

Article de fond rédigé par nos partenaires américains

26 avril 2022

Hypothèses relatives aux marchés des capitaux : L'incidence potentielle de la répression financière

Notre analyse historique et nos estimations prospectives quant au rendement des actifs font valoir les avantages d'une diversification accrue afin de limiter l'exposition aux obligations nominales du Trésor durant les périodes de répression financière.

Irina Tytell, PhD

Analyste principale en recherche sur la répartition de l'actif

Minfeng Zhu, PhD

Analyste principal en recherche sur la répartition de l'actif

Jake Weinstein, CFA

Analyste principal en recherche sur la répartition de l'actif

Lisa Emsbo-Mattingly, CBE

Directrice en chef de la recherche sur la répartition de l'actif

POINTS À RETENIR

- On entend par répression financière les mesures monétaires et réglementaires qui réduisent artificiellement les taux d'intérêt; ces interventions politiques peuvent aider les gouvernements à atteindre leurs objectifs, mais peuvent aussi avoir un effet répressif sur les épargnants en raison de la faiblesse des rendements qui en découlent.
- La dépendance aux politiques de soutien des marchés financiers, conjuguée aux niveaux sans précédent de titres de créance d'État, augmente la probabilité que la période de répression financière se prolonge.
- Notre analyse suggère que la répression financière aura pour effet d'accroître le rendement relatif des actions par rapport à celui des obligations, et ce, que les interventions politiques se traduisent par une conjoncture de forte ou de faible inflation.
- Les périodes de répression financière démontrent l'importance de la diversification. Dans un tel contexte, les obligations nominales d'État peuvent ne pas être aussi efficaces que les actions non américaines et les actifs réels pour assurer la diversification du portefeuille.

Dans notre récent article intitulé *Capital Market Assumptions: A Comprehensive Global Approach for the Next 20 Years*, nous mettons l'accent sur les relations principales entre les tendances économiques, les données des marchés financiers et le rendement des catégories d'actifs pour établir des scénarios de base à l'égard des rendements des actifs, de la volatilité et des corrélations au cours des deux prochaines décennies. Bien que nos hypothèses relatives aux marchés des capitaux soient conçues pour tenir lieu d'estimations, nous croyons qu'elles constituent un point de départ utile pour l'évaluation des différentes dimensions d'incertitude qui se répercuteront sur les rendements futurs des actifs. Dans le présent article, nous explorons l'incidence de la répression financière sur le rendement des actifs dans l'ensemble de la structure de capital et la façon dont les politiques des banques centrales peuvent influencer nos prévisions à l'égard des rendements des actifs à long terme. Nous avons conclu qu'en période de répression financière, les obligations nominales d'État pourraient ne pas procurer une diversification aussi robuste contre



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA™

le risque lié aux actions et que, par conséquent, une pondération des actions non américaines et des actifs réels devrait être envisagée.

La répression financière est un phénomène répandu

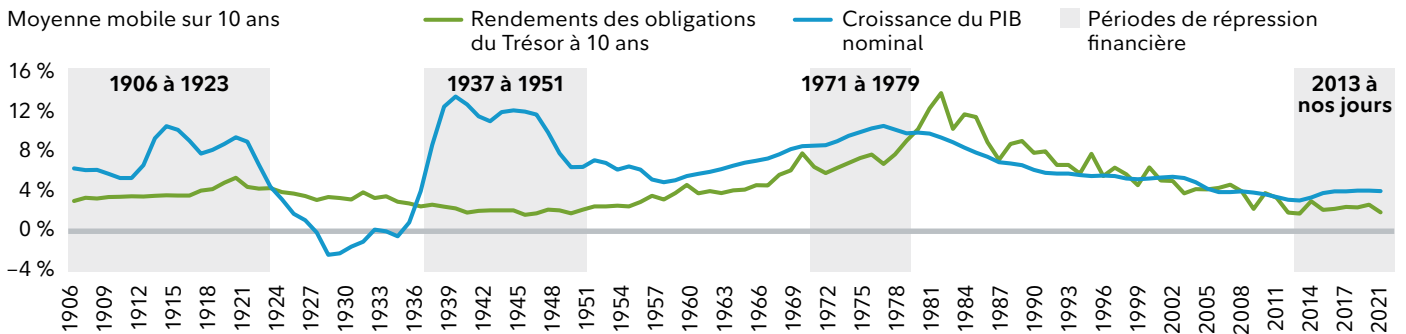
Depuis la dernière crise financière mondiale, les dettes des gouvernements se sont envolées, les déficits budgétaires se sont creusés, et les banques centrales mondiales ont adopté des politiques monétaires très expansionnistes afin de soutenir ces généreuses mesures budgétaires. Les banques centrales des marchés développés ont injecté près de dix mille milliards de dollars de liquidités dans le cadre de mesures d'assouplissement quantitatif, en plus de garder leurs taux directeurs extrêmement bas. L'Europe a maintenu des taux directeurs négatifs pendant près de huit ans, le Japon a influencé l'établissement des prix des obligations gouvernementales en contrôlant la courbe des taux, et la Chine a injecté des milliers de milliards de yuans afin de soutenir son marché immobilier¹. Les marchés financiers mondiaux

sont de plus en plus sensibles aux niveaux extraordinaires de politiques de soutien, au point même d'en dépendre, ce qui pourrait les rendre vulnérables si les banques centrales mondiales commencent à mettre fin à leurs mesures expansionnistes.

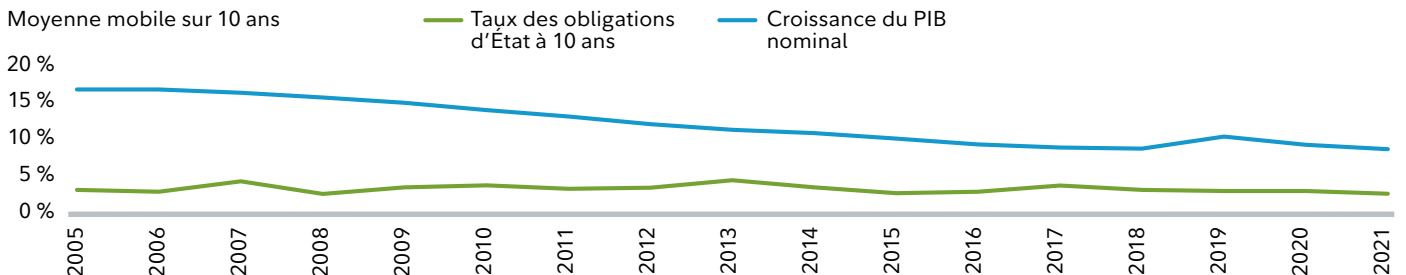
On entend par répression financière les mesures monétaires et réglementaires qui font en sorte que les rendements sont fixés de manière artificielle ou sont justifiés par des besoins budgétaires afin d'atteindre les objectifs gouvernementaux. Dans un tel contexte, les niveaux d'équilibre des marchés dans les structures de taux des titres à revenu fixe ne reflètent pas les signaux des paramètres économiques fondamentaux (la croissance et l'inflation). De telles mesures sont considérées comme étant « répressives » en raison de leur incidence négative sur les épargnants. Il y a eu par le passé plusieurs périodes de répression financière, dont quatre aux États-Unis depuis 1900. Parmi les autres périodes notables, mentionnons l'expansion économique du Japon lors de l'après-guerre et la situation en Chine après l'adhésion de celle-ci à l'Organisation mondiale du commerce (Tableau 1).

TABLEAU 1 : La répression financière survient lorsque les décideurs réduisent les rendements obligataires, ce qui a pour effet de créer un écart important entre la croissance du PIB nominal et les rendements nominaux des obligations.

Croissance du PIB nominal aux États-Unis et rendements des obligations du Trésor à 10 ans



Croissance du PIB nominal en Chine et taux nominaux des obligations d'État à 10 ans



Sources : Global Financial Data et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2021.

La dépendance aux politiques de soutien des marchés financiers, conjuguée aux niveaux sans précédent de titres de créance d'État, augmente la probabilité que la période de répression financière se prolonge. Un tel contexte à long terme pourrait avoir un effet considérable sur les rendements des actifs. Par conséquent, nous avons examiné les épisodes antérieurs de répression financière afin d'évaluer leur incidence potentielle sur nos hypothèses relatives aux marchés des capitaux à long terme.

La répression financière donne lieu à des périodes prolongées de taux réels négatifs

Les taux d'intérêt réels (corrigés de l'inflation) négatifs sont un phénomène mathématique inévitable qui découle des dépenses élevées des gouvernements et des politiques monétaires expansionnistes. Aux fins d'analyse, nous définissons donc la répression financière comme une période prolongée de taux réels négatifs. Pour améliorer la taille de notre échantillon et élargir notre analyse, nous privilégions une approche mondiale et observons l'incidence des taux réels négatifs sur 15 marchés uniques en remontant jusqu'à 1900². Nous définissons les taux réels comme les taux d'intérêt nominaux à court terme diminués de l'inflation des prix à la consommation³. Les taux réels négatifs ont toujours été répandus, survenant lors de 29 % des périodes mobiles de 20 ans et s'établissant à -2,8 % en moyenne au cours de ces périodes, comparativement à +0,6 % sur l'ensemble de la période.

Incidence historique de la répression financière sur les actifs financiers

La comparaison des rendements historiques des actifs mondiaux durant les périodes prolongées de taux réels négatifs et de leur performance lorsque les taux réels étaient positifs nous permet de mieux comprendre les paramètres fondamentaux qui sous-tendent la répression financière et la façon dont celle-ci peut influencer les marchés des actifs à l'avenir.

Le Tableau 2 illustre les effets des taux réels négatifs sur le plan historique :

- les obligations d'État ont enregistré des rendements réels négatifs;
- les rendements boursiers ont diminué, mais sont demeurés positifs;
- les actifs réels ont surclassé les titres à revenu fixe;

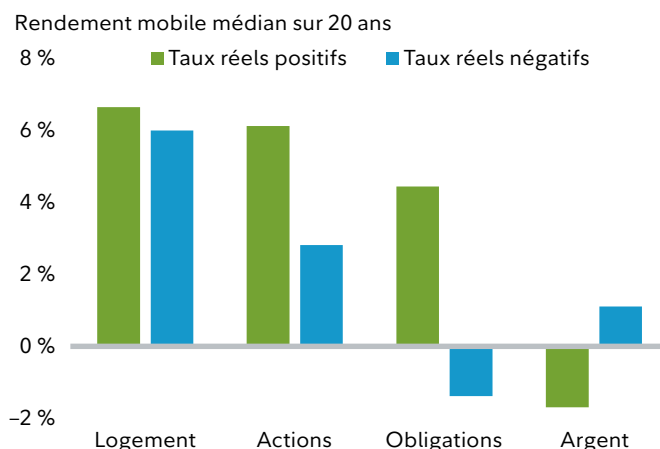
- le secteur du logement, bien qu'il soit moins liquide et qu'il doit donc plus difficile d'y investir, s'est bien comporté dans les conjonctures de taux réels négatifs et positifs;
- l'argent – qui peut servir de substitut pour les métaux précieux et une partie des marchandises – a inscrit des rendements positifs dans les contextes de taux réels négatifs (et s'est replié lorsque les taux étaient positifs), mais a affiché des résultats ajustés au risque (ratios de Sharpe) faibles durant les deux scénarios;
- les taux réels négatifs ont eu moins d'effet sur le rendement ajusté au risque, une conséquence des taux de liquidité réduits et de la volatilité des actifs (dans certains cas).

Incidence de la répression financière sur nos hypothèses relatives aux marchés des capitaux

Une approche prospective nous permet d'utiliser ces constatations historiques pour évaluer l'incidence de la répression financière sur nos hypothèses relatives aux marchés des capitaux sur 20 ans. Nous avons effectué cette analyse en ajustant la courbe de rendement dans le cadre de nos hypothèses relatives aux marchés des capitaux

TABLEAU 2 : D'un point de vue historique, les épisodes de taux réels négatifs ont miné les résultats des titres à revenu fixe et des actions, mais ont été avantageux pour les marchandises.

Rendements historiques des marchés des actifs mondiaux durant les périodes de répression financière (de 1900 à 2018)



Sources : Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018*, et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2018.

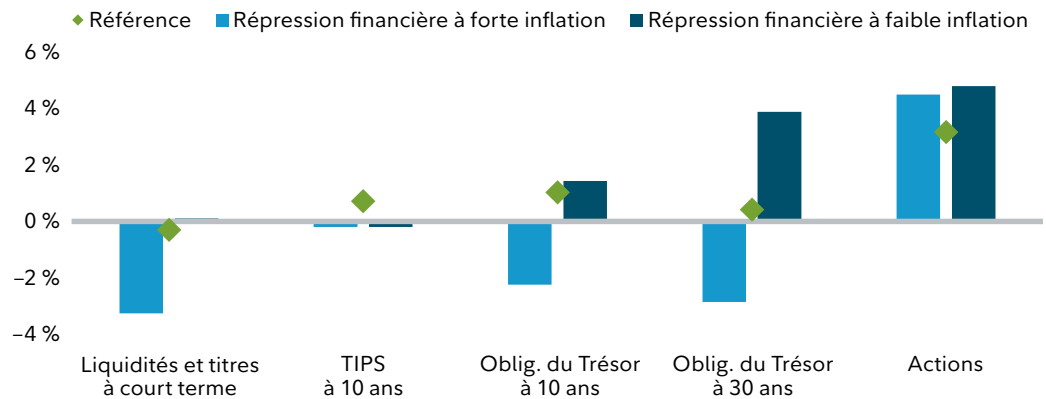
et en observant les effets que cela aurait sur les rendements des actifs. Par exemple, une banque centrale qui maintient artificiellement les taux bas est susceptible de promouvoir l'utilisation de l'effet de levier et de stimuler les marges bénéficiaires des sociétés et le rendement des capitaux propres. Cela dit, le contrôle de la courbe des taux peut avoir une incidence très différente sur le rendement des actifs si de telles politiques mènent à une forte inflation. Durant les périodes de faible inflation, les mesures de relance superflues entraînant une croissance plus élevée ne semblent avoir aucune conséquence. C'est d'ailleurs ce que nous avons observé durant l'épisode de répression financière en cours, qui présente des rendements boursiers robustes depuis 2013 dans un contexte de faible inflation. Cependant, une inflation élevée atténue les avantages de la répression financière et risque même de réduire les rendements des actifs. Consultez notre article intitulé *Capital Market Assumptions: Exploring the Potential Impact of Shifting Inflation Regimes* pour en savoir plus sur l'incidence potentielle de l'inflation sur le rendement des actifs à long terme.

Le Tableau 3 compare chacun de ces scénarios à nos hypothèses de base. Nous pouvons observer ce qui suit en fonction de ces ajustements à nos estimations :

- La répression financière favorise les rendements prévus des actions et des obligations durant les périodes d'inflation faible et stable, mais est moins efficace lorsque l'inflation est élevée.
- Nous nous attendrions à ce que les actions devancent les obligations dans l'ensemble des scénarios, et à ce que les écarts de rendement les plus marqués se produisent pendant les périodes de forte inflation.
- Il est possible que le rendement des obligations nominales à longue durée recule pendant les périodes inflationnistes de répression financière, mais que celui des titres du Trésor américain protégés contre l'inflation (TIPS) soit plus intéressant.

TABLEAU 3 : La répression financière a tendance à élargir l'écart de rendement attendu entre les actions et les obligations, l'inflation plus élevée ayant pour effet de réduire les prévisions de rendement des actifs.

Hypothèses relatives aux marchés des capitaux de Fidelity pour les actifs américains dans divers scénarios de répression financière



Nos hypothèses relatives aux marchés des capitaux sont des estimations prospectives, mais ne constituent pas des recommandations de placement ni des garanties des rendements réels futurs. Liquidités et titres à court terme – indice Bloomberg 1–3 Month US Treasury Bill; TIPS américains – indice Bloomberg U.S. Treasury Inflation Protected Notes; actions américaines – indice Dow Jones U.S. Total Stock Market. Source : Fidelity Investments (ERRA), au 28 février 2022.

La répression financière milite en faveur d'une diversification de portefeuille accrue

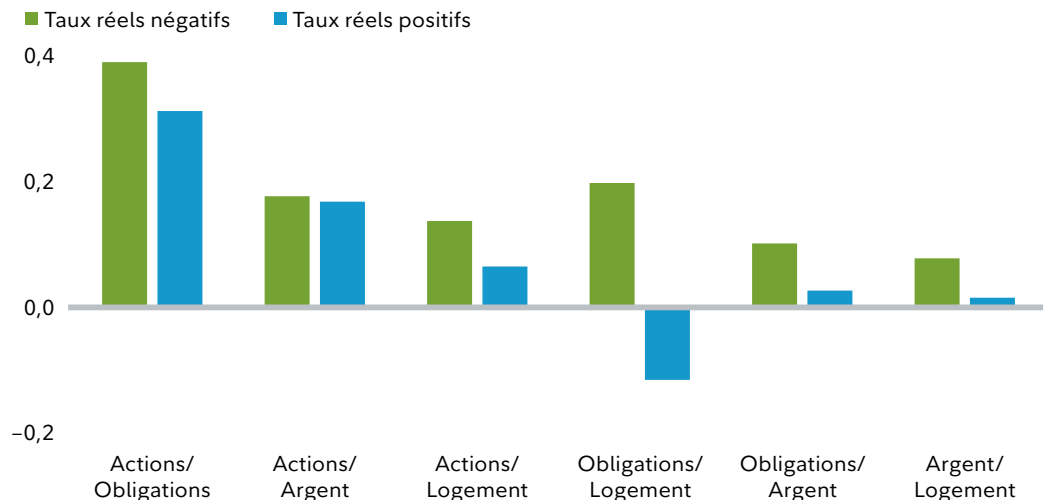
Étant donné que l'éventail des résultats possibles est plus incertain durant les périodes de répression financière, les décisions de répartition stratégique de l'actif sont essentielles pour atténuer les résultats inattendus. L'évolution de la croissance et de l'inflation peut provoquer un changement dans la structure de corrélation et avoir une incidence marquée sur l'élaboration du portefeuille. Selon notre scénario de base, les obligations continueront de procurer des avantages liés à la diversification dans un portefeuille à multiples catégories d'actifs.

Par exemple, dans notre article intitulé *Capital Market Assumptions: Exploring the Potential Impact of Shifting Inflation Regimes*, nous laissons entendre qu'une plus forte inflation aurait pour effet de réduire les avantages liés à la diversification des obligations nominales, entraînant la nécessité d'attribuer une partie du portefeuille à des titres offrant une certaine couverture contre l'inflation, comme les TIPS et les marchandises, pour obtenir des rendements ajustés au risque supérieurs et une meilleure protection contre les baisses.

Durant les périodes de répression financière, nous constatons aussi une modification de la corrélation entre les actifs. En fait, toutes les catégories d'actifs que nous avons analysées sur 15 marchés présentaient des corrélations plus étroites durant les périodes de taux réels négatifs (Tableau 4). Plus particulièrement, les obligations nominales affichaient les plus importantes augmentations de la corrélation aux autres catégories d'actifs et la plus étroite corrélation aux actions. Le pouvoir de diversification inférieur des obligations nominales porte à croire qu'il pourrait être approprié d'accroître la pondération des actifs réels durant les périodes de répression financière.

TABLEAU 4 : La répression financière a par le passé diminué les avantages liés à la diversification de la plupart des catégories d'actifs, notamment ceux des titres nominaux à revenu fixe.

Corrélations entre les rendements mondiaux dans différents scénarios de répression financière



Sources : Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018*, et Fidelity Investments (ERRA), au 31 décembre 2018.

Implications pour la répartition stratégique de l'actif

Notre analyse nous a permis de tirer les conclusions suivantes quant à l'incidence potentielle de la répression financière sur les décisions en matière de répartition stratégique de l'actif :

- Durant presque toutes les périodes de répression financière, les actifs nominaux à revenu fixe ont connu des difficultés et ont souvent généré des rendements réels négatifs.
- Les placements dans les actifs réels (marchandises et biens immobiliers), les obligations résistantes à l'inflation (TIPS) et les actions internationales (de marchés développés et émergents) peuvent rehausser la diversification du portefeuille.
- Une pondération plus importante des actions (américaines et étrangères) au détriment des obligations peut favoriser les rendements ajustés au risque à long terme.

Nous croyons qu'investir dans un portefeuille bien diversifié constitue une stratégie de placement prudente qui procure une protection contre les implications incertaines de la répression financière. L'incidence négative potentielle sur les rendements des obligations nominales peut avoir un effet particulièrement néfaste sur les investisseurs qui sont à la retraite ou qui s'en approchent, car ceux-ci consacrent habituellement une plus grande partie leur portefeuille aux obligations.

Auteurs

Irina Tytell, PhD

Analyste principale en recherche sur la répartition de l'actif

Minfeng Zhu, PhD

Analyste principal en recherche sur la répartition de l'actif

Jake Weinstein, CFA

Analyste principal en recherche sur la répartition de l'actif

Lisa Emsbo-Mattingly, CBE

Directrice en chef de la recherche sur la répartition de l'actif

L'équipe de recherche sur la répartition de l'actif (ERRA) mène des études sur l'économie, les caractéristiques fondamentales et l'analyse quantitative pour élaborer des recommandations de répartition de l'actif à l'intention des conseillers en valeurs et de l'équipe des placements de Fidelity. L'ERRA est responsable de l'analyse et de la synthèse des perspectives de placement au sein du groupe de gestion des actifs de Fidelity afin de donner un aperçu des tendances macroéconomiques et des marchés financiers et de leurs conséquences sur la répartition de l'actif.

Christie Myers, vice-présidente, Leadership éclairé de Fidelity, a fourni une direction éditoriale pour cet article.

Notes de fin de texte

1. Il convient de noter que nous ne prévoyons pas que la Réserve fédérale américaine mettra en œuvre une politique de taux d'intérêt nominaux négatifs pour atteindre ses objectifs. **2.** Les pays comprennent l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, l'Italie, le Japon, la Norvège, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse. **3.** Selon les données annuelles historiques compilées par : Óscar Jordà, Moritz Schularick et Alan M. Taylor. 2017. « *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts* ». Tiré de *National Bureau of Economic Research (NBER) Macroeconomics Annual 2016*, volume 31, édité par Martin Eichenbaum et Jonathan A. Parker. Chicago : University of Chicago Press.

Définitions des indices

L'indice **Bloomberg 1–3 Month US Treasury Bill** est conçu pour mesurer le rendement des obligations publiques du Trésor américain dont l'échéance restante est d'un mois ou plus, mais de moins de trois mois. L'indice **Bloomberg U.S. Treasury Inflation Protected Notes** est un indice pondéré en fonction de la valeur marchande qui mesure le rendement des titres protégés contre l'inflation émis par le Trésor américain.

L'indice **Bloomberg U.S. Treasury Inflation Protected Notes** est un indice pondéré en fonction de la valeur marchande qui mesure le rendement des titres protégés contre l'inflation émis par le Trésor américain.

L'indice **Dow Jones U.S. Total Stock MarketSM** est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière totale de toutes les actions de sociétés dont le siège social est situé aux États-Unis et dont les données sur les cours sont facilement accessibles.

Réservé à l'usage institutionnel.

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.l. (« FIC ») décline toute obligation de les mettre à jour. Les événements réels peuvent différer des hypothèses émises par FIC dans les énoncés prospectifs. 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 Fidelity, certains fonds et services offerts par des tiers et certains services de placement.

L'information aux présentes est fournie uniquement à des fins de discussion et d'illustration et ne constitue ni une recommandation, ni une offre, ni une sollicitation de vente ou d'achat de quelque titre que ce soit. Les opinions présentées ici ont été exprimées en mars 2022, d'après l'information disponible à cette date, et peuvent changer 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.

Toute décision de placement doit être basée sur les objectifs, l'horizon de placement et la tolérance au risque personnels 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 d'effectuer un placement.

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

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.

Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs. Un placement peut présenter des risques et ne pas convenir aux objectifs ni à la tolérance au risque d'un investisseur. 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.

La valeur des placements d'une stratégie variera de jour en jour en fonction de plusieurs facteurs, notamment à la suite de la dégradation de la situation des émetteurs, du climat politique, de la réglementation, des marchés ou de la conjoncture économique. La valeur d'un titre en particulier ou d'un type particulier de titres peut être plus volatile que celle de l'ensemble du marché et son comportement peut être différent de celui de l'ensemble du marché. Pratiquement tous les comptes sont assujettis à la volatilité sur les marchés boursiers étrangers.

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.l. 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.

© 2022 Fidelity Investments Canada s.r.l. Tous droits réservés. Fidelity Investments est une marque déposée de Fidelity Investments Canada s.r.l.