

# La pointe de l'iceberg

**David Wolf** | Gestionnaire de portefeuille

**David Tulk, CFA** | Gestionnaire de portefeuille

**Ilan Kolet** | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

La résilience économique a été le principal thème macroéconomique de la première moitié de 2023. Le resserrement frénétique des politiques monétaires de la Fed et de la Banque du Canada de l'an dernier était censé causer une récession, qui ne s'est toujours pas concrétisée. Les marchés boursiers s'en sont réjouis à un point tel que la croissance a défié les attentes de ralentissement en inscrivant des résultats dans les deux chiffres. La persistance de ces gains dépendra de la persistance de la résilience économique à venir.

Étant donné que la résilience de l'économie américaine est attribuable à un large éventail de facteurs, il est difficile d'évaluer la persistance. Nous considérons en conséquence qu'à l'heure actuelle, le pilier macroéconomie de notre processus de répartition active de l'actif est à peu près neutre, ce qui, à la lumière des indications contrastées émanant des autres piliers de notre processus (analyse ascendante, valorisation et confiance), nous a incités à adopter une pondération des actions plus neutre dans l'ensemble de nos fonds.

Ce dont nous sommes plus certains, cependant, c'est que la résilience de l'économie canadienne sera plus malmenée que l'économie américaine au cours des prochains mois.

À notre avis, la résilience économique du Canada a été plus étroitement soutenue par deux facteurs nettement insoutenables, soit l'épargne des ménages et la tolérance réelle des prêteurs. Le glas n'a peut-être pas encore sonné pour ces facteurs, mais ce n'est qu'une question de temps.

Les implications éventuelles sur le taux de change sont claires : le dollar canadien s'affaiblira probablement par rapport au dollar américain afin de protéger l'économie canadienne contre l'impact plus hâtif et plus sérieux du choc des taux d'intérêt qui se prépare déjà. C'est pour cette raison qu'après avoir couvert une partie de notre position vendeur en mai en prévision d'une reprise du cycle de resserrement des taux de la Banque du Canada, nous avons renoué avec une sous-pondération plus importante du dollar canadien dans le cadre de notre stratégie de répartition active de l'actif.

Nous examinons ci-dessous les deux facteurs qui, à notre avis, ont soutenu l'économie canadienne de manière robuste, mais nettement transitoire, au cours de la dernière année.

## Épargne excédentaire des ménages

Les ménages canadiens ont accumulé une épargne excédentaire appréciable durant la pandémie, la combinaison des mesures de relance gouvernementales et la renonciation à la consommation ayant contribué à porter le taux d'épargne à un sommet de près de 27 %. Les dépenses se sont redressées à mesure que les pays du monde rouvraient leur économie, mais les ménages canadiens n'ont pas eu trop à puiser dans leur épargne excédentaire, en raison de la forte croissance des salaires et de la libération graduelle inhérente de la demande refoulée (en effet, même si vous n'êtes pas allé chez le coiffeur durant la pandémie, il est peu probable que vous preniez dix rendez-vous consécutifs pour compenser le temps perdu).

En plus de soutenir un taux de dépenses courantes élevé, l'épargne excédentaire permet aux ménages d'absorber l'augmentation des coûts de service de la dette attribuable à la flambée des taux d'intérêt. Même les emprunteurs qui ont des prêts hypothécaires à taux fixe et qui n'ont pas encore ressenti l'impact direct des taux d'intérêt plus élevés sont moins tentés de réduire leurs dépenses à l'heure actuelle, estimant puisqu'ils pourront utiliser leur épargne excédentaire pour compenser la hausse éventuelle de leurs coûts d'emprunt. Le résultat pour la Banque du Canada, c'est que cette épargne excédentaire a diminué la sensibilité aux taux d'intérêt de l'économie. Autrement dit, toutes autres choses étant égales par ailleurs, les taux d'intérêt devront être plus hauts – et probablement pour plus longtemps – pour avoir le même effet sur le ralentissement de la croissance économique et pour ramener l'inflation considérablement plus près de son taux cible.

