

Où en sommes-nous?

Les attentes évoluent quant à l'orientation de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (« Fed ») dans un contexte de préoccupations grandissantes à l'égard de la croissance et de l'inflation

TROISIÈME TRIMESTRE DE 2023

Article de fond rédigé par nos partenaires américains

POINTS À RETENIR

- Les investisseurs continuent de se demander si la Réserve fédérale se rapproche d'un point d'inflexion de sa politique monétaire dans un contexte de convergence du ralentissement de la croissance économique, de hausse de l'inflation et de risques liés aux marchés financiers émergents, comme en témoigne la volatilité des contrats à terme sur les fonds fédéraux.
- Étant donné que les taux d'intérêt constituent le mécanisme fondamental d'actualisation du prix des actifs, nous croyons que l'un des facteurs déterminants pour les investisseurs qui investissent dans de multiples catégories d'actifs consiste à évaluer les attentes de taux d'intérêt intégrées dans l'ensemble des catégories d'actifs et la façon dont le contexte actuel se compare à d'autres points d'inflexion de la politique.
- Dans le présent article, nous présentons une analyse historique des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme – mesurés selon le marché des contrats à terme en eurodollars – que nous étendons à d'autres catégories d'actifs afin d'évaluer la trajectoire des taux d'intérêt à court terme qui y sont reflétés.
- Dans le cadre de notre processus de répartition active de l'actif, nous cherchons à repérer les lacunes dans les attentes à l'échelle des catégories d'actifs et cette analyse sert à trianguler les occasions de risque et de rendement qui les entourent, tout en établissant des comparaisons avec les données historiques.
- Selon nous, les attentes actuelles à l'égard des actifs diffèrent quelque peu des épisodes historiques, probablement en raison des politiques monétaires qui ont suivi la crise financière mondiale et des aspects uniques d'un monde qui émerge de la pandémie de COVID-19.
- Les conclusions de notre analyse contribuent à renforcer notre conviction à l'égard du positionnement des portefeuilles à date cible en faveur des actifs non américains par rapport aux actifs américains et nous incitent à la prudence à l'égard des titres de créance à ce stade du cycle du marché.

Introduction

Le dernier jeu de salon sur les marchés financiers a consisté à deviner quand le cycle de hausses de taux de la Réserve fédérale américaine prendra fin et la trajectoire à la baisse des taux commencera. Les attentes concernant les taux ont été sensibles aux données économiques publiées, ainsi qu'aux tensions dans le secteur bancaire. Le marché des contrats à terme sur les fonds fédéraux a évolué en dents de scie à de nombreuses reprises, les investisseurs cherchant à deviner la trajectoire ultime des taux d'intérêt.

La fixation et le débat sur la trajectoire jusqu'au taux final – analogue à l'un de ces longs voyages où les enfants répètent sans cesse « est-ce qu'on arrive bientôt? » – sont un sous-produit naturel d'où nous en sommes dans la dernière phase du cycle économique et du « brouillard de la guerre » qui l'entoure. La nébulosité du contexte actuel est en partie attribuable à son caractère unique : un courant croisé de forces, y compris un cycle économique qui a déraillé en raison d'une pandémie et d'une intervention politique très musclée, qui a propulsé l'inflation à son plus haut niveau depuis des décennies.

