

Les hausses de taux et leurs conséquences

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Points à retenir

- Les banques centrales ont pris du retard.
- Les obligations sont susceptibles de rester soumises à de fortes pressions, mais les actions bénéficient encore d'une certaine marge de manœuvre.
- Il est possible que les actifs canadiens soient plus performants à court terme, mais ils auront d'importants défis à relever à moyen terme.

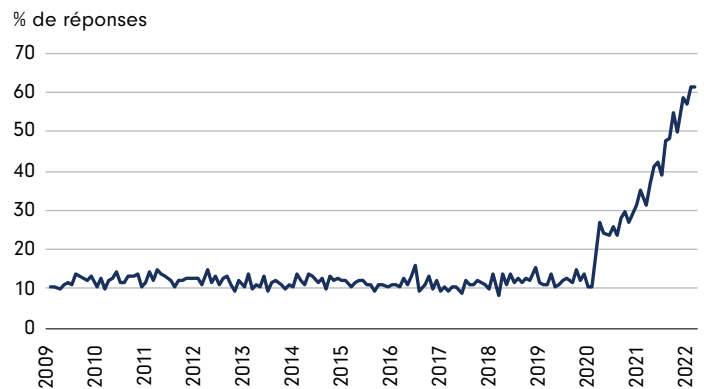
La pandémie de COVID-19 a porté un coup sans précédent à l'économie mondiale et aux marchés financiers. La réponse à double volet d'un soutien budgétaire massif et d'un assouplissement important de la politique monétaire a été tout aussi sans précédent et a permis d'éviter le pire scénario d'une dépression mondiale prolongée. Toutefois, à mesure que nous nous remettons des conséquences de cette grande perturbation, la forte hausse de l'inflation à des niveaux que nous n'avons pas vus depuis plus d'une génération indique clairement que le cadre économique utilisé pour guider les actions des banques centrales était mal adapté à la tâche à accomplir. Les banques centrales n'ayant pas reconnu dans quelle mesure l'offre serait limitée par la pandémie devront rapidement augmenter les taux d'intérêt pour maîtriser l'inflation. Ce durcissement important de la politique monétaire aura un impact profond sur le rendement des marchés financiers et se reflète dans le positionnement des fonds à multiples catégories d'actifs que nous gérons pour les investisseurs canadiens.

Comment en sommes-nous arrivés là?

Au cours des cycles récents, le raisonnement des banques centrales ainsi que les modèles qu'elles utilisent pour guider l'économie et élaborer des politiques ont évolué de manière à ce que l'inflation soit vue comme la différence entre le PIB réel et le PIB potentiel. Défini comme « un écart de production », le ralentissement économique créé lorsque le PIB réel est inférieur au PIB potentiel devrait exercer une pression à la baisse sur l'inflation et nécessiter une politique monétaire plus souple en compensation. De même, lorsque le PIB réel est supérieur au PIB potentiel, un écart de production positif devrait entraîner de l'inflation et nécessiter un durcissement de la politique monétaire pour faire baisser l'inflation. Or, ce modèle suppose que le PIB réel reflète la demande basée sur une offre flexible. C'est souvent le cas, en effet; mais ce n'est pas le cas cette fois-ci. L'offre est limitée, dans une mesure que nous n'avons pas vue depuis de nombreuses années (voir le Tableau 1). Ce problème s'étend au-delà des fameux

TABLEAU 1 – La contrainte réside dans l'offre

Pourcentage des entreprises indépendantes canadiennes qui ont signalé des pénuries de produits ou des contraintes de distribution



Source : Fédération canadienne de l'entreprise indépendante.

« goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement », bien que ceux-ci y aient clairement contribué. Si vous êtes en possession de pièces pour trois voitures seulement, vous ne pouvez fabriquer que trois voitures, peu importe le nombre de voitures que les gens veulent acheter. Il y a également les restrictions liées à la pandémie. Si l'on exige la fermeture des restaurants, il n'est pas possible d'aller prendre de bons repas, peu importe le nombre de personnes qui en veulent. C'est aussi la pénurie de travailleurs. S'il n'y a que cinq candidats pour dix postes vacants, vous ne pouvez embaucher que cinq personnes, à tout le moins jusqu'à ce que vous vous rendiez à l'évidence que vous pourriez être en mesure d'attirer plus de candidats en offrant un meilleur salaire. C'est aussi la rareté des marchandises. Les prix plus élevés des marchandises entraînent généralement une offre plus importante, mais tous les nouveaux projets dans les industries extractives sont examinés à la loupe en raison des inquiétudes environnementales et autres considérations.

