Facteurs déterminants

Rendements boursiers et inflation | Choisissez votre propre aventure

Un article de fond de nos partenaires américains

QUATRIÈME TRIMESTRE DE 2022

Une situation plus complexe qu'il n'y paraît

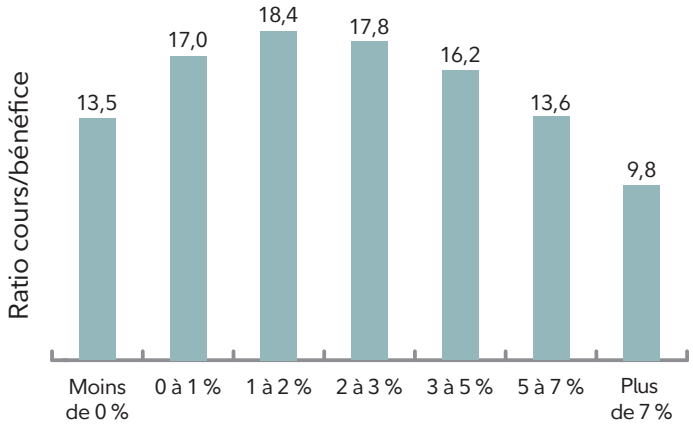
L'équipe des stratégies à date cible de Fidelity utilise les facteurs déterminants pour souligner les sujets importants auxquels les investisseurs qui privilégient les catégories d'actifs multiples devraient réfléchir avant de prendre des décisions de placement. Nous concentrons nos recherches et nos analyses sur les attentes quant aux flux de trésorerie et aux taux d'actualisation intégrés aux valorisations des actifs ainsi que sur les comportements des investisseurs susceptibles d'amplifier les fluctuations des cours. Nous nous efforçons de repérer les situations où les options sont intégrées aux prix des actifs, ce qui influence la distribution des rendements futurs et nous donne l'occasion de prendre des décisions de répartition active en vue d'offrir une valeur ajoutée pour les actionnaires.

Dans notre **rapport** du deuxième trimestre de 2021, nous faisions valoir qu'une grande complaisance s'était installée chez les investisseurs en ce qui concerne l'extrapolation dans l'avenir du contexte de faible croissance et de faible inflation de la dernière décennie. Nous étions d'avis que cette complaisance s'était répercutée sur les attentes intégrées aux prix de nombreux actifs. Nous voyions les marchandises comme une catégorie d'actifs qui pourrait profiter d'un contexte où l'inflation dépassait les attentes et où un resserrement des conditions d'actualisation pourrait exercer une pression sur les valorisations d'actifs liées aux flux de trésorerie à long terme (voir aussi notre article **Fulcrum Issues : Fed Tapering**, publié au premier trimestre de 2022).

Au cours de la dernière année, un nombre croissant d'investisseurs et de banques centrales ont reconnu ces changements dans la conjoncture du marché. Les banques centrales du monde entier ont du mal à juguler l'inflation, qui est attribuable aux mesures de relance monétaires et budgétaires sans précédent, aux pénuries d'approvisionnement et au resserrement du marché du travail. Nous prévoyons que l'inflation globale plafonnera avant de reculer au cours des prochains mois, mais que l'inflation de base restera élevée pendant encore un bon moment en raison de la pression continue sur les prix dans le secteur des services (y compris l'habitation).

Les marchés et les investisseurs recherchent la certitude. Par exemple, les sociétés dont les flux de bénéfices sont plus prévisibles bénéficient de ratios plus élevés et de coûts d'emprunt plus avantageux (et inversement, dans le cas de sociétés qui ont des profils de revenus plus cycliques ou des flux de trésorerie moins prévisibles). Dans le même ordre d'idées, les investisseurs préfèrent un contexte stable et une inflation relativement faible, comme le montre le ratio cours/bénéfice (C/B) des actions dans différents régimes. Le Tableau 1 illustre le ratio C/B de l'indice S&P 500 dans différentes fourchettes d'inflation depuis 1950, les ratios les plus élevés se produisant dans les contextes où l'inflation variait entre 1 % et 3 %. Les périodes de plus forte inflation correspondent souvent à des taux d'intérêt élevés, qui ont pour effet d'accroître le coût du capital, de réduire la valeur actualisée des bénéfices futurs, et de réduire les ratios que les investisseurs sont disposés à payer.

TABLEAU 1 : RATIOS C/B ANTÉRIEURS DE L'INDICE S&P 500 SELON DIVERS TAUX D'INFLATION



Sources : Standard & Poor's/Haver Analytics; données du 1er janvier 1949 au 30 septembre 2022.

Il est moins facile de déterminer l'incidence d'une inflation plus élevée sur les paramètres fondamentaux et la rentabilité des sociétés. Étant donné que les revenus sont réalisés en valeur nominale, les effets inflationnistes entraînant une hausse des prix peuvent dresser un portrait robuste pour les revenus même si les volumes restent les mêmes ou diminuent. Les profits et les flux de trésorerie disponible sont toutefois au cœur des valorisations boursières et dépendent d'autres éléments qui sont touchés par l'inflation à des degrés variés, comme le coût des biens, la main-d'œuvre, le capital (physique et financier) et l'impôt. Les investisseurs doivent par ailleurs composer avec le taux d'actualisation et le niveau de valorisation à appliquer à leurs cadres de tarification dans un contexte d'inflation plus élevée.

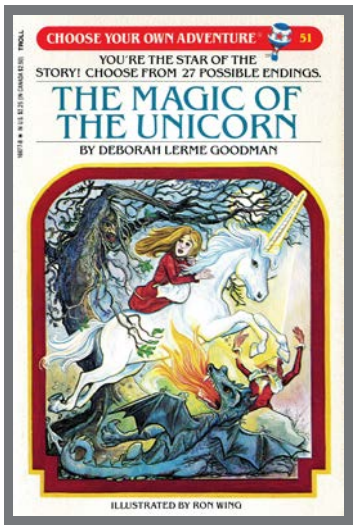
Fidelity INVESTMENTS
PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA[MC]

Comprendre la façon dont le contexte inflationniste actuel pourrait se répercuter sur les paramètres fondamentaux futurs des sociétés constitue un facteur déterminant, qui jouera selon nous un rôle clé dans le rendement des marchés américains et non américains. Nos cadres de recherche nous aident à fournir des renseignements relativement aux trajectoires potentielles des résultats boursiers durant les périodes inflationnistes. Nous fournissons dans les sections qui suivent davantage de précisions sur les principaux catalyseurs macroéconomiques des paramètres fondamentaux des sociétés, sur l'impact potentiel des taux d'actualisation, et sur leurs effets sur les valorisations afin d'aider à orienter les compromis que nous observons à l'échelle des marchés américains et non américains.

