

Un peu plus loin

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Points à retenir

- La principale question pour 2022 est de savoir dans quelle mesure les banques centrales pourront tolérer une inflation élevée persistante.
- La réponse dépendra de l'évolution de l'inflation proprement dite, des projections d'inflation et du marché de l'emploi.
- Nous conservons la surpondération des actions et des titres de créance, mais nous avons quelque peu diminué le risque. En outre, nous sommes préparés à prendre une position plus défensive dans l'éventualité où les banques centrales s'inquièteraient davantage de l'inflation.

L'année 2021 a commencé sous les noirs auspices d'une nouvelle vague de COVID-19 qui a assombri les perspectives. Le marché boursier et l'économie se sont bien tirés d'affaire, mais pas sans certains cahots en cours de route.

L'année 2022 a commencé... sous les noirs auspices d'une nouvelle vague de COVID-19 qui a assombri les perspectives. Le marché boursier et l'économie se tireront sans doute d'affaire, mais il faut s'attendre à des cahots en cours de route. En plus, au fur et à mesure de la progression du cycle, il est probable que les cahots seront plus importants et plus fréquents.

En comparaison à l'an dernier, nous avons abordé 2022 avec des craintes d'inflation beaucoup plus sérieuses et l'appréhension des mesures de politique monétaire susceptibles d'être adoptées

à cet égard. La volatilité des marchés au début de l'année en est la cause directe.

Il est clair qu'un cycle de resserrement se pointe à l'horizon... début mars possiblement. Mais pour l'instant, du moins aux États-Unis, tout laisse entrevoir une « normalisation prudente » que les marchés et l'économie devraient pouvoir absorber sans heurts. La situation devrait laisser une certaine place aux actifs de risque; nous avons réduit la part surpondérée que nous accordions aux actions, mais nous ne l'avons pas supprimée. Compte tenu de la persistance de l'inflation, toutefois, la Fed devra à un moment donné adopter une politique de « resserrement déterminé ». Le contexte ferait alors peser une menace autrement plus grave sur les actions et l'économie, et nous nous efforçons de prévoir le moment où cette transition est susceptible de se produire.

Où en sommes-nous à l'heure actuelle

La pandémie est toujours là, mais l'économie mondiale sait mieux comment composer avec ses contraintes, permettant à des incitatifs politiques et à de solides données fondamentales d'attiser la reprise. Tout permet de croire que les dépenses de consommation continueront à bénéficier de la hausse stable de la demande (en particulier pour les services), elle-même soutenue par l'augmentation de l'emploi et des revenus, le niveau élevé de l'épargne des ménages et l'impact positif sur la fortune de l'essor des prix de l'habitation et des biens financiers. La vigueur de la consommation étaye les solides données fondamentales des sociétés, renforce les bénéficiaires et incite à accroître les investissements et l'embauche de personnel. Dans le monde entier, les gouvernements n'ont eu que peu de motifs de limiter leurs dépenses. Globalement, la demande se présente durablement forte.

Comme nous l'exposons dans [notre dernier article de leadership éclairé](#), l'entrave à la croissance économique générale n'est pas la demande mais l'offre, que seul le temps permettra

d'améliorer. Les sociétés constatent que les problèmes de chaînes d'approvisionnement commencent à se résorber, mais que la route est sans doute encore longue avant un retour à la normale, d'autant plus que la nouvelle normalité impliquera de constituer des stocks plus importants qu'auparavant pour éviter tout risque de perturbations à l'avenir. Par ailleurs, les entreprises signalent de sérieuses difficultés de personnel, car l'offre de main-d'œuvre tarde à se rétablir, traduisant peut-être un changement plus structurel de la perception du travail inspiré par la pandémie. Étant donné les tensions dans les marchés des produits et de l'emploi, l'amélioration et la disponibilité de l'offre future impliqueront une hausse des coûts.

En effet, une forte demande et une offre limitée entraînent des prix plus élevés. Cette affirmation s'est avérée essentielle tout au long de l'année passée et rien n'indique qu'elle sera contredite de sitôt. On peut donc s'attendre à une certaine volatilité de l'inflation mesurée, notamment pendant l'explosion des prix au début de la reprise dans la période de calcul de 12 mois, mais il est à prévoir que l'inflation sous-jacente demeurera supérieure, de façon persistante, à celle qui prévalait avant la pandémie.