En d'autres termes, les banques centrales (et la plupart des économistes du marché) sont conditionnées à penser que tout est un choc de demande. La politique monétaire est un outil axé sur la demande. Elle est inefficace contre les chocs axés sur l'offre et si elle tente de contrebalancer les conséquences sur la croissance, le résultat est l'inflation. Voilà la leçon la plus importante des années 1970 que nous devons apprendre à nouveau. Si vous ne possédez qu'un marteau, tout ressemble à un clou; or il s'agissait d'une vis.

Comment remédier à l'erreur

Les marchés commencent à y voir clair. Pendant des mois, ce qu'escomptait le marché était généralement conforme aux scénarios des banques centrales. Grâce au ralentissement économique persistant, l'inflation baisserait assez rapidement (même si elle n'était pas purement « transitoire »), entraînant ainsi la normalisation progressive de la politique monétaire. Il y a maintenant un autre point de vue. Les attentes du marché en ce qui a trait aux taux des fonds de la Réserve fédérale américaine (Fed) d'ici la fin de l'année prochaine, par exemple, sont passées de 2 % à 3 % au cours du mois dernier, avec une série de hausses de 50 points de base qui paraissent désormais dans les prévisions (voir le Tableau 2). À notre avis, c'est un point de vue acceptable. Les banques centrales ont fait fausse route avec l'offre et la demande et doivent maintenant trouver une solution.

Nous expliquons ci-dessous les conséquences de cette situation pour notre stratégie de répartition active dans les principales catégories d'actifs.

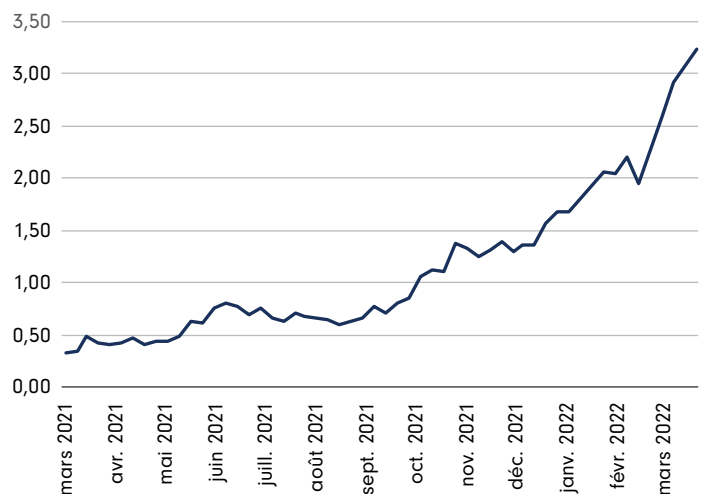
Les répercussions sur les actions

Nous maintenons une légère surpondération des actions, mais nous prévoyons de réduire le profil de risque de nos fonds en fonction de l'évolution du cycle. Les marchés boursiers ont jusqu'à présent fait preuve d'une résilience impressionnante relativement à l'augmentation rapide du durcissement monétaire. À notre avis, la résilience des actions repose en partie sur le concept que la Fed pourra « facilement » maîtriser l'inflation. Bien entendu, les taux d'intérêt augmenteront plus que prévu, mais ils n'auront pas à rester élevés trop longtemps. Ce résultat concorde avec le fait que les attentes d'inflation à court terme du marché ont grimpé en flèche, mais que les attentes d'inflation à long terme ont à peine bougé (voir le Tableau 3).