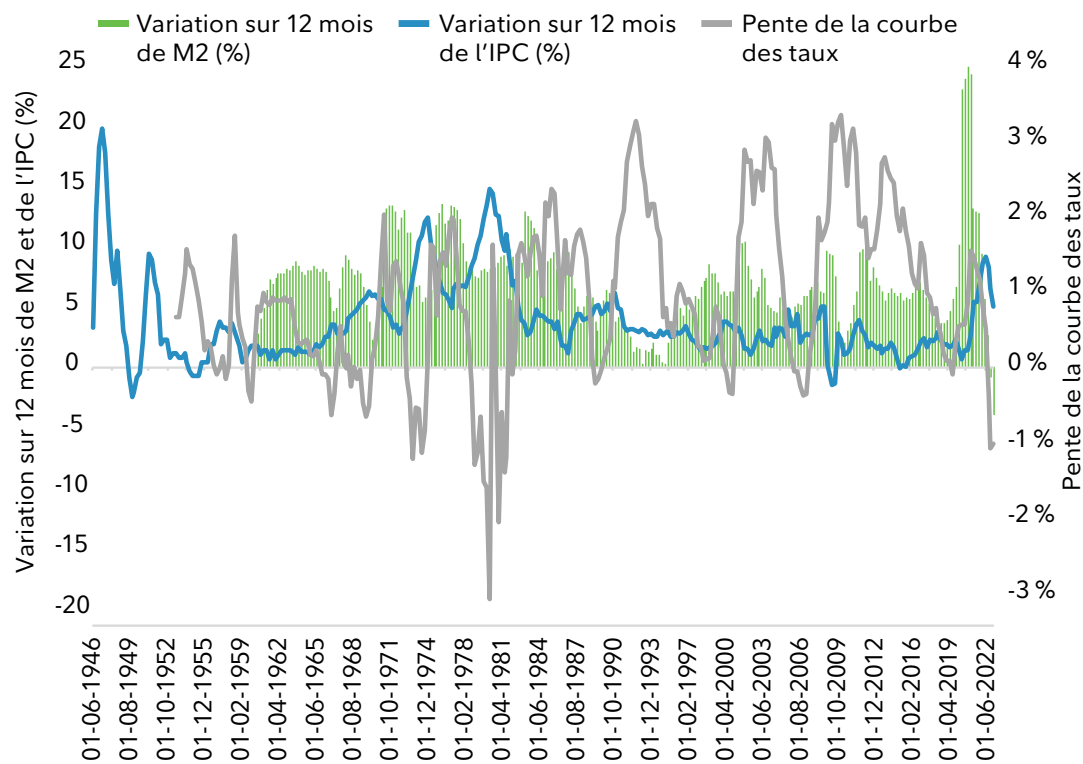
Le Tableau 1 illustre bien l'interaction entre ces forces, en soulignant la nature exceptionnelle de leurs données actuelles et l'incertitude qu'elles créent pour les investisseurs qui tentent d'escompter les résultats. La masse monétaire (M2) a progressé à son rythme le plus rapide en 2021 et est maintenant négative pour la première fois de son histoire. L'indice des prix à la consommation (IPC)¹ a atteint des niveaux inégalés depuis 40 ans, tandis que la courbe des taux n'a pas été autant inversée depuis la fin des années 1970 et le début des années 1980.



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA™

Dans ce contexte, une question clé est de savoir si la Fed atteindra sa cible d'inflation de 2 %, compte tenu des effets décalés de la politique monétaire, de la probabilité croissante d'une récession et du risque de problèmes et de contagion sur les marchés financiers. Est-ce que tous ces facteurs pourraient mener à un point d'inflexion de la politique? Le consensus des investisseurs est implicite sur le marché des contrats à terme sur taux d'intérêt à court terme², mesuré par le marché des contrats à terme en eurodollars, qui reflète les attentes quant à la trajectoire que prendront les taux d'intérêt. Les contrats à terme normalisés sont généralement utilisés pour prendre position quant aux interventions de la Fed sur le taux directeur, ou servir de couverture contre celles-ci. Une analyse plus approfondie des contrats à terme sur taux d'intérêt peut nous aider à mieux comprendre les attentes intégrées au prix des actifs. Nous croyons que la trajectoire des taux d'intérêt est facteur déterminant avec lequel doivent composer ceux qui investissent dans de multiples catégories d'actifs. Nos recherches sur cette question peuvent apporter un éclairage sur les rendements et les risques éventuels intégrés dans la valorisation des actifs.

TABLEAU 1 : La pente de la courbe des taux des titres du Trésor américain, l'inflation et la masse monétaire (M2)
Politique monétaire et inflation



Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis, Réserve fédérale américaine, au 31 mars 2023.
Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs.

La future courbe des taux d'intérêt – La question de 725 823 \$³

Les investisseurs utilisent les taux d'actualisation pour pondérer l'incertitude sur les marchés financiers, les taux d'intérêt étant l'un des principaux facteurs. La hausse des taux d'intérêt entraîne une baisse du prix des actifs en raison de la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs, tandis que la baisse des taux d'intérêt produit l'effet contraire. Nous croyons que les prix de chaque catégorie d'actifs sont influencés de différentes façons par les taux d'intérêt, car il existe des risques distincts pour les flux de trésorerie en fonction de caractéristiques comme la durée, l'effet de levier, la répartition géographique et la répartition sectorielle. Nous commençons notre analyse en examinant les caractéristiques du segment à court terme de la courbe des taux d'intérêt sur un horizon de 3 à 36 mois. C'est le fondement de ce qui tend à être extrapolé dans le prix des actifs.