La grande question

Dans quelle mesure les banques centrales pourront-elles tolérer une inflation élevée persistante? La réponse à cette question sera le facteur déterminant en 2022. Des mesures d'accommodement continues maintiendraient à flot les marchés financiers et l'économie, mais attiseraient des pressions inflationnistes encore plus fortes tandis qu'un resserrement rigoureux résonnerait rapidement à travers les marchés financiers, risquant de compromettre la reprise étendue. À la rédaction de cet article, c'est cette dernière éventualité qui préoccupe les marchés, qui s'inquiètent de savoir si la Fed s'apprête à enrayer le cycle. C'est justifiable, mais prématuré selon nous.

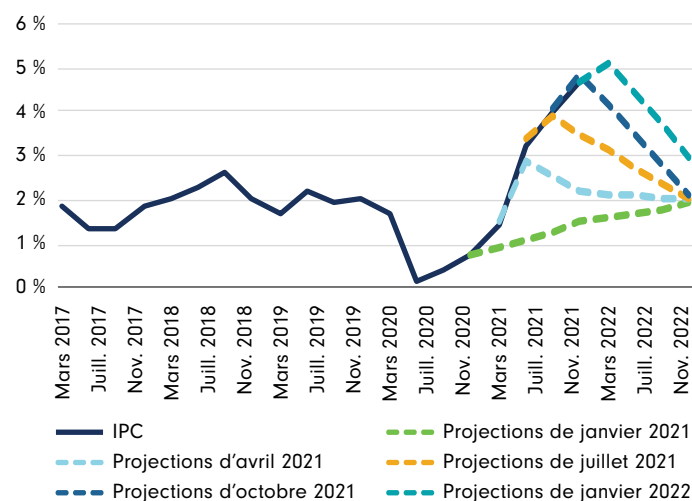
À l'aube d'un cycle d'augmentation des taux, la volatilité du marché est chose commune. C'est particulièrement compréhensible dans le cas présent étant donné l'impact considérable que les taux d'intérêt nuls et l'abondance de liquidités ont eu sur l'explosion des prix des actifs financiers au cours des dernières années. Cependant, le début d'un cycle de resserrement marque rarement la fin d'un marché haussier. Dans 10 des 11 cycles depuis les années 1940, le marché boursier américain a franchi de nouveaux sommets au cours des mois qui ont suivi la première hausse des taux d'intérêt. En général, cela s'explique du fait que même si un virage politique suscite des craintes, les mesures évoluent en fait entre le « relâchement » et un « relâchement

moins ». C'est quand la politique passe au « resserrement » que la situation est préoccupante. Pour l'heure, la Fed ne donne aucun signe de vouloir « resserrer » et les marchés des titres à revenu fixe n'en tiennent pas compte dans les prix. Actuellement, la courbe des taux à terme prévoit que la Fed ne dépassera pas un taux de 2 % environ, alors que le taux d'inflation est plus proche de 3 %*, c'est donc un taux réel négatif pour les fonds fédéraux, qui est nettement inférieur à un taux neutre. Par conséquent, la récente volatilité du marché tiendrait davantage de l'évolution des perceptions et de la réévaluation des catégories d'actifs à la lumière d'un taux d'escompte quelque peu supérieur, deux facteurs qui ont par le passé nui de manière disproportionnée aux actions de croissance à prix élevé avec des flux de trésorerie de longue durée.

La Fed ne désire pas resserrer sa politique au risque de compromettre l'économie et les marchés de capitaux. Toutefois, il est possible qu'avec le temps elle estime que c'est la seule issue. Nous analysons trois principaux facteurs afin d'apprécier la probabilité que la Fed et d'autres banques centrales jugent nécessaire d'instaurer un resserrement plus rigoureux.