La fête rendue possible par l'épargne excédentaire durera encore un certain temps, mais ne pourra pas, par définition, se poursuivre indéfiniment. Le Tableau 1 ci-dessous illustre quatre scénarios différents possibles une fois que l'épargne excédentaire sera épuisée, à partir d'hypothèses concernant le retour aux tendances du taux d'épargne ou des soldes réels.

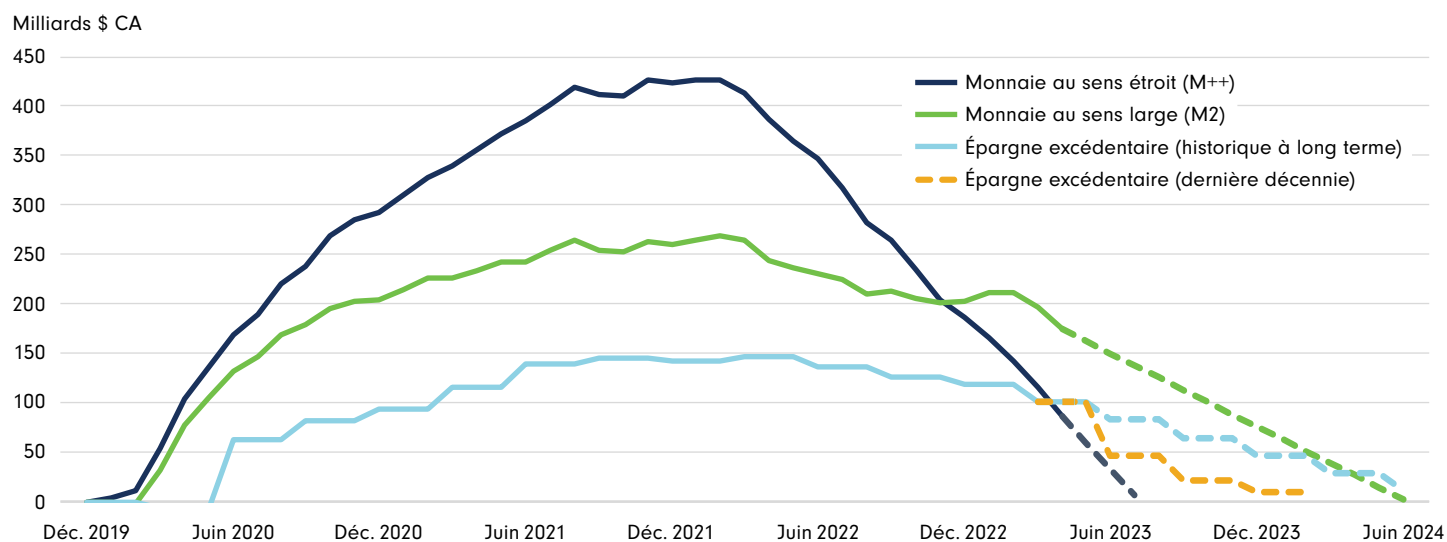
Il existe un éventail de résultats possibles qui reflètent l'incertitude entourant l'épargne excédentaire réelle, mais dans tous les cas, le coussin des ménages aura disparu d'ici un an. Par ailleurs, il est possible que ces scénarios soient trop optimistes, puisqu'aucun d'entre eux ne prend en compte la possibilité d'un choc du marché du travail, qui aurait pour effet de dissiper encore plus rapidement l'épargne excédentaire.

Au bout du compte, une fois que l'épargne sera épuisée et que l'effervescence du marché du travail se calmera, la marée montante des taux d'intérêt aura considérablement érodé les piliers qui soutiennent les dépenses des ménages. Une période de repli aura une incidence démesurée sur le ralentissement de la croissance de l'économie canadienne, qui compte depuis longtemps sur le secteur des ménages pour stimuler sa progression générale.