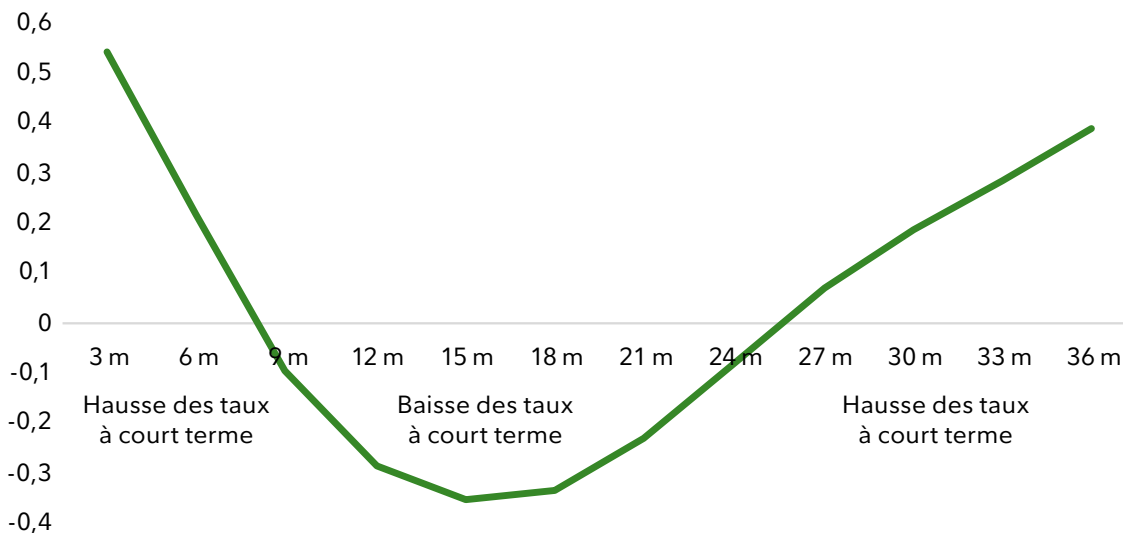
Nous avons appliqué une technique statistique appelée analyse en composantes principales (« ACP »)⁴ pour simplifier et diviser la courbe des contrats à terme à court terme à 12 dimensions (36 mois) en trois principaux facteurs. Ces facteurs sont les suivants :

- Les attentes de taux à court terme évoluent en parallèle sur l'ensemble de la courbe des taux.
- Les attentes de taux à court terme plus élevés ou moins élevés dans un futur plus lointain par rapport à un futur rapproché.
- Le « fléchissement » de la courbe, comme l'illustre le Tableau 2, indique que les taux à court terme devraient augmenter au cours des 6 premiers mois, diminuer entre les 9^e et 24^e mois, puis augmenter à nouveau à compter du 27^e mois. Les pondérations ou les charges dans le graphique représentent l'amplitude et la direction de l'évolution des taux au fil du temps.

Ce « fléchissement » reflète des périodes historiques où les marchés s'attendaient à ce que la Fed ait suffisamment ralenti l'économie et à ce qu'elle décrète une ou deux autres hausses avant de devoir réduire les taux – essentiellement, des périodes où la politique monétaire approchait d'un point d'inflexion. Compte tenu du stade actuel du cycle et du débat entre les investisseurs, cette situation a des conséquences évidentes pour les marchés d'aujourd'hui. Pour approfondir notre compréhension, nous avons décomposé les données historiques afin d'évaluer les périodes où les investisseurs s'attendaient à des sommets semblables des taux à court terme, suivis de baisses de taux d'intérêt.

TABLEAU 2 : Le « fléchissement » des attentes de taux d'intérêt à court terme

Pondérations de la composante principale 3 (« CP3 ») en eurodollars selon l'horizon de placement



Source : Bloomberg Finance L.P., au 28 février 2023.