Le premier est l'**inflation** proprement dite. La Fed et la Banque du Canada persistent à croire que l'inflation diminuera, ce qui ne se concrétise toujours pas (voir le Tableau 1). Leurs projections restent résolument optimistes, soit un retour aux environs de leur taux cible de 2 % d'ici le milieu de 2023. Or, plus la période

TABLEAU 1 – Révisions des projections d'inflation de la Banque du Canada



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

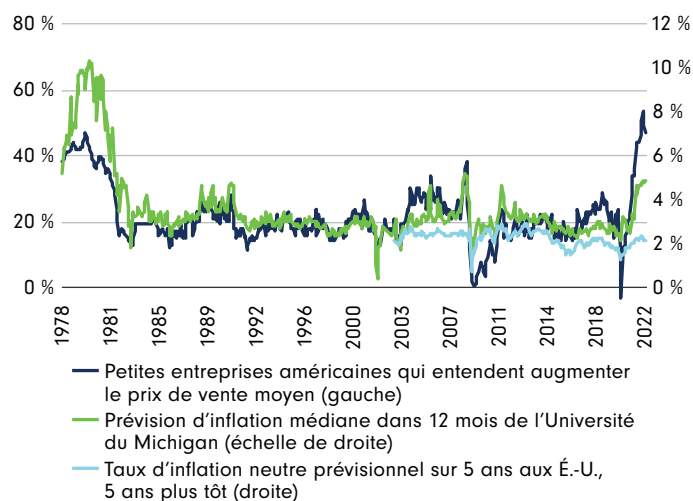
* Source : Bloomberg

d'inflation résolument persistante s'étire, surtout s'il est évident que les pressions sur les prix s'étendent, plus les banques centrales estimeront impératif de resserrer leur politique pour être à nouveau capables de maîtriser l'inflation.

Le deuxième facteur tient aux **projections d'inflation**, qui pourraient devenir une prophétie qui se réalise d'elle-même, comme dans les années 1960 et 1970, où les prévisions d'une inflation soutenue ont été tenues pour acquises dans les demandes salariales et les décisions en matière de prix. Les indicateurs que nous surveillons sont en désaccord sur la proportion des projections d'inflation qui se serait déjà matérialisée; les marchés sont demeurés relativement optimistes, mais les entreprises ont décidé d'agir en fonction d'un taux d'inflation supérieur, et les consommateurs sont pris entre ces deux feux (voir le Tableau 2).

Le troisième est le **marché de l'emploi**. Les tensions sur le marché de l'emploi sont déjà manifestes; en effet, le taux de chômage est retombé aux planchers enregistrés avant la pandémie et les postes à pourvoir ont atteint des niveaux record. Toutefois, les banques centrales se sont laissées une certaine marge manœuvre en modifiant récemment leur mandat pour mettre l'accent sur une définition plus inclusive du plein emploi. Néanmoins, plus nous approchons de ces définitions élargies, surtout avec une accélération des salaires en parallèle, plus les banques centrales seront motivées à agir (voir le Tableau 3).