Un cadre pour choisir votre propre aventure

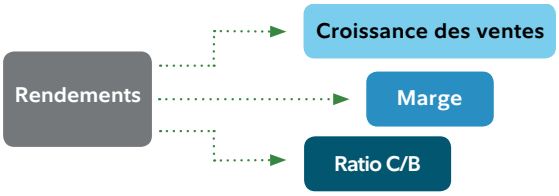
En 1979, la maison d'édition Bantam Books a publié le premier livre de la série « Choose Your Own Adventure® ». D'autres livres de la série ont été publiés chaque année par la suite, jusqu'en 1999. Nous sommes certains qu'un grand nombre de lecteurs gardent de bons souvenirs de cette série et se rappellent le plaisir qu'ils avaient à s'égarer dans ces mondes imaginaires regorgeant de choix à faire, de voies à suivre et d'issues à découvrir.

On peut établir des parallèles entre cette série de livres et le contexte actuel. Ainsi, le premier livre paru en 1979 coïncidait avec le début de la « grande modération », une période qui s'est étendue pendant plusieurs décennies et qui a été caractérisée par une faible inflation, une baisse des taux d'intérêt et des bénéfices de sociétés solides. Le dernier livre, publié en 1999, a vu le jour à la fin d'une période de valorisations records pour de nombreuses sociétés de technologie et de croissance émergentes, ce qui, selon nous, s'apparente en quelque sorte, à la hausse récente des valorisations et au marché privé qui regorge de sociétés détenant le statut de licorne. Le contexte actuel des placements pourrait donner aux investisseurs l'impression d'avoir été entraînés dans l'une des aventures relatées dans les livres, où on leur proposait différentes voies dont les issues étaient incertaines.



Nous croyons que les investisseurs, lorsqu'ils veulent comparer le marché boursier américain (indice S&P 500) avec les marchés boursiers développés (indice MSCI EAEO), doivent formuler des hypothèses et appliquer des probabilités aux différentes trajectoires qui pourraient se présenter, un peu comme s'ils se lançaient dans leur propre aventure. Nos cadres de recherche fournissent une structure visant à favoriser le débat entourant la fourchette de résultats potentiels, à commencer par la décomposition du rendement boursier en différentes composantes, comme le montre le Tableau 2. À l'instar des trois pattes d'un tabouret, la croissance des ventes par action, la variation en pourcentage des marges nettes et la variation en pourcentage des ratios C/B se regroupent pour produire le rendement du cours des actions[1]. Ce cadre fournit une fourchette pour chaque variable dans l'ensemble des scénarios afin de comparer et confronter les résultats éventuels dans différents marchés boursiers.

TABLEAU 2 : UN CADRE POUR DÉCOMPOSER LES RENDEMENTS BOURSIERS EN PÉRIODES D'INFLATION



Source : Fidelity Investments.

Les investisseurs utilisent fréquemment des approches comparables, mais notre décomposition se distingue en ce qu'elle répartit la croissance fondamentale en deux éléments (les ventes par action et les marges) et utilise une modification du taux d'intérêt explicite pour établir le ratio. Dans le tableau de la page 3, nous présentons chacun des catalyseurs de rendement, la méthode que nous utilisons pour évaluer chaque variable, et la sensibilité à l'inflation correspondante que nous constatons d'après nos analyses. La composition des marchés a évolué depuis le dernier épisode inflationniste important; elle est maintenant plus mondiale et davantage axée sur les sociétés technologiques. Nous aimerions donc utiliser les données des périodes récentes pour calibrer nos modèles.

1 Un rendement en dividendes estimatif pourrait être ajouté pour obtenir un rendement total. Nous nous concentrons sur le rendement des cours en raison de l'incertitude à l'égard des bénéfices et des ratios dans ce contexte. Précisons que la décomposition du rendement est approximative en raison des interactions entre les ventes, les marges et les ratios. D'un point de vue empirique, la plupart des facteurs d'interaction affichent un faible rapport moyenne/variance, qui s'établit habituellement à 1/10 de celui des facteurs individuels. Pour la plus importante de ces interactions, soit le ratio de la marge, l'apport moyen est négatif et varie entre 0 % et -1 % par période de six mois, selon l'indice. À notre avis, l'utilisation de la somme des taux de croissance des ventes par action, de la marge et du ratio pour obtenir le rendement prévu constitue une approximation raisonnable.

Lorsque nous éliminons la composante nominale des bénéfices, nous obtenons des marges plus symétriques en ce qui a trait à l'influence des pressions inflationnistes ou déflationnistes.

MÉTHODOLOGIE DES FACTEURS DE RENDEMENT		
Facteur de rendement	**Calcul**	**Sensibilité à l'inflation**
Croissance des ventes par action	Nous évaluons le taux de croissance des six prochains mois au moyen d'une régression qui prend en compte la croissance récente des ventes, les facteurs de rendements des actifs et des variables macroéconomiques.	L'IPC figure dans les modèles de croissance des ventes du S&P 500 et du EAEO, avec une sensibilité d'à peu près 1, ce qui signifie que l'inflation globale est reportée à raison de près de 1 pour 1 dans la croissance des ventes.
Marge nette	Nous utilisons une régression pour déterminer la sensibilité des variations de marges par rapport aux marges précédentes, aux facteurs de rendements des actifs et aux variables macroéconomiques. Les facteurs et les coefficients peuvent différer de ceux des modèles de croissance des ventes.	L'IPP oriente les marges nettes régionales, ce qui signifie que les sociétés sont en mesure – toutes choses étant égales par ailleurs – de transférer la hausse des coûts à leurs clients.
Ratio C/B	Pour obtenir un ratio C/B estimatif, nous avons recours à un modèle de croissance de Gordon, qui évalue le cours de l'action en calculant le dividende pour l'année à venir par rapport à la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance. Le taux sans risque peut augmenter en fonction de l'inflation, ce qui produit un diviseur plus important pour le cours, et donc, un ratio C/B moins élevé.	Selon le modèle de croissance de Gordon, l'inflation découle des réactions des banques centrales à la hausse des prix. Les comparaisons sont effectuées dans chaque région, avant et après les hausses de taux, et s'appuient sur les taux du marché comme points de référence.

Source : Fidelity Investments.

Nous pouvons ainsi être plus certains que les estimations obtenues à l'aide des données des 25 dernières années, durant lesquelles les chocs déflationnistes constituaient un risque important, demeurent pertinentes pour les marges futures, même si la période actuelle est caractérisée par un risque d'inflation accru.