Afin de repérer des périodes historiques semblables, nous avons tracé les variations cumulatives de cette troisième composante principale ou du « fléchissement » de la courbe des taux de 1989 à aujourd’hui, comme le montre le Tableau 3. Elle représente l’évolution cumulative des attentes à l’égard des taux d’intérêt jusqu’au point d’inflexion de la politique, puis la baisse et la remontée subséquentes. La tendance baissière à long terme de cette série reflète une diminution progressive des attentes quant à l’ampleur du fléchissement de la courbe, car les taux ont été réduits depuis les années 1980, et ont éventuellement frôlé le zéro. Même si les attentes à l’égard des taux ont diminué au fil du temps, elles ont passé à travers des cycles : lorsque les taux augmentent, les attentes se rapprochent d’un point d’inflexion ou de la « fin d’un cycle » et vice versa. Le sommet actuel ressemble à ceux de novembre 1990, novembre 2000 et décembre 2007. Durant ces périodes, les investisseurs s’attendaient à un point d’inflexion de la politique de taux d’intérêt. Dans chaque cas, la politique s’est révélée restrictive, ce qui a entraîné des récessions et des rajustements dans le prix des actifs.

TABLEAU 3 – Évolutions cumulatives du « fléchissement » des attentes de taux d’intérêt à court terme

Caractère de fin de cycle des taux d’intérêt américains (cumulatif, eurodollars CP3)



Source : Bloomberg Finance L.P., au 31 mars 2023.

Le Tableau 4 ci-dessous présente les rendements des principales catégories d’actifs lors des 12 mois qui ont suivi ces sommets. Nous observons une dispersion importante des rendements prévisionnels, ce qui reflète en partie l’ampleur du ralentissement économique et des fluctuations du prix des actifs qui en découlent. Il est important de noter qu’il est possible d’obtenir des rendements prévisionnels positifs durant une récession, lorsque les résultats réalisés sont plus favorables que prévu. Par exemple, les marchés boursiers ont enregistré des rendements positifs pendant la récession des années 1990. D’autres années, les marchés boursiers ont reculé. De plus, les titres de créance ont inscrit des rendements contrastés lors des périodes semblables.

Ces exemples renforcent l’importance d’évaluer les attentes des investisseurs qui sont intégrées aux valorisations à chaque moment. Il est simple d’utiliser la courbe des eurodollars pour évaluer directement les attentes de taux à court terme. Il est plus difficile d’établir les attentes à l’égard des taux d’intérêt intégrées aux prix des catégories d’actifs, car cette démarche nécessite diverses hypothèses et analyses. Dans les sections suivantes, nous présentons un cadre visant à étendre les attentes intégrées aux taux à court terme à d’autres catégories d’actifs. Nous évaluons les épisodes historiques par rapport au contexte actuel et repérons des occasions de positionnement pour les investisseurs.

TABLEAU 4 – Les rendements du prix des actifs après l’inflexion des politiques reflètent différentes attentes intégrées

Rendements prévisionnels sur 12 mois après l’inflexion de la politique

Date de début	Indice			
	S&P 500	MSCI EAEO	Indice MSCI Marchés émergents	ICE BofA Corp Credit
Nov. 1990	16,4 %	6,5 %	45,2 %	16,4 %
Nov. 2000	-13,3 %	-20,4 %	-9,8 %	13,5 %
Déc. 2007	-38,5 %	-45,1 %	-54,5 %	-6,8 %

Source : Bloomberg Finance L.P., au 31 mars 2023. **Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs.**