TABLEAU 2 – Le marché obligataire demeure optimiste à l'égard de l'inflation



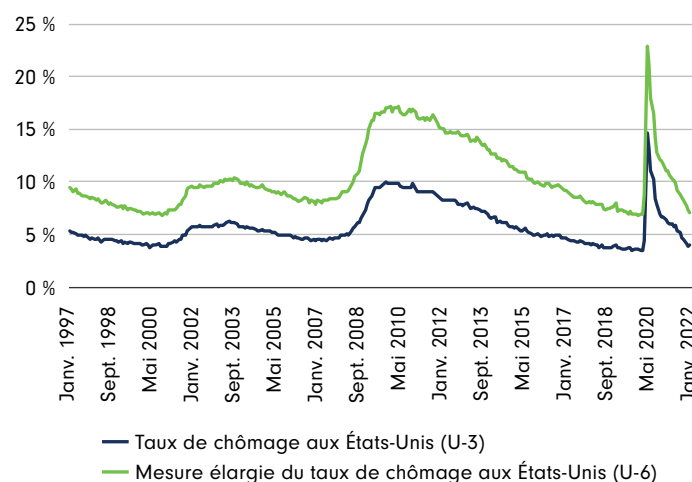
Sources : NFIB, UMich, FRB

Outre ce qui précède, nous avons l'intention de suivre de près la sensibilité de l'économie et des marchés aux mesures de resserrement. Étant donné l'explosion de l'endettement des secteurs public et privé, chaque quart de point d'augmentation aura des répercussions plus pénibles. Ce constat est encore plus sérieux dans un contexte de recul de la mondialisation et de population vieillissante, qui entravent la vitesse de croissance de l'économie et ont réduit le taux d'intérêt « neutre ». Ce qui peut paraître comme une « normalisation » de politique serait plutôt un resserrement plus strict, mais cette évolution pourrait n'être évidente qu'a posteriori compte tenu du décalage de la politique monétaire. Nous demeurons à l'affût de signes probants que la Fed pratique un resserrement plus grave qu'elle ne le croit.

Structure

Nos attentes selon lesquelles la politique ne freinera pas encore l'élan de la reprise économique mondiale continuent de motiver en grande partie notre surpondération des actions et des titres de créance de sociétés. Cela dit, l'évolution du cycle vers la phase de maturité, et la volatilité du marché qui est appelée à l'accompagner, nous ont incités à réduire quelque peu notre position globale à l'égard du risque (voir le Tableau 4). Le risque que l'inflation inquiète de plus en plus les décideurs demeure la principale menace pour le cycle et les actifs de risque. Comme nous l'indiquons plus tôt, nous croyons que ces actifs auront