À court terme, la maîtrise de l'inflation va effectivement paraître « facile ». L'inflation mesurée en fonction de l'IPC devrait baisser à mesure que les sommets du printemps dernier sont supprimés des calculs, et la croissance est susceptible de ralentir légèrement, car les effets modérateurs de la hausse des prix à la consommation et la hausse initiale des taux d'intérêt sont

TABLEAU 2 – Forte augmentation des prévisions de hausse des taux de la Fed

Contrats à terme sur les fonds fédéraux – Décembre 2023



Source : Bloomberg.

atténués par des paramètres de consommation solides et un certain assouplissement des contraintes de l'offre. De nombreuses personnes voient la récente inversion de la courbe des rendements 2 ans/10 ans comme une preuve que la croissance diminuera bien davantage, ouvrant la voie à une récession. Nous sommes en désaccord. Historiquement, la courbe des rendements s'est souvent inversée complètement au moins deux ans avant le début d'une récession. La trajectoire actuelle de la courbe de rendement sur 3 mois/10 ans, qui a généralement été un meilleur indice de récession en traduisant la position relative de la politique monétaire, reste assez abrupte. De plus, il y a un certain questionnement concernant le contenu des rendements à long terme, puisque les banques centrales ont acheté une grande partie du marché par le biais de l'assouplissement quantitatif. Tout compte fait, nous sommes d'avis que le marché obligataire ne prévoit pas de récession imminente et nous ne croyons pas qu'il y en aura une. Comme par le passé, les investisseurs ne devraient pas s'inquiéter de la première hausse de taux, mais plutôt de la dernière.

Toutefois, les marchés finiront bien par comprendre avec le temps que le processus de maîtrise de l'inflation ne sera probablement pas si facile. Les goulets d'étranglement de la chaîne d'approvisionnement débloquent un jour ou l'autre, mais les défis

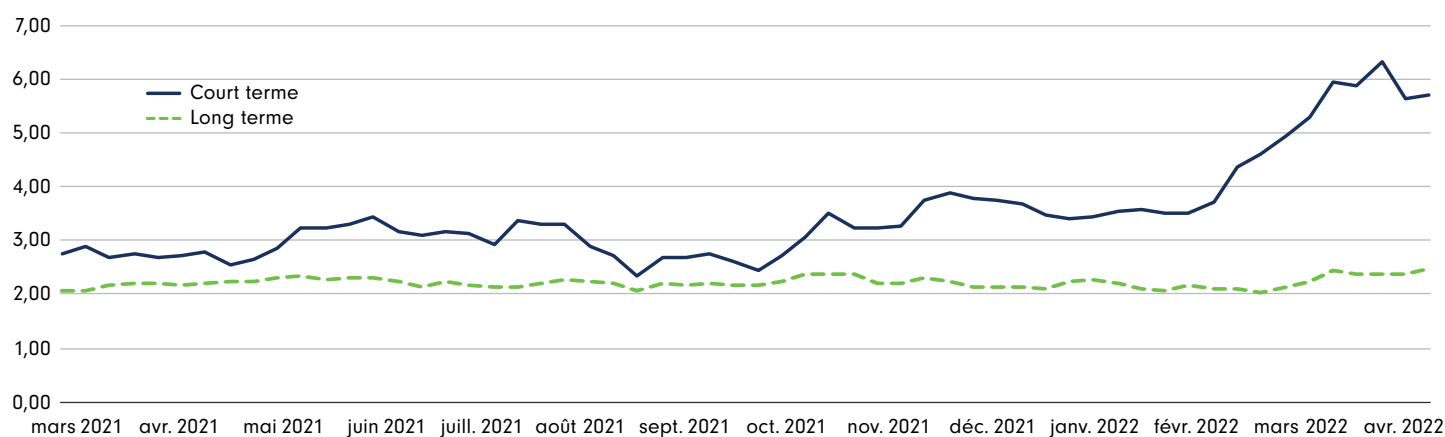
de l'offre à long terme comme la démondialisation et la pénurie de main-d'œuvre persisteront. À l'heure actuelle, la demande globale dépasse grandement l'offre, comme le démontrent les augmentations générales des prix. Dans ce contexte, la maîtrise mesurée de la demande attendue prochainement ne suffira probablement pas à ramener l'inflation à la cible établie par les banques centrales. En fin de compte, une récession sera probablement nécessaire. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, nous ne voyons pas ce ralentissement à l'horizon, mais nous sommes d'avis que c'est quand même une éventualité. Il ne fait aucun doute que ce sera un défi pour les marchés boursiers, un défi que nous allons prendre en ligne de compte dans l'évolution de notre position de risque à mesure qu'elle prendra forme.