Tirer des leçons des cycles précédents et des trajectoires divergentes

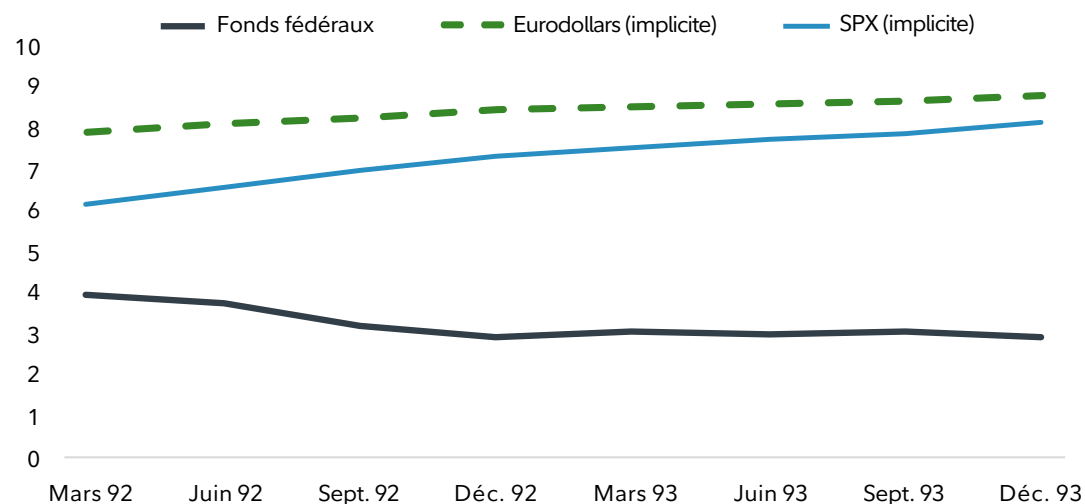
Pour estimer la trajectoire des taux d'intérêt à court terme sous-entendue par les prix des autres catégories d'actifs, nous avons appliqué des techniques pour mesurer les relations risque-rendement des secteurs économiques intégrés par rapport à la sensibilité des attentes de taux à court terme. Nous avons calculé les rendements attendus des secteurs pour chaque catégorie d'actifs de deux façons. La première approche reposait sur des caractéristiques de la courbe des taux à court terme; la deuxième considère les secteurs comme un portefeuille optimal. Nous utilisons ensuite la courbe des taux à court terme qui correspond le mieux aux deux séries de rendements sectoriels attendus. Ce processus triangule, à partir de l'information connue, un écart potentiel dans les attentes qui sont implicites dans le prix des actifs par rapport à nos recherches.

À partir de ce point de départ, nous analysons les trois épisodes historiques où les attentes à l'égard du « fléchissement » du marché des contrats à terme en eurodollars étaient semblables aux attentes actuelles. Nous évaluons ce qui a été intégré aux cours des autres catégories d'actifs et comparons les rendements réalisés.

Nous commençons par la période de 1990 et l'analyse s'est concentrée sur l'indice S&P 500⁵ en raison des données limitées pour les autres catégories d'actifs. Le Tableau 5 présente la courbe des taux de l'indice S&P 500 pour l'année, la courbe des taux des contrats à terme en eurodollars et la trajectoire du taux des fonds fédéraux.

TABLEAU 5 : L'indice S&P 500 a pris en compte des taux légèrement inférieurs à ceux des contrats à terme en eurodollars

Taux implicites et réels : 12 mois, après novembre 1990



Source : Bloomberg Finance L.P., FactSet, au 28 février 2023.

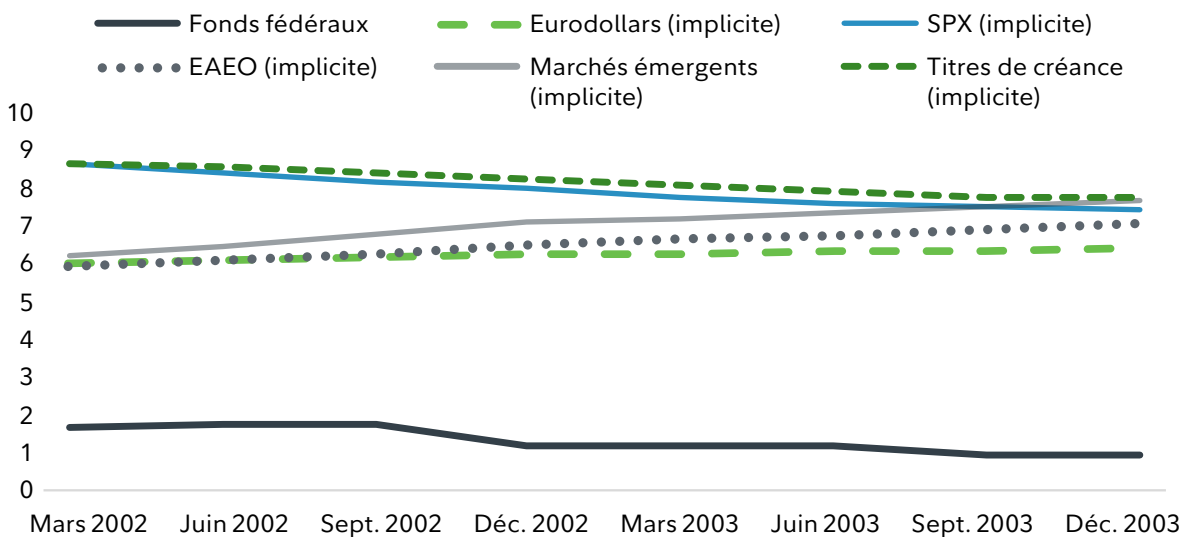
Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs.