Nous utilisons des techniques quantitatives, en plus de nos points de vue macroéconomiques et fondamentaux, pour élaborer des prévisions de croissance des ventes par action, de marges nettes et de ratios. Nous évaluons par ailleurs la sensibilité de la croissance des ventes par action et des marges nettes à une fourchette de variables macroéconomiques et de marché, que nous utilisons ensuite pour élaborer des scénarios optimistes et pessimistes pour les mois à venir.

Afin d'établir un ratio C/B approprié pour le marché, nous utilisons le modèle de croissance de Gordon, qui mesure la sensibilité du ratio C/B aux dividendes futurs, au taux de croissance des dividendes et aux taux d'actualisation. Dans le contexte actuel de hausse des taux, la modification du taux sans risque constitue un vecteur important du ratio C/B de ce modèle. La comparaison du contexte antérieur au resserrement de la politique monétaire avec une fourchette de résultats potentiels suivant différents scénarios de taux d'intérêt nous permet d'élaborer des scénarios de ratios optimistes et pessimistes.

Une fois regroupés, ces modèles de croissance des ventes par action, de croissance des marges et de ratios peuvent contribuer à établir des prévisions pour la fourchette de rendement éventuel des indices S&P 500 et MSCI EAEO sous différents scénarios.

Évaluation de la fourchette de résultats potentiels de l'indice S&P 500

Les tableaux 3 et 4 présentent les facteurs que nous jugeons importants pour la croissance des ventes par action et les marges. Nous y résumons aussi les scénarios que nous prenons en compte pour évaluer la fourchette de résultats de chaque variable dépendante.

Nous avons mis l'accent sur la détermination des facteurs pour lesquels les corrélations sont importantes et dont les relations sont fondamentalement intuitives et logiques. Les cadres étant parcimonieux, des hypothèses sont requises pour trois ou quatre facteurs. À notre avis, un ensemble limité de facteurs simplifie l'analyse et focalise l'attention et le débat sur les principaux facteurs qui influent sur les résultats.

Croissance des ventes par action de l'indice S&P 500

Le modèle que nous utilisons pour la croissance des ventes par action du S&P 500 contient quatre facteurs, comme le montre le Tableau 3, qui a été établi à partir d'un univers initial de plus de 30 facteurs possibles. Nous avons élaboré un scénario pessimiste et un scénario optimiste pour illustrer la croissance des ventes par action. Le scénario 1 correspond à une probabilité accrue de faiblesse économique et d'inflation modérée, tandis que le scénario 2 correspond à une résilience économique continue et à une inflation persistante.

Dans le Tableau 3, nous présentons la sensibilité de la croissance des ventes par action à chaque variable au moyen de scénarios basés sur notre perception des valeurs potentielles vraisemblables (autres que la croissance décalée des ventes par action, qui est connue). Pour plus de contexte, notre mesure de la relation entre l'IPC et la croissance des ventes par action met en évidence le fait que la croissance des ventes des sociétés peut absorber 85 % de l'inflation (c.-à-d., le coefficient du modèle). Dans le scénario 1,

nous avons évalué à 2 % l'IPC au cours des six prochains mois (4 % par année), dans un contexte où l'inflation serait moins élevée en raison du changement de la dynamique de l'offre et de la demande, et où la probabilité de tomber en récession serait plus forte en raison de l'accentuation de la courbe de rendement (autrement dit, l'écart entre les taux des obligations à 10 ans et à 2 ans s'élargirait).

Dans le scénario 2, nous supposons un taux d'inflation annualisé plus élevé, une probabilité de récession moindre et une inversion accrue de la courbe des taux (autrement dit, la nécessité d'un resserrement des conditions financières).

En combinant ces attentes et ces prévisions, notre modèle arrive à une croissance prévue des ventes par action prudente de 0,6 % au cours des six prochains mois dans le scénario 1, et à une croissance prévue des ventes par action plus robuste de 4,5 % dans le scénario 2.

TABLEAU 3 : SENSIBILITÉ À CHAQUE VARIABLE DU RATIO DE CROISSANCE DES VENTES PAR ACTION DU S&P 500

Facteur	Coefficient du modèle	Scénario 1 : Pessimiste	Scénario 2 : Optimiste
Croissance décalée des ventes par action	0,5246	3,1 %	3,1 %
Sortie de récession au cours des six prochains mois[2]	-0,0381	75,0 %	25,0 %
Croissance de l'IPC	0,8482	2,0 %	3,0 %
Variation des écarts de taux des obligations à 10 ans et à 2 ans (%)[3]	-0,0159	35,0 %	-35,0 %
Variation estimée en pourcentage de la croissance des ventes par action		0,6 %	4,5 %

[1] Par rapport à la période de trois mois précédente terminée le 30 septembre 2022.
[2] Probabilité pouvant aller de 0 % à 100 %.
[3] Croissance de l'IPC.

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Variation de la marge nette de l'indice S&P 500

En ce qui a trait à la variation de la marge nette de l'indice S&P 500, nous avons effectué un exercice similaire en fonction des quatre facteurs descriptifs indiqués dans le tableau ci-dessous, qui découlent cette fois encore d'un univers élargi. Nous établissons la variation prévue de la marge nette au cours des six prochains mois, puis la divisons par la marge nette actuelle pour obtenir le taux de croissance. Dans le même ordre d'idée, nous élaborons deux scénarios pour chaque facteur afin d'encadrer les trajectoires futures possibles. Dans les deux scénarios, la variation de la marge nette au cours des trois derniers mois est connue.

TABLEAU 4 : SENSIBILITÉ À CHAQUE VARIABLE DE LA VARIATION DE LA MARGE NETTE DU S&P 500

Facteur	Coefficient du modèle	Scénario 1 : Pessimiste	Scénario 2 : Optimiste
Variation décalée de la marge nette[1]	0,2422	-0,87 %	-0,87 %
Risque de récession[2]	-0,0082	75,0 %	25,0 %
Variation en % de l'IPP des produits finaux[3]	0,0726	2,5 %	3,5 %
Variation des écarts de taux des obligations à 10 ans et à 2 ans (%)[3]	-0,0027	35,0 %	-35,0 %
Variation estimative de la marge nette		-0,6 %	0,1 %
Variation en pourcentage estimative de la marge nette		-4,8 %	0,6 %

[1] Par rapport à la période de trois mois précédente terminée le 30 septembre 2022.
[2] Probabilité pouvant aller de 0 % à 100 %.
[3] Estimation pour les six prochains mois.