### Tolérance réelle des prêteurs

Lorsque les taux d'intérêt montent en flèche, les emprunteurs hypothécaires doivent payer beaucoup plus. C'est une évidence. Les emprunteurs qui détiennent un prêt hypothécaire à taux fixe bénéficient d'un sursis, qui prendra inexorablement fin au cours

**TABLEAU 1 : Estimations de l'épargne excédentaire**



Les prévisions supposent que le taux annualisé des trois derniers mois se maintiendra. Sources : Statistique Canada, Équipe de recherche sur la répartition de l'actif (ERRA) de Fidelity Investments.

des mois et des années à venir en raison des échéances courantes de cinq ans. Le choc des taux est immédiat pour ceux qui ont un prêt à taux variable. Les effets sur l'encaisse sont toutefois reportés en raison de la structure de versements fixes des prêts hypothécaires à taux variable répandue au Canada : en effet, une plus grande partie des versements fixes est affectée aux intérêts plutôt qu'au remboursement du capital (ce qui a pour effet de prolonger les périodes d'amortissement, une pratique sanctionnée par le gouvernement, qui gagne lui aussi à reporter le choc).

Il existe deux façons d'évaluer la portée du choc des taux d'intérêt et la mesure dans laquelle son incidence a été reportée.

Premièrement, la Banque du Canada estime que jusqu'à présent, un tiers seulement des emprunteurs hypothécaires ont eu à effectuer des versements plus élevés, et que beaucoup d'entre eux n'ont pas eu à payer autant qu'ils devront éventuellement le faire. Par ailleurs, les frais d'intérêts hypothécaires payés par les Canadiens ont plus augmenté pendant la dernière année qu'au cours des 32 dernières années combinées. Le choc qui s'annonce sera encore plus important.

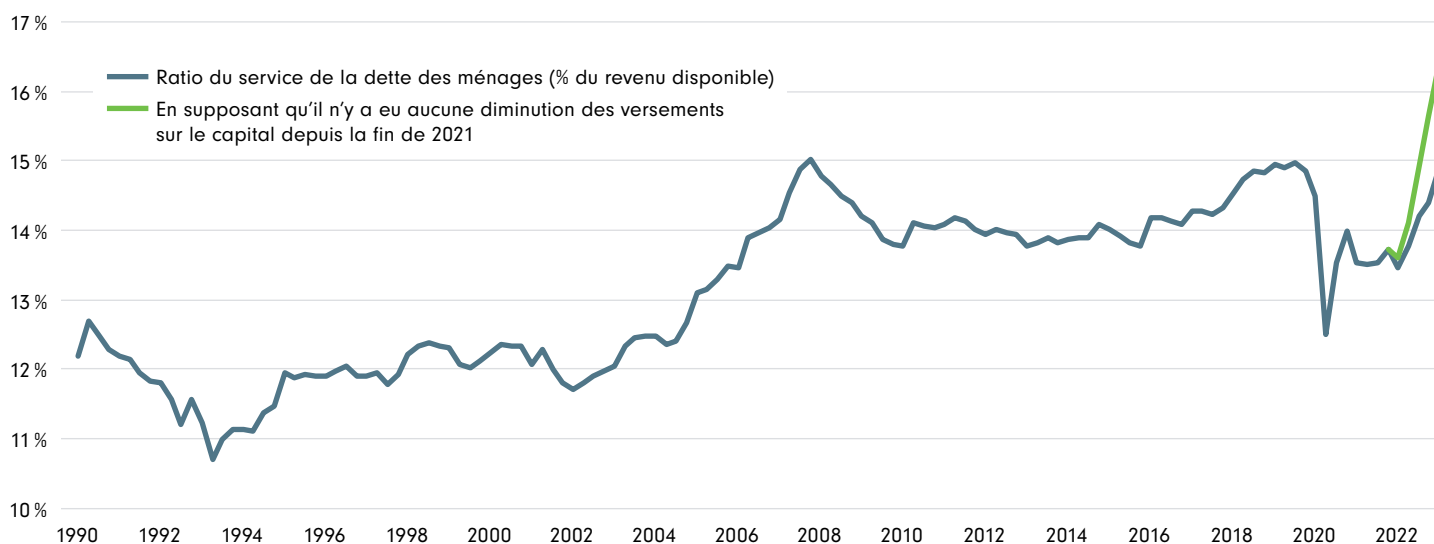
Deuxièmement, nous pouvons évaluer l'incidence de ce report sur l'encaisse de ceux qui devront payer plus. Le ratio du service de la dette des ménages canadiens n'a augmenté que légèrement au cours de la dernière année, et se situe maintenant près de son niveau d'avant la pandémie (voir le Tableau 2). Mais si les emprunteurs avaient dû maintenir leurs versements sur le capital, l'augmentation du service de la dette aurait été de loin la plus marquée de l'histoire et s'établirait à un niveau inégalé. C'est ce qui finira éventuellement par se produire.

### Les conséquences

Si l'on combine ces facteurs, la tolérance réelle des prêteurs a contribué à reporter l'incidence des taux d'intérêt plus élevés sur l'encaisse des ménages canadiens, et l'incidence que nous avons observée a été atténuée par l'épargne excédentaire restante après la pandémie. Les deux finiront inévitablement par s'épuiser. Pour le moment, nous n'avons vu que la pointe de l'iceberg qui frappera éventuellement de plein fouet une économie qui dépend beaucoup trop, et depuis longtemps, d'une croissance alimentée par l'endettement issu des dépenses des ménages liées à la consommation et à l'habitation.

**TABLEAU 2 : Le report a amorti le choc découlant de la hausse des taux**

Ratio du service de la dette au Canada, avec et sans le report des versements sur le capital



Sources : Statistique Canada, calculs de FMR

La Banque du Canada en est parfaitement consciente. Elle sait qu'un immense choc des taux est à nos portes, même si elle ne peut pas prédire avec exactitude (nous non plus, d'ailleurs) à quel moment ni avec quelle force il frappera. Cela était vrai même avant la dernière série de hausses de taux. Dans ce cas, pourquoi ne pas patienter et attendre qu'il se produise? Pourquoi la Banque a-t-elle recommencé à relever les taux en juin et en juillet? Parce qu'elle n'a pas les moyens d'attendre; elle ne peut pas permettre à la résilience actuelle et à ses effets sur une économie déjà serrée de persister, en raison notamment du taux d'inflation nettement supérieur au taux cible, de la progression des salaires et de la baisse possible des prévisions en matière de prix. Elle est consciente qu'elle risque d'amplifier fortement le choc ultime. Mais étant donné son mandat et l'horizon sur lequel la politique monétaire se répercute sur l'économie, elle n'a pas beaucoup de choix. Elle pourra toujours faire marche arrière et baisser les taux lorsque la situation se détériorera.

À notre avis, c'est ce qui devra éventuellement se produire, mais il faudra probablement patienter encore un certain temps – le choc des taux commence à peine à se faire sentir, et la Banque devra être persuadée que l'inflation a finalement été jugulée avant d'assouplir sa politique. Elle n'a pas encore les baisses de taux dans sa mire; en fait, elle n'en a peut-être même pas fini avec les hausses. Mais lorsque la vague déferlera, un assouplissement sera nécessaire, à notre avis. Et cet assouplissement surviendra alors

que la résilience de l'économie américaine et les taux d'intérêt élevés aux États-Unis seront vraisemblablement encore en place, reflétant en partie le fait que le choc des taux aux États-Unis sera moins important et s'étendra sur une plus longue période, en raison notamment de l'endettement moindre des ménages et les durées hypothécaires beaucoup plus longues.

Les conséquences pour les marchés financiers sont multiples, mais comme nous l'avons vu plus tôt, une implication est assez claire – le dollar canadien devra se déprécier par rapport au dollar américain pour amortir le choc encore plus important résultant de la normalisation générationnelle des taux d'intérêt à laquelle nous venons d'assister. Il aura fallu attendre (très) longtemps, les déséquilibres dans le secteur des ménages s'étant accentués sans contrôle pendant de nombreuses années, mais le catalyseur pour le rajustement est enfin en place. Et bien que nous ayons pu modifier notre répartition active pour tirer parti de la brève période de rendement supérieur du dollar canadien, nous croyons que le retour à une sous-pondération plus importante nous permettra de structurer favorablement les fonds que nous gérons pour les investisseurs canadiens en prévision des répercussions économiques à plus long terme.

**David Wolf, David Tulk et Ilan Kolet, 19 juillet 2023**

 Suivez Fidelity Canada Institutional 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<sup>MD</sup>, du Fonds Fidelity Étoile du Nord<sup>MD</sup> - 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<sup>MD</sup> - 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.

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<sup>er</sup> 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.

1436809-v2023724 INM 1431938 1.110365F 07/23