par ailleurs, cette position cadre également avec la probabilité émergente du mouvement à la hausse de la croissance potentielle aux États-Unis dont nous avons parlé plus tôt. Il semble beaucoup moins probable que des gains de productivité fassent augmenter la limite de vitesse de l'économie au Canada. En effet, la productivité mesurée a été fortement à la traîne des États-Unis au cours de la dernière année (et même des 50 dernières années – voir le tableau 4). La résilience de l'économie canadienne au cours des 18 derniers mois semble être plus attribuable à des facteurs temporaires (comme nous l'expliquons dans notre [article il y a trois mois](#)) ainsi qu'à l'immigration, dont l'effet sur la croissance économique soutient beaucoup moins les prix

TABLEAU 3 – Le dollar américain a atténué le risque lié aux actions



Sources : Standard & Poor's, Federal Reserve Board

TABLEAU 4 – La productivité canadienne est fortement à la traîne



Sources : Bureau of Labor Statistics, Statistique Canada

des actifs que les améliorations de productivité. Ce soutien semble déjà s'effriter; en effet, selon les derniers chiffres sur le PIB, le Canada pourrait être récemment entré en récession. Par conséquent, il est plus probable que la croissance et les taux directeurs soient plus élevés aux États-Unis qu'au Canada, et ce, tant d'un point de vue cyclique que structurel. Le cas

échétant, la dépréciation du dollar canadien pourrait être beaucoup plus marquée.

David Wolf, David Tulk et Ilan Kolet, 22 Septembre 2023

 Suivez Fidelity Canada sur [LinkedIn](#)

Auteurs

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Wolf est gestionnaire de portefeuille auprès de Fidelity Investments. Il est cogestionnaire des Portefeuilles gérés de Fidelity, du Fonds Fidelity Répartition d'actifs canadiens, 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 le Mandat privé Fidelity Revenu conservateur, le Mandat privé Fidelity Répartition de l'actif, le Mandat privé Fidelity Répartition de l'actif – Devises neutres, le Mandat privé Fidelity Équilibre, le Mandat privé Fidelity Équilibre – Devises neutres, le Mandat privé Fidelity Équilibre – Revenu, le Mandat privé Fidelity Équilibre – Revenu – Devises neutres, le Mandat privé Fidelity Croissance et revenu américains, le Mandat privé Fidelity Répartition mondiale et le Mandat privé Fidelity Répartition mondiale – Devises neutres.

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

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

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Ilan Kolet est gestionnaire de portefeuille institutionnel auprès de Fidelity Investments. Dans le cadre de son mandat, 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, de commissions de suivi, de frais de gestion des frais de courtage et des charges. Veuillez lire le prospectus du fonds commun de placement ou du FNB avant d'investir, car il contient des renseignements détaillés sur le placement. Les fonds communs de placement 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 celui de Fidelity ou d'autres personnes au sein de l'organisation. Ces opinions sont appelées à changer à tout moment 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 à la législation applicable. 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 financiers mondiaux, la concurrence commerciale et les catastrophes. Vous devez donc éviter de vous fier indûment aux énoncés prospectifs. En outre, nous n'avons pas l'intention de mettre à jour ces énoncés à la suite de l'obtention de nouveaux renseignements, de la concrétisation d'événements futurs ou pour quelque autre raison que ce soit.

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

Les énoncés aux présentes sont fondés sur des renseignements jugés fiables et sont uniquement fournis à titre informatif. 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 uniquement présentés à titre d'exemple et ne reflètent pas la valeur ni le rendement futur 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.i., ses sociétés affiliées et les entités qui lui sont apparentées ne peuvent être tenues responsables de quelque erreur ou omission éventuelle ni de quelque perte ou dommage subi.

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

1531018-v2023925 INM 1523540 09/23