Les répercussions sur les obligations

Nous continuons de sous-pondérer les obligations. Il n'est pas étonnant que les marchés des titres à revenu fixe aient été malmenés par les attentes de hausse rapide des taux d'intérêt; les marchés obligataires du Canada et des États-Unis ont perdu tous les deux environ 7 %* de leur valeur au premier trimestre, c'est-à-dire bien plus que ce qu'ils ont vu au cours des 20 dernières années. Depuis longtemps, nous sous-pondérons considérablement

TABLEAU 3 - L'ancrage se maintient, pour l'instant

Attente d'inflation à court terme aux États-Unis mesurée par le taux d'inflation neutre sur un an. Attente d'inflation à long terme aux États-Unis mesurée par le taux d'inflation neutre sur cinq ans.



Source : Bloomberg.

* Source : Bloomberg.

les obligations d'État nominales et les obligations de qualité, diversifiant les parties défensives de nos portefeuilles en actifs plus résistants à l'inflation comme l'or et les obligations liées à l'inflation, qui nous ont fourni une certaine protection face à la liquidation des titres à revenu fixe. Nous maintenons cette position; bien que le marché obligataire soit un peu rétabli, comme indiqué ci-dessus, nous croyons que les rajustements à la hausse des taux d'inflation et des taux d'intérêt sont importants, mais restent incomplets.

Les répercussions sur le dollar canadien

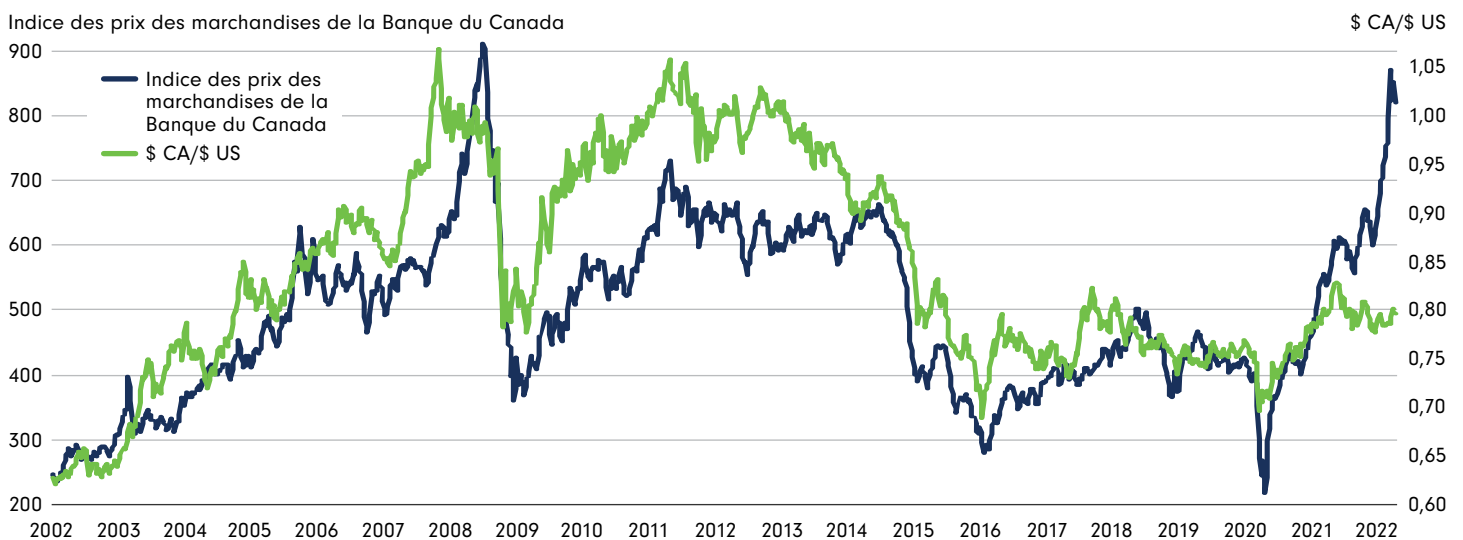
Nous avons réduit notre exposition aux monnaies étrangères pour le moment, mais nous allons chercher des occasions de reconstituer nos positions alors que nous nous dirigeons vers une période qui pourrait être difficile pour le dollar canadien.