TABLEAU 3 – Le marché de l'emploi aux États-Unis est presque entièrement rétabli



Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis

encore une certaine marge de manœuvre, mais nous sommes prêts à passer à une structure plus défensive lorsque la menace sera plus manifeste. Nous avons également ajusté notre approche défensive dans les portefeuilles, en combinant les obligations à faible rendement, celles à rendement plus élevé et celles plus volatiles axées sur l'inflation et qui protègent la valeur des obligations d'État et de qualité; nous continuons de sous-pondérer cette catégorie d'actifs plutôt que de privilégier les obligations protégées contre l'inflation et les liquidités.

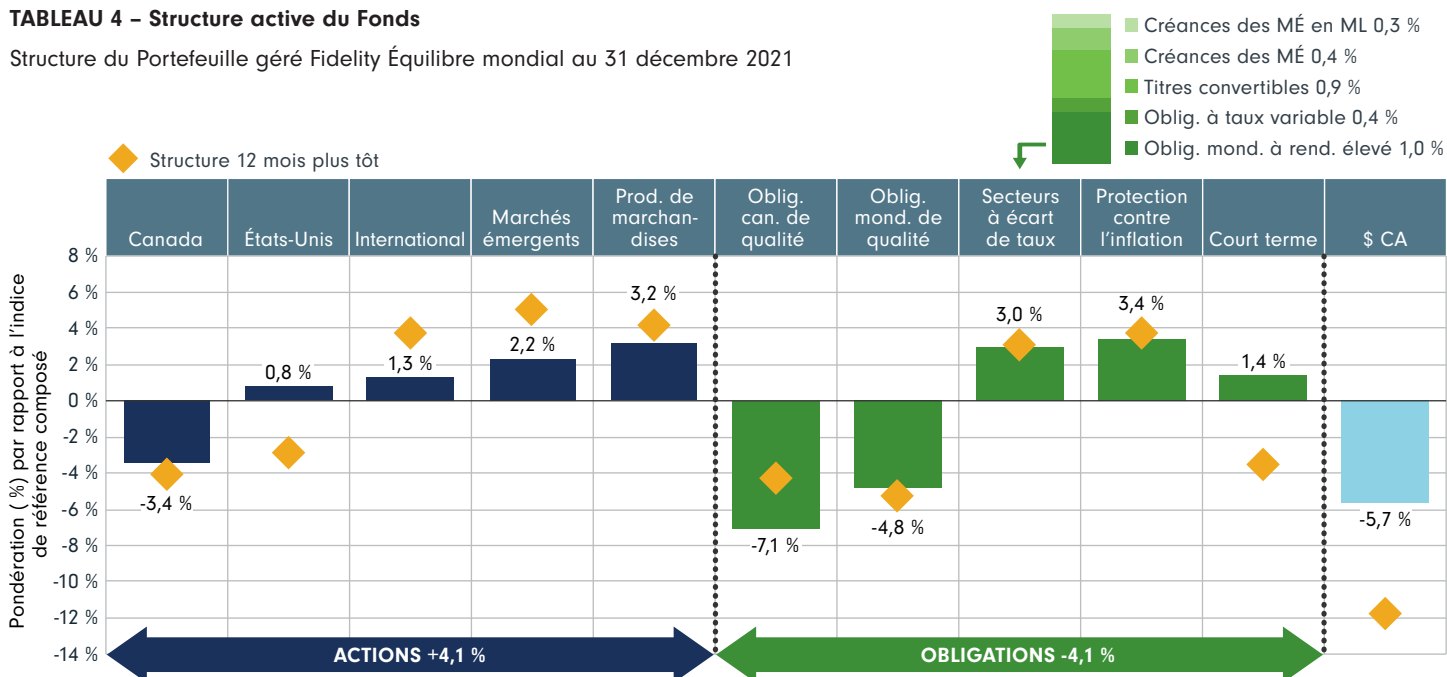
Nous avons également diminué, sans l'éliminer, notre sous-pondération des actifs libellés en dollars canadiens, et ce pour deux grandes raisons. D'abord, nous nous attendons à ce que la normalisation de la politique monétaire de la Banque du Canada profite nettement plus au dollar canadien que ne le fera la normalisation de la politique de la Fed aux États-Unis, ce qui accentuera l'écart des taux d'intérêt entre le Canada et les États-Unis. Cependant, l'appréciation du dollar canadien sera sans doute temporaire, car la hausse des taux d'intérêt représente un catalyseur possible à la réalisation de certains risques qui menacent l'économie nationale depuis un long moment. Les hausses de taux pourront sembler modestes, mais le système

canadien est si lourdement endetté que nous prévoyons qu'une simple hausse de 100 points de base des taux d'intérêt suffira à faire passer le ratio d'endettement des ménages à son plus haut niveau en une génération (voir le Tableau 5), menaçant ce qui a essentiellement été l'unique moteur de la croissance au Canada au cours des 20 dernières années. Cette situation tranche avec les États-Unis, où la croissance a été plus équilibrée et où les ménages ont assaini leur bilan après la crise financière de 2008. Nous ne saurions nous avancer sur l'importance et la durabilité du soutien qu'offrira une hausse des taux sur le dollar canadien, mais nous sommes davantage convaincus que les conséquences à moyen terme seront négatives.

Ensuite, nous pensons que la position en devises peut encore jouer un rôle important, bien que réduit, pour ce qui est de protéger les portefeuilles contre le risque de repli du marché boursier. Nous en avons discuté maintes fois : le dollar canadien est une devise cyclique et corrélée à la croissance mondiale et aux prix des actifs de risque, si bien que la diversification au moyen de devises étrangères plus défensives, comme le dollar américain, l'euro ou le yen, peut atténuer la volatilité du portefeuille dans un contexte de rejet du risque. Cette diversification est d'autant plus précieuse

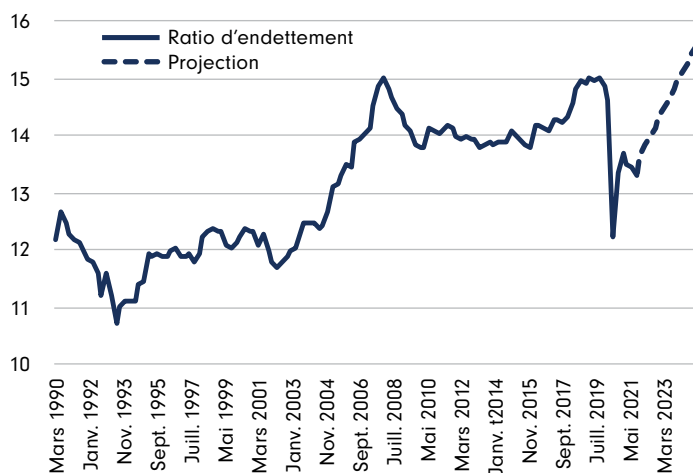
TABLEAU 4 – Structure active du Fonds

Structure du Portefeuille géré Fidelity Équilibre mondial au 31 décembre 2021



Source : Fidelity Investments Canada s.r.l. L'indice de référence combiné du Portefeuille Fidelity Équilibre mondial regroupe l'indice composé plafonné S&P/TSX à 21 %, l'indice MSCI Monde tous pays, hors Canada à 39 %, l'indice Bloomberg Global Aggregate Bond à 23 %, l'indice des obligations universelles FTSE Canada à 12 % et l'indice des Bons du Trésor à 91 jours FTSE Canada à 5 %. La structure est présentée à la date indiquée et est appelée à changer.

TABLEAU 5 – Hausses de taux et ratio d'endettement des ménages



Ce tableau s'appuie sur plusieurs hypothèses importantes. Nous supposons une hausse de 25 points de base au taux d'intérêt réel chaque trimestre et des taux de croissance du niveau d'endettement et du revenu disponible correspondant aux taux de croissance trimestriel moyens enregistrés entre 2016 à 2019 (avant la COVID-19). Sources : Statistique Canada, Banque du Canada et calculs des auteurs.

à l'heure actuelle, car la protection offerte traditionnellement par les obligations dans les portefeuilles à multiples catégories d'actifs risque d'être moindre. Cela dit, cette diversification pourrait être moins fiable dans le contexte actuel; le dollar canadien est également corrélé positivement à l'inflation (principalement par le biais du prix des marchandises), si bien que si l'inflation est la cause des tensions boursières, le dollar canadien pourrait se montrer résilient.

Il reste que nous nous attendons à ce que notre position en devises nous procure une certaine protection. Qui plus est, dans une conjoncture où les prix des actifs sont généralement plus élevés et plus corrélés, nous devons mettre à contribution tous nos outils de diversification dans la perspective de maximiser le rendement tout en atténuant le risque pour nos fonds canadiens à multiples catégories d'actifs.

David Wolf, David Tulk et Ilan Kolet, 9 février 2022



Suivez Fidelity Canada sur Twitter @fidelitycanada

Auteurs

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Wolf est gestionnaire de portefeuille auprès de Fidelity Investments. Il est cogestionnaire des Portefeuilles gérés de Fidelity, des Fonds Fidelity Répartition d'actifs canadiens, Équilibre Canada, Équilibre Amérique, Revenu conservateur, Revenu mensuel, Revenu mensuel américain, Revenu mensuel américain – Devises neutres, Revenu mensuel mondial, Dividendes, Dividendes mondiaux, Étoile du Nord^{MD}, Étoile du Nord^{MD} – Équilibre, Stratégies et tactiques, Gestion de l'inflation, Répartition de revenu, des Portefeuilles Fidelity Gestion équilibrée du risque et Gestion prudente du risque, de la Catégorie Fidelity Occasions canado-américaines et des Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel canadien élevé, Revenu mensuel mondial élevé et 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, des Portefeuilles Fidelity Gestion équilibrée du risque et Gestion prudente du risque, des Fonds Fidelity Revenu conservateur et Gestion de l'inflation, du Mandat privé Revenu conservateur et des Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel canadien élevé et 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. Les taux de rendement indiqués excluent les frais d'acquisition, de rachat, de distribution et autres frais facultatifs, de même que l'impôt sur le revenu payable par tout détenteur de titre, 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 le point de vue de Fidelity ou d'autres personnes au sein de l'organisation. Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, et Fidelity décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces points de vue. Ceux-ci ne peuvent être considérés comme des conseils en placement ni comme une indication de l'intention de négociation visant tout Fonds Fidelity, car les décisions de placement relatives aux Fonds Fidelity sont prises en fonction de nombreux facteurs.

Les déclarations contenues dans le présent document sont basées sur des informations jugées fiables et ne sont fournies 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 ou 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 visent pas à refléter 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.

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 », « planifiée », « croît », « 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, aux 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.

« 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 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.

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

749856-v202222 INM 746930 02/22