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Nous privilégions la constance dans nos prévisions de croissance des ventes par action. Dans le scénario 1, les prix à la production (c.-à-d., l'inflation) devraient diminuer, la probabilité de récession est élevée et la courbe de rendement s'accentue. Dans le scénario 2, les prix augmentent à un rythme plus robuste, tandis qu'une récession et un resserrement des conditions financières sont moins probables.

En regroupant les effets des quatre variables, nous obtenons une baisse possible de 60 points de base pour le scénario 1 (une diminution de 4,8 % par rapport à la marge nette actuelle de 13 %) et une hausse potentielle de 8 points de base pour le scénario 2 (une croissance possible de 1 % de la marge nette).

En combinant ces hypothèses et ces prévisions, nous obtenons une diminution estimative de 4,2 % de la croissance du BPA au cours des six prochains mois pour le scénario 1 et une croissance potentielle du BPA de 5,1 % pour le scénario 2. La moyenne des prévisions pessimistes et optimistes suggère une croissance du BPA d'environ 0,4 % pour l'indice S&P 500 au cours des six prochains mois. Bien que cette croissance soit plutôt faible, elle nous porte à croire que la croissance du BPA pourrait chuter moins rapidement que beaucoup le craignaient, ce qui démontre les nuances d'un contexte inflationniste.

Évaluation de la fourchette de résultats possibles pour le MSCI EAEO

Dans le cas de l'indice MSCI EAEO, nous appliquons le même processus que celui décrit plus haut pour l'indice S&P 500, en prenant en compte les variables explicatives que nous avons évaluées pour le S&P 500 (à l'exception des paramètres fondamentaux décalés du S&P, qui sont remplacés par ceux de l'indice MSCI EAEO). Nous avons par ailleurs ajouté plusieurs variables propres à la zone euro pour les taux, les analyses macroéconomiques (IPC, IPP et taux de chômage) et les probabilités d'une récession.

Croissance des ventes par action de l'indice MSCI EAEO

Ce modèle comprend trois facteurs indiqués dans le Tableau 5 ci-dessous et conserve des capacités explicatives considérables, en partie à cause de l'importance du facteur lié aux devises (DXY). Contrairement à l'indice S&P 500, le cadre de l'indice MSCI EAEO exclut la croissance décalée des ventes par action.

TABLEAU 5 : SENSIBILITÉ À CHAQUE VARIABLE DU RATIO DE CROISSANCE DES VENTES PAR ACTION DE L'INDICE MSCI EAEO

Facteur	Coefficient du modèle	Scénario 1 : Pessimiste	Scénario 2 : Optimiste
Variation en % du DYX quotidien moyen[1]	-0,8247	5,0 %	-5,0 %
Entrée en récession de la zone euro[2]	0,0448	75,0 %	25,0 %
IPC désaisonnalisé de la zone euro (variation en %)[1]	1,3350	2,0 %	3,0 %
Croissance estimative des ventes par action		1,0 %	8,4 %

[1] Estimation pour les six prochains mois.
[2] Probabilité pouvant aller de 0 % à 100 %.

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Nous élaborons deux scénarios aux fins d'examen. Dans le scénario 1, qui est pessimiste en ce qui concerne la croissance des ventes de l'indice MSCI EAEO, le dollar américain (USD) se raffermit, les risques de récession augmentent, et l'inflation ralentit en raison d'une amélioration des déséquilibres entre l'offre et la demande. Dans le scénario 2, optimiste à l'égard de la croissance des ventes de l'indice MSCI EAEO, nous analysons les effets d'un affaiblissement du dollar américain, de la diminution de la probabilité d'une récession et d'une inflation modérément plus élevée.

En évaluant les variables de l'indice MSCI EAEO, nous avons constaté que la variation en pourcentage de l'indice du dollar américain (DXY) quotidien moyen avait par le passé représenté plus de la moitié de la variation de la croissance des ventes par action antérieure de l'indice. Les ventes en devises, mesurées en dollars américains, reculent lorsque le dollar américain s'apprécie. La portée de ce coefficient est toutefois inférieure à un, ce qui indique que les ventes de biens en devises ont profité, à la marge, de sa sous-évaluation par rapport au dollar américain.

En regroupant les effets, nous obtenons un taux de croissance des ventes par action de 1,0 % avec des hypothèses pessimistes, et de 8,4 % en tenant compte d'hypothèses plus optimistes. Cette fourchette est plus large que celle de l'indice S&P 500 et est centrée sur une valeur plus importante. L'étendue de la fourchette dépend principalement de la volatilité implicite du DXY : 8,3 % de l'écart entre les deux scénarios est attribuable aux hypothèses relatives à ce facteur.

Cadre de marge nette de l'indice MSCI EAEO

TABLEAU 6 : SENSIBILITÉ À CHAQUE VARIABLE DE LA VARIATION DE LA MARGE NETTE DE L'INDICE MSCI EAEO

Facteur	Coefficient du modèle	Scénario 1 : Pessimiste	Scénario 2 : Optimiste
Variation décalée de la marge nette[1]	0,3101	-0,2 %	-0,2 %
Sortie de récession des É.-U. au cours des 6 prochains mois[2]	-0,0068	75,0 %	25,0 %
Chômage dans la zone euro au cours des 6 prochains mois[3]	-0,0065	50,0 %	0,0 %
Variation de l'IPP de la zone euro, en %[4]	0,1110	3,0 %	6,0 %
Variation estimative de la marge nette		-0,6 %	0,4 %
Variation en pourcentage de la marge nette		-5,9 %	4,3 %

[1] Par rapport à la période de trois mois précédente terminée le 30 septembre 2022.
[2] Probabilité allant de 0 % à 100 %..
[3] La valeur de 1 % est indiquée comme 1,0.
[4] Estimation pour les six prochains mois.

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Le décalage des marges et l'IPP sont inclus, comme dans le cas du S&P 500. L'IPP de la zone euro s'est élevé à environ 11 % sur six mois, et pourrait demeurer élevé en raison de l'approvisionnement difficile en énergie. En conséquence, nos estimations pour l'IPP sont de 3 % (6 % par année) dans le scénario 1 et de 6 % dans le scénario 2 (12 % par année). La probabilité d'une sortie de récession des États-Unis au cours des six prochains mois concorde avec les estimations tirées d'autres scénarios, avec des pourcentages de 75 % et 25%, respectivement. Enfin, depuis le début de 2021, les variations du taux de chômage dans la zone euro ont diminué; toutefois, étant donné les attentes relatives à une détérioration de la croissance à l'échelle mondiale, nous supposons qu'elles pourraient augmenter de 50 points de base (1 % par année) ou rester stables.