À court terme, les conditions pour le dollar canadien semblent favorables. Les prix des marchandises ont augmenté, ce qui favorise le Canada en tant que grand producteur et exportateur de marchandises; ainsi le dollar canadien est susceptible de prendre de la valeur (voir le Tableau 4). L'effet de la hausse des prix des marchandises sur l'économie canadienne entraîne également une pression à la hausse sur l'inflation canadienne et un durcissement plus important de la Banque du Canada

pour y remédier, menant ainsi à un plus grand différentiel des taux d'intérêt canado-américain en faveur du dollar canadien. Ainsi, notre position à l'égard du dollar canadien est à son plus haut niveau depuis qu'il a atteint un creux d'environ 68 cents au début de 2016.

Les perspectives à long terme de la monnaie pourraient toutefois s'avérer très différentes. Comme nous l'affirmons depuis longtemps, la croissance économique de l'économie canadienne est en grande partie attribuable à l'essor du marché immobilier largement financé par emprunts depuis plus d'une décennie. L'augmentation de l'endettement des ménages qui en découle que ce soit avant et tout au long de la pandémie a accru la vulnérabilité des ménages et de l'économie en général. Bien que le contexte des taux d'intérêt ait pu repousser l'échéance inévitable pendant longtemps pour le marché de l'immobilier, l'augmentation déjà observée des taux d'intérêt et le durcissement prévu de la politique de la Banque du Canada pourraient s'avérer les déclencheurs d'une période de correction. Par exemple, une approximation du coût de refinancement de la plupart des prêts hypothécaires à taux fixe, la variation sur cinq ans des taux d'intérêt sur cinq ans, a affiché la plus forte augmentation mensuelle en mars depuis 1994 (voir le Tableau 5). On peut s'attendre à ce qu'un dollar canadien sensiblement plus faible

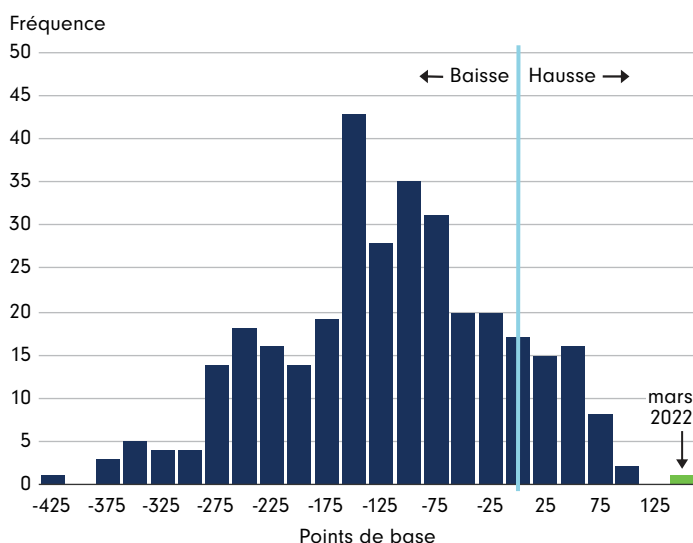
TABLEAU 4 – Les prix des marchandises laissent entrevoir un dollar canadien plus fort



Source : Bloomberg.

TABLEAU 5 – La hausse la plus abrupte des taux d'intérêt canadiens en une génération

Répartition des variations sur cinq ans des rendements des obligations du gouvernement du Canada à cinq ans (1994–2022)



Sources : Bloomberg et FMR Canada.

accompagne la période prolongée et nécessaire où les ménages devront redresser leurs finances et où la croissance économique sera anémique.

Somme toute, la politique monétaire reste toujours un élément essentiel des perspectives du marché. Nous croyons que l'erreur de la politique monétaire des banques centrales, ainsi que ses conséquences, façonnera de manière importante les grandes lignes de la performance du marché et de notre stratégie d'investissement dans les années à venir. Cette stratégie continuera d'évoluer, dans le but de maximiser le rendement tout en gérant le risque dans nos fonds à multiples catégories d'actifs que nous gérons pour les investisseurs canadiens.

David Wolf, David Tulk et Ilan Kolet, 4 avril 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, 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 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 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.

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 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, 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.

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 ou 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 LLC (FMR Co.) et 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. 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.

816882-v202246 INM 815181 61.110365F 04/22



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA™