



Rapport

Article de fond rédigé par nos partenaires américains

ANALYSE DE PLACEMENTS INSTITUTIONNELS FIDELITY

Dette mondiale non viable

Guide pour une répartition stratégique de l'actif



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA™

Auteurs

Vadim Zlotnikov

Président, Fidelity Institutional
Asset Management

Dirk Hofschire, CFA

Vice-président principal,
Recherche sur la répartition
de l'actif

Principaux collaborateurs

Irina Tytell, PhD

Chef d'équipe, Recherche
sur la répartition de l'actif

Emil Iantchev, PhD

Chef d'équipe, Recherche
sur la répartition de l'actif

Susan Ye, PhD

Analyste de recherche, Recherche
sur la répartition de l'actif

Points à retenir

- La conjugaison de forces politiques, économiques et sociales a non seulement favorisé, mais aussi permis, le recours à la dette comme panacée contre les maux économiques. À travers le monde, les ratios entre la dette et le produit intérieur brut (dette/PIB) ont déjà atteint des niveaux sans précédent, et tout laisse prévoir qu'ils connaîtront une augmentation importante au cours de la prochaine décennie; cette situation ne sera pas soutenable à terme.
- Une gouvernance de placements prudente exige d'analyser explicitement l'impact de la dette croissante des prix des marchés de capitaux, ainsi que les éventuels scénarios de fin de crise.
- Tandis que les expériences de politiques budgétaire et monétaire des régulateurs prendront de l'ampleur, les choix de ces politiques seront décisifs pour départager les gagnants et les perdants.
- Par le passé, les épisodes de dette souveraine élevée ont souvent entraîné une hausse de l'inflation. Des politiques plus audacieuses, conjuguées à un contexte qui a considérablement changé au cours de la dernière décennie, sont susceptibles d'augmenter les probabilités de résultats inflationnistes.
- Des politiques réflationnistes pourraient prendre la forme de mesures de redistribution des richesses, de politiques industrielles associées à un investissement budgétaire massif ou des mesures visant à rehausser les attentes d'inflation. Ces choix, et l'étendue de l'adhésion qu'ils susciteront, auront de profondes répercussions sur les prix des actifs et sur la nature des futures dislocations du marché.
- Les comités responsables des placements sont confrontés à des décisions difficiles pour déterminer les répartitions stratégiques à long terme. Dans ce rapport, nous présentons cinq éléments à prendre en considération pour obtenir le plus haut niveau de diversification, tout en conservant une participation dans les sociétés les mieux placées pour bénéficier des politiques gouvernementales.

Introduction 4

1 Régime actuel : pourquoi la dette augmente? 8

La hausse de la dette est un phénomène généralisé

Causes et agents catalyseurs

- Vieillissement des populations
- Ralentissement de la croissance de la main-d'œuvre
- Politiques monétaires extraordinaires

2 Non viable : voici pourquoi la dette continuera à augmenter 14

Croissance plus lente, dans une perspective à long terme

Pressions budgétaires grandissantes

Hausse des ratios dette souveraine/PIB

L'augmentation de l'endettement ne sera pas viable à long terme

3 Perspective politique : des expériences plus poussées à prévoir 21

Mécanisme de la dette

Grandes leçons de l'histoire et implications pour nos perspectives actuelles

Les régulateurs ont échoué mais ils s'efforceront davantage d'atteindre leurs objectifs

Exemples d'expériences de politiques budgétaire et monétaires

Des politiques plus audacieuses et un contexte différent seraient plus inflationnistes

4 Répercussions sur les placements dans le cadre d'une répartition stratégique 32

Leçons de l'histoire : études de cas d'endettement élevé et de redistribution des richesses

- Moins d'actions locales dans la composante boursière
- Les actifs réels assurent une diversification lorsque les corrélations entre actions et obligations sont élevées

Cinq conclusions importantes au sujet des placements

- Augmenter l'exposition à l'inflation
- Augmenter le budget réservé à la répartition active de l'actif
- Prévoir une réserve pour exploiter les occasions de créances « en difficulté »
- Établir des positions aptes à bénéficier des mesures visant la redistribution des richesses
- Diversification du bêta des actions par le biais de titres moins convoités

.....

Nous croyons que les bouleversements économiques, sociaux et géopolitiques avaient déjà amplifié la tendance interventionniste des décisions politiques avant la catastrophe du virus COVID-19. Les mesures budgétaires et monétaires musclées adoptées en réponse à la crise en témoignent. Plutôt qu'une exception, cette dynamique fait de plus en plus office de norme.

.....

La hausse inexorable des ratios dette/PIB est en passe de devenir le principal facteur de risque des portefeuilles de placements. Cette éventualité revêt un aspect déterminant pour la gouvernance de placements et la répartition stratégique de l'actif.

Ce rapport examine les répercussions, en matière de placements, que peut avoir une dette mondiale sans précédent et inévitablement en hausse. Depuis l'avènement des taux de change flottants, la conjonction de divers facteurs (dont la détérioration des conditions démographiques et une croissance inférieure à la norme) a contraint les gouvernements à tolérer des déficits considérables et les entreprises à accroître leur endettement. Parallèlement, la mondialisation, les avancées technologiques et les disparités de revenu ont alimenté une tendance déflationniste généralisée.

En réaction, les banques centrales ont décru ué les coûts liés au financement par emprunt, reportant l'heure des bilans. En conséquence, l'endettement mondial total est passé de 138 % du PIB en 1980 à 243 % en 2018, la dette souveraine ayant plus que doublé au cours de cette période.

Il est probable que certaines de ces tendances structurelles persisteront, voire s'accéléreront. Nous croyons que les bouleversements économiques, sociaux et géopolitiques avaient déjà amplifié la tendance interventionniste des décisions politiques avant la catastrophe du virus COVID-19. Les mesures budgétaires et monétaires musclées adoptées en réponse à la crise en témoignent. Plutôt qu'une exception, cette dynamique fait de plus en plus office de norme.

Les répercussions que ce changement fondamental de régime pourrait avoir sur les placements sont pourtant loin d'être évidentes. L'exemple du passé est mitigé; l'escalade et la monétisation de la dette ont provoqué une hyperinflation au Japon dans les années 1940, mais des politiques similaires se sont traduites par une déflation pendant les dernières décennies. Le niveau et la croissance sans précédent de cet endettement auront un sérieux impact, quelle qu'en soit la nature, sur les placements futurs et leurs rendements. On peut penser, sans exagération, que les politiques gouvernementales deviennent le facteur de risque le plus important qui plane sur les portefeuilles de placements. Cette éventualité revêt un aspect déterminant pour la gouvernance des placements, surtout en ce qui concerne les décisions stratégiques. Elle témoigne également de l'impératif d'élaborer et d'évaluer des scénarios clairs avant de modifier le modèle de répartition de l'actif.

La répartition de l'actif stratégique compte pour 85 % à plus de 90 % des résultats d'un placement, et elle repose sur de solides bases analytiques; toutefois, elle demeure souvent influencée par des convictions antérieures et des considérations d'ordre commercial. La conjoncture actuelle exige de revoir ces convictions.

Peu de spécialistes contestent que la répartition stratégique détermine 85 % à plus de 90 % des résultats des placements. Le reste dépend du rapprochement de l'horizon de placement, des décisions de répartition active, et de la part accordée à des titres ou à des catégories d'actifs précis. En dehors de ce consensus, les avis contraires sont légion. Les méthodes pour établir les projections de rendements ou de distributions sont innombrables, et il en existe presque autant pour bâtir un portefeuille conformément à certains objectifs de rendement ou de revenu.

TABLEAU 1 – La répartition de l'actif stratégique dépend d'une variété d'hypothèses, de techniques et d'objectifs.

Méthodes et objectifs courants de la répartition de l'actif stratégique



1 Efficience du marché (supposition)

	ÉLEVÉE					FAIBLE
Principales hypothèses	Portefeuille de placement total couvre toutes données	L'historique à long terme est un guide complet de l'avenir	L'historique récent reflète les tendances persistantes	Le risque projeté est un bon indicateur du futur rendement	L'historique lié à l'état se répète	Les vecteurs de rendement du capital sont identifiables, prévisibles
Description	Les marchés sont efficients; l'envergure couvre les données sur le risque et le rendement	Les corrélations risque/rendement sont fonction de la moyenne simple de toutes les données historiques disponibles	Les modèles adoptifs ajoutent de nouvelles données; facile d'inclure de nouveaux actifs (C/B, etc.)	Sharpe similaire d'actifs sans corrélation Risques présagent des rendements	Risque et rendement adéquats selon différents états de marché	Explicitement fonction des conditions du marché initiales et des tendances à long terme « prévisibles »
Inconvénient	Procure des rendements inférieurs à la norme pendant les changements de régime prolongés (Japon, par ex.)	Données incomplète sur les nouveaux actifs; l'histoire se répète rarement	Surexposé à l'évolution du prix à long terme; peut faire augmenter le taux de rotation	Le degré et les fluctuations de la volatilité peuvent grandement affecter les rendements projetés	Les prévisions sont étroitement liées à la prémisse de distribution du futur état	Complexe, dépend de la compétence et du choix des variables adéquates

2 Construction de portefeuille stratégique

Moyenne-variance traditionnelle	Contrôles étroits	Pond. cap. boursière ou équipondéré	Parité des risques/pondéré en fonction du risque	Diversification max., variance min	Black-Litterman
---------------------------------	-------------------	-------------------------------------	--	------------------------------------	-----------------

3 Univers des objectifs les plus communs

Rendements ajustés au risque supérieurs (Sharpe)	Encaissements des hausses/baisses ou volatilité cible	Revenu distribué maximum	Protection contre l'inflation, objectif de rendement réel	Vecteur de diversification – actions : faible, obligations : bêta	Investissement guidés par le passif ou gestion actif/passif
<ul style="list-style-type: none"> Généralement le portefeuille le plus efficient Fonction d'utilité type 	<ul style="list-style-type: none"> Aversion du risque inhabituellement élevée Produits avec retraits incertains ou plutôt cycliques 	<ul style="list-style-type: none"> Maximise le rendement qui peut être affecté par les replis ou la volatilité Intègre souvent des contraintes de réglementation 	<ul style="list-style-type: none"> Cherche à procurer une prime par rapport à la croissance de l'inflation Peut être structuré en fonction d'un ratio rendement/croissance de l'inflation 	<ul style="list-style-type: none"> Faible corrélation au bêta primaire ou à l'ensemble du portefeuille 	<ul style="list-style-type: none"> Structure fonction ou en prévision de risques futurs

Source : Fidelity Investments, au 31/5/20.

.....
La répartition stratégique implique également d'importants aspects comportementaux. La prudence dicte de se conformer aux précédents historiques, au portefeuille du marché, et aux choix de produits similaires.
.....

On peut affirmer sans se tromper que personne n'a trouvé le moyen de prédire l'avenir avec certitude. Toutefois, les chances de se diriger dans la bonne direction sont nettement supérieures si nous réussissons à cerner les tendances qui sont les plus susceptibles d'être fortement liées aux prix des actifs. L'escalade de la dette mondiale est, à notre avis, une de ces tendances.

Le Tableau 1 met en évidence les méthodologies les plus couramment employées pour déduire quels seront les futurs rendements ou distributions. Ce tableau décrit aussi les techniques d'analyse appliquées à la construction de portefeuille afin d'obtenir certains des résultats les plus fréquemment recherchés. Outre éprouver la patience de la plupart des lecteurs, approfondir la question déborderait du cadre de ce rapport; il est cependant utile d'aborder les méthodes utilisées pour faire une estimation des futurs rendements. C'est précisément à cet égard que nous pouvons appliquer les conclusions de nos recherches sur l'endettement.

Dans le premier rang du Tableau 1, plus on progresse de gauche à droite, plus l'importance de recueillir de l'information augmente, puisque la mise en pratique repose sur de nombreuses prémisses. Les cases de l'extrême gauche représentent le portefeuille du marché. Selon l'hypothèse implicite, c'est le portefeuille le plus efficient; il intègre toute l'information et les préférences de risque courantes. Bien qu'il s'agisse d'une question complexe du point de vue analytique, cette information peut servir à extrapoler les distributions de rendement relatives à partir de certaines prémisses d'utilité et de risque. De la même manière, en se basant sur un historique de rendements à long terme et inconditionnel, la deuxième hypothèse à partir de la gauche est évidente, et d'autant plus claire grâce à la publication des bases de données de Dimson-Marsh-Staunton (DMS) et de Global Financial Data (GFD).

Malheureusement, avec les nouveautés en matière d'actifs et de stratégies, les modèles sont imparfaits si l'on cherche à les appliquer à un univers de placements le plus vaste possible. La répartition stratégique implique également d'importants aspects comportementaux. La prudence dicte de se conformer aux précédents historiques, au portefeuille du marché, et aux choix de produits similaires. Mais il arrive qu'un anticonformiste s'aventure hors des sentiers battus. Si ses choix se révèlent judicieux, la répartition qu'il a adoptée gagne en popularité, même si les preuves « analytiques » à son appui sont rares. Ce fut le cas, par exemple, du modèle « Yale/Cambridge » fondé sur des placements alternatifs, de la méthode de répartition de l'actif axée sur les placements factoriels (dans le cadre d'une recherche commanditée par la Norges Bank), des actifs des marchés émergents ou de la répartition tactique de l'actif à l'échelle mondiale, entre autres. En ce qui concerne ces innovations, la récente performance des catégories d'actifs revêt beaucoup plus d'importance qu'un historique à long terme.

D'autres méthodologies ont acquis leurs lettres de noblesse en se distinguant par leurs résultats en périodes de détresse alors que les autres ont échoué. Souvenez-vous, par exemple, de la performance découlant de la parité des risques en 2008. Malgré des résultats antérieurs probants, l'évaluation implicite des rendements futurs dépend d'une adéquate estimation du risque, ce qui implique une bonne dose de raisonnement.

Pour simplifier le problème qui précède, les investisseurs peuvent se fonder sur les distributions qui dépendent de l'état, en déterminant un nombre relativement petit de périodes distinctes, ou états, qui représentent le mieux la corrélation et les rendements de différents actifs ou stratégies. Dans ce contexte, les projections de distribution de rendement s'assimilent à un raisonnement sur la distribution des états futurs. Bien qu'elle soit élégante et succincte, cette approche souffre des mêmes lacunes que d'autres méthodologies, notamment la rareté des observations sur les états, et la difficulté d'y intégrer de nouveaux actifs « déroutants ».

Finalement, il est possible d'élaborer une prévision explicite de la distribution du rendement en partant de tendances à long terme « connaissables », comme les conditions démographiques, la productivité ou les liens macroéconomiques, entre autres. Cette méthodologie, la plus attrayante du point de vue intuitif, est aussi très transparente, mais elle se fonde sur plusieurs prémisses critiques susceptibles d'affecter sérieusement la prévision qui en résulte.

La description de ces méthodologies distinctes a pour but de souligner que des personnes sensées et prudentes peuvent avoir des avis contraires et créer des portefeuilles considérablement différents en recherchant les mêmes résultats. Mais, il est plus important de constater comment le processus de gouvernance affecte l'évolution de la répartition stratégique, en réaction à de nouvelles données. Étant donné que l'histoire est un guide de plus en plus imparfait, comment modifier la conception d'un plan en étant témoin d'une escalade sans précédent de l'endettement?

Les certitudes sont rares quand il s'agit de placements – surtout dans des conditions inédites – mais, nous avons toutefois la conviction que l'escalade sans précédent de l'endettement est appelée à persister. En tant qu'institution, vous avez la possibilité de contribuer à adapter la conception de votre plan afin qu'il soit en bonne posture pour réussir dans ce futur état.

Quelles que soient votre démarche analytique ou votre stratégie en matière de répartition de l'actif et de gouvernance de placements, ce rapport vous guidera pour trouver la réponse aux questions cruciales ci-dessous.

Quelles sont la feuille de route et la structure à suivre pour déterminer si les politiques gouvernementales entraîneront une réflation tangible? Que faire si les marchandises ou l'indice des prix à la consommation (IPC) ne représentent pas adéquatement la nature de l'inflation future?
.....

Étant donné qu'il devient de plus en plus difficile d'analyser la politique gouvernementale et d'établir ses liens avec les prix des actifs, quelle démarche faut-il prévoir pour réagir à des changements majeurs ou à des événements géopolitiques? Gestionnaires internes ou externes? Portefeuille réel ou volet intégration?
.....

Vous sera-t-il possible de capitaliser sur les dislocations, par exemple : la hausse des taux d'intérêt réels, la pénurie de dollars ou le risque de refinancement, advenant que les mesures correctives de la banque centrale menacent la liquidité? Autrement dit, serez-vous en mesure de réagir à des interruptions périodiques, de courte durée, dans la politique monétaire autrement accommodante des banques?
.....

Comment votre portefeuille se comportera-t-il dans un contexte de politique inédite, de redistribution des richesses destinée à combler les écarts de revenus? Quelles seraient les répercussions sur votre portefeuille d'éventuels changements dans le crédit à la consommation, la consommation de marchandises et l'habitation?
.....

Votre portefeuille sera-t-il capable de fructifier si les corrélations entre les catégories d'actifs (actions et obligations, par exemple) deviennent de plus en plus positives, même si la prime de risque des autres placements frise le zéro?



1 Régime actuel : pourquoi la dette augmente?

L'endettement mondial total a augmenté de

75 %

entre 1980 et 2018

La hausse de la dette est un phénomène généralisé

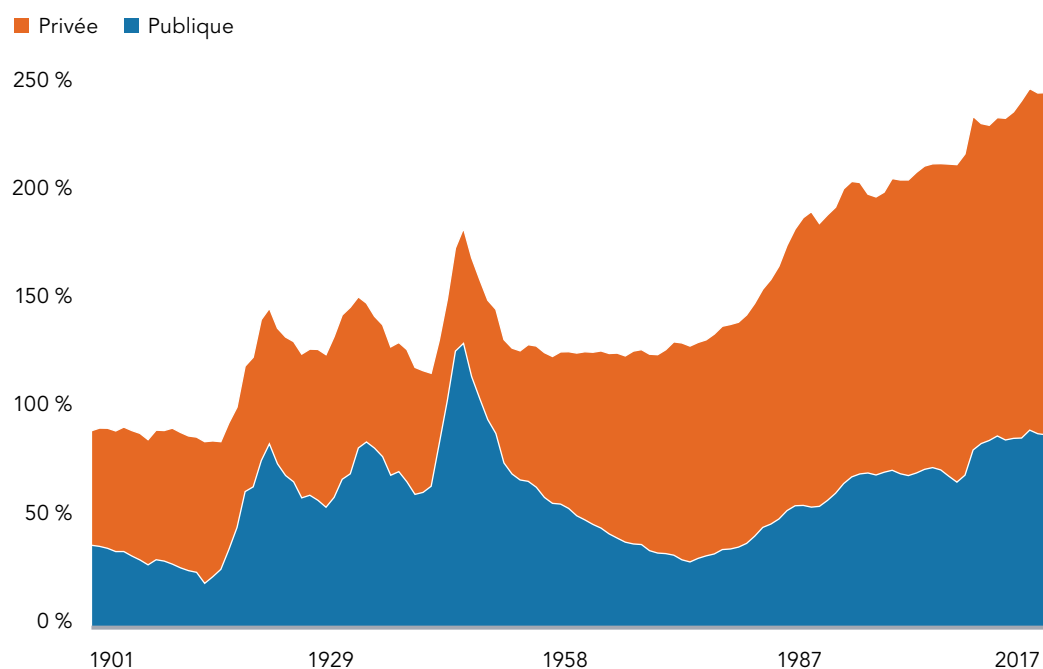
Dans la liste des risques de placement dans la conjoncture actuelle, le niveau d'endettement sans précédent des principales économies mondiales devient rapidement le plus grave. En fait, ce risque est en gestation depuis des décennies.

La hausse de la dette s'est accélérée dans les années 1980; cette dynamique est largement répandue à travers le monde, autant dans les secteurs publics que privés. L'endettement mondial total a augmenté de 75 % entre 1980 et 2018, la dette souveraine ayant plus que doublé au cours de cette période.

Aux États-Unis, les grands bonds de la dette publique ont historiquement suivi une guerre ou une importante contraction de l'économie. Plus récemment cependant, la dette a augmenté même en période d'expansion en temps de paix. Le ratio dette/PIB américain est aujourd'hui supérieur à 100 %, niveau inégalé depuis la Seconde Guerre mondiale.

TABLEAU 2 – Mondialement, les niveaux d'endettement ont explosé depuis quelques décennies, atteignant des records sans précédent.

Dettes mondiale (publique et privée) en proportion du PIB mondial

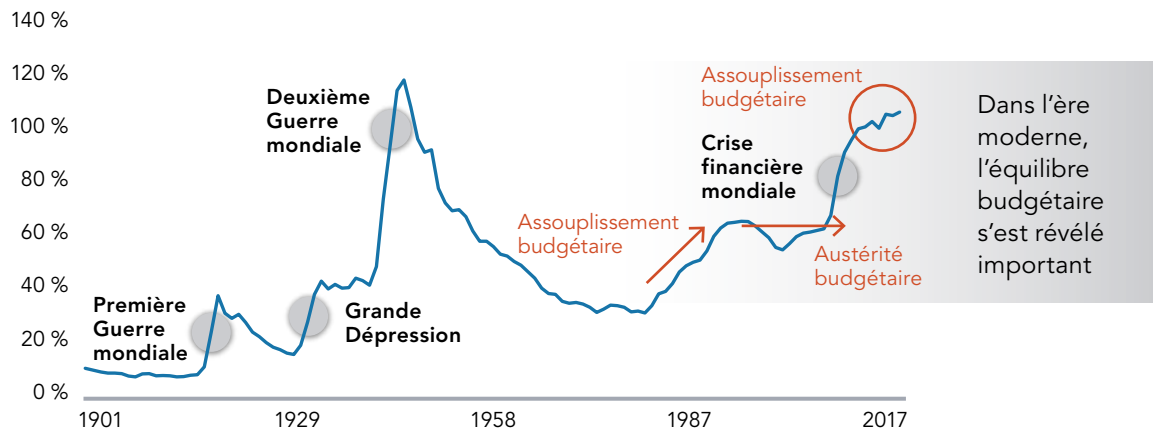


Sources : « *Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts* », Òscar Jordà, Moritz Schularick et Alan M. Taylor (2017). Base de données macrohistorique Jordà-Schularick-Taylor, Banque mondiale, Fonds monétaire international, Banque des règlements internationaux et Fidelity Investments (ERRA), au 31/12/18.

Dans la foulée de la crise financière mondiale, les mesures de désendettement des États-Unis ont entraîné une baisse temporaire de la dette du secteur privé à travers le monde après 2008. Cependant, au cours de la dernière décennie, la Chine s'est lancée dans une massive expansion du crédit privé tandis que la dette des sociétés américaines reprenait sa tendance à la hausse pour atteindre de nouveaux records. La valeur en espèces de la dette des sociétés américaines non financières a surpassé le total de leurs revenus d'exploitation.

TABLEAU 3 – La dette du gouvernement des États-Unis a continué à augmenter ces dernières années, en période d'expansion et en temps de paix.

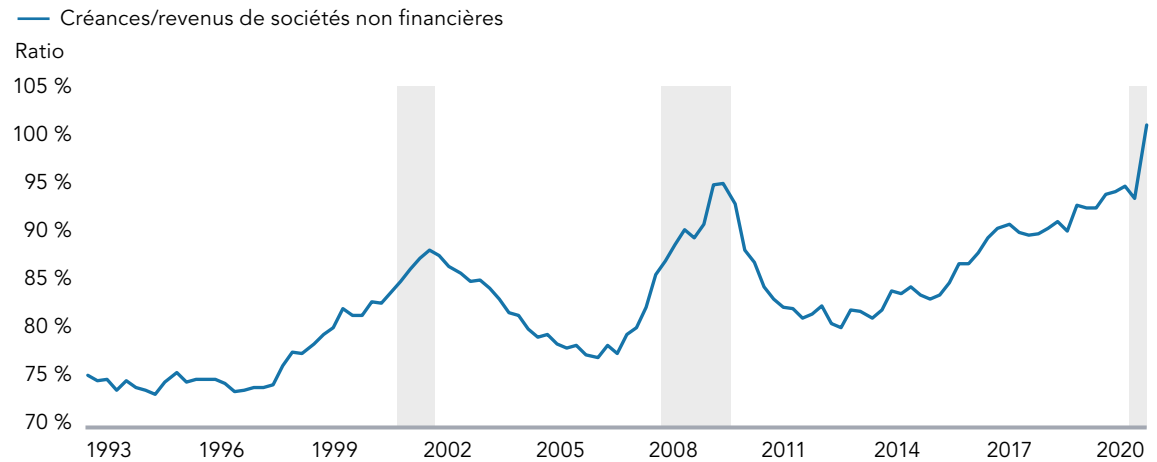
Dettes souveraines des États-Unis en proportion du PIB



Sources : Base de données macrohistorique Jordà-Schularick-Taylor, Banque mondiale, Fonds monétaire international et Fidelity Investments (ERRA), au 31/12/18.

TABLEAU 4 – La dette des sociétés américaines a atteint des sommets records.

Créances de sociétés non financières en pourcentage des revenus



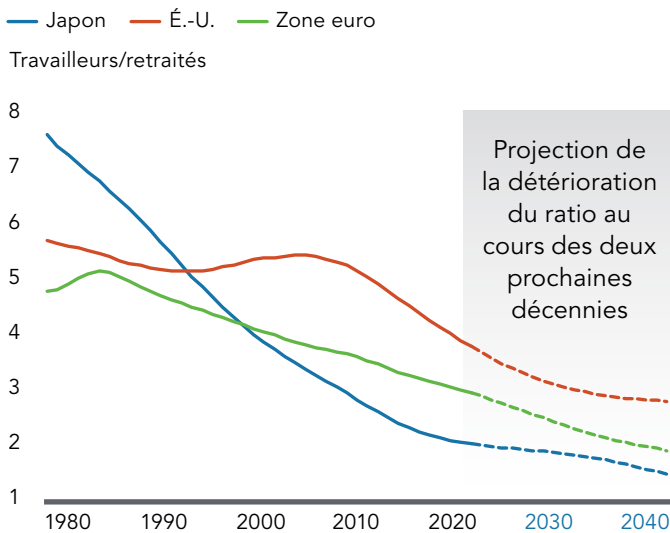
Les zones ombrées représentent les récessions des États-Unis, telles que définies par le NBER. Sources : Federal Reserve Board, NBER, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 3/30/20.

Causes et agents catalyseurs : vieillissement démographique et pressions budgétaires découlant de politiques monétaires expansionnistes

Avec les dépenses en pensions et en soins de santé qu'il implique, le vieillissement démographique accroît les pressions sur les budgets sociaux. Dans de nombreuses économies avancées, les tendances démographiques ont atteint un sommet dans les années 1980 et elles se sont nettement détériorées au cours de la dernière décennie, c'est-à-dire que le ratio travailleurs/retraités s'est érodé. La population actuelle compte moins de citoyens en âge de travailler (15 à 64 ans) par rapport à ceux, en nombre croissant, qui ont l'âge de la retraite (65 ans et plus), comme l'illustre la chute du ratio du soutien démographique dans le tableau ci-dessous. Le cas du Japon attire particulièrement l'attention, son ratio ayant fait un plongeon spectaculaire de plus de 7 à environ 2 aujourd'hui. Avec la hausse des pensions de retraite et des prestations de soins de santé à payer, et la baisse du nombre de travailleurs qui alimentent les caisses grâce à leurs contributions fiscales, l'équilibre budgétaire est compromis dans la plupart des pays industrialisés.

TABLEAU 5 – Avec le vieillissement de la population, le ratio du soutien démographique est devenu moins favorable dans plusieurs grandes économies développées.

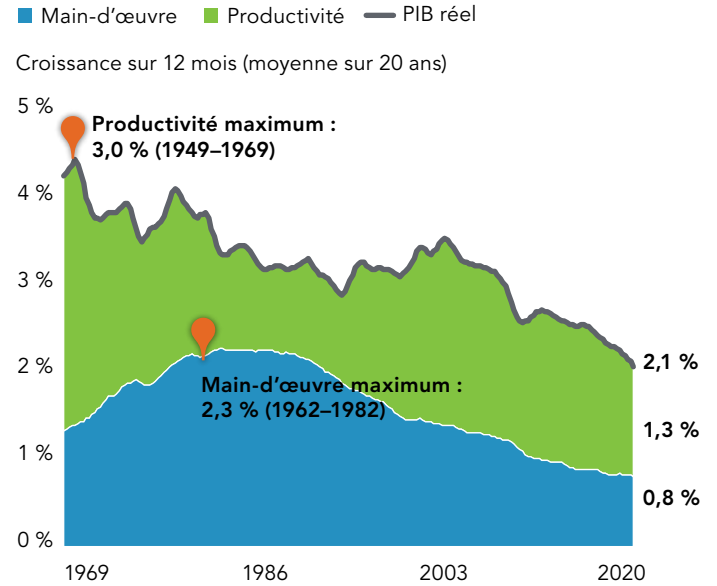
Nombre de citoyens en âge de travailler par rapport au nombre de citoyens à l'âge de la retraite



Le ratio du soutien démographique calcule le nombre de travailleurs (15 à 64 ans) par rapport au nombre de retraités (65 ans et plus). Sources : Nations Unies, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/10/19.

TABLEAU 6 – Le ralentissement de la croissance du PIB est directement lié à celui de la main-d'œuvre.

Composantes de la croissance du PIB

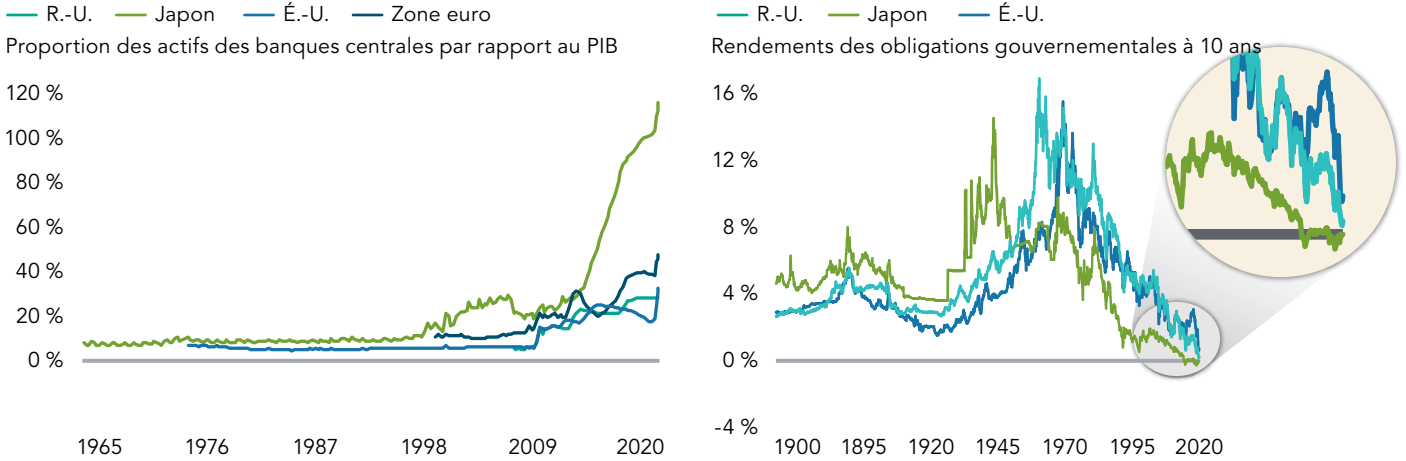


Sources : Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

La croissance du PIB s'est également ressentie de l'affaiblissement des conditions démographiques, et le revenu national n'a pas pu augmenter au rythme de la hausse de l'endettement. Depuis quelques décennies, plusieurs économies avancées ont accusé une baisse de croissance du PIB directement liée au ralentissement de la croissance démographique. L'augmentation de la population active comptait pour 2,3 points de pourcentage du taux de croissance économique des États-Unis pendant les années 1960 et 1970, mais représentait seulement 0,8 points de pourcentage au cours des 20 dernières années. Les responsables des politiques monétaires ont facilité la hausse de la dette en continuant à réduire les taux d'intérêt et en achetant des obligations d'État dans le cadre de mesures d'assouplissement quantitatif. En conséquence, les rendements des obligations gouvernementales à long terme ont sombré à des planchers historiques dans le monde entier et les bilans des principales banques centrales ont atteint des sommets records. Ces décisions ont maintenu les faibles coûts du service de la dette et contribué à l'accumulation incessante de l'endettement.

TABLEAU 7 – L'assouplissement quantitatif des banques centrales a gonflé leurs bilans et fait sombrer les rendements obligataires à des planchers records.

Proportion des actifs des banques centrales par rapport au PIB et aux rendements des obligations gouvernementales à 10 ans



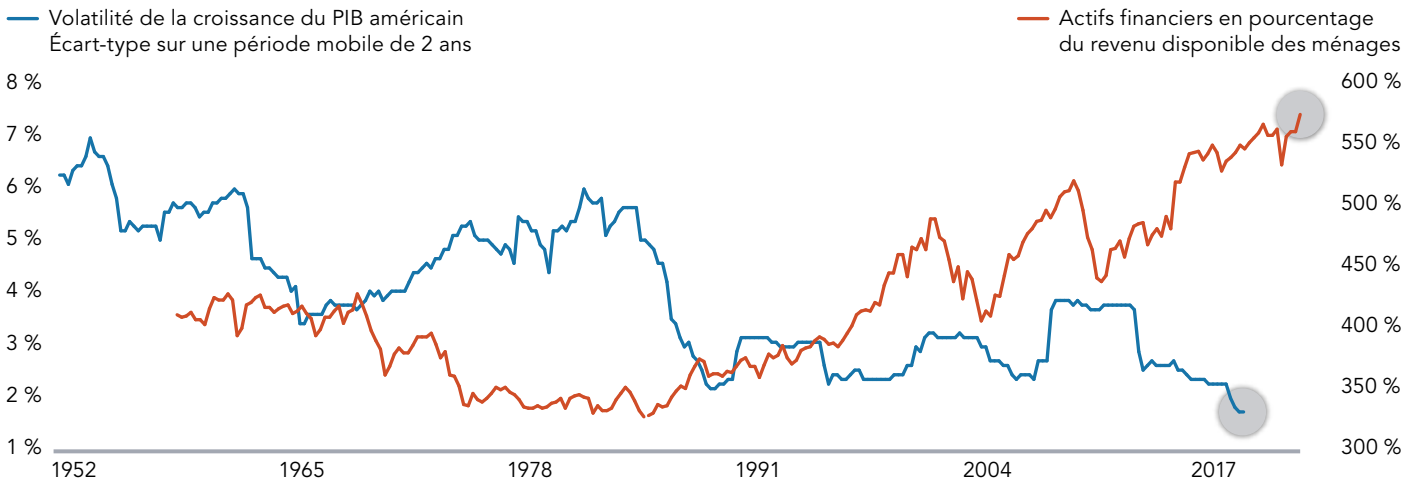
Sources : (GAUCHE) Haver Analytics, Banque d'Angleterre, Banque du Japon, BCE, Réserve fédérale et OCDE, au 31/3/20. (DROITE) Global Financial Data et Fidelity Investments (ERRA), au 10/6/20.

La récession de 2020 n'est que la quatrième depuis le début des années 1980, alors que la période de 35 ans antérieure à 1980 en a compté neuf.

Hélas, ces mesures n'ont pas éperonné la croissance. Elles ont contribué à réduire la volatilité du PIB et ont propulsé les prix des actifs financiers. Au cours des 35 dernières années, l'écart-type moyen de la croissance du PIB des États-Unis correspondait à moins de la moitié de celui enregistré pendant les décennies précédentes. La récession de 2020 n'est que la quatrième depuis le début des années 1980, alors que la période de 35 ans antérieure à 1980 en a compté neuf. Parallèlement, la valeur des actifs financiers par rapport au revenu disponible des ménages a atteint des sommets inégalés.

TABLEAU 8 – Des politiques monétaires extraordinaires ont contribué à réduire la volatilité économique et ont propulsé les prix des actifs financiers.

Volatilité de la croissance du PIB américain et actifs financiers en pourcentage du revenu disponible des ménages



Sources : Federal Reserve Board, Bureau of Economic Analysis, Haver Analytics, et Fidelity Investments, au 31/12/19.

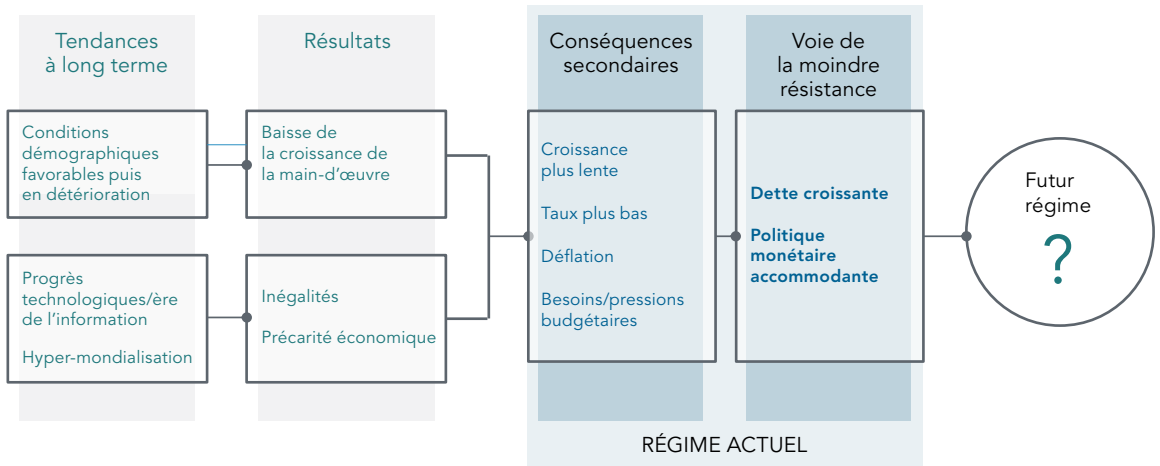
La voie de la moindre résistance demeure l'accommodement monétaire et l'augmentation de la dette

Dans une perspective d'ensemble, notre position actuelle est tributaire d'un changement du paysage mondial. Des tendances séculaires amorcées dans les années 1980, telles le déclin des conditions démographiques, les innovations technologiques effrénées de notre ère de l'information et l'hyper-mondialisation, se sont intensifiées jusqu'à constituer, au 21^e siècle, la toile de fond d'une conjoncture de ralentissement de la croissance économique, de déflation, de faibles taux d'intérêt, d'augmentation des inégalités, de précarité économique grandissante et d'aggravation des pressions budgétaires. Dans notre rapport (en anglais) « *Rising Policy and Political Risk: Implications for Asset Allocation*¹ », nous examinons en détail ce cocktail explosif de forces politiques et socioéconomiques contraires, et comment le populisme national, les pressions de la démondialisation et l'instabilité géopolitique participent à la genèse d'un changement de régime à long terme.

La convergence de ces tendances à long terme a déclenché deux phénomènes déterminants – la hausse des niveaux d'endettement et des politiques monétaires de plus en plus accommodantes. Ces deux tendances sont passées à la vitesse grand V après la crise financière mondiale de 2008. La voie de la moindre résistance est le maintien de ces tendances dans le proche avenir.

TABLEAU 9 – L'évolution des tendances à long terme est à l'origine d'une dette croissante et de politiques monétaires toujours plus accommodantes.

Origines économiques et politiques de la hausse de la dette



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.



2

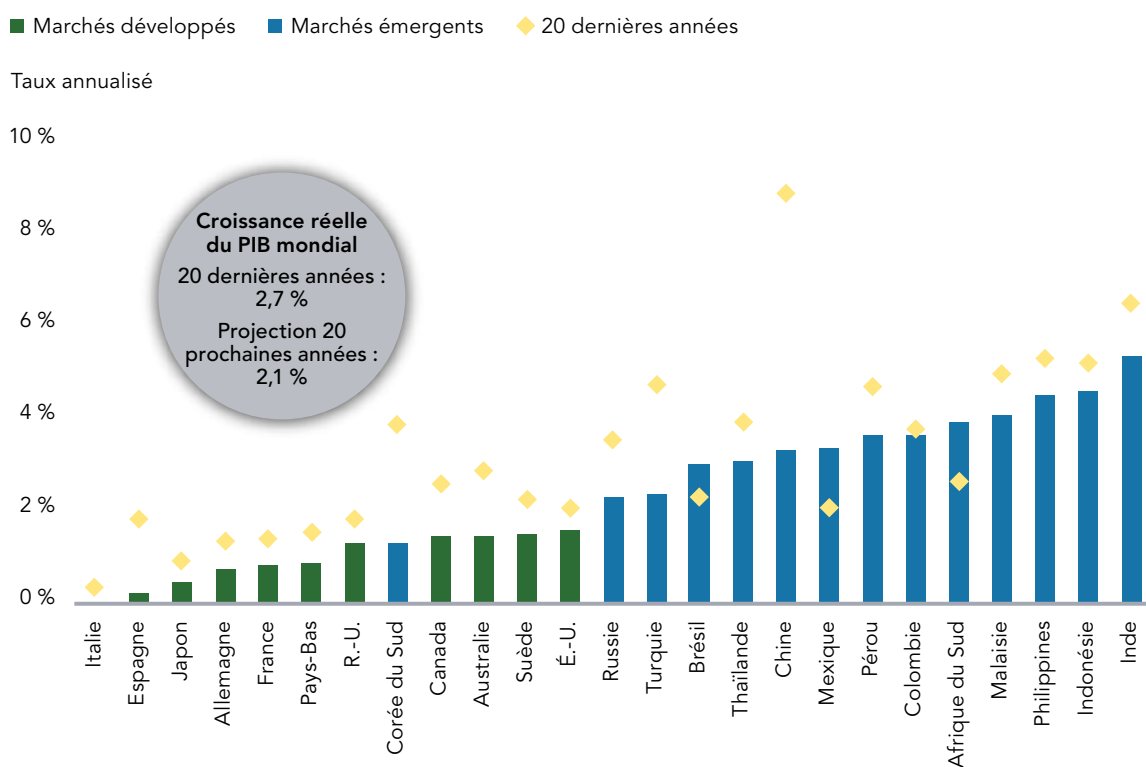
Non viable : voici pourquoi la dette continuera à augmenter

Nous prévoyons une croissance plus lente, dans une perspective à long terme

Dans le cadre de notre recherche à long terme, nous publions depuis 2013 un rapport annuel exposant nos prévisions de croissance économique (Voir le plus récent « Perspectives à long terme de la croissance mondiale : les 20 prochaines années² »). Chaque année, nos observations faisaient ressortir le potentiel d'un ralentissement de la croissance future, par rapport à celle des dernières décennies, dans la majorité des principales économies. Selon nous, de multiples facteurs contribueront au ralentissement de la croissance, notamment la détérioration des conditions démographiques, le fait que la mondialisation frise son niveau maximum, l'étiollement des avantages sociaux attribuable à la hausse de la dette, les conséquences imprévues de politiques monétaires expansionnistes et les promesses de financement non respectées.

TABLEAU 10 – Nous prévoyons que les taux de croissance économique à long terme continueront à diminuer.

Croissance réelle du PIB : comparaison des projections des 20 prochaines années et du taux des 20 dernières années



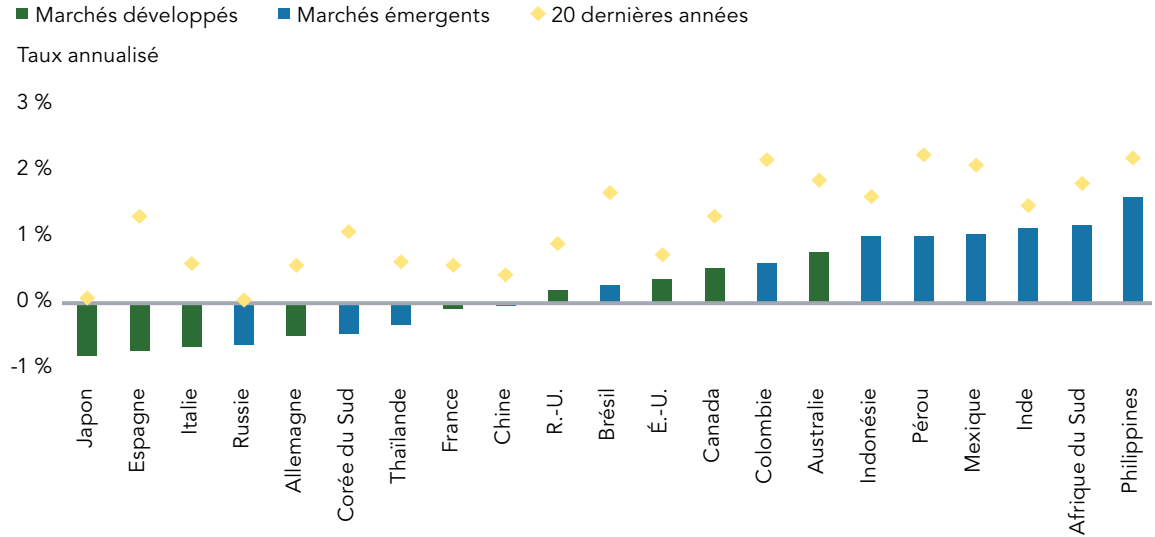
Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs.

PIB : produit intérieur brut. Sources : OCDE et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

La détérioration constante des conditions démographiques est la principale entrave de la croissance future. L'impact le plus direct sur le PIB d'un pays est la croissance de sa main-d'œuvre, et nous prévoyons que la croissance de la main-d'œuvre baissera considérablement au cours des 20 prochaines années.

TABLEAU 11 – La croissance de la population en âge de travailler ralentira dans la majorité des économies.

Croissance de la main-d'œuvre : comparaison des projections des 20 prochaines années et du taux des 20 dernières années



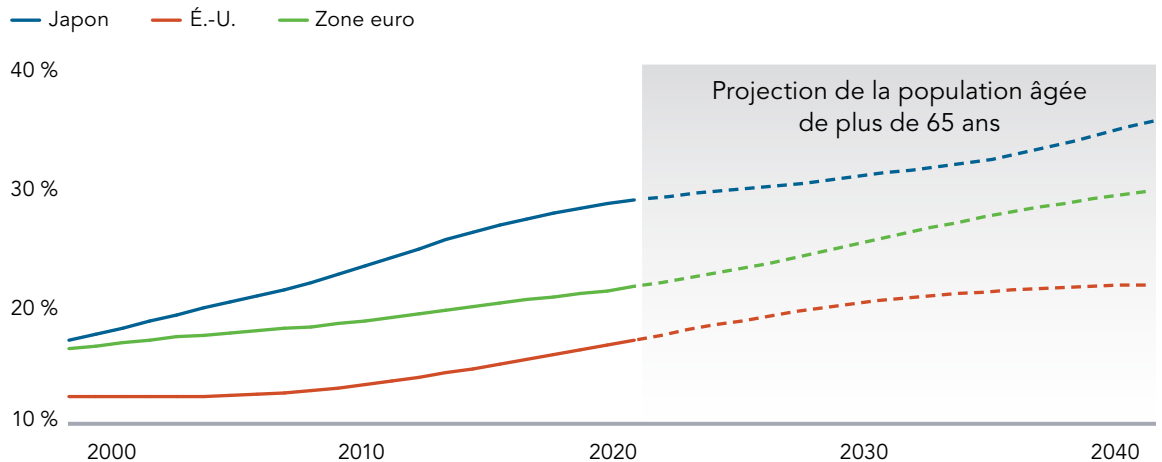
Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs.

Sources : Banque mondiale, OCDE, agences statistiques des divers pays, Haver Analytics et Fidelity Investment (ERRA), au 31/5/20.

Dans la plupart des économies avancées, la tranche de la population la plus âgée continuera à augmenter. Il importe de noter que les personnes de 65 ans et plus représentent déjà 28 % de la population du Japon. Tout semble indiquer que les dépenses en matière de pensions de soins de santé destinés aux retraités continueront à augmenter.

TABLEAU 12 – Le nombre de citoyens à l'âge de la retraite continuera à augmenter dans la plupart des économies avancées.

Pourcentage de la population âgée de plus de 65 ans

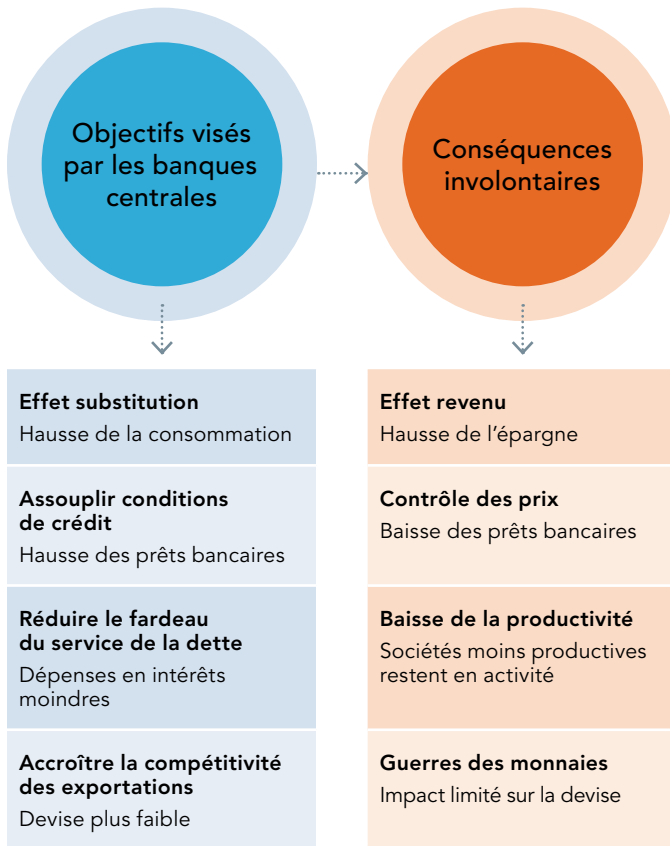


Sources : Nations Unies, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/10/19.

Les politiques monétaires de plus en plus accommodantes n'arrangent rien à cette situation, d'autant plus qu'elles ont des effets secondaires négatifs susceptibles, en fait, d'aggraver le ralentissement de la croissance. Prenons l'exemple de la baisse des taux d'intérêt : au lieu de stimuler l'emprunt et la consommation, comme c'était son objectif, elle a entraîné une augmentation du taux d'épargne. Cela s'explique en partie par le portrait démographique des économies avancées, où les ménages vieillissants réduisent leur consommation, puisque l'apport de leurs actifs à revenu fixe tend à diminuer. Nous étudions plus en détail les conséquences involontaires des politiques monétaires extraordinaires dans notre rapport (en anglais) « *Unintended Consequences of Extraordinary Monetary Policies*³ ».

TABLEAU 13 – Des politiques monétaires extraordinaires ont eu de nombreux effets secondaires négatifs.

Conséquences involontaires de politiques monétaires extraordinaires

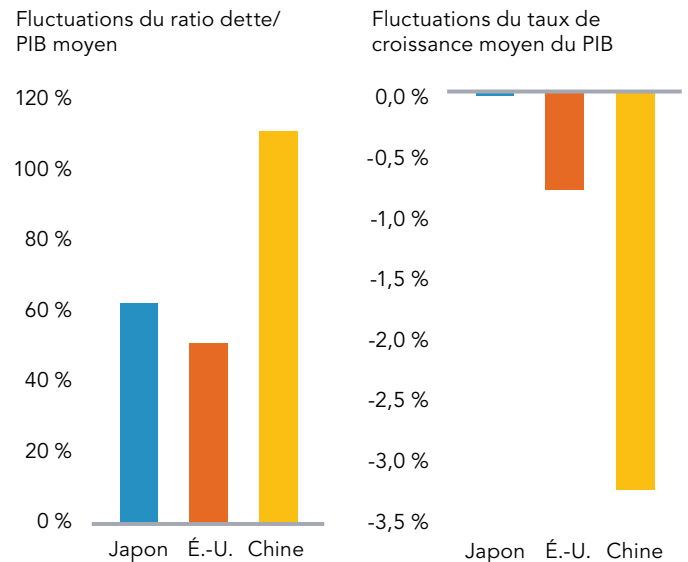


Source : Fidelity Investments (ERRA), au 3/31/20.

En outre, l'effet compensatoire de la croissance, sur un endettement supplémentaire, s'amenuise. Tandis que la dette accumulée atteint des sommets inégalés, son impact sur la croissance du PIB pourrait être, en fait, négatif. L'endettement total a considérablement augmenté dans plusieurs des principales économies mondiales en comparaison à ce qu'il était durant la décennie antérieure à la crise financière mondiale, mais le taux de croissance moyen du PIB a fléchi depuis quelques années. En Chine, par exemple, le ratio dette/PIB est supérieur de plus de 100 points de pourcentage à celui des années antérieures à la crise financière mondiale, mais le taux de croissance moyen du PIB a diminué de plus de trois points de pourcentage.

TABLEAU 14 – Les augmentations de l'endettement ont coïncidé avec un ralentissement de la croissance économique.

Comparaison entre 1997–2007 et 2014–2019



Sources : Base de données macrohistorique Jordà-Schularick-Taylor, Banque mondiale, Fonds monétaire international et Fidelity Investments (ERRA), au 31/12/19.

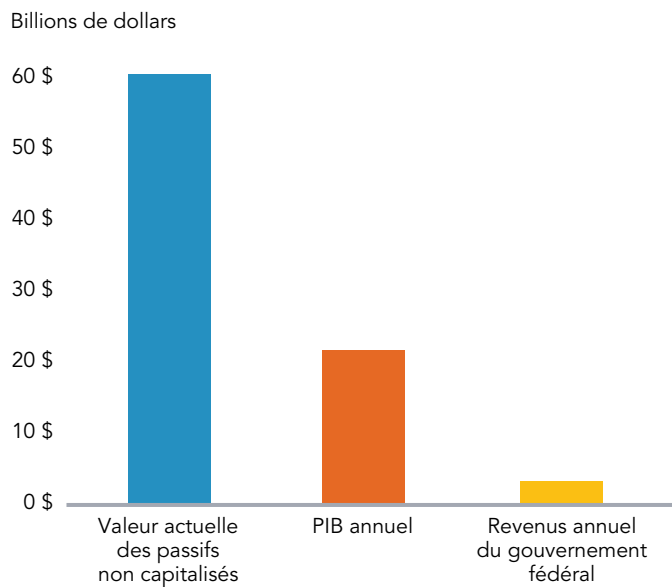
Nous prévoyons des pressions budgétaires grandissantes

La détérioration de la situation démographique, exacerbée par des gains économiques inégaux, motivera probablement les régulateurs à accroître les dépenses d'aide sociale. La plupart des pays n'ont pas établi de budgets tenant compte de la totalité des coûts reliés au segment grandissant de la population en âge de retraite. Aux États-Unis, par exemple, les passifs non capitalisés des régimes d'avantages sociaux du gouvernement fédéral représentent environ le triple de la production économique annuelle, et il faut s'attendre à ce qu'ils alourdissent le fardeau de la dette nationale.

La détérioration de la situation démographique peut rendre extrêmement difficile l'implantation de mesures d'austérité budgétaire; le Japon est le meilleur exemple contemporain de ce phénomène. Parmi les pays lourdement endettés depuis 1900, le Japon est celui qui affiche la plus forte hausse constante de sa dette après avoir dépassé le seuil de 100 % du ratio dette/PIB.

TABLEAU 15 – Les passifs non capitalisés des régimes d'avantages sociaux américains minimisent leur capacité à verser les prestations.

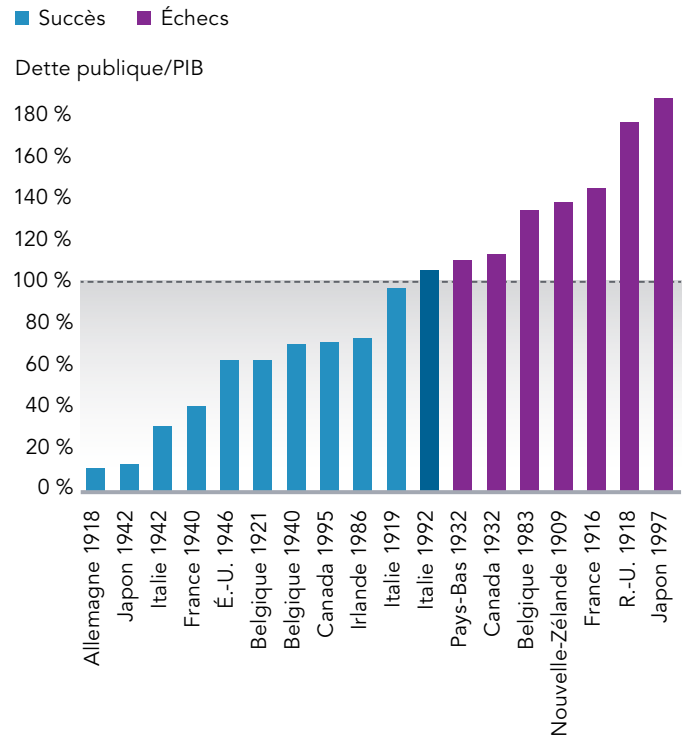
Obligations des programmes Medicare et de sécurité sociale mises en perspective



Congressional Budget Office, Bureau of Economic Analysis, 2019 Annual Report of the Board of Trustees of the Federal Hospital Insurance and Federal Supplementary Medical Insurance Trust Funds et Fidelity Investments (ERRA), au 31/12/19. PIB : produit intérieur brut. Sources : OCDE et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

TABLEAU 16 – Depuis 1900, les pays lourdement endettés ont autant réussi que failli à réduire leur dette.

Dettes souveraines 10 ans après avoir dépassé le seuil d'endettement élevé de 100 % du PIB



Les dates indiquent le début de la période d'endettement élevé. Sources : document de travail du FMI « A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy » par Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder et Asad Zaman (2013), et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

Depuis qu'il a franchi ce seuil en 1997, le Japon a régulièrement relevé les taux d'imposition dans le but d'améliorer sa situation budgétaire. Mais, le plus remarquable est que le Japon est le seul des pays lourdement endettés du siècle dernier qui n'ait jamais tenté d'établir un excédent budgétaire, même en présence de tendances baissières persistantes de l'inflation et de la croissance. Nous en déduisons que le déclin démographique constitue un obstacle énorme pour un pays contemporain lourdement endetté désireux de recourir à l'austérité budgétaire pour consolider sa dette.

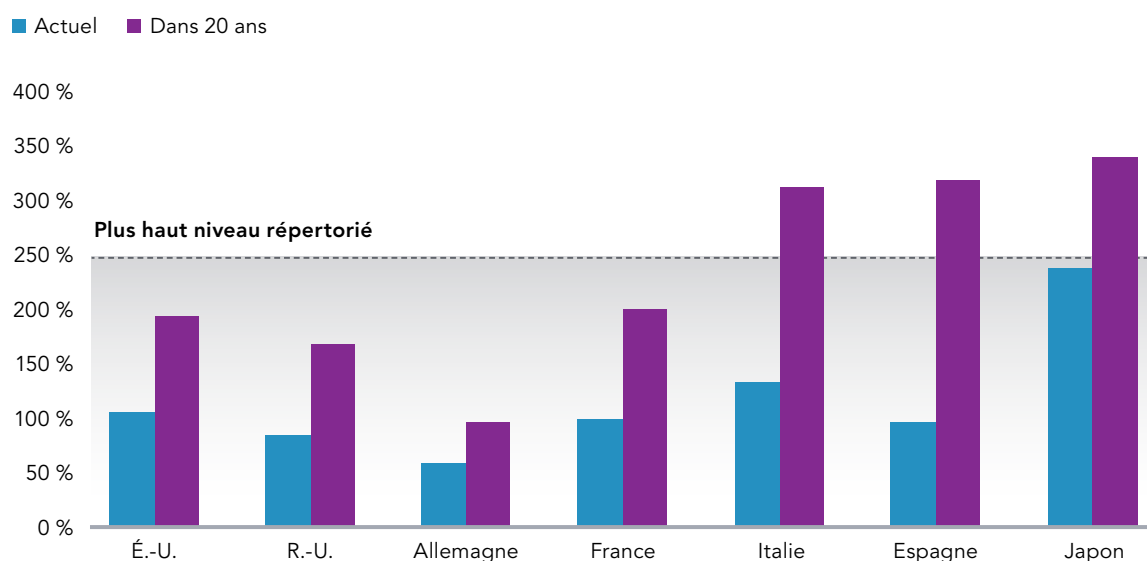
Nous prévoyons une hausse des ratios dette souveraine/PIB.

Nous prévoyons que le ratio dette souveraine/PIB des économies les plus avancées augmentera régulièrement, et cette hausse risque d'être encore plus spectaculaire dans le sillage de la pandémie de COVID-19.

Plusieurs des grandes économies, dont les États-Unis, ont atteint le seuil traditionnel de l'endettement élevé, soit 100 % du ratio dette/PIB, ou s'en approchent. D'après nos prévisions du PIB à long terme – auxquelles s'ajoutent nos estimations de l'impact du vieillissement de la population sur les budgets gouvernementaux et la répression financière qui supprime les taux d'intérêt – nous sommes d'avis que les dettes souveraines augmenteront considérablement au cours des prochaines années. Selon ce scénario, de nombreux pays surpasseraient les niveaux d'endettement les plus élevés jamais enregistrés.

TABLEAU 17 – Selon nous, les dettes souveraines, déjà élevées, augmenteront considérablement dans les années à venir.

Ratios dette publique/PIB actuels et projetés



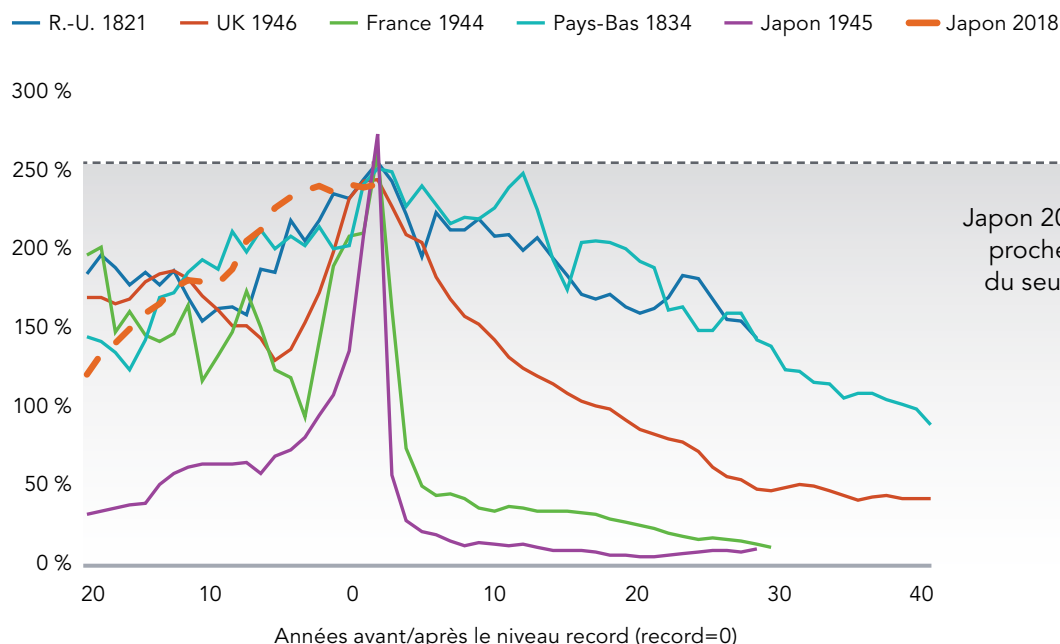
Sources : Fonds monétaire international, Nations Unies et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

Nous pensons que l'augmentation de l'endettement ne sera pas viable à terme.

Aucun pays n'a jamais fonctionné avec un ratio dette/PIB perpétuellement en hausse. Les niveaux d'endettement les plus élevés répertoriés se situaient tous autour de 250 % du PIB, dont ceux du Royaume-Uni et des Pays-Bas au 19^e siècle, et du Royaume-Uni, de la France et du Japon après la Deuxième Guerre mondiale.

TABLEAU 18 – Aucun gouvernement n’a jamais été capable de soutenir une dette supérieure à 250 % du PIB.

Dettes souveraines/PIB des pays les plus endettés répertoriés



Sources : document de travail du FMI « *A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy* » par Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder et Asad Zaman (2013), et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

S'il n'existe pas de « nombre magique » qui permette d'établir mathématiquement la limite à ne pas dépasser au risque d'avoir un niveau d'endettement immédiatement insoutenable, il existe sans doute un seuil psychologique, insurmontable à la longue.

La théorie budgétaire du niveau des prix nous offre un modèle utile pour comprendre ce seuil psychologique⁴. Cette théorie présente un lien explicite entre la dette nominale du gouvernement et le niveau général des prix. Selon son postulat, la monnaie fiduciaire a de la valeur parce que le gouvernement a déclaré qu'il l'acceptera pour le paiement des impôts. La valeur de la monnaie fiduciaire (l'inverse du niveau de prix) est donc déterminée par l'encours de la dette nominale du gouvernement et les attentes des investisseurs au sujet des futurs choix politiques du gouvernement. En bref, les créanciers achètent des obligations du gouvernement, car ils ont la conviction qu'elles seront honorées, puisqu'il estime que l'État aura éventuellement recours à un excédent du budget primaire.

En théorie, le plafond absolu de l'accumulation de la dette est atteint lorsque les investisseurs estiment que, compte tenu du prix en vigueur, il est peu probable que le gouvernement adopte l'excédent du budget primaire nécessaire pour rembourser sa dette. Lorsque des investisseurs étrangers sont présents sur un marché, il s'agit davantage de la confiance envers la capacité du gouvernement à soutenir la valeur de sa devise. En pratique, peu d'entre-nous consacrent du temps à étudier des modèles pour évaluer les probabilités de futurs excédents budgétaires d'un gouvernement. Néanmoins, le seuil psychologique est significatif – s'il devient évident que l'inflation ou la dépréciation monétaire sont les seules issues, les créanciers répugneront de plus en plus à financer un endettement croissant à un faible taux d'intérêt.



3

Perspective politique : des expériences plus poussées à prévoir

Mécanisme de la dette : les régulateurs peuvent combiner plusieurs des leviers à leur disposition

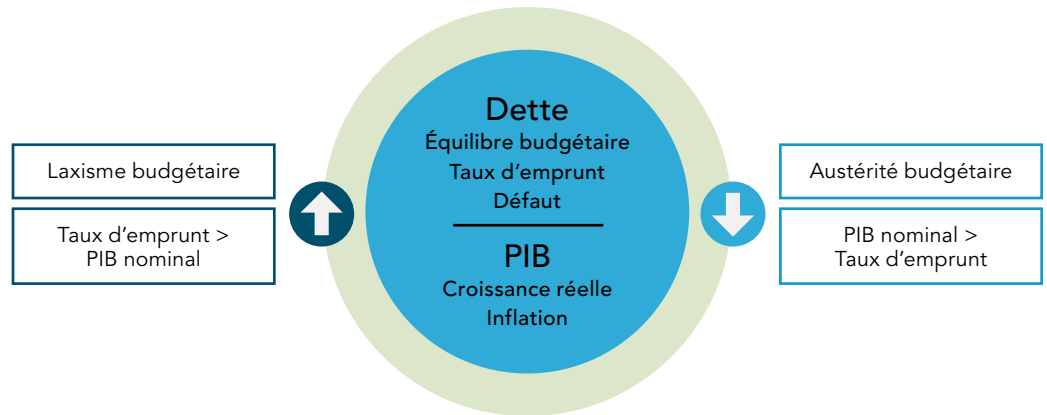
Théoriquement, la limite d'emprunt est fonction du montant du capital accumulé. En clair, nous ne pouvons pas emprunter quelque chose qui n'existe pas. Mais en pratique, la limite d'emprunt est le plus souvent définie par notre capacité à assurer le service de la dette, qui est fonction de l'encours de la dette et du taux d'intérêt sur l'emprunt. Le fait qu'une dette croissante puisse – parfois soudainement – entraîner une hausse des taux d'intérêt complique davantage la question. Probablement source de préoccupation pour les régulateurs, ces éventualités affectent sans doute leur comportement.

La limite d'emprunt est définie par notre capacité à assurer le service de la dette.

En résumé, la dynamique du ratio dette/PIB ne repose que sur quelques facteurs. Le montant de la dette – le numérateur – peut être réduit par un recours au défaut; sinon, il peut changer selon les soldes budgétaires, c'est-à-dire les dépenses et les impôts, et le taux d'emprunt. Le PIB nominal – le dénominateur – est fonction des taux de croissance réels et de l'inflation, comme l'illustre le diagramme qui suit. En bref, l'expansion de la dette est le résultat d'un laxisme budgétaire ou d'un taux d'emprunt excédant la croissance nominale, ou des deux à la fois. La réduction de la dette est possible grâce à l'austérité budgétaire ou une croissance nominale supérieure au taux d'emprunt, ou des deux à la fois. Pour régler le problème de la dette, les régulateurs peuvent donc combiner, selon la situation, plusieurs des leviers à leur disposition.

TABLEAU 19 – En cas de ratio dette/PIB élevé, les régulateurs peuvent combiner plusieurs des leviers à leur disposition.

Mécanisme de la dette



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 3/31/20.

Grandes leçons de l'histoire : la politique continuera probablement à dériver vers des choix plus inflationnistes

Devant les limites de leur pouvoir à instaurer l'austérité budgétaire ou à propulser la croissance réelle, les régulateurs cibleront une hausse du PIB nominal, glissant probablement vers des choix politiques plus inflationnistes.

Nous disposons de données appréciables sur 18 épisodes, depuis 1900, où le ratio dette souveraine/PIB d'un pays a atteint 100 %. Représentés dans le Tableau 16, ces épisodes d'endettement élevé étaient généralement le résultat du financement des guerres mondiales ou de graves débâcles économiques comme celle de la Grande Dépression. Après avoir atteint le seuil de 100 %, neuf pays (sur 10 épisodes) ont réussi à réduire leur ratio dette/PIB au cours de la décennie suivante; sept ont échoué et ont vu leur ratio dette/PIB continuer à augmenter; et le ratio dette/PIB est resté le même dans le cas d'un pays. Ces exemples peuvent nous éclairer sur les solutions politiques choisies par des pays lourdement endettés, et sur leur efficacité.

La répression financière a pour objectif de faciliter le service de la dette par le biais d'un procédé artificiel, indépendant des forces du marché, qui consiste à supprimer le taux

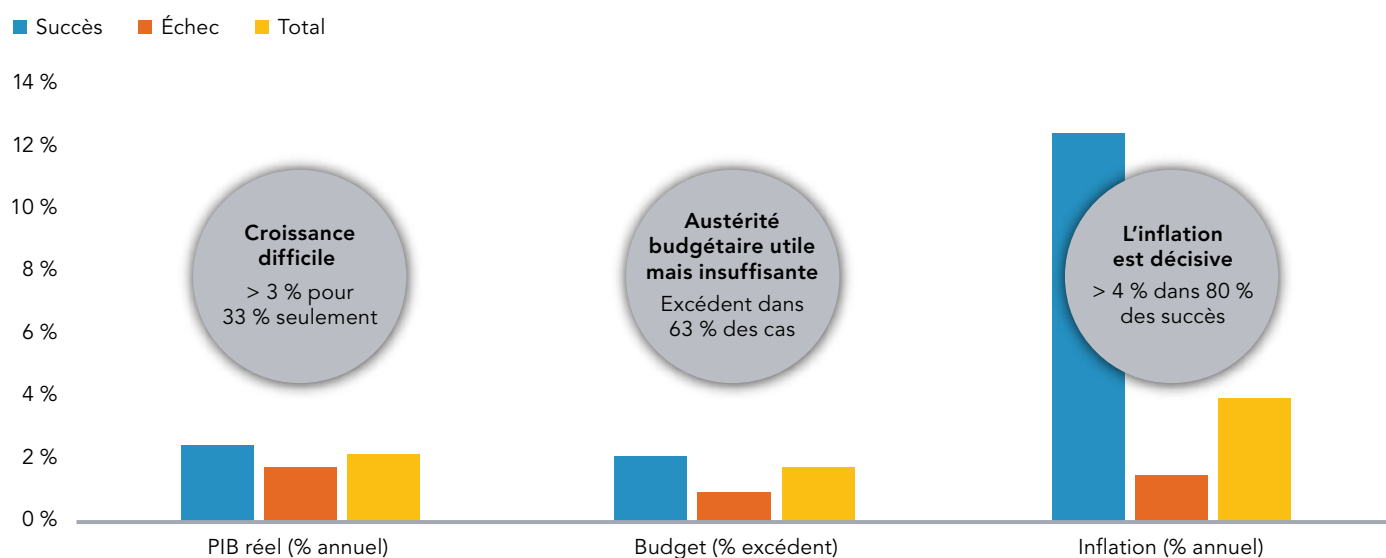
d'emprunt du gouvernement. Par exemple, la Réserve fédérale a fixé à 2 % les taux d'intérêt des Bons du Trésor à long terme durant plusieurs années après la Deuxième Guerre mondiale, malgré les hausses du taux d'inflation. Bien que de nombreux pays aimeraient user de la répression financière pour endiguer l'endettement, leur succès dépend en grande partie des autres outils à leur portée.

Les cas d'endettement élevé du passé révèlent que le recours à la répression financière était répandu, mais qu'il ne suffisait pas à enrayer complètement l'augmentation de la dette. La capacité des régulateurs à assurer le service de leur dette reposait, en définitive, sur les outils de la politique budgétaire, la croissance réelle et l'inflation. L'histoire nous offre un précieux enseignement sur la façon dont un pays peut gérer une dette élevée pendant la décennie qui suit le moment où il a franchi ce seuil :

- **Une faible croissance du PIB était la norme** : que l'endettement élevé en ait été la cause ou le résultat, les données révèlent que très peu de pays ont pu se fier à une forte croissance comme part importante dans la solution du problème de la dette. Qu'un pays ait réussi ou échoué à régler le problème, la croissance réelle du PIB était d'environ 2 % en moyenne pendant la décennie qui a suivi le moment où il a franchi le seuil de l'endettement élevé.

TABLEAU 20 – Les pays lourdement endettés ont fait face à une croissance atone et ont souvent recouru à l'inflation pour réduire la dette.

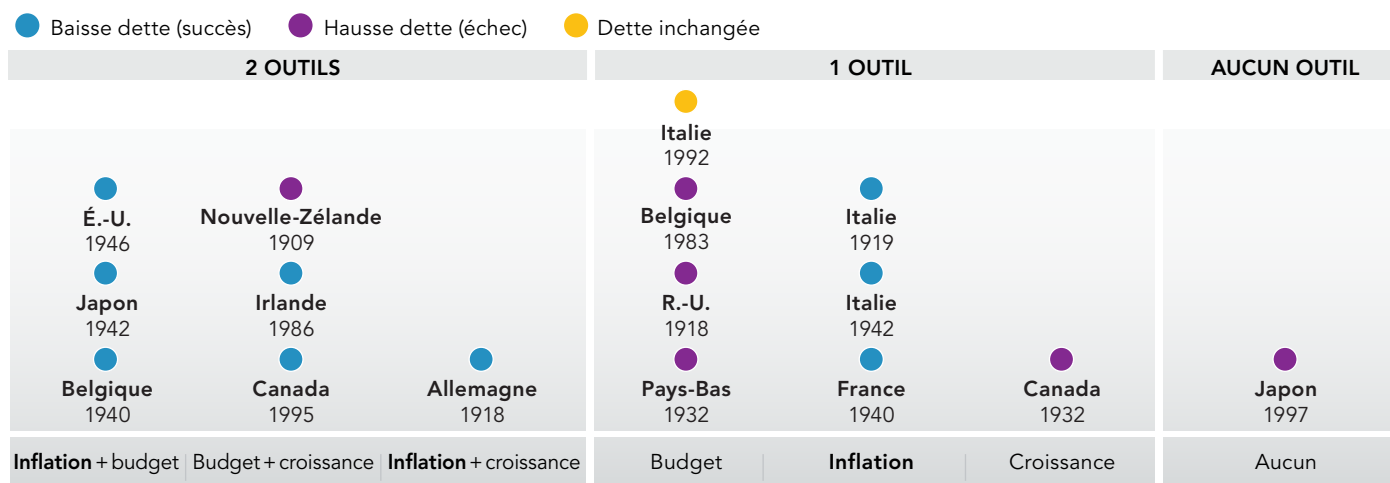
Valeurs médianes pendant la décennie après avoir franchi le seuil de l'endettement élevé



Sources : document de travail du FMI « A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy » par Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder et Asad Zaman (2013), DMS et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

TABLEAU 21 – Consolider la dette a généralement exigé plusieurs outils ou l'inflation, ou les deux.

Outils employés par les pays lourdement endettés



Sources : document de travail du FMI « *A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy* » par Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder et Asad Zaman (2013), DMS et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

Dans un tiers des cas seulement le taux de croissance a dépassé les 3 %.

- **L'austérité budgétaire n'a pas joué de rôle déterminant :** dans la majorité des cas – 63 % – les pays ont recouru à l'austérité budgétaire, définie comme l'objectif de parvenir à un excédent du budget primaire au cours de la décennie à venir. L'équilibre budgétaire a effectivement compté dans certains cas de réussite de consolidation de la dette, mais ce facteur semble insuffisant puisque l'excédent budgétaire était présent dans deux-tiers des cas d'échec.
- **Une hausse de l'inflation a été le facteur décisif :** une inflation plus élevée est la caractéristique qui différencie le plus les réussites des échecs en matière de consolidation de la dette. L'hyperinflation subséquente à une guerre a entraîné une réduction de la dette en Allemagne, après la Première Guerre mondiale, puis au Japon et en Italie, après la Deuxième Guerre mondiale. Parmi les cas de réussite, l'inflation médiane a dépassé 12 %, et ce taux était en moyenne de plus de 4 % dans quatre-cinquièmes des épisodes de réussite. En revanche, parmi les échecs, l'inflation médiane était inférieure à 2 %, et elle n'a dépassé 4 % que dans un seul cas.
- **Les cas où la consolidation de la dette a réussi faisaient souvent usage de plusieurs outils :** dans trois de ces cas, une inflation élevée a suffi à régler le problème d'une hausse de la dette. Cependant, les six autres cas de réussite ont eu recours à deux outils, et la moitié

d'entre-deux ont combiné inflation élevée et austérité budgétaire. Il importe de noter que pratiquement tous les cas d'échec n'ont fait appel qu'à un seul outil; l'austérité budgétaire avait été le choix dans la majorité des cas où la dette a continué à augmenter. Ces résultats sont révélateurs de la difficulté de ne compter que sur un seul facteur, surtout s'il s'agit de la politique budgétaire, pour juguler l'expansion d'une dette élevée.

Implications pour nos perspectives actuelles

Depuis les années 1980, nous avons connu cinq épisodes de dette élevée. Deux d'entre-deux – le Canada en 1995 et l'Irlande en 1986 – se sont soldés par une réduction du ratio dette/PIB grâce à l'austérité budgétaire et une forte croissance. Deux autres – la Belgique en 1983 et l'Italie en 1992 – ont misé sur des excédents budgétaires mais sont demeurés confrontés à des coûts d'emprunt élevés et ne sont pas parvenus à obtenir un PIB nominal suffisant pour réduire le niveau de la dette.

Le dernier exemple est celui du Japon en 1997, qui a non seulement failli à augmenter l'inflation, mais a également entraîné des déficits budgétaires. En clair, le Japon n'a pu employer aucun des trois outils de consolidation budgétaire et n'a, par la suite, jamais démontré la volonté ou la capacité d'instaurer l'austérité budgétaire, même en présence de tendances baissières persistantes de l'inflation et de la croissance. Le Japon pourrait être un exemple

approprié de nombreuses économies avancées d'aujourd'hui où la détérioration des conditions démographiques et le ralentissement de la croissance rendent l'austérité budgétaire de plus en plus difficile. En conséquence, les régulateurs pourraient décider de reléguer à l'arrière-plan les efforts pour diminuer le niveau de la dette.

L'austérité budgétaire n'étant plus une option, de nombreux pays pourraient simplement s'efforcer de stimuler le PIB nominal afin qu'il surpasse le taux d'emprunt du gouvernement, et permette de continuer à assurer le service de la dette, même si cette dette atteint de nouveaux sommets. Les responsables de la politique monétaire veilleront donc au maintien de faibles taux d'intérêt afin d'étouffer les taux d'emprunt. Les autorités de réglementation monétaire et budgétaire coordonneront de plus en plus leurs efforts dans l'objectif d'accroître le PIB nominal.

Les politiques monétaires accommodantes antérieures n'ont pas atteint leurs objectifs de croissance, d'inflation et de distribution

Dans le sillage de la crise financière mondiale de 2008, les politiques budgétaires et monétaires ont initialement compensé le choc financier et contribué à limiter les dégâts sur l'économie. Cependant, au cours de la dernière décennie, la dette croissante et les mesures monétaires extraordinaires, ont :

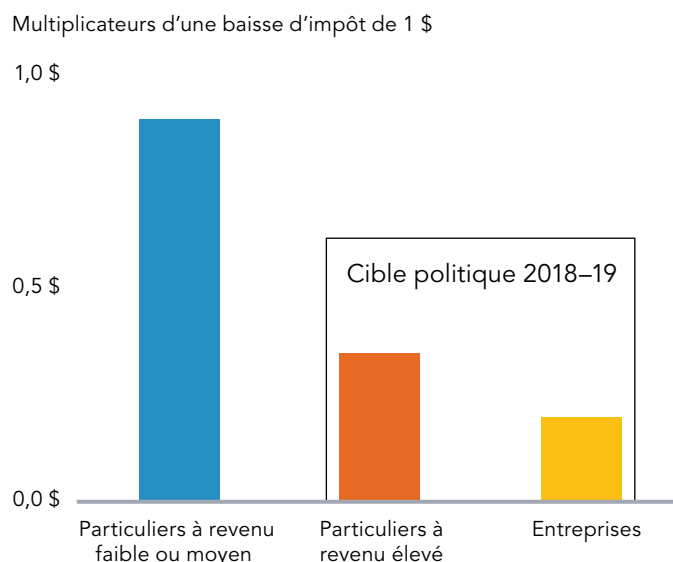
- Failli à augmenter les taux de croissance de l'inflation ou du PIB, érodés par les impacts de l'augmentation de la dette, de l'austérité budgétaire périodique, des déficits budgétaires marqués par des activités à faible effet multiplicateur et des conséquences involontaires des politiques monétaires extraordinaires.
- Exacerbé les effets de distribution négative, notamment l'explosion des prix des actifs pour les nantis et les grandes entreprises aux dépens de la population à revenu faible ou moyen et des petites entreprises.

Diverses raisons expliquent pourquoi les politiques d'accommodement n'ont pas atteint leurs objectifs

- Les politiques monétaires extraordinaires n'ont pas réussi à inciter les banques à augmenter leurs prêts ni les consommateurs à dépenser davantage. Parmi leurs conséquences involontaires, ces politiques ont entraîné une augmentation du taux d'épargne des ménages, une détérioration de la rentabilité des banques et une hausse du nombre d'entreprises « zombies »⁵.

TABLEAU 22 – Depuis quelques années, les politiques budgétaires ciblent surtout les activités à faible effet multiplicateur.

Impact d'une baisse d'impôt de 1 \$ sur l'activité économique (multiplicateur budgétaire)

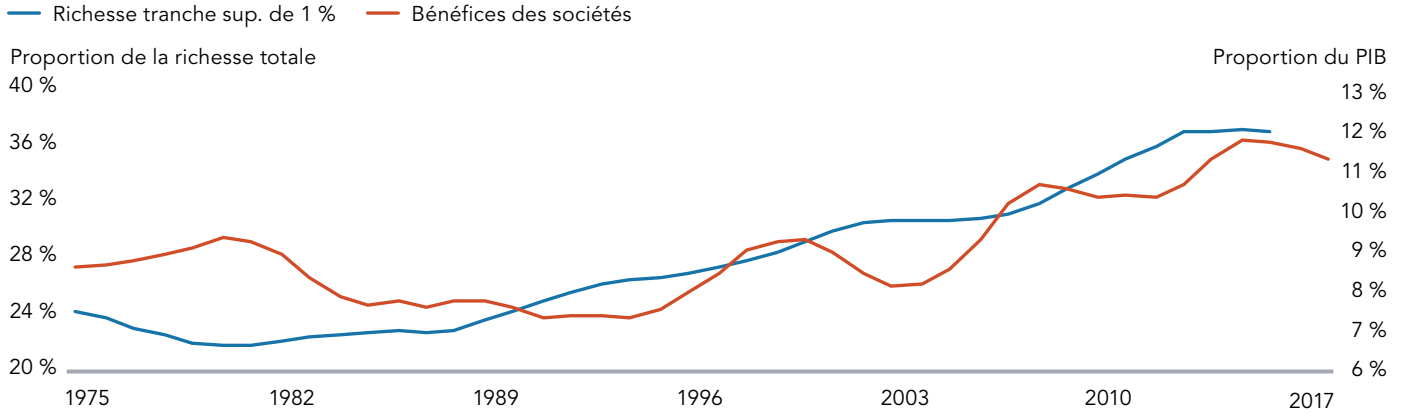


Sources : Congressional Budget Office et Fidelity Investments (ERRA), au 31/12/19.

- Les politiques budgétaires et monétaires étaient rarement en harmonie. Quand l'économie américaine a émergé de la récession au second semestre de 2009, la Fed a maintenu les taux d'intérêt proche de zéro et a adopté plusieurs épisodes d'assouplissement quantitatif au cours des années suivantes. Cependant, la politique budgétaire a été resserrée une fois l'élan de reprise initial passé, le déficit ayant fondu de 10 % qu'il était en 2009 à environ 2,4 % en 2015. Le relâchement notable de la politique budgétaire en 2017-18 a été adopté dans un contexte de resserrement monétaire.
- Au cours des dernières années, les mesures d'assouplissement budgétaire et la hausse des déficits concernaient en grande partie des activités à faible effet multiplicateur. Les réductions d'impôt stimulent généralement moins la croissance que des dépenses directes, surtout si l'avantage fiscal privilégie les entreprises et les ménages fortunés, dont le taux d'épargne est déjà élevé.

TABLEAU 23 – Face à la montée des inégalités, de plus en plus de responsables en appellent à une politique de redistribution des richesses.

Les particuliers fortunés et les entreprises s'accaparent une plus grande part de la richesse et du PIB.



Les données correspondent aux moyennes mobiles sur 5 ans. Sources : Bureau of Economic Analysis, World Inequality Database et Fidelity Investments (ERRA), au 1/12/18.

Un nombre grandissant de responsables en appellent à un changement de politique

D'un point de vue politique, les mesures existantes sont largement réputées favoriser la concentration des revenus et des richesses au profit des grandes entreprises et des particuliers les plus fortunés. Citons, par exemple, le reproche répandu à l'effet que les incitatifs de l'État et la recapitalisation des banques ont renfloué les institutions financières de Wall Street au détriment des propriétaires de maison. Un autre reproche allègue que les politiques gouvernementales ont favorisé la mondialisation et provoqué le chômage d'ouvriers américains de la classe

moyenne, tout en engraisant les portefeuilles des dirigeants et des riches propriétaires d'actifs financiers⁶.

Dans ce contexte, des théoriciens et des politiciens en appellent à une politique budgétaire plus volontariste, et en coordination avec la politique monétaire. On suggère particulièrement un recours plus pro-actif de la politique budgétaire pour compenser les limites de la politique monétaire. Il y a quelques années seulement, des universitaires prônant une politique budgétaire plus active, dont l'économiste et ex-secrétaire du trésor Larry Summers, faisaient figure de dissidence face au courant dominant d'économistes prêchant l'importance de la consolidation

TABLEAU 24 – La pensée économique dominante est maintenant favorable à l'augmentation de l'accompagnement budgétaire.

Opinion des théoriciens sur le rôle de la politique budgétaire : il y a quelques années et aujourd'hui

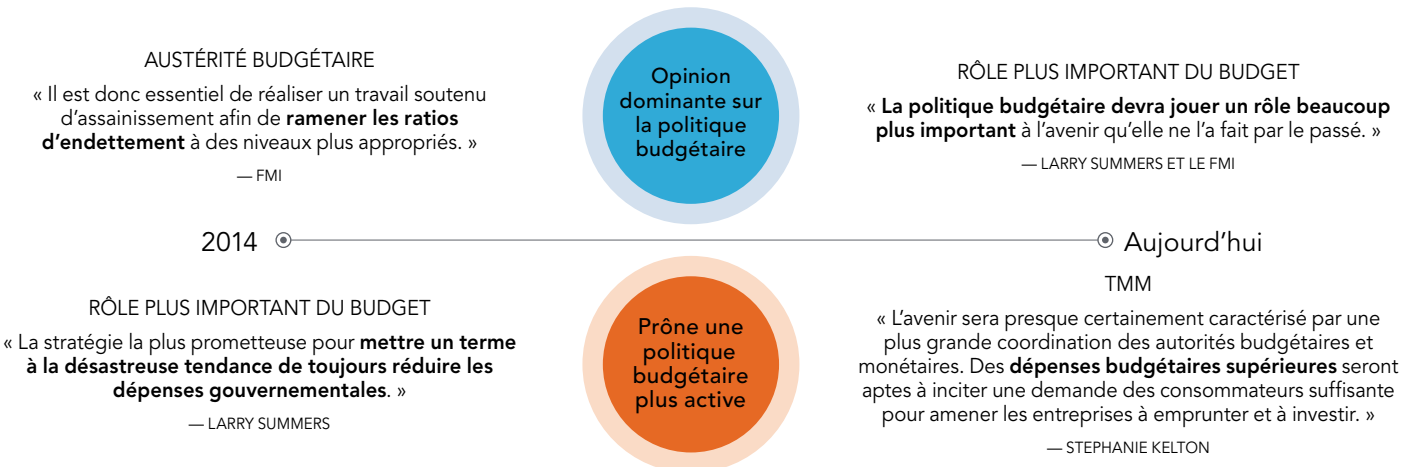
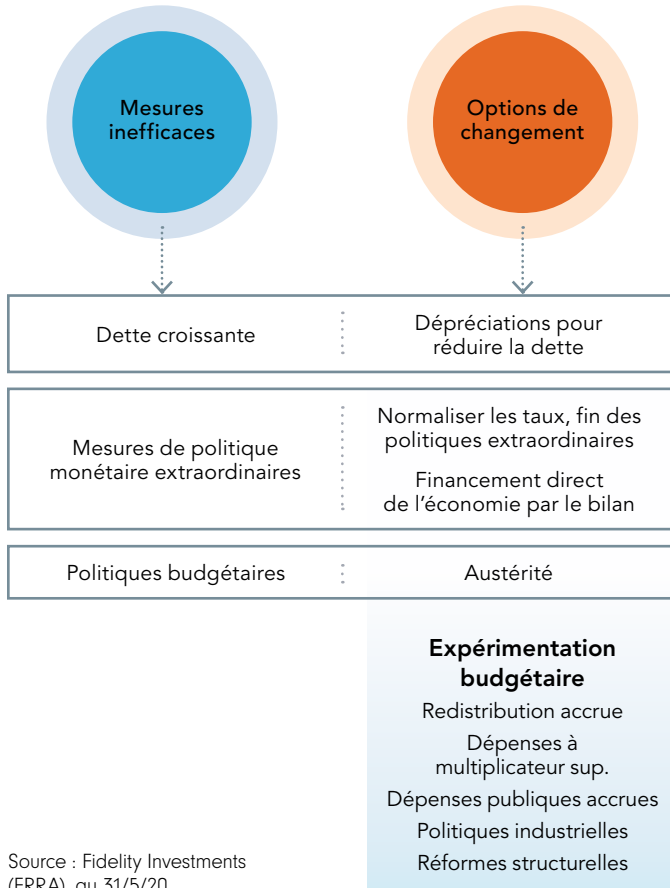


TABLEAU 25 – Les nouvelles mesures prendront sans doute la forme d’expériences de politique budgétaire plus poussées.

Politiques actuelles et changements possibles



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

de la dette. De nos jours, de nombreuses propositions grand public exposent la nécessité d’une coordination plus structurée entre les politiques budgétaire et monétaire et défendent, en définitive, l’idée de mettre l’argent directement dans les mains de ceux qui dépensent, plutôt que dans celles des acheteurs d’actifs financiers. La version extrême de ce concept est la théorie monétaire moderne (TMM) qui propose explicitement le financement monétaire pour couvrir les déficits budgétaires. Cette évolution de la pensée académique apporte un sérieux soutien aux régulateurs pour une expérimentation plus poussée.

Les régulateurs s’efforceront davantage d’atteindre leurs objectifs

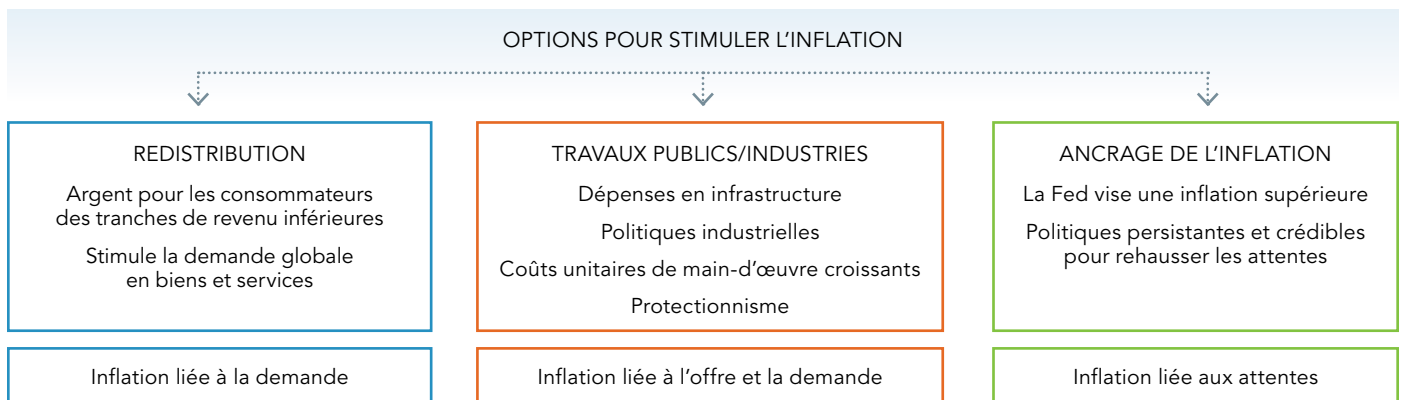
Une fois la récession de la COVID-19 passée, il est probable que les politiques seront toujours inadéquates. Nous serons peut-être confrontés à une reprise économique décevante, une dette colossale et la même impression que les politiques monétaire et budgétaire sont accommodantes mais inefficaces à atteindre les cibles de croissance, d’inflation et de distribution.

Le tableau de gauche indique quelques changements politiques possibles.

- Le renversement de la politique actuelle, c’est-à-dire l’adoption de l’austérité budgétaire et la normalisation des politiques monétaires semble une solution plutôt douteuse.
- La dépréciation pour réduire les dettes et le financement de l’économie directement par la Fed sont des envisageables.

TABLEAU 26 – Une expérimentation plus poussée en politique budgétaire-monétaire pourrait être plus inflationniste.

Description des politiques : redistribution, industrielle et ancrage de l’inflation



Source : Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

- Des changements plus radicaux de la politique budgétaire, en vertu des politiques monétaires, existantes ou renforcées ont des probabilités apparemment élevées.

Exemples d'expériences de politiques budgétaire et monétaires

Les prévisions de PIB nominal et d'inflation pourraient faire un bond grâce à des mesures axées sur la redistribution, sur des politiques en matière de dépenses et d'industries, et sur l'ancrage de l'inflation.

Politiques de redistribution

Principales caractéristiques :

- Donner davantage d'argent aux ménages à revenu faible ou moyen
- Stimuler l'ensemble de la demande à l'aide d'incitatifs à fort effet multiplicateur
- Maintenir une inflation potentielle liée à la demande

Si la politique budgétaire s'intéresse de plus en plus aux ménages à revenu faible ou moyen qui n'ont pas bénéficié des mêmes gains que les ménages plus fortunés, elle s'efforcera de stimuler la demande dans le segment de la population avec la plus grande propension à la consommation. Autrement dit, les politiques budgétaires auront un effet multiplicateur supérieur et de meilleures probabilités d'aiguillonner la croissance du PIB nominal.

Exemple: Fournir une carte de débit avec un solde de 2 000 \$ à chaque personne des États-Unis, et la recharger de 1 000 \$ tous les mois; financer l'opération en frappant des pièces de monnaie représentant une somme d'un billion de dollars. Il s'agit d'une proposition de la représentante au Congrès des États-Unis, Rashida Tlaib, en réponse à la crise du coronavirus, mais les défenseurs d'un revenu de base universel militent pour instaurer un soutien indéfini. Financer cette prestation en émettant de la monnaie s'inscrit dans l'école de pensée de la TMM.

Travaux publics et politiques industrielles

Principales caractéristiques :

- Hausse des dépenses à effet multiplicateur raisonnablement élevé, non contrecarrée par une hausse des impôts
- Combinaison possible avec des mesures protectionnistes selon la logique du « Fabriqué chez nous »
- Refonte économique éventuelle avec l'objectif d'améliorer l'infrastructure d'un secteur particulier (écologie, 5G/large bande/technologie, soins de santé, etc.).
- Possibilité d'un décret sur le salaire minimum obligatoire et hausse de prestations aux bénéficiaires
- Inflation potentielle liée à l'offre et la demande.

Si la politique budgétaire est de plus en plus axée sur la construction de l'infrastructure et la stimulation de la production locale, elle finira par associer les dépenses à effet multiplicateur élevé à une tendance protectionniste. En d'autres termes, la combinaison de politiques industrielles et de dépenses gouvernementales pourrait à la fois propulser la demande et créer une inflation liée à l'offre, en remplaçant les chaînes d'approvisionnement manufacturières mondiales par leurs semblables locales, plus coûteuses.

Exemple : Un programme de plusieurs billions de dollars sur plusieurs années pour reconstruire la chaîne d'approvisionnement américaine de matériel et d'équipement de soins de santé et alimenter toutes les réserves stratégiques, des produits pharmaceutiques aux ventilateurs. Majorer les droits de douane sur les importations de matériel de soins de santé, subventionner les fabricants locaux et imposer aux entreprises subventionnées des programmes de rémunération minimum des travailleurs, intégrant des augmentations salariales obligatoires. Cette mesure propulserait la demande locale et limiterait l'approvisionnement en importations étrangères à moindre coût.

Ancrage de l'inflation

Principales caractéristiques :

- Mesures officielles persistantes et crédibles pour rehausser les attentes d'inflation
- Changement de la politique fédérale axée sur une hausse de l'inflation cible
- Renforcement potentiel des mesures officielles visant ou décrétant une hausse des revenus des ménages ou des travailleurs qui reçoivent des prestations gouvernementales
- Inflation liée aux attentes.

L'essentiel de ce changement consisterait en un effort continu des autorités pour hausser les attentes d'inflation. Tout d'abord, la banque centrale (Fed) établirait probablement un taux d'inflation cible plus élevé à atteindre à terme. Cet objectif pourrait être soutenu par une politique gouvernementale, budgétaire ou autre, exigeant une indexation à l'inflation des revenus des employés des entreprises subventionnées par la Fed ou le gouvernement fédéral.

Exemple : la Fed accepte de plus en plus l'idée d'adopter un régime de ciblage de l'inflation moyenne. Afin de compenser les épisodes antérieurs où la cible de baisse de l'inflation n'a pas été atteinte, la Fed visera explicitement un taux d'inflation supérieur à la cible pendant une certaine période, et pourrait également relever le taux cible à 2,5 % (voire plus). La Fed pourrait exiger – ou le Congrès pourrait décréter qu'elle exige – que toute entreprise ayant bénéficié de son financement indexe régulièrement les salaires de ses employés en fonction de l'inflation.

Des politiques plus audacieuses et un contexte différent seraient plus inflationnistes que la conjoncture récente

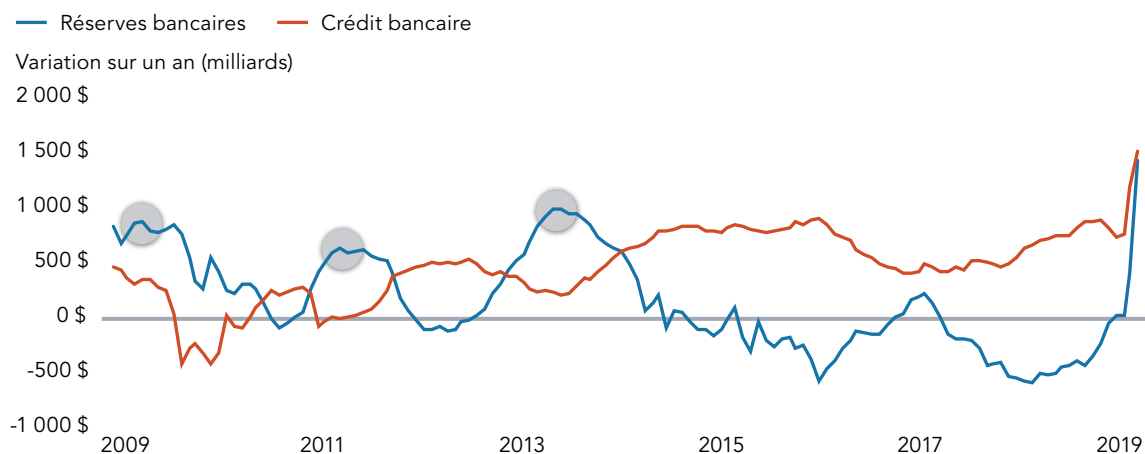
Jusqu'à présent, les mesures extraordinaires de la Fed se classent dans trois grandes catégories : la répression financière, le rachat d'obligations ou d'autres titres émis par l'État par le biais d'un assouplissement quantitatif, et les crédits à des emprunteurs non gouvernementaux par l'intermédiaire de structures ad hoc. Ces mesures ont généralement fait grossir le bilan de la Fed, propulsé les prix des actifs et suscité l'émission de créances publiques et privées.

Mais il y a une chose qu'elles n'ont pas produite : la hausse de l'inflation. Outre les conséquences involontaires des politiques monétaires extraordinaires dont nous avons parlé précédemment, la rupture du mécanisme de transmission de la politique monétaire avec le système bancaire était un des principaux facteurs de l'érosion de l'impact inflationniste des politiques d'accommodement de la Fed.

Au cours de la dernière décennie, l'expansion du bilan de la Fed s'est surtout traduite par une hausse des réserves de liquidités des banques. Dans l'ensemble, les banques ont remis l'argent dans leur compte de réserve à la Fed au lieu de l'injecter dans l'économie sous forme de prêts. Au cours des divers programmes d'assouplissement quantitatif de la Fed – lancés début 2009, fin 2010, puis début 2013 – les augmentations importantes des réserves bancaires ont coïncidé avec un ralentissement du crédit bancaire (voir le Tableau 27). Depuis 2008, on constate une corrélation négative (-0,61) entre la croissance des réserves bancaires et celle du crédit bancaire. La Fed a donc agi avec efficacité en alimentant les bilans des banques grâce à ses programmes d'assouplissement quantitatif, mais les banques ont failli à rediriger ces liquidités, sous forme de prêts, dans l'économie afin de stimuler la croissance et les pressions inflationnistes.

TABLEAU 27 – Entre 2009 et 2014, les programmes d'assouplissement quantitatif de la Fed ont augmenté les réserves de liquidités des banques mais pas le crédit.

Comparaison entre les réserves bancaires et le crédit bancaire



Sources : Federal Reserve Board, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

Dans les années qui ont suivi la crise financière mondiale, le crédit bancaire était sans doute restreint à cause des perspectives de faible croissance et d'une réglementation exigeant de détenir des actifs de qualité et de liquidité supérieures. Pendant une dizaine d'années, la croissance du PIB nominal est demeurée aux environs de 4 %. La politique budgétaire n'est jamais parvenue à susciter l'attente que la croissance nominale soit sur la voie d'une accélération durable. Dans l'avenir, le relâchement des contraintes réglementaires et l'adoption de politiques budgétaires davantage axées sur la croissance changeront peut-être cette dynamique.

Dans un tel contexte politique, les banques seraient plus enclines à accorder des prêts puisque le nombre de ménages et d'entreprises bénéficiant des mesures gouvernementales aura augmenté. Globalement, le fait de projeter une hausse de la croissance nominale devrait inciter les banques à prêter davantage leurs liquidités plutôt que les thésauriser. Par ailleurs, avec le relâchement des contraintes réglementaires, les banques auraient une plus grande latitude pour accorder des prêts, en réduisant leur coussin de liquidités. De plus, les nouveaux programmes de la Fed pour « l'après-COVID-19 », qui outrepassent le système bancaire traditionnel et accordent directement des prêts aux entreprises, aux municipalités et aux emprunteurs ordinaires, sont susceptibles de renforcer le mécanisme de transmission des mesures d'assouplissement de la Fed dans l'économie réelle.

Cette dynamique permettrait de réparer partiellement la rupture du mécanisme de transmission monétaire et faire en sorte que l'augmentation du bilan de la Fed se traduise par une augmentation de la croissance monétaire dans l'économie réelle. La combinaison exacte des mesures politiques, le mode de financement des dépenses budgétaires et les attentes d'inflation détermineront dans quelle mesure cette augmentation de la croissance nominale entraînera celle du PIB réel – plutôt que de l'inflation.

La politique de la Fed et la source du financement budgétaire seront également déterminantes pour l'impact inflationniste de ces mesures. Les conséquences des mesures que la Fed pourrait adopter sont décrites ci-dessous.

Les politiques monétaires extraordinaires actuelles, dont l'expansion du bilan de la Fed qui augmente les réserves bancaires, n'ont pas produit d'effet inflationniste pour les raisons que nous venons d'exposer. Elles n'auront probablement pas d'impact inflationniste en période de récession ou s'il reste

une importante capacité de production dans l'économie. Cependant, conjuguées à une expérimentation budgétaire plus poussée pendant une période d'expansion économique, ces mesures pourraient avoir un résultat inflationniste supérieur, dans un contexte de projections de croissance nominale plus élevées. De nouvelles tendances à long terme, comme la démondialisation, pourraient aussi contribuer à une conjoncture plus inflationniste que celle de ces dernières années.

L'impact inflationniste de ces politiques pourrait être plus important si la Fed les finance directement – en octroyant des prêts pour des dépenses non gouvernementales ou en imprimant de la monnaie destinée au gouvernement. Ces formes de financement direct sont en fait un moyen de mettre en application la TMM sans distinguer le bilan de la Fed de celui du gouvernement fédéral. L'impact inflationniste de la remise de dettes dépendra des modalités. La dépréciation de prêts du gouvernement (les prêts étudiants, par exemple) serait inflationniste, mais l'impact de la remise d'autres types de dettes dépendrait de la décision



de dédommager ou non les créanciers, et de la forme de ce dédommagement.

Pour les régulateurs, il est difficile de produire ainsi la bonne dose d'inflation, et le risque de provoquer accidentellement une inflation trop élevée est considérable. L'inflation liée aux attentes risque d'augmenter davantage une fois la tendance déflationniste interrompue. L'ancrage des attentes d'inflation constitue un grand risque, car il pourrait gravement compliquer la tâche de réduire l'inflation à long terme. En outre, si les principales banques centrales ne réussissent pas à suffisamment coordonner leurs interventions, cette manœuvre risque de déstabiliser les marchés des devises.

En somme, si la tendance à une expérimentation budgétaire et monétaire plus poussée continue dans cette direction, il est probable que nous aurons une hausse de l'inflation et des attentes inflationnistes. La question est de savoir dans quelle mesure. En tout cas, on peut dire que l'inflation sera supérieure à celle qui est intégrée dans les prix actuels des marchés financiers.

TABLEAU 28 – L'accommodement monétaire dans le cadre de politiques budgétaires plus audacieuses pourrait devenir inflationniste, surtout si la Fed entreprend des modes de financement plus directs.

Mesures de politique monétaire et leur impact sur la dette et l'inflation

	MESURE POLITIQUE	IMPACT SUR LA DETTE DU GOUVERNEMENT FÉDÉRAL	IMPACT FINANCIER SUR DES POLITIQUES BUDGÉTAIRES PLUS AUDACIEUSES
	Répression financière – taux faibles	Entraîne une hausse	Légèrement inflationniste
	Assouplissement quantitatif – achat de titres garantis par le gouvernement	Enables an increase	Plus inflationniste
	Fed prête à des emprunteurs non gouvernementaux (structures ad hoc)	Faible hausse pour le capital de risque	Plus inflationniste
	La Fed imprime de l'argent, le remet au gouvernement pour des dépenses	Aucun changement (financement direct)	Très inflationniste
	Monnaie hélicoptère – la Fed imprime de l'argent qu'elle remet directement à des organismes non-gouvernementaux	Aucun changement (financement direct)	Très inflationniste
	Remise jubilaire – annulation des dettes	Tout dépendant	

Source : Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.



4

Répercussions sur les placements dans
le cadre d'une répartition stratégique

Leçons de l'histoire : selon les cas d'endettement élevé/périodes de redistribution des richesses, une diversification supérieure à la moyenne des sources de revenu s'impose

Nous n'avons aucune certitude sur l'évolution future de la croissance, de l'inflation, de la politique ou du niveau d'endettement des économies mondiales lourdement endettées. Cependant, les études de cas passés que nous avons présentées nous révèlent comment les actifs se sont comportés au cours de la décennie suivant l'avènement d'une période d'endettement élevé ($\geq 100\%$ du PIB) :

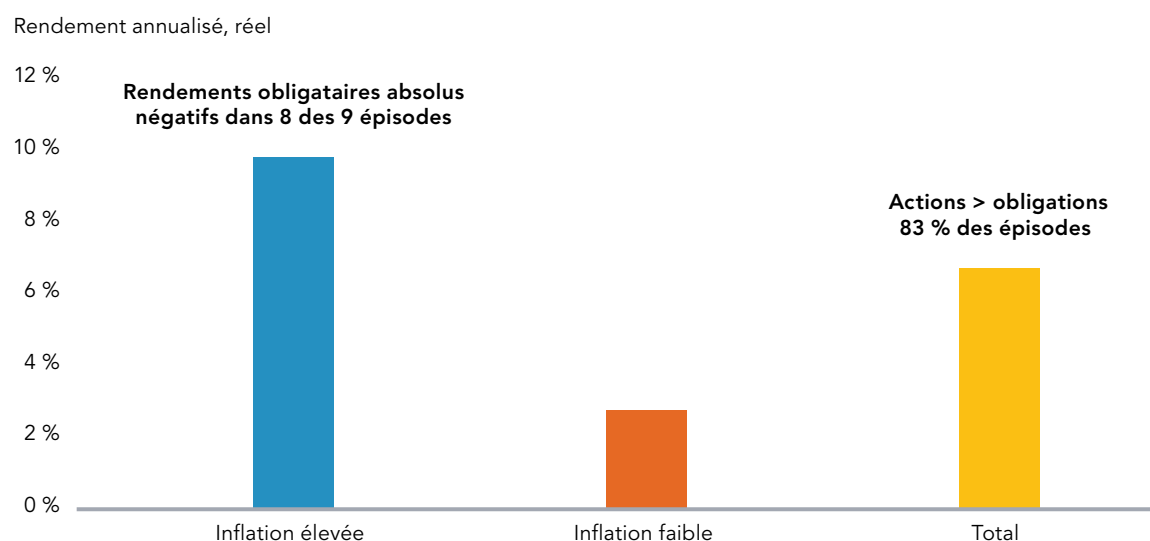
- Les actions ont surpassé les obligations
- Les actions mondiales ont surclassé les titres locaux
- Les actifs réels ont inscrit de bons rendements
- La diversification est devenue plus difficile à cause des plus grandes corrélations entre les actions et les obligations

Les actions ont généralement surpassé les obligations

Pour un investisseur faisant un choix de répartition de l'actif dans un pays lourdement endetté, les actions se sont révélées nettement plus intéressantes que les obligations, avec une surperformance dans 15 cas sur 18. Dans l'ensemble, les rendements boursiers étaient supérieurs à ceux des obligations locales de 6,6 % en moyenne par an (rajustés en fonction de l'inflation). Dans le cas de pays avec une inflation de plus de 4 %, la surperformance était encore plus importante (9,7 %), et elle a atteint 7,9 % dans les pays qui ont réussi à consolider leur dette. La performance médiocre des obligations était un des principaux facteurs de ces résultats, les marchés obligataires ayant inscrit des rendements absolus négatifs dans 8 des 9 épisodes d'inflation élevée.

TABLEAU 29 – Dans les pays lourdement endettés, les actions surpassaient généralement les obligations.

Rendements des actions moins ceux des obligations pendant la décennie après avoir franchi le seuil de l'endettement élevé



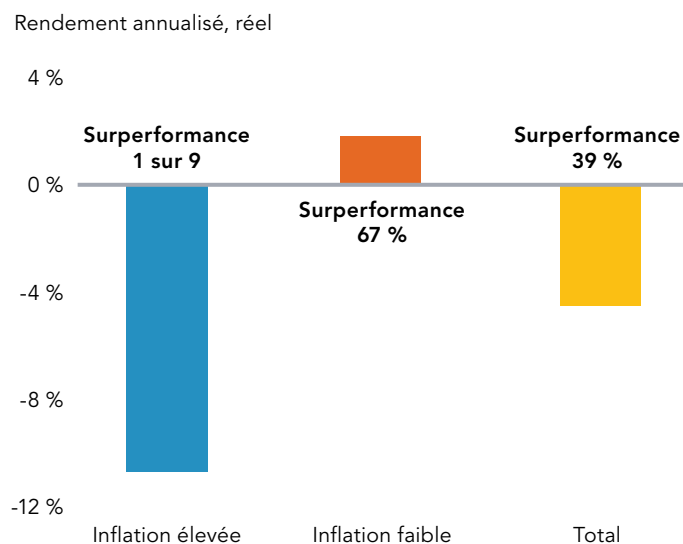
Sources : document de travail du FMI « *A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy* » par Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder et Asad Zaman (2013), DMS, GFD et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

Les rendements des actions locales étaient généralement inférieurs à ceux des actions mondiales

Les marchés boursiers des pays lourdement endettés ont généralement enregistré une performance inférieure de 4,5 % par an en moyenne, rajustée en fonction de l'inflation, par rapport aux actions mondiales. Pendant les épisodes d'inflation forte, les actions mondiales ont surpassé celles des pays lourdement endettés de 10,8 % par an en moyenne, permettant de déduire que l'inflation élevée a communément provoqué une sérieuse dépréciation de la devise, qui s'est répercutée sur le rendement en termes de dollars.

TABLEAU 30 – Les actions locales de pays lourdement endettés étaient généralement à la traîne des actions mondiales, en partie à cause de l'inflation élevée.

Rendements des actions locales moins ceux des actions mondiales pendant la décennie après avoir franchi le seuil de l'endettement élevé



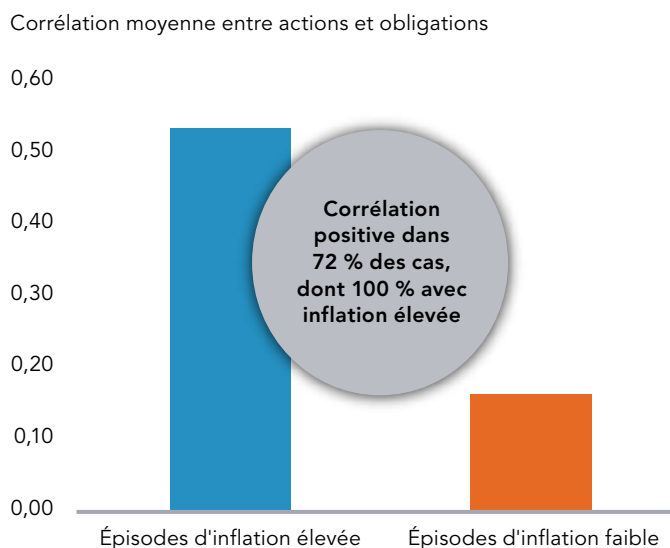
Sources : document de travail du FMI « *A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy* » par Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder et Asad Zaman (2013), DMS, GFD et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

Les corrélations entre les actions et les obligations se sont révélées positives, surtout pendant les épisodes d'inflation supérieure

Dans 13 des 18 épisodes de dette élevée, la performance des marchés boursiers locaux démontrait une corrélation positive avec celle des obligations, selon un coefficient de 0,34 en moyenne. Au cours des épisodes d'inflation élevée, le coefficient moyen de corrélation entre les actions et les obligations était de 0,53, alors qu'il n'était que de 0,16 pendant les phases de faible inflation. En termes de dollars, les corrélations entre les actions et les obligations étaient plus élevées et positives durant tous les 18 épisodes d'endettement lourd.

TABLEAU 31 – Dans les pays lourdement endettés, les corrélations de rendements entre actions et obligations étaient plus importantes en présence d'inflation élevée.

Corrélations entre les rendements boursiers et obligataires pendant la décennie après avoir franchi le seuil de l'endettement élevé



Selon les rendements en devises locales. Sources : document de travail du FMI « *A Modern History of Fiscal Prudence and Profligacy* » par Paolo Mauro, Rafael Romeu, Ariel Binder et Asad Zaman (2013), DMS, GFD et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

Nous en tirons donc les conclusions suivantes en ce qui concerne les marchés financiers des pays lourdement endettés :

- Autant la répression financière que l'inflation ont eu un impact négatif sur les rendements obligataires, présageant de perspectives difficiles pour la performance des obligations.
- En revanche, l'inflation a nui aux rendements des actions en comparaison à ceux des marchés mondiaux à cause, en partie, de la dépréciation de la devise. Ce qui implique que réduire la dette grâce à une hausse de l'inflation peut ternir l'attrait relatif des actions locales par rapport à celles des autres pays.
- La seule exception où les actions d'un pays lourdement endettés ont surpassé les actions mondiales est celle des actions américaines en 1947, peut-être en raison de l'avènement du dollar en tant que monnaie de réserve mondiale. Ce qui implique que le statut de monnaie de réserve mondiale pourrait conférer une certaine protection contre une extrême dépréciation de la devise, à condition de conserver ce statut. De nos jours, plusieurs des devises dont l'usage est le plus répandu mondialement sont celles de pays lourdement endettés.
- Les phases d'inflation plus élevée coïncident avec celles où les corrélations entre actions et obligations sont plus élevées, si bien qu'une diversification conventionnelle entre actions et obligations serait insuffisante.

Les études de cas historiques des précédentes périodes de redistribution confirment plusieurs des conclusions obtenues dans le cas des épisodes de dette élevée. Au cours des trois décennies qui ont suivi la Deuxième Guerre mondiale, bon nombre des grandes économies avancées ont enregistré une augmentation de la part de revenus et de richesses détenue par la classe moyenne par rapport à la tranche supérieure de la population. Cette redistribution des richesses découlait notamment d'une hausse du taux d'imposition sur les revenus des tranches supérieures et sur les successions, le pouvoir accru des syndicats pendant l'essor industriel de l'après-guerre et les expansions économiques relativement généralisées dans le sillage de la reprise de l'après-guerre. Cette période a connu une inflation supérieure et plus volatile dans l'ensemble, en comparaison des deux phases déflationnistes qui l'ont précédée et suivie, soit, respectivement, la Grande Dépression et l'ère des banques centrales indépendantes.

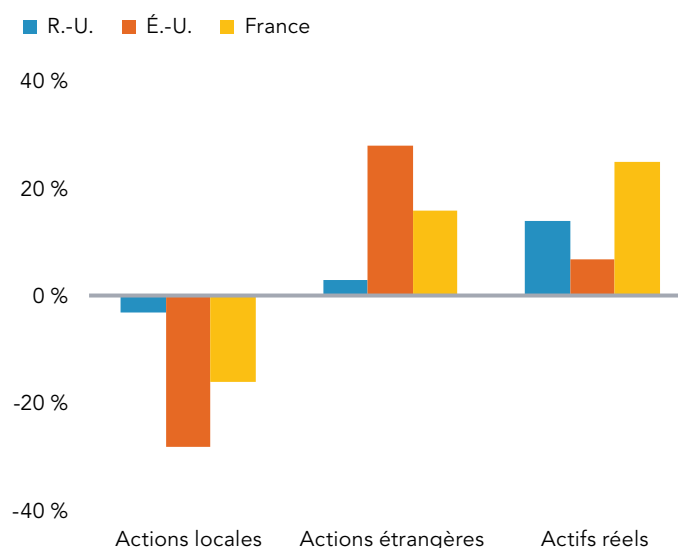
En appliquant des contrôles étroits dans le but d'obtenir le maximum de rendements ajustés au risque, nous avons comparé les recommandations de placements pour des portefeuilles de trois pays (États-Unis, Royaume-Uni et France) pour cette période de distribution des richesses par rapport à l'historique complet depuis 1900. Du point de vue de la répartition de l'actif :

- Les actifs réels procurent de bons rendements; cette position devrait comprendre des titres à revenu fixe.
- Dans la composante titres boursiers, la part des actions étrangères devrait être supérieure à celle des actions locales⁷.

Bien que l'exemple du passé offre un modèle très incomplet, ces épisodes où des pays lourdement endettés ont adopté une politique de redistribution des richesses soulignent la grande nécessité de stratégies de répartition de l'actif assurant une diversification des sources de rendements supérieure à celle préconisée dans une conjoncture normale.

TABLEAU 32 – Un portefeuille accordant une plus grande part aux actions étrangères et aux actifs réels aurait procuré de meilleurs résultats en périodes de redistribution des richesses.

Différence dans la répartition recommandée : comparaison entre la période de redistribution des richesses (1947–79) et l'historique à long terme (1900–2017)



Source : GFD et Fidelity Investments (ERRA), au 3/31/20.

Cinq conclusions importantes au sujet des placements

Nous estimons qu'il importe d'évaluer rigoureusement cinq conséquences de l'augmentation de la dette dans le cadre de la répartition stratégique et de la gouvernance des portefeuilles institutionnels.

1. Augmenter les positions de titres avec protection contre l'inflation, de multiples catégories d'actifs et de multiples secteurs.

Une hausse de l'inflation est sans doute l'événement auquel les marchés financiers s'attendent le moins. Après une quarantaine d'années de déflation, les prix du marché intègrent une faible inflation à l'infini. La protection contre l'inflation est relativement peu coûteuse, et rien ne pourrait plus surprendre les marchés qu'une augmentation durable des attentes d'inflation.

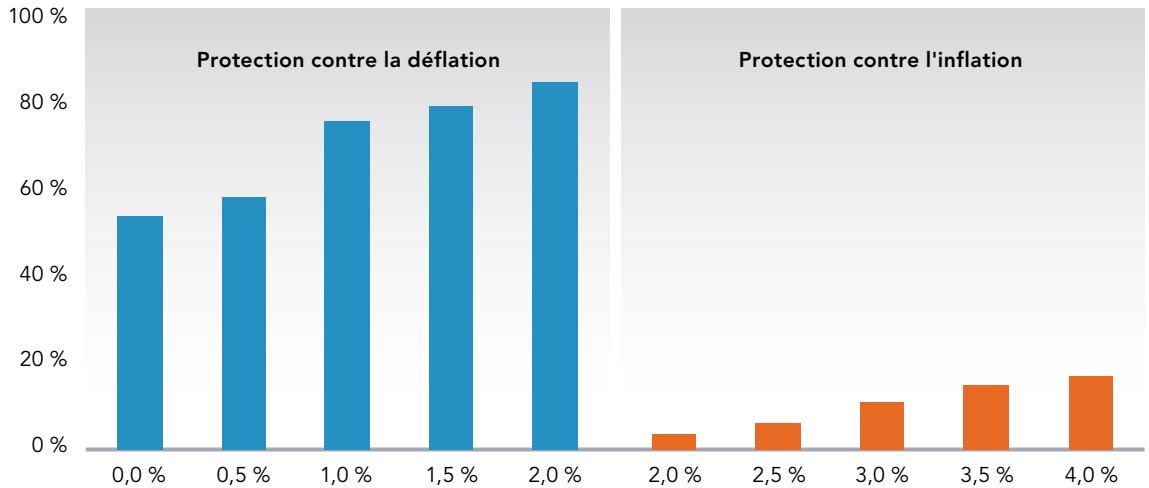
En partant du prix des options sur l'inflation future, nous pouvons calculer les primes que les investisseurs payent pour se protéger contre une baisse de l'inflation, ou une hausse de l'inflation au-dessus d'un certain seuil, sur une période de cinq ans. Les primes sont historiquement élevées pour une période de déflation, mais le coût d'une protection contre une éventualité inflationniste est extrêmement bas.

TABLEAU 33 – Le coût d'une protection contre une éventualité inflationniste est extrêmement bas.

Primes pour une couverture sur 5 ans contre l'inflation et la déflation

■ Planchers ■ Plafonds

Comparaison entre le centile et l'historique

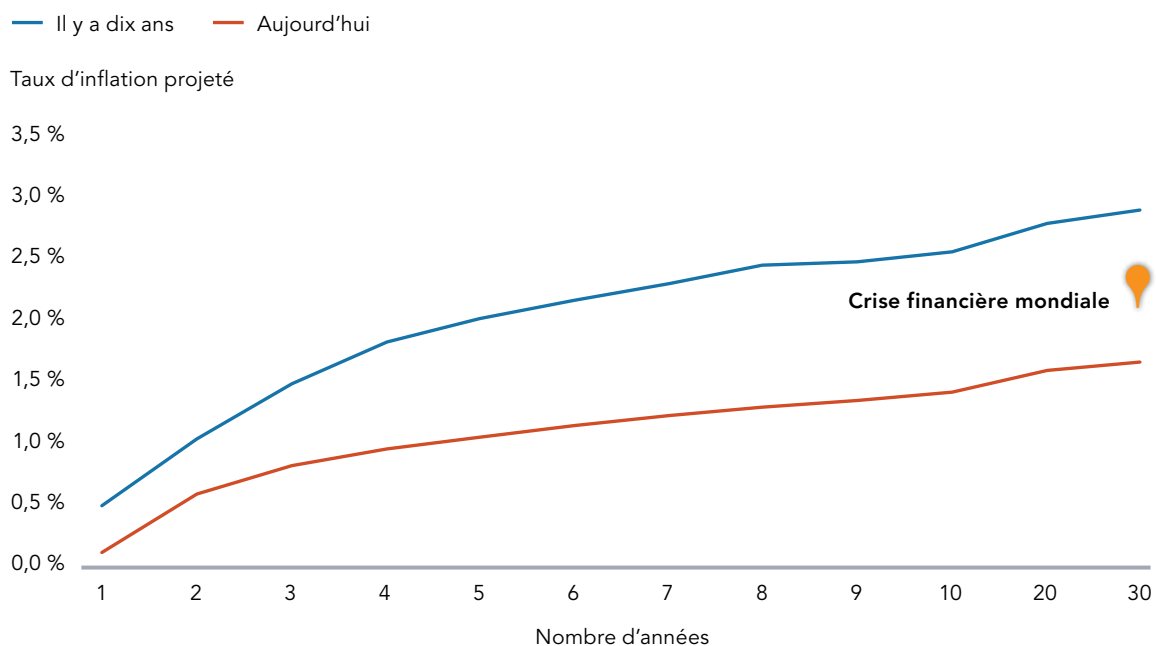


Sources : Bloomberg et Fidelity Investments (ERRA), au 12/6/20.

Les marchés semblent également peu s'inquiéter du risque que l'inflation augmente avant très longtemps. Par rapport à la normale historique, la courbe des attentes d'inflation selon différents horizons temporels, c'est-à-dire l'inflation implicite d'après les prix des swaps, est nettement plus aplatie aujourd'hui. En général, étant donné la plus grande incertitude quant à la nature de l'inflation dans des dizaines d'années, les investisseurs devraient exiger une prime de risque supérieure puisque l'horizon est plus lointain. Actuellement, les attentes d'inflation à 30 ans sont inférieures de 50 points de base à ce qu'elles étaient en décembre 2008, où les craintes de déflation étaient à leur maximum; rappelons que nous étions alors pendant la crise financière mondiale et les attentes d'inflation à court terme venaient de glisser en territoire négatif.

TABLEAU 34 – Les attentes d'inflation reflètent peu d'inquiétude quant à une éventuelle hausse de l'inflation dans un futur lointain.

Comparaison entre le taux d'inflation projeté implicite d'après les prix des swaps et les taux historiques

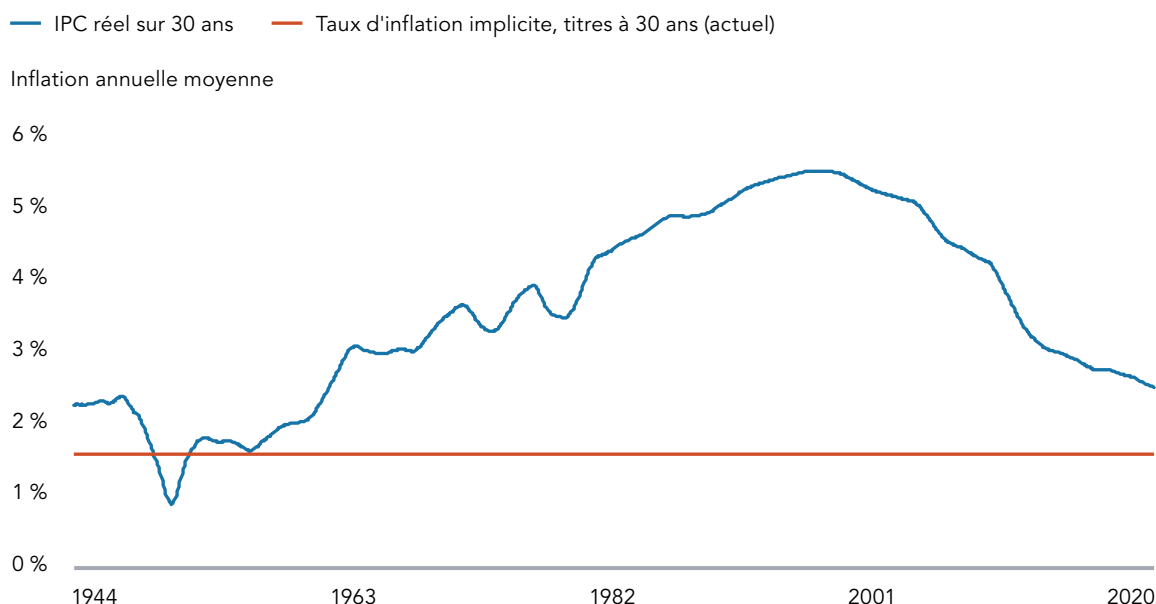


Sources : Bloomberg et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

Selon l'inflation implicite sur les marchés des TIPS, les investisseurs s'attendent à ce que l'inflation des 30 prochaines années soit inférieure d'environ un point de pourcentage au faible taux d'inflation réel des 30 dernières années. Cette projection sur 30 ans, qui serait d'environ 1,5 %, est très inférieure aux taux d'inflation historiques des États-Unis, exception faite de la période de la Grande Dépression.

TABLEAU 35 – Les attentes d'inflation à long terme sont nettement inférieures aux données historiques, exception faite de la période de la Grande Dépression.

Inflation sur 30 ans : comparaison des taux historiques et des taux projetés



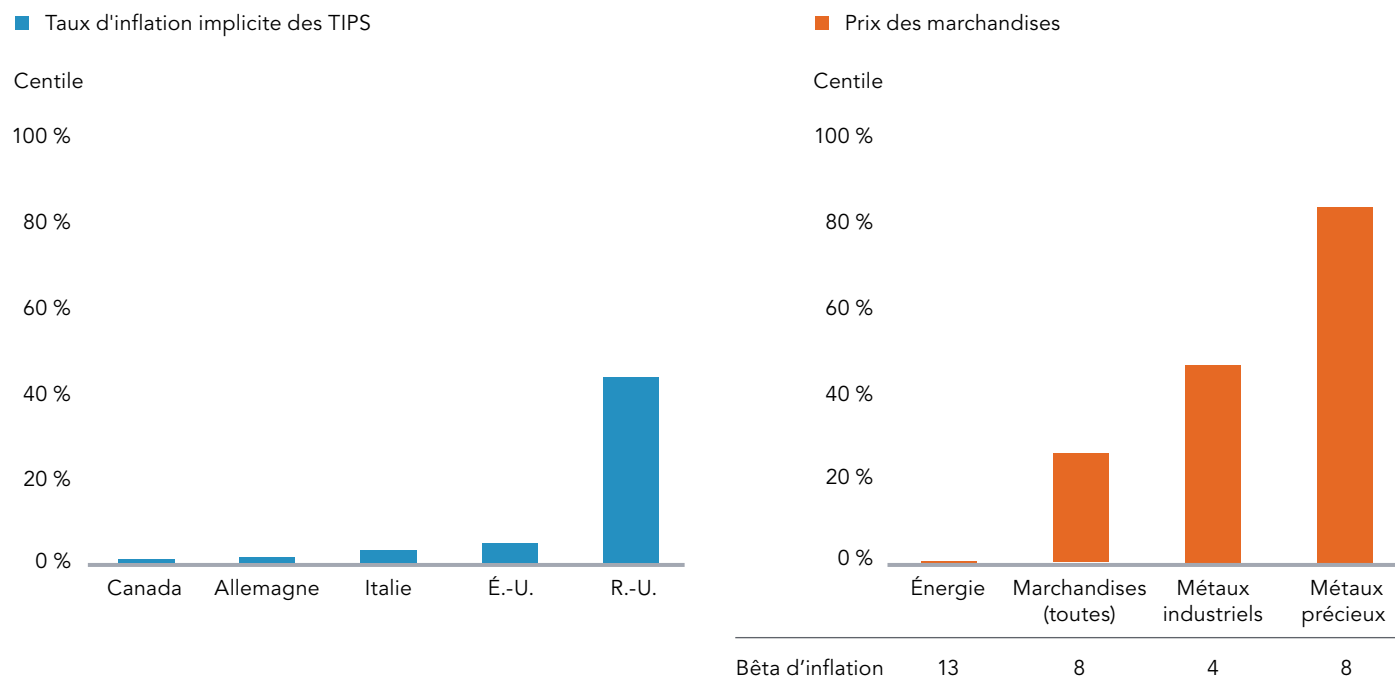
Sources : Bureau of Labor Statistics et Fidelity Investments (ERRA), au 30/4/20.

Étant donné que les prix des titres résistant à l'inflation sont actuellement dans la fourchette inférieure des valeurs historiques, la protection contre l'inflation est relativement bon marché dans toutes les catégories d'actifs. Par exemple, le point mort du taux d'inflation implicite des TIPS – la différence entre le rendement réel des TIPS et le rendement nominal des bons du Trésor – se situe dans la première tranche de 5 % des observations historiques de la majorité des pays. Les prix des marchandises font aussi généralement partie du quartile inférieur des observations, ceux de l'énergie étant particulièrement bas.

La structure des futures tendances inflationnistes influencera les mouvements des prix des divers actifs. Les TIPS protègent contre l'inflation grâce à un rajustement direct en fonction de l'évolution des indices étendus des prix à la consommation, mais leurs rendements absolus dépendent de multiples facteurs. Les prix des marchandises ont toujours démontré une grande sensibilité – exprimée en bêta – aux changements inattendus de l'inflation, mais il est possible que l'inflation augmente sans provoquer de hausse des prix des marchandises dans l'ensemble. Il est difficile de prévoir en quoi consisteront ces futures pressions inflationnistes, qui sont susceptibles d'affecter à différent degré les divers secteurs de l'économie. Il sera donc essentiel d'adopter une répartition de l'actif diversifiée, ciblant notamment les entreprises qui auraient le pouvoir de fixer leurs prix.

TABLEAU 36 – Les prix actuels de la plupart des titres résistant à l'inflation sont dans la fourchette inférieure des valeurs historiques.

Taux d'inflation implicite des TIPS à long terme et prix des marchandises par rapport aux valeurs historiques



GAUCHE : Toutes les obligations sont à 10 ans, sauf celles du Canada dont la durée est 20 ans; comparaison par rapport à leur historique depuis leur émission. Sources : Bloomberg et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20. DROITE : Les marchandises font partie de l'indice Barclays Commodity; comparaison historique depuis sa création. Sources : Bloomberg et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

2. Augmenter le budget réservé à la répartition active de l'actif

Pendant les épisodes de forte volatilité et de changement de régime d'investissement, il serait opportun de disposer d'un budget plus important pour tirer parti des occasions inattendues. Ces changements sont souvent précédés de fluctuations en montagnes russes, et on peut aisément imaginer que les attentes des investisseurs fluctuent également entre projections inflationnistes et déflationnistes. Il est aussi possible qu'un changement soit une réaction à de nouvelles mesures du gouvernement ou de la banque centrale. Un plus grand budget pour la répartition active donne davantage de souplesse pour réagir aux épisodes de volatilité accrue et profiter des occasions d'une valeur relativement supérieure qui en découleraient.

En plus d'attribuer une plus grande part du budget de risque stratégique aux décisions de gestion active, des méthodes rigoureuses auront une importance grandissante.

Les considérations d'ordre économique ne comptent que partiellement dans la politique gouvernementale, qui devient donc de plus en plus difficile à analyser en lien avec les prix des actifs. Afin de réagir au moment opportun à des changements majeurs dans la politique gouvernementale ou à des événements géopolitiques, il sera essentiel de prévoir une stratégie conséquente. Théoriquement, le moyen le plus efficace d'implanter cette stratégie consiste à établir un volet intégration représentatif du portefeuille sous-jacent. De cette manière, l'exposition totale du portefeuille peut être réalisée sans accumuler les risques communs ni diluer les positions en compensant les expositions des gestionnaires des composantes sous-jacentes. Toutefois, de modestes participations aux stratégies explicitement sans contraintes peuvent permettre d'exploiter les changements de régime, tout en ayant l'avantage d'être explicite sur le niveau de risque correspondant.

3. Prévoir une réserve pour exploiter les occasions de créances « en difficulté »

Nous prévoyons que la politique monétaire demeurera généralement accommodante, mais les banques centrales pourraient s'efforcer de temps à autre de normaliser ou de restreindre leurs activités si elles perçoivent des excédents. Étant donné que les marchés des capitaux sont fortement tributaires de la liquidité assurée par les banques centrales, toute présomption, ou preuve crédible, d'un retrait pourrait bouleverser la conjoncture avec un cocktail de taux d'intérêt réels haussiers, de pénuries de dollars ou de risque de refinancement (ou les deux). Les répercussions se feront sentir sur toute une série de marchés : du crédit et de prise en pension, des devises et des créances des marchés émergents, des dettes souveraines, des marchandises, et tout secteur avec un bêta élevé ou une liquidité croissante.

En général, les investisseurs obtiennent une prime généreuse lorsqu'ils procurent des liquidités pendant ces périodes. Malheureusement, peu d'investisseurs fonctionnent dans une structure de gouvernance qui leur permette de prendre ce genre de risque ou ont accès à l'information nécessaire pour prendre des décisions sans délai. Le nouveau contexte est totalement différent de celui des 40 dernières années. Il peut être fort lucratif de prévoir une réserve de capitaux afin

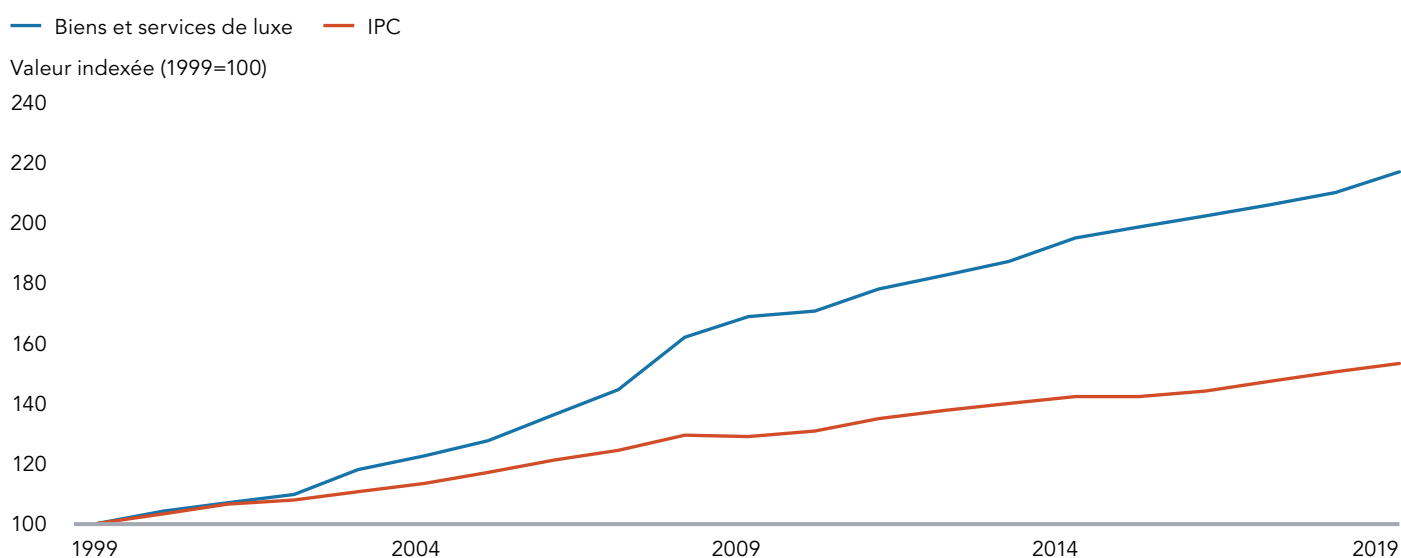
de tirer profit de dislocations de ce type. Il importe de faire la distinction entre ces attentes et les occasions observées au cours des dernières décennies, quand les injections de liquidités par les banques centrales étaient la solution à tous les maux. À l'époque, les investisseurs n'avaient qu'à entrer dans la danse pour en profiter. Ici, nous faisons référence aux occasions qui se présenteront pendant ces ruptures intermittentes, sans doute de courte durée, dans la confiance des investisseurs.

4. Établir des positions aptes à bénéficier des mesures visant la redistribution des richesses

Savoir reconnaître l'évolution éventuelle entre la propension à la consommation qui a dominé au cours des 20 dernières années et une demande dictée par différents critères ou facteurs peut mettre en lumière des occasions de placements prometteuses. Nous pourrions notamment assister à une mutation de la croissance des entreprises (produits/ services/marques) entre celles qui ciblaient auparavant les consommateurs des tranches de revenu supérieures, et celles dotées d'une plus grande élasticité-revenu de la demande pour les consommateurs des tranches de revenu inférieures. Ce facteur peut avoir un impact notable sur la croissance du crédit à la consommation, de la consommation de marchandises et de l'habitation.

TABLEAU 37 – La hausse des prix des biens et des services de luxe était nettement supérieure à l'inflation générale des prix à la consommation.

Inflation des prix : comparaison entre les articles de luxe et l'IPC (1999-2019)



Inflation du luxe selon l'indice Cost of Living Extremely Well de Forbes. Sources : Forbes, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/12/19.

Une politique axée sur la redistribution des richesses avantagerait des industries, des actifs et des entreprises liés à la consommation, et axés sur les ménages des tranches de revenu inférieures. Si la redistribution des richesses devient un objectif politique, les entreprises qui procurent des biens et des services destinés aux ménages à revenu faible ou moyen pourraient en bénéficier.

Au cours des deux dernières décennies, la concentration des gains en termes de revenu et de richesse s'est traduite par une hausse de la demande et l'inflation des prix en matière de biens et services de luxe. L'indice Cost of Living Well de Forbes mesure l'inflation des prix du luxe, qu'il s'agisse de biens (billets d'opéra, yachts, cigares, caviar, entre autres) ou des services (frais de scolarité des écoles privées, lissage du visage, séjour dans les suites d'hôtels de luxe, etc.). Au cours des 20 dernières années, la hausse de l'inflation du secteur du luxe est plus du double de celle de l'indice étendu des prix à consommation, surpassant de 2 % le taux d'inflation annuel. Cette observation laisse entendre que les entreprises et les industries desservant les ménages les plus fortunés sont celles qui avaient le plus grand pouvoir de fixer leurs prix.

Étant donné la probabilité que la redistribution des richesses devienne un objectif politique, nous prévoyons que les mesures incitatives s'efforceront d'améliorer la situation des ménages des tranches de revenu inférieures. Selon les données du Consumer Expenditure Survey du U.S. Bureau of Labor Statistics, les ménages ayant un revenu inférieur à 100 000 \$ (américains) représentent 70 % de tous les consommateurs. Pour ce groupe, l'élasticité-revenu de la demande, c'est-à-dire le rapport entre la hausse des dépenses et la hausse des revenus, est très élevée pour certains achats comme les billets de concerts, les événements sportifs, les frais d'autres activités récréatives, et le soin des enfants.

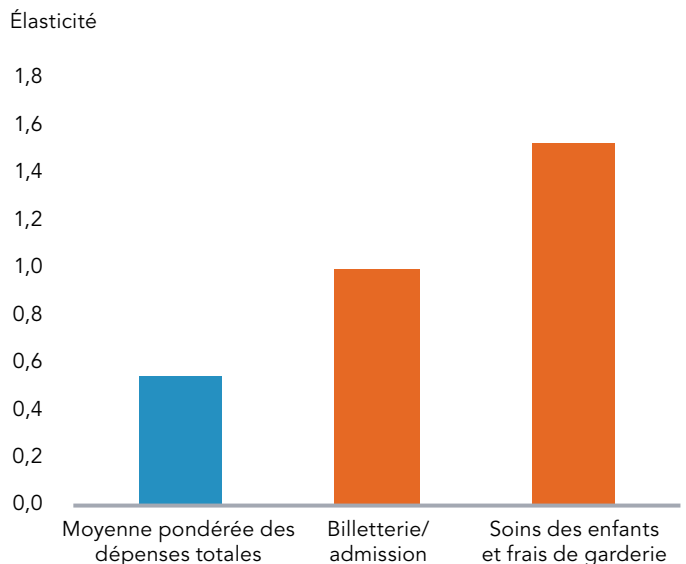
Dans le cas de la tranche la plus importante de la population américaine – soit environ 40 % – le revenu annuel par ménage est inférieur à 50 000 \$. Si les ménages de ce groupe bénéficiaient d'une augmentation de revenu les amenant à faire partie de la tranche immédiatement supérieure – c'est-à-dire les ménages avec un revenu entre 50 000 \$ et 75 000 \$ – l'élasticité pourrait changer pour de nombreuses

catégories. On pourrait assister à des hausses importantes dans plusieurs catégories, notamment :

- Les services médicaux – dont les soins dentaires et oculaires, et bien sûr les consultations avec les médecins et les frais de laboratoires d'analyse.
- Animaux de compagnie et activités de loisirs – jouets, matériel de terrain de jeu, passe-temps, ainsi que fournitures, nourriture et services pour animaux de compagnie.
- Soins personnels – soins des cheveux, produits d'hygiène, cosmétiques et autres produits et services de soins personnels.
- Éducation – écoles, livres, fournitures et matériel nécessaires à chaque niveau scolaire.
- Motos – neuves ou d'occasion.
- L'usage du tabac évolue en sens inverse, il diminue lorsque le revenu augmente.

TABLEAU 38 – Les secteurs des activités récréatives payantes et de soins pour enfants seraient favorisés par l'augmentation du revenu des ménages les moins fortunés.

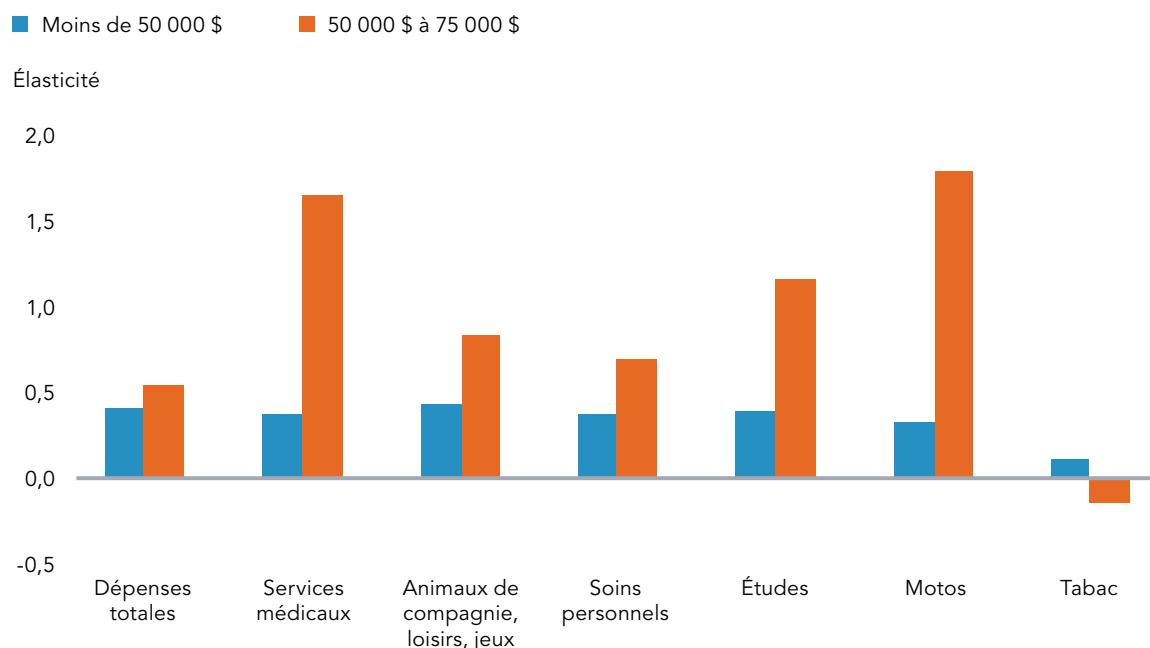
Élasticité-revenu de la demande pour les ménages des tranches de revenu inférieures (moins de 100 000 \$) selon les catégories de dépenses



Sources : 2017 Consumer Expenditure Survey du Bureau of Labor Statistics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

TABLEAU 39 – Si les ménages les moins fortunés accèdent à la tranche de revenu moyen, plusieurs secteurs de la consommation pourraient en bénéficier.

Élasticité-revenu de la demande selon le revenu des ménages et les catégories de dépenses



Sources : 2017 Consumer Expenditure Survey du Bureau of Labor Statistics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

5. Rechercher activement une diversification du bêta des actions par le biais de titres moins convoités

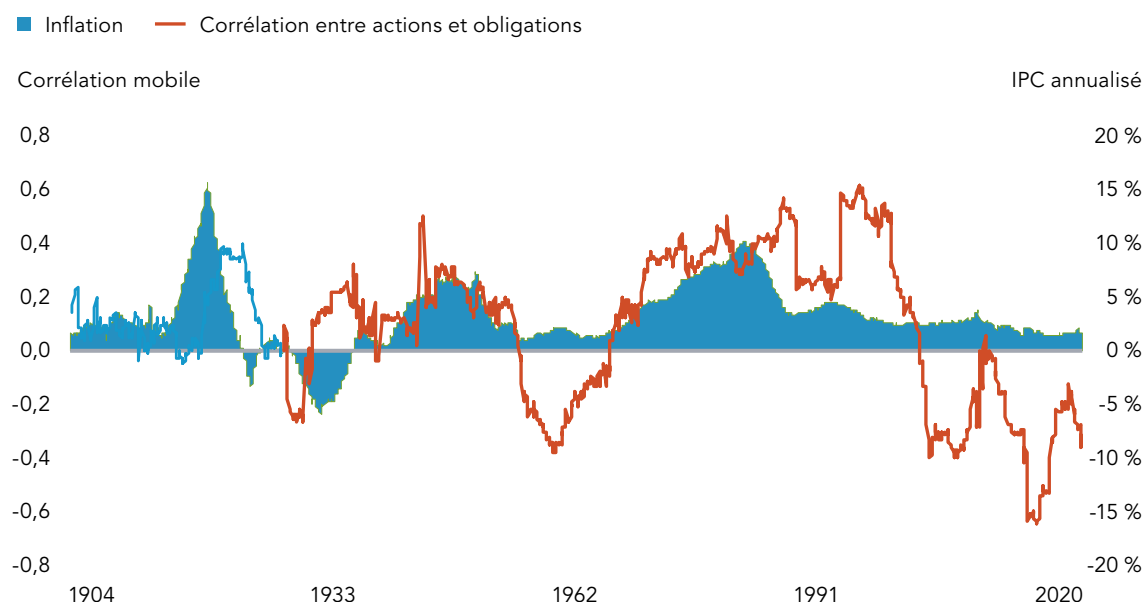
Au cours des 15 dernières années, les obligations de grande qualité ont été un atout de diversification remarquable grâce à une forte corrélation négative par rapport aux actions, et aux vigoureux rendements qu’elles ont procurés. Parallèlement, les actions américaines et les actions de croissance ont enregistré une décennie de piètres résultats en comparaison aux actions mondiales et aux actions de valeur. Un changement dans le régime d’investissement pourrait considérablement modifier la conjoncture.

Les obligations seraient sans doute un vecteur de diversification insuffisant compte tenu des faibles rendements qui prévalent, surtout si l’inflation s’active. Par le passé, les phases d’inflation plus élevée ont coïncidé avec celles où les corrélations entre actions et obligations étaient plus élevées.

Nous n’avons pas de boule de cristal, mais nous pensons qu’il serait judicieux de rechercher des sources de diversification hors des sentiers battus afin de renforcer la résilience d’une répartition stratégique de l’actif.

TABLEAU 40 – La corrélation entre les rendements boursiers et obligataires était généralement supérieure quand l'inflation était plus élevée.

Comparaison, sur une période mobile de 5 ans, entre les taux d'inflation et les corrélations entre actions et obligations



Sources : DMS, GFD, Bureau of Labor Statistics, Haver Analytics et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

Actions de valeur

Historiquement, les actions de valeur ont généralement surpassé les actions de croissance pendant les périodes où l'inflation était plus élevée. Deux épisodes en sont des exemples notoires, la fin des années 1940 et les années 1970. En outre, les actions de valeur brillent particulièrement lorsque les écarts de valorisation sont historiquement favorables, comme au début des années 2000.

Dans la conjoncture déflationniste récente, les actions de valeur ont inscrit une sous-performance, procurant en moyenne 8 % de moins par an que les actions de croissance. En conséquence, nous avons assisté à un écart de valorisations particulièrement intéressant. Quel que soit le ratio utilisé pour évaluer les titres (cours/bénéfice, cours/flux de trésorerie ou cours/valeur comptable), les titres de valeur se négocient à un escompte supérieur à celui des actions de croissance, et ce à n'importe quel point depuis de début des années 2000.

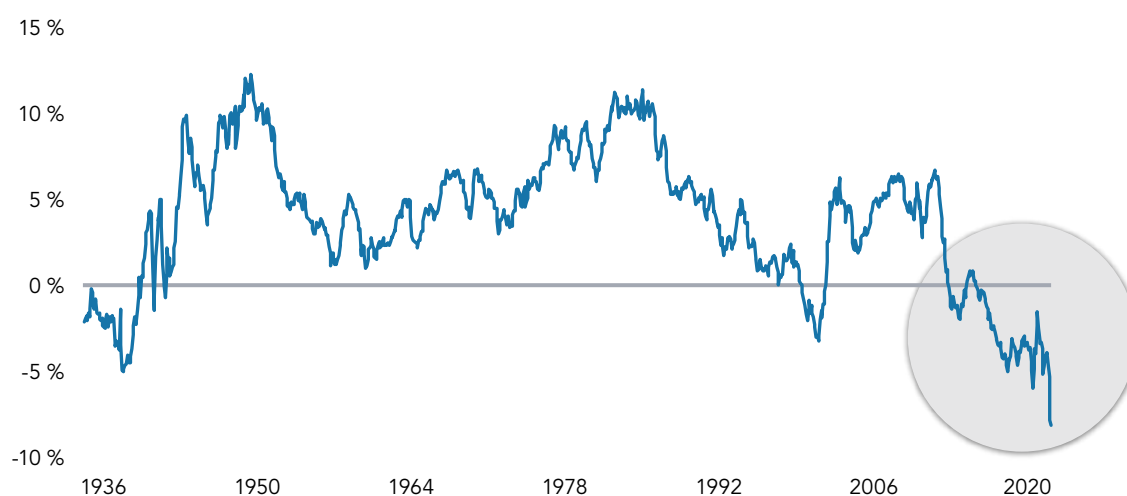
En théorie, les actions de valeur seraient sans doute avantagées par un changement de régime entraînant une hausse de l'inflation ou une croissance nominale du revenu des ménages plus étendue dans toutes les tranches de la population. Dans l'optique de la valorisation, il faut savoir que les taux d'intérêt augmentent généralement pendant les périodes de forte inflation, entraînant ainsi une hausse du taux d'actualisation des flux de trésorerie futurs. Dans le cas des sociétés de croissance, les flux de trésorerie sont souvent à plus long terme – une plus grande proportion ayant un horizon temporel très éloigné – ce qui réduit la valeur actualisée de leurs flux de trésorerie dans un contexte où le taux d'escompte sera plus élevé.

D'un point de vue global, les entreprises sont mieux soutenues par une croissance nominale supérieure que par une conjoncture d'inflation faible, où les occasions d'essor rapide sont plus rares. Les entreprises ayant des perspectives de croissance inférieures, des marges bénéficiaires plus étroites et un endettement plus important (propre à l'exploitation ou sur les marchés financiers) bénéficient relativement davantage de l'amélioration de la croissance nominale.

TABLEAU 41 – La performance des actions de valeur était très inférieure à celle des actions de croissance au cours de la dernière décennie.

Rendements boursiers annualisés : écart entre les actions de valeur et les actions de croissance

Période mobile de 10 ans, rendement annualisé



Sources : Fama et French, et Fidelity Investments (ERRA), au 31/3/20.

Actifs non américains

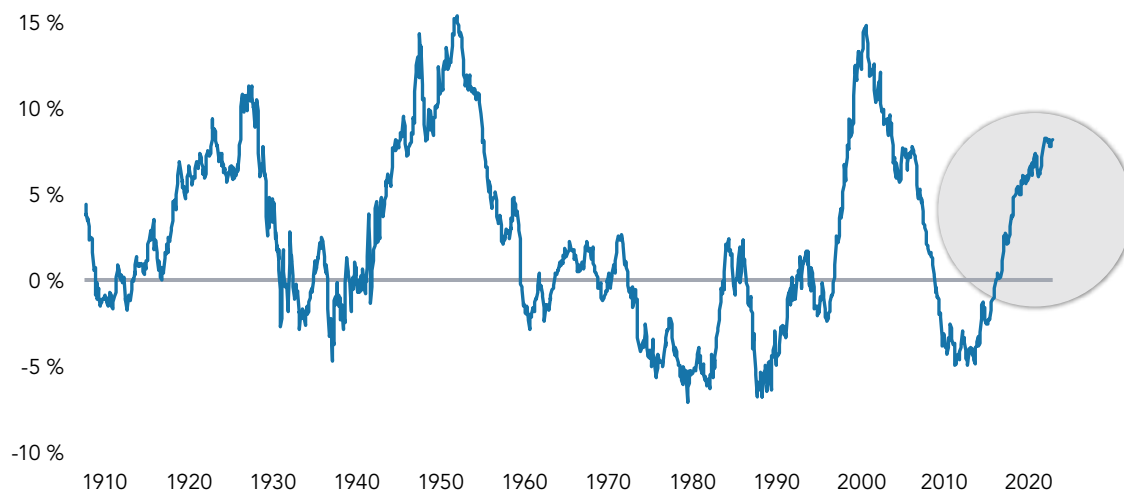
Au cours de la dernière décennie, grâce au raffermissement du dollar, la performance annuelle des actions non américaines était inférieure de 8 % en moyenne à celle des actions américaines. Par conséquent, les valorisations des actions et des devises autres que celles des États-Unis semblent historiquement bon marché, exprimées en dollars.

Les placements en actifs mondiaux sont susceptibles de procurer une meilleure diversification dans l'éventualité de changements de régime à long terme. Des expériences plus poussées de politique budgétaire et monétaire pourraient provoquer des pressions sur le dollar, rehaussant l'attrait de positions en devises étrangères. Il est probable que les pressions à long terme découlant de la démondialisation feront nombre de gagnants et de perdants à travers le monde. Les avantages d'une diversification mondiale seront plus prononcés au fur et à mesure que diminueront les corrélations entre les pays et les régions.

TABLEAU 42 – La performance des actions non américaines était très inférieure à celle des actions américaines au cours de la dernière décennie.

Rendements boursiers annualisés : écart entre les actions américaines et non américaines

Période mobile de 10 ans, rendement annualisé



Sources : DMS Global Investment Returns, MSCI, Dow Jones et Fidelity Investments (ERRA), au 31/5/20.

Diversification temporelle

Une diversification des horizons temporels peut se révéler une solide stratégie dans les années à venir. Cette stratégie consiste également à intégrer d'autres sources de rendement à faible bêta visant à exploiter les anomalies de prix à différentes périodes de détention.

Les différentes stratégies peuvent être classées selon les horizons de placement, définis par la rotation des titres (période de détention moyenne), la structure intrinsèque des gains (durée pour rétablir le prix erroné), ou la durée pendant laquelle l'anomalie peut être exploitée. Nous nous sommes basés sur l'autocorrélation des rendements des stratégies pour mesurer leurs horizons de placement. De nombreuses raisons peuvent expliquer le lien entre des autocorrélations supérieures et des horizons temporels plus éloignés. Parmi les principales, ce pourrait être le reflet d'une préférence des investisseurs à détenir des instruments moins liquides, ce qui entraîne une rotation inférieure des titres, des périodes de détention plus longues et donc, un horizon plus lointain. De plus, les stratégies portant sur des titres susceptibles d'un lent retour à la moyenne ont tendance à démontrer des autocorrélations plus importantes, malgré une rotation élevée, et peuvent donc être classées parmi celles dont l'horizon de placement est plus lointain.

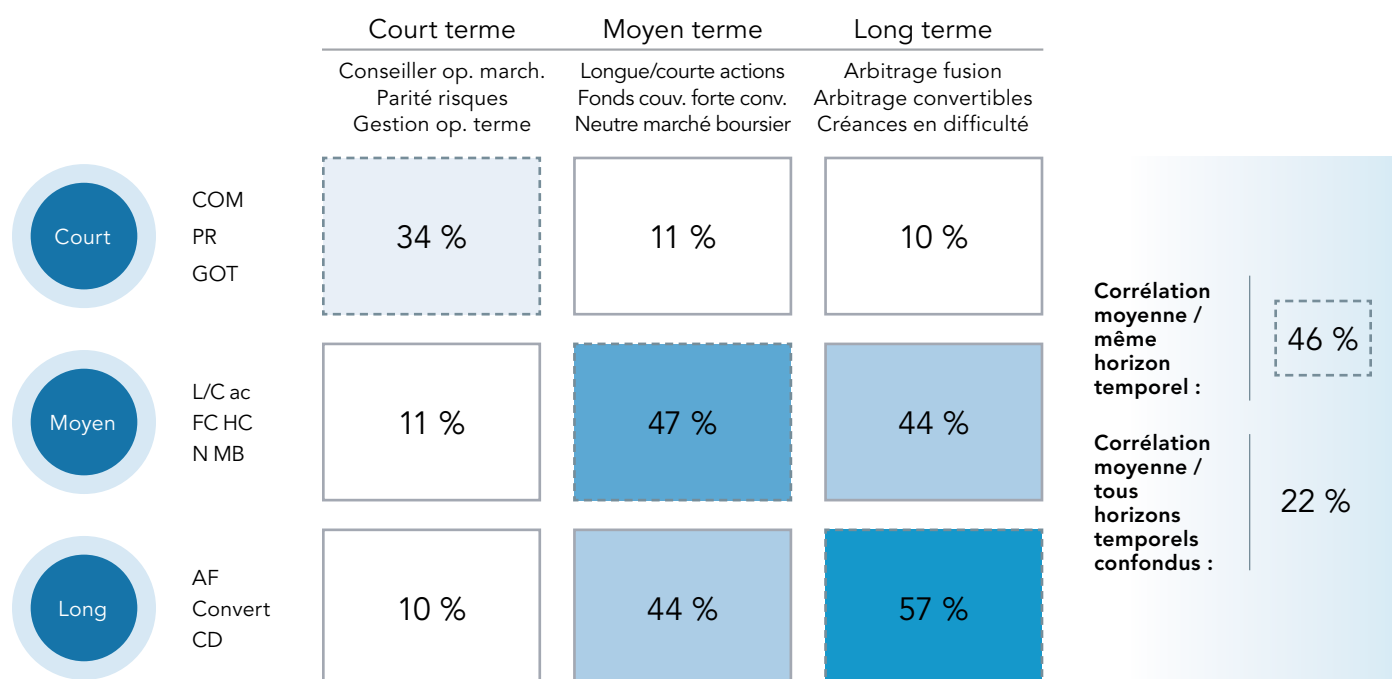
Pour illustrer notre propos, nous avons choisi neuf stratégies et les avons regroupées selon trois horizons temporels : court terme (gestion d'opérations à terme, conseiller en opérations sur marchandises et parité des risques), moyen terme (neutre au marché boursier, positions longues/courtes sur actions, et fonds de couverture forte conviction) et long terme (arbitrage de fusion, arbitrage de titres convertibles et créances en difficulté).

L'analyse de leurs rendements historiques révèle que les corrélations sont généralement supérieures dans les groupes ayant le même horizon temporel. Par exemple, la corrélation moyenne entre les stratégies à long terme était de 0,57, mais la corrélation moyenne entre le groupe des stratégies à long terme et celui des stratégies à court terme n'était que de

0,10. La corrélation moyenne, toutes stratégies confondues, était 0,22, soit moins de la moitié de la corrélation moyenne de 0,46 entre les stratégies d'un même groupe. Que faut-il en déduire? Pour une meilleure diversification, une répartition stratégique devrait regrouper diverses stratégies avec des horizons de placement différents.

TABLEAU 43 – Entre des stratégies ayant le même horizon temporel, les corrélations de rendements sont nettement supérieures par rapport à celles entre toutes les stratégies, tous horizons temporels confondus.

Corrélations moyennes des rendements entre les stratégies du même horizon temporel et entre toutes les stratégies



COM : conseiller en opérations sur marchandises; PR : parité des risques; GOT : gestion d'opérations à terme; L/C ac : positions longues/courtes sur actions; FC HC : fonds de couverture forte conviction; N MB : neutre au marché boursier; AF : arbitrage de fusions et événements; Convert. : arbitrage de titres convertibles; CD : créances en difficulté. Sources : Bloomberg et Fidelity Investments, au 31/5/20.

Épilogue

- L'horizon temporel est au cœur de la stratégie de placement : aujourd'hui, les prix du marché reflètent une certaine complaisance à l'égard de la déflation, car le risque d'inflation à plus long terme est nettement sous-estimé.
- Le contexte de placements est toujours défini par notre désir collectif d'éviter la dernière erreur : lorsque la réduction du risque systémique parmi les banques et les pressions déflationnistes en régression ont été remplacées par une augmentation du risque systémique des banques centrales un risque inflationniste croissant.
- L'épicentre de la prochaine crise est toujours le secteur qui s'est le plus endetté au cours de l'expansion : la dette souveraine présente des difficultés particulières, dont un risque pour les principales devises et les modèles de valorisation conventionnels.
- Les erreurs dans la mise en application sont beaucoup plus fréquentes que le manque de jugement ou d'information : pour réussir, les institutions doivent établir des stratégies hautement ciblées pour gérer les occasions et les risques qui découlent d'une dette élevée et croissante.

Auteurs

Vadim Zlotnikov | Président, Fidelity Institutional, Asset Management

Dirk Hofschire, CFA | Vice-président principal, Recherche sur la répartition de l'actif

Principaux collaborateurs

Irina Tytell, PhD | Chef d'équipe, Recherche sur la répartition de l'actif

Emil Iantchev, PhD | Chef d'équipe, Recherche sur la répartition de l'actif

Susan Ye, PhD | Analyste de recherche, Recherche sur la répartition de l'actif

Notes de fin de texte

1. « Rising Policy and Political Risk: Implications for Asset Allocation », Fidelity Investments (ERRA), 2020. 2. « Perspectives à long terme de la croissance mondiale : les 20 prochaines années », Fidelity Investments (ERRA), 2020. 3. « Unintended Consequences of Extraordinary Monetary Policies », Fidelity Investments (ERRA), 2020. 4. « The Fiscal Theory of the Price Level », John Cochrane. Fidelity Investments (ERRA). 5. « Unintended Consequences of Extraordinary Monetary Policies », Fidelity Investments (ERRA), 2020. 6. « Rising Policy and Political Risk: Implications for Asset Allocation », Fidelity Investments (ERRA), 2020. 7. Nous avons également analysé la période de 1919 à 1939, qui est un autre exemple de distribution des richesses. Malgré le caractère plus progressiste des mesures fiscales au cours de cette période, la catastrophe financière et économique de la Grande Dépression a probablement été le principal facteur égalisateur en termes de distribution des richesses. Note : étant donné que nous ignorons si, à l'avenir, la distribution des richesses entraînera une déflation ou une inflation, nous avons évalué cette solide répartition de l'actif en regard des deux périodes, et nous avons constaté que nos conclusions sont cohérentes avec ce qui précède.

Réservé à l'usage institutionnel ou pour les experts en placements.

L'information fournie dans ce document est présentée à des fins d'information et d'éducation seulement. Dans la mesure où l'information fournie dans le présent document est présumée être une recommandation, elle n'est pas censée être un conseil en placements impartial ni un conseil dans une capacité fiduciaire; de plus, elle ne vise pas à être utilisée comme ligne directrice des décisions de placement 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 contenue dans le présent document est fournie à des fins de discussion et d'illustration seulement. Elle ne doit pas être interprétée comme une recommandation ni comme une sollicitation de vente ou d'achat de titres. Les opinions présentées ici ont été exprimées en juillet 2020, d'après l'information disponible à ce moment-là, 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.

Les décisions de placement doivent tenir compte des objectifs individuels de l'investisseur, de son horizon de placement et de sa tolérance au risque. 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.

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

Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs.

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

La désignation d'analyste financier agréé (CFA®) est décernée par le CFA Institute. Pour obtenir la désignation de CFA, les candidats doivent, entre autres, réussir trois examens qui démontrent leurs compétences, leur intégrité et leur connaissance approfondie de la comptabilité, des normes professionnelles et éthiques, de l'économie, de la gestion de portefeuille et de l'analyse des titres. Ils doivent également avoir accumulé au moins quatre ans d'expérience professionnelle pertinente.

Les marques de tierces parties appartiennent à leur propriétaire respectif. Utilisées avec permission.

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 utilisés à titre d'illustration seulement et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements dans un fonds ou un portefeuille. Toute stratégie de placement doit être évaluée en fonction des objectifs de placement et de la tolérance au risque de l'investisseur. Fidelity Investments Canada s.r.l., 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.

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 celles de Fidelity ou d'autres personnes au sein de l'organisation. Ces opinions sont appelées à changer à tout moment en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs, et Fidelity décline toute responsabilité en ce qui a trait à la mise à jour de ces points de vue. Ceux-ci ne peuvent être considérés comme des conseils en placement ni comme une indication de l'intention de négociation visant tout Fonds Fidelity, car les décisions de placement relatives à un Fonds Fidelity sont prises en fonction de nombreux facteurs.

Certaines déclarations formulées dans ce commentaire peuvent contenir des énoncés prospectifs de nature prévisionnelle pouvant inclure des termes tels que « prévoit », « anticipe », « a l'intention », « planifie », « croit », « estime » et d'autres expressions semblables ou leurs versions négatives correspondantes. Les énoncés prospectifs s'appuient sur des attentes et prévisions visant des facteurs généraux pertinents liés à la situation économique, au contexte politique et aux conditions du marché, comme les taux d'intérêt, et supposent qu'aucun changement n'est apporté au taux d'imposition en vigueur ni aux autres lois ou législations gouvernementales applicables. Les attentes et les prévisions à l'égard d'événements futurs sont intrinsèquement soumises, entre autres, 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 des capitaux mondiaux, la concurrence commerciale et les catastrophes. Vous devez donc éviter de vous fier indûment aux énoncés prospectifs. En outre, nous n'avons pas l'intention de mettre à jour ces énoncés à la suite de l'obtention de nouveaux renseignements, de la concrétisation d'événements futurs ou pour quelque autre raison que ce soit.

© 2020–2023 Fidelity Investments Canada s.r.l. Tous droits réservés.

É.U. : 936428.1.0 CAN. : 520128-v2023914 FCI 1513360 09/23