Lorsque nous combinons les apports de ces quatre variables, nous observons un recul potentiel des marges de 58 points de base pour le scénario 1, contre une hausse potentielle de 42 points de base pour le scénario 2, ou un recul de la marge nette de 5,9 % dans le scénario 1 et une croissance de la marge nette de 4,3 % dans le scénario 2 par rapport à la marge nette actuelle d'un peu moins de 10 % de l'indice MSCI EAEO.

En regroupant les apports des ventes par action et de la marge nette, nous constatons une croissance potentielle du BPA de -4,9 % pour le MSCI EAEO en tenant compte des hypothèses du scénario 1 et de 12,8 % pour le scénario 2. La fourchette plus large de la croissance du BPA de l'indice MSCI EAEO par rapport à l'indice S&P 500 semble raisonnable étant donné l'incertitude de l'approvisionnement en énergie, le risque de fragmentation résultant du resserrement des politiques de la Banque centrale européenne et l'évolution de la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Bien que ces facteurs ne soient pas directement pris en compte dans le cadre, ils se répercutent sur l'inflation, la récession et les estimations de taux.

L'établissement d'une moyenne d'après les scénarios prudents et dynamiques donne lieu à un taux de croissance potentiel du BPA de 4,5 %.

Cadre d'évaluation des ratios

Pour évaluer la fourchette des ratios potentiels sur des périodes futures, nous appliquons un cadre qui s'appuie sur le modèle de croissance de Gordon, lequel détermine le cours d'une action pour une année donnée en fonction du dividende qui devrait être versé pendant la prochaine année, divisé par la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance de ce dividende[2].

Le modèle de croissance de Gordon doit être utilisé lorsque les bénéfices des sociétés sont stables et présentent des taux de croissance semblables sur des périodes successives. Nous appliquons ce cadre pour déterminer la variation des ratios pendant une période de transition, au cours de laquelle la Fed et d'autres banques centrales réagissent à la hausse de l'inflation et aux risques pesant sur la croissance. Nos hypothèses sont les suivantes :

- Nous supposons que la période d'équilibre, avant le relèvement des taux par la Fed, correspond à la deuxième moitié de 2021, alors que la Fed était encore occupée à accroître son bilan et que les contrats à terme sur les fonds fédéraux commençaient à traduire la possibilité d'une hausse des taux. Nous utilisons le ratio moyen de six dates de fin de mois pour obtenir la valeur d'équilibre de la différence entre le taux d'actualisation et le taux de croissance. Nous estimons que cette différence s'établit à près de 1,36 % pour l'indice S&P 500 et à 2,64 % pour l'indice MSCI EAEO.
- Pendant la période de transition au cours de laquelle la Fed augmente les taux, le taux de croissance à long terme et la prime de risque des actions ne changent pas. En conséquence, le seul ajustement provient du changement dans le taux sans risque, qui correspond au taux des obligations du Trésor à 10 ans dans notre hypothèse relative à l'indice S&P 500, et à une pondération 80/20 d'obligations d'État allemandes et japonaises à 10 ans dans notre hypothèse relative à l'indice MSCI EAEO.

L'écart entre le taux d'actualisation et le taux de croissance du S&P 500 part d'un niveau moins élevé comparativement à celui de l'indice EAEO. Cette relation indique que les valorisations des sociétés inscrites à l'indice S&P 500 sont plus sensibles aux variations du taux sans risque.

Ce processus est illustré dans les tableaux 7 et 8 :

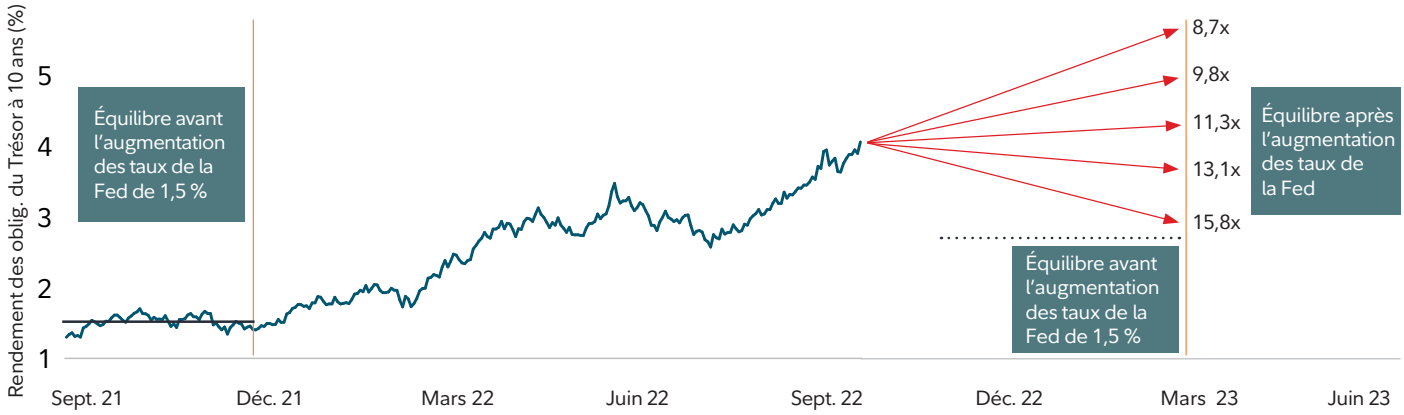
- Dans la période d'équilibre de gauche, le taux de rendement des obligations du Trésor à 10 ans était d'environ 1,5 %, et le ratio des 12 derniers mois du S&P 500 s'établissait à environ 26,5 fois.
- Par la suite, le taux de rendement des obligations du Trésor à 10 ans a grimpé à 4,1 % (ligne bleu sarcelle foncé) et le ratio du S&P 500 a chuté à 18,6 fois le BPA des 12 derniers mois. Ce niveau de valorisation suggère un rendement éventuel de 2,2 % (ligne horizontale pointillée); cela nous porte à croire que les investisseurs pourraient tabler sur une normalisation à la baisse des taux pour justifier les valorisations actuelles, que les ratios pourraient faire l'objet de nouvelles compressions afin de refléter les taux plus élevés, ou une combinaison des deux.
- Nous supposons qu'à un moment donné, les taux atteindront un point d'équilibre entre la croissance et l'inflation. Ce point d'équilibre pourrait survenir après de nouvelles hausses des taux d'intérêt, une récession ou un atterrissage en douceur. Dans le Tableau 7, les nouveaux taux d'équilibre potentiels par rapport au rendement actuel sur 10 ans sont illustrés à l'aide de flèches. Chacun de ces taux possibles est assorti d'un ratio du S&P. Par exemple, le taux de rendement sur 10 ans qui s'établit à 4,1 % correspond à un ratio potentiel de 9,8 fois, ce qui donne à penser que les valorisations actuelles pourraient subir une pression accrue et que les bénéfices des sociétés pourraient augmenter en fonction de leur valorisation.

2 Exprimé sous forme de formule, le prix actuel (Pt ,) du modèle de Gordon correspond au dividende de l'année à venir (Dt+1,), divisé par le taux d'actualisation (k), moins le taux de croissance (g) :

$$P_t = \frac{D_{t+1}}{k - g}$$

Ce modèle s'applique en équilibre, ce qui signifie que ces taux restent inchangés au fil du temps. Source : Fidelity Investments.

TABLEAU 7 : TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR À 10 ANS ET IMPACT POTENTIEL SUR LES RATIOS C/B DU S&P 500

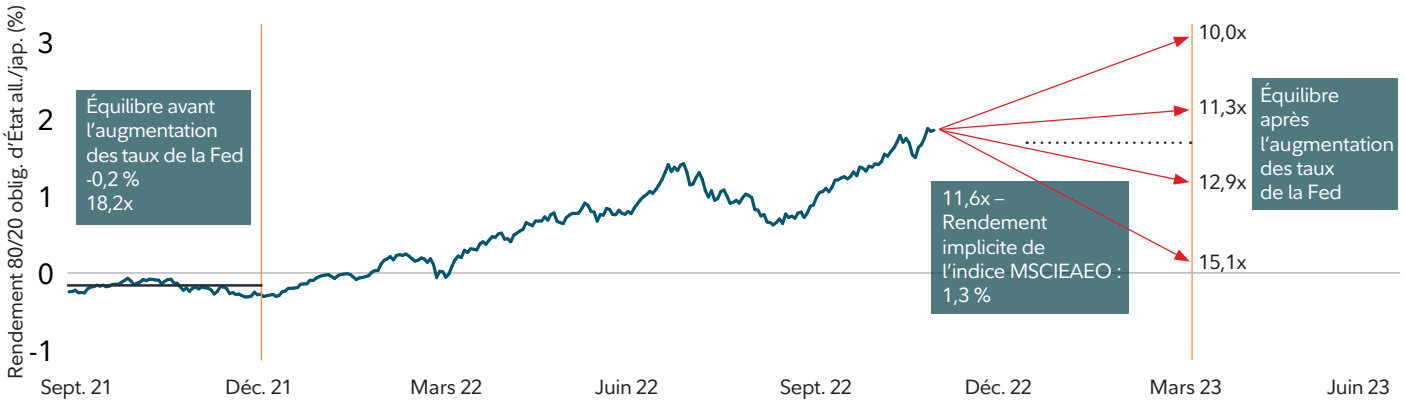


Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

On peut appliquer une évaluation comparable pour la relation entre les valorisations de l'indice MSCI EAEO et celles de la pondération 80/20 des obligations d'État allemandes et japonaises dans le Tableau 8 :

- À l'automne 2021 (à gauche), le rendement de la pondération 80/20 des obligations d'État allemandes et japonaises s'établissait à environ -0,2 % (ligne pleine noire) et le ratio de l'indice MSCI EAEO, à 18,2 fois. Par la suite, le taux de rendement 80/20 pondéré est passé à 1,5 % (ligne bleu sarcelle foncé) et le ratio du MSCI EAEO a reculé à 11,6 fois, ce qui correspond à un taux sans risque implicite d'environ 1,3 % (ligne horizontale pointillée).
- Les taux sans risque éventuels de l'indice MSCI EAEO sont reliés au taux actuel par des flèches, et chaque flèche est jumelée à un ratio EAEO. Par exemple, lorsque l'attente implicite du marché à l'égard du taux sans risque final s'élève à 1,8 %, le cadre suggère que le ratio de l'indice MSCI EAEO qui en découle pourrait être de 10 fois.
- Comparativement au S&P 500, le taux sans risque implicite du MSCI EAEO se rapproche du taux de rendement du marché adapté des obligations d'État allemandes et japonaises. Ce cadre suggère que la valorisation de l'indice MSCI EAEO pourrait présenter moins de risque de baisse attribuable aux augmentations de taux additionnelles, en fonction des valorisations actuelles.

TABLEAU 8 : RENDEMENT ADAPTÉ DE LA PONDÉRATION 80/20 DES OBLIGATIONS D'ÉTAT ALLEMANDES ET JAPONAISES ET IMPACT POTENTIEL SUR LES RATIOS C/B DU MSCI EAEO



Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Choisissez votre propre trajectoire

Dans la section qui suit, nous relions nos scénarios relatifs à la croissance du BPA avec la trajectoire éventuelle des ratios afin de déterminer la fourchette des résultats possible des indices S&P 500 et MSCI EAEO. En raison de l'incertitude entourant le taux d'équilibre sans risque éventuel et la trajectoire de l'économie ainsi que les mesures des banques centrales pour atteindre l'équilibre, nous élaborons des scénarios et des probabilités pour dériver les ratios potentiels pour les indices S&P 500 et MSCI EAEO en fonction d'hypothèses qui varient de pessimistes à optimistes. Nous arrivons à ces hypothèses en estimant les fourchettes de variation des

taux d'intérêt et du taux de rendement final pour obtenir un ratio C/B potentiel. Vous trouverez de plus amples renseignements sur chacun de ces scénarios ainsi que sur les probabilités dans l'annexe.

Pour résumer les résultats relatifs au ratio C/B potentiel du S&P 500 présentés dans le Tableau 9, notre scénario pessimiste, qui est axé sur le taux de rendement du marché actuel des obligations du Trésor à 10 ans, prévoit un taux de rendement moyen potentiel de 3,4 % ainsi qu'un ratio C/B implicite de 11,9 fois les bénéfices des douze derniers mois pour le S&P 500 (comparativement à 17,5 fois à l'heure actuelle). Dans un scénario plus optimiste, qui suppose que les taux se stabilisent à 2,75 %, le ratio C/B implicite s'élève à 15 fois les bénéfices des douze derniers mois.

TABLEAU 9 : S&P 500 | FOURCHETTE DE TAUX D'INTÉRÊT POTENTIELS ET RATIOS C/B

Scénario	Taux sur 10 ans	Ratio C/B	Variation en % implicite
Pessimiste pondéré	3,4 %	11,9	-31,8 %
Optimiste pondéré	2,8 %	15,0	-14,5 %

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Nous répétons ce processus pour l'indice MSCI EAEO, en utilisant également le taux pondéré d'un portefeuille 80/20 d'obligations d'État allemandes et japonaises à 10 ans en tant que taux sans risque. Comme l'indique le Tableau 10, le scénario pessimiste établit l'estimation à l'aide d'un taux de rendement effectif de 2,3 % et un ratio EAEO pondéré de 10,1 fois (comparativement à 11,6 x à l'heure actuelle). Dans le scénario optimiste, nous obtenons un taux de rendement effectif de 1,7 % et un ratio de 11,3 fois.

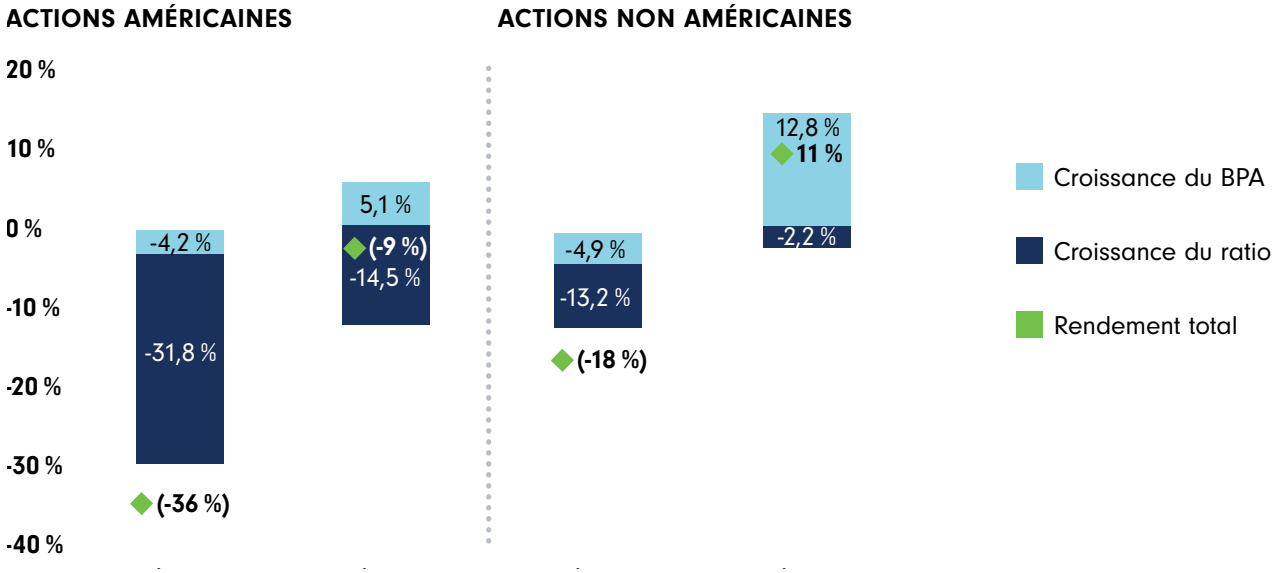
TABLEAU 10 : MSCI EAEO | FOURCHETTE DE TAUX D'INTÉRÊT POTENTIELS ET RATIOS C/B

Scénario	Taux 80/20	Ratio C/B	Variation en % implicite
Pessimiste pondéré	2,3 %	10,1	-13,2 %
Optimiste pondéré	1,7 %	11,3	-2,2 %

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Nous obtenons une fourchette de rendements potentiels pour les actions du marché américain et des marchés développés non américains en combinant les résultats des scénarios relatifs à la croissance du BPA et les ratios dérivés de notre analyse de croissance de Gordon afin d'encadrer le potentiel.

TABLEAU 11 : FOURCHETTE DE RENDEMENTS POTENTIELS DES INDICES S&P 500 ET MSCI EAEO SUR 6 MOIS



Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

Conclusions

- Les bénéfices peuvent progresser dans un contexte inflationniste, tout comme ils l'avaient fait dans l'ensemble dans les années 1970.
- Selon notre scénario de base, les banques centrales soucieuses de lutter contre l'inflation continueront de relever leurs taux, ce qui se traduira par une augmentation des taux d'actualisation.
- Aux États-Unis, les actions ont évolué dans une fourchette de croissance des bénéfices plus étroite et plus stable, tandis que les actions des marchés développés internationaux se situent dans une fourchette plus incertaine.
- Le risque de baisse des valorisations du régime boursier américain semble s'accentuer dans un régime de taux d'actualisation plus élevés, tant en termes absolus que par rapport aux marchés internationaux.
- Si les bénéfices diminuent parce que les effets de la destruction de la demande surpassent l'inflation, les États-Unis semblent bénéficier d'un soutien aux valorisations moindre.

Nous continuons de croire que l'inflation sera plus persistante que l'espèrent les investisseurs. Nous avons par conséquent structuré les stratégies à date cible en fonction des indices de référence de façon à ce qu'elles surpondèrent les actions non américaines, qui présentent selon nous un risque de baisse moins important et une meilleure marge de sécurité. À l'inverse, nous avons structuré les fonds à date cible de façon à ce qu'ils sous-pondèrent les actions américaines, dont les valorisations nous semblent plus élevées. Comme nous le faisons toujours, nous réexaminons nos hypothèses et nos convictions chaque fois que de nouveaux renseignements sont disponibles. Tout cela étant dit, il nous semble à propos de conclure comme le faisaient tous les livres de la série *Choose Your Own Adventure*… Fin.

Annexe

TABLEAU 12 : PONDÉRATIONS DE SCÉNARIOS POUR LES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR À 10 ANS

Variation du taux à 10 ans	Taux à 10 ans final	Ratio C/B de l'indice S&P	Probabilité pessimiste	Probabilité optimiste
3,5 %	5 %	7,9	0,0	0,0
3,0 %	4,5 %	8,7	10,0 %	0,0
2,5 %	4,0 %	9,8	20,0 %	5,0 %
2,0 %	3,5 %	11,3	35,0 %	10,0 %
1,5 %	3,0 %	13,2	20,0 %	35,0 %
1,0 %	2,5 %	15,8	10,0 %	35,0 %
0,5 %	2,0 %	18,9	5,0 %	10,0 %
0,0 %	1,5 %	26,5	0,0 %	5,0 %

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

TABLEAU 13 : PONDÉRATIONS DE SCÉNARIOS POUR LES RENDEMENTS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT ALLEMANDES ET JAPONAISES

Rend. obl. d'État all./jap.	Rend. obl. d'État allemandes	Ratio C/B du MSCI EAEO	Probabilité pessimiste	Probabilité optimiste
3,0 %	3,5 %	8,2	15,0 %	5,0 %
2,5 %	2,9 %	9,0	20,0 %	10,0 %
2,0 %	2,3 %	10,0	35,0 %	20,0 %
1,5 %	1,6 %	11,3	20,0 %	35,0 %
1,0 %	1,0 %	13,0	10,0 %	20,0 %
0,5 %	0,4 %	15,1	0,0 %	10,0 %
0,0 %	-0,3 %	18,2	0,0 %	0,0 %

Sources : Bloomberg, FactSet, FRED et Fidelity Investments.

PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA[MC]

Rédigé par l'équipe des placements à date cible de Fidelity

Terme	Définition
Indice S&P 500 (S&P 500)	L'indice S&P 500 est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière des 500 plus grandes sociétés américaines dont le rendement comprend le réinvestissement des dividendes.
Indice MSCI EAEO (EAEO)	L'indice MSCI EAEO est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière conçu pour mesurer le rendement boursier de l'ensemble des actions offertes aux investisseurs mondiaux dans les marchés développés, à l'exception des États-Unis et du Canada.
Indice du dollar américain (DXY)	L'indice du dollar américain est une mesure de la valeur du dollar américain par rapport à un panier de devises.
Ratio cours/bénéfice (C/B) DDM	Relation entre le cours de l'action d'une société et son bénéfice par action des douze derniers mois.
Indice des prix à la consommation (IPC)	Mesure de la variation moyenne, au fil du temps, des prix payés par les consommateurs urbains pour un panier de produits et de services du marché.
Indice des prix à la production (IPP)	Famille d'indices qui quantifie la variation moyenne au fil du temps des prix de vente obtenus par les producteurs nationaux de biens et de services.

CHOOSE YOUR OWN ADVENTURE® est une marque de commerce déposée de Chooseco LLC, et est utilisée avec permission aux présentes. Les livres de la collection Choose Your Own Adventure sont offerts par l'intermédiaire du site www.cyoa.com.

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 lorsque vous ou votre client prendrez une décision en matière d'investissement. 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.

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

Les risques de placement de chaque Fonds Fidelity Freedom changent au fil du temps en fonction de la répartition de l'actif. Ces risques sont assujettis aux décisions prises par le conseiller en placements à l'égard de la répartition de l'actif. Compte tenu de la capacité du conseiller à utiliser une stratégie de répartition active de l'actif, les investisseurs peuvent être assujettis à un profil de risque différent de celui de la stratégie neutre de répartition de l'actif du Fonds correspondant à sa trajectoire de rajustement. Les portefeuilles sont assujettis à la volatilité des marchés financiers, incluant la volatilité des actions et des titres à revenu fixe aux États-Unis et à l'étranger, et ils peuvent être exposés aux risques associés aux placements dans des titres à rendement élevé, à petite capitalisation, liés aux marchandises et étrangers. L'effet de levier peut accroître l'exposition au marché, amplifier les risques de placement et entraîner des pertes plus rapidement. Aucun fonds à date cible ne saurait remplacer un programme de retraite complet et rien ne garantit qu'un fonds en particulier pourra produire un revenu suffisant à la retraite ou pendant la retraite. Le capital investi n'est jamais garanti, y compris aux dates cibles des Fonds ou après celles-ci.

La diversification ne garantit pas un bénéfice et ne protège pas contre une baisse.

Ce document contient des « énoncés prospectifs » qui reposent sur certaines hypothèses prévisionnelles. FI décline toute obligation de mettre à jour ces énoncés prospectifs. Les événements réels pourraient ne pas correspondre aux hypothèses. Il est impossible de garantir que les énoncés prospectifs, 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.

« Fidelity Investments » et/ou « Fidelity » désignent collectivement FMR LLC, une société américaine, et certaines filiales qui comprennent Fidelity Management & Research Company LLC (FMR) et FIAM LLC.

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 FMR LLC ou de ses sociétés affiliées.

Fidelity Institutional® (FI) offre des produits de placement par l'intermédiaire de Fidelity Distributors Company LLC ou de Fidelity Brokerage Services LLC (membres de la Bourse de New York et de la SIPC).

Avant d'investir, demandez à votre client de tenir compte des objectifs de placement, des risques et des frais du fonds. Communiquez avec Fidelity pour obtenir un prospectus ou un prospectus sommaire, le cas échéant, contenant ces renseignements. Demandez à votre client de le lire attentivement.

981010.5.2

1.9907170.102
1122

Réservé à l'usage institutionnel.

Le contenu d'origine provient de Fidelity Investments aux États-Unis. Toute transmission ou reproduction du présent document sous quelque forme que ce soit par le destinataire est interdite sans le consentement préalable écrit de Fidelity.

Ce document est utilisé par Fidelity Investments Canada s.r.i. (FIC), mais il ne constitue pas une recommandation ou une commandite d'un produit ou d'un service de Fidelity en particulier. Gestion de placements Fidelity Canada, une division de FIC, agit à titre de conseiller de nos fonds de placement et une variété de sociétés, dont Fidelity Management & Research Company LLC, FIAM LLC, FIL Limited, Geode Capital Management LLC et State Street Global Advisors Ltd., peuvent agir en qualité de sous-conseiller de ceux-ci. Les fonds communs de placement, les FNB et les autres produits et services de placement commandités par FIC ne peuvent être vendus que dans les provinces et territoires du Canada.

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.i. (« FIC ») décline toute obligation de les mettre à jour. Les événements réels sont difficiles à prévoir et peuvent différer des hypothèses. 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 lorsque vous ou votre client prendrez une décision en matière d'investissement. 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 exprimées sont en date du 31 juillet 2022 et se fondent sur l'information disponible à ce moment; elles sont appelées à changer en tout temps 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. Aucun élément du contenu aux présentes ne devrait être considéré comme étant un conseil juridique ou fiscal. Nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant de prendre une décision financière.
- En règle générale, le marché obligataire est volatil, et les titres à revenu fixe présentent des risques liés aux taux d'intérêt. (Habituellement, les prix des obligations baissent à mesure que les taux d'intérêt augmentent et vice versa. Cet effet est ordinairement plus marqué dans le cas des titres à long terme.)
- Les titres à revenu fixe comportent également des risques d'inflation de même que des risques de crédit et de défaillance tant pour les émetteurs que les contreparties.

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

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 être conscients de la volatilité de la valeur d'un placement et du fait que tout placement peut entraîner une perte. Les rendements des portefeuilles composites et représentatifs seront différents de ceux des comptes individuels en raison, entre autres, de la taille du portefeuille, des objectifs et des restrictions associés aux comptes, ainsi que d'autres facteurs liés à la structure de placement.

Ni la répartition de l'actif ni la diversification ne constituent un gage de profit ou une garantie contre les pertes.

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.i. 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.

En partie © 2023. FMR LLC. Tous droits réservés. Utilisé avec permission.
U.S. : 981010.5.2 CAN : 1935755-v20241113