Ces mesures donnent à penser que les valorisations des actions américaines reflètent une récession future d'une certaine ampleur. En ce qui a trait à l'indice S&P 500, les attentes à l'égard des taux à court terme ont diminué de 2 % de plus que ce que laissent entendre les contrats à terme en eurodollars, ce qui laisse entrevoir une réduction des taux par la Fed, suivie d'un rebond graduel lorsqu'elle relèvera les taux. Même si les cours boursiers n'avaient pas anticipé l'ampleur ou la persistance de la hausse des taux à court terme, les attentes directionnelles ont peut-être aidé les actions à surpasser les attentes au cours de la récession qui a suivi. Les attentes des investisseurs à l'égard des taux ont été plus optimistes par rapport à ce qui s'est produit, car la Fed a réduit les taux de façon plus énergique et les a maintenus à un bas niveau par rapport aux attentes à l'égard de l'eurodollar et de l'indice S&P 500.

Le Tableau 6 ci-dessous présente les attentes de taux pour les contrats à terme en eurodollars (ligne pointillée vert clair) en date de novembre 2000 et ce que laissent entendre les autres catégories d'actifs de mars 2002 à décembre 2003. Les contrats à terme en eurodollars laissent entrevoir des attentes d'un taux de près de 6 % sur l'ensemble de la courbe et une tendance à la hausse. Les attentes de taux pour l'indice S&P 500 et les obligations de sociétés (mesurées par l'indice ICE BofA US Corporate Index⁶) ont été étroitement regroupées – elles se situaient initialement à environ 3 % au-dessus de la courbe des contrats à terme en eurodollars et ont clôturé à environ 1 % de plus. Les investisseurs ont peut-être perçu une amélioration des données fondamentales et des écarts de taux aux États-Unis, ce qui donne à penser que la Fed pourrait maintenir sa politique monétaire plutôt que de réduire les taux.

TABLEAU 6 : Toutes les catégories d'actifs prennent en compte des taux d'intérêt futurs plus élevés que ceux de la courbe des eurodollars

Taux implicites et réels : 12 mois, après novembre 2000



Source : Bloomberg Finance L.P., FactSet, au 28 février 2023.

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

Par exemple, le sommet du cycle pour le bénéfice par action (BPA) de l'indice S&P 500 a été atteint en novembre 2000 pour les 12 derniers mois, tandis que le ratio cours/bénéfice (C/B) est passé d'un sommet de 32X à 24,5X. Les obligations de sociétés se sont repliées graduellement, l'écart de taux des obligations à 10 ans de Moody's Baa s'établissant à 265 points de base par rapport aux obligations du Trésor américain comparables, en légère hausse par rapport aux six mois précédents.

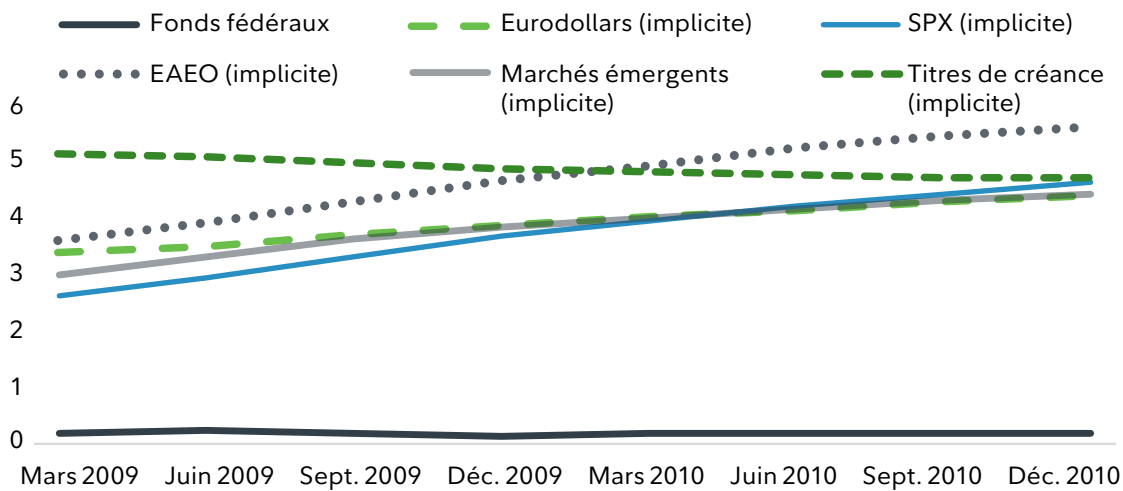
Les attentes de taux intégrées dans les valorisations de l'indice MSCI EAEO⁷ et de l'indice MSCI Marchés émergents⁸ ont été regroupées de façon similaire, conformément à la courbe des eurodollars au début de la période et ont clôturé celle-ci en hausse d'environ 1 %. Comparativement aux États-Unis, en 2000 l'indice MSCI Marchés émergents a enregistré un BPA négatif pour les 12 derniers mois et le BPA de l'indice MSCI EAEO a diminué par rapport à son sommet de novembre 2000, son ratio C/B chutant de 37x à 25x.

La ligne noire du graphique ci-dessus indique le taux réel des fonds fédéraux au fil du temps. Diverses catégories d'actifs avaient pris en compte des perspectives de taux intégrés plus optimistes que ce qui s'est produit. La Fed a fortement abaissé les taux à la suite des tensions économiques et boursières causées par la volatilité dans les secteurs de la technologie, des médias et des télécommunications.

Le Tableau 7 présente les attentes de taux pour diverses catégories d'actifs de mars 2009 à décembre 2010 (en date de décembre 2007). Les attentes de taux pour l'indice S&P 500 et l'indice MSCI Marchés émergents ont suivi une trajectoire semblable à celle de la courbe des contrats à terme en eurodollars (ligne pointillée vert clair), tandis que les attentes intégrées à l'indice MSCI EAEO et les obligations de sociétés ont laissé entrevoir une hausse des taux. Les marchés des titres de créance reflétaient un écart serré de 250 points de base, tandis que les données fondamentales des marchés boursiers commençaient à se redresser. Le BPA des 12 derniers mois de l'indice S&P 500 avait chuté d'environ 5 % par rapport à son sommet de décembre 2007, et les ratios C/B de l'indice EAEO et des marchés émergents avaient diminué.

TABLEAU 7 : Les attentes de taux pour l'indice MSCI Marchés émergents et l'indice S&P 500 étaient semblables à celles des contrats à terme en eurodollars; les titres de créance et l'indice MSCI EAEO prévoyaient une hausse des taux

Taux implicites et réels : 12 mois, après décembre 2007



Source : Bloomberg Finance L.P., FactSet, au 28 février 2023

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

Les attentes des investisseurs se sont révélées exagérément optimistes, la Fed ayant abaissé les taux à près de zéro en réaction à la crise financière mondiale. À notre avis, les marchés ont été surpris par la gravité des problèmes du système bancaire et la façon dont leur contagion pourrait mettre en péril l'économie mondiale.

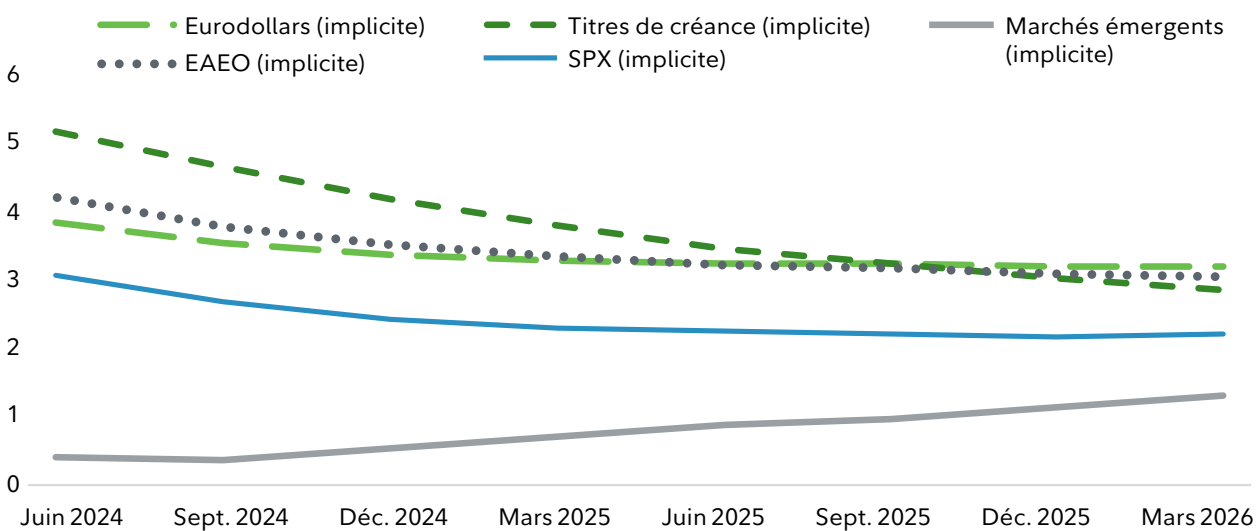
Le contexte actuel de fin de cycle présente quelques similitudes et différences avec les périodes précédentes susmentionnées. Chaque période a été marquée par des déséquilibres au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Autour de l'an 2000, les valorisations boursières ont été excessives, ce qui a entraîné une décote spectaculaire des ratios boursiers. La période de 2008 a été marquée par les spéculations excessives sur le marché américain de l'habitation et par l'assouplissement des normes de souscription de prêts hypothécaires, qui ont été les principales causes de la crise financière.

Les excès actuels sont moins évidents pour les consommateurs et les entreprises. Les gouvernements ont toutefois augmenté leur niveau d'endettement. Les dépenses publiques à l'échelle mondiale et l'activation de la planche à billets par les banques centrales en réaction à la pandémie de COVID-19 ont fait éclater les plafonds précédents du ratio dette/PIB. À l'heure actuelle, la Fed dispose d'une marge de manœuvre limitée pour réduire les taux, car le taux d'inflation dépasse toujours sa cible de 2 %.

Nous sommes d'avis que la réduction de la marge de manœuvre pour la politique est un élément important des erreurs potentielles d'évaluation de la courbe des taux d'intérêt à court terme et des courbes de taux implicites intégrées dans le prix des autres catégories d'actifs. Le Tableau 8 illustre la configuration des courbes de taux implicites. Nous constatons que les cours des catégories d'actifs intègrent des trajectoires disparates pour les taux. La dispersion à court terme des taux à court terme prévus est plus importante qu'en 2000 et en 2007; cette dernière est évidente selon la même échelle de l'axe Y utilisée pour chaque période.

TABLEAU 8 : Les attentes de taux d'intérêt varient selon les catégories d'actifs

Courbes prévisionnelles sur 12 mois, mars 2023



Source : Bloomberg Finance L.P., FactSet, au 28 février 2023.

Il existe peut-être plusieurs raisons pour lesquelles l'on s'entend moins parmi les catégories d'actifs quant à la trajectoire future des taux d'intérêt. L'économie mondiale est moins synchronisée, car les gouvernements du monde entier ont adopté des approches différentes pour gérer la pandémie. Les politiques monétaires et budgétaires ont varié d'un pays à l'autre, et les États-Unis ont adopté une approche plus énergique qui prévoit d'importantes dépenses budgétaires et des mesures de relance monétaire. La Chine et le Japon ont adopté des mesures fiscales et monétaires plus modérées. Cette divergence des cycles économiques a été moins prononcée en 2000 et en 2007. C'est l'une des raisons pour lesquelles les indices S&P 500, MSCI EAEO et MSCI Marchés émergents prennent en compte différents contextes de taux.

Par exemple, les courbes des titres de créance et de l'indice MSCI EAEO sont regroupées autour de la courbe des eurodollars. La courbe des taux implicite de l'indice MSCI Marchés émergents diffère de la courbe des taux implicite de l'indice S&P 500 en ce qu'elle implique une baisse des taux précipitamment à un niveau beaucoup plus bas, puis un rebond, tandis que la courbe de l'indice S&P 500 baisse en douceur pour atteindre un niveau inférieur à celui où le marché des contrats à terme évalue les taux. La courbe de l'indice MSCI Marchés émergents donne l'impression d'un atterrissage brutal : une chute importante, suivie d'une remontée graduelle des taux. L'indice S&P 500 laisse entrevoir un atterrissage en douceur et une baisse graduelle des taux sans qu'une série abrupte de réductions soit nécessaire.

Nous nous interrogeons sur le scénario qui reflète les réalités actuelles et sur l'endroit où un écart dans les attentes pourrait présenter des occasions pour les investisseurs. Nous croyons que pour avoir ce point de vue, nous devons tenir compte de la caractéristique qui rend le contexte actuel différent des épisodes précédents que nous avons analysé, soit l'inflation.

Le cochon dans le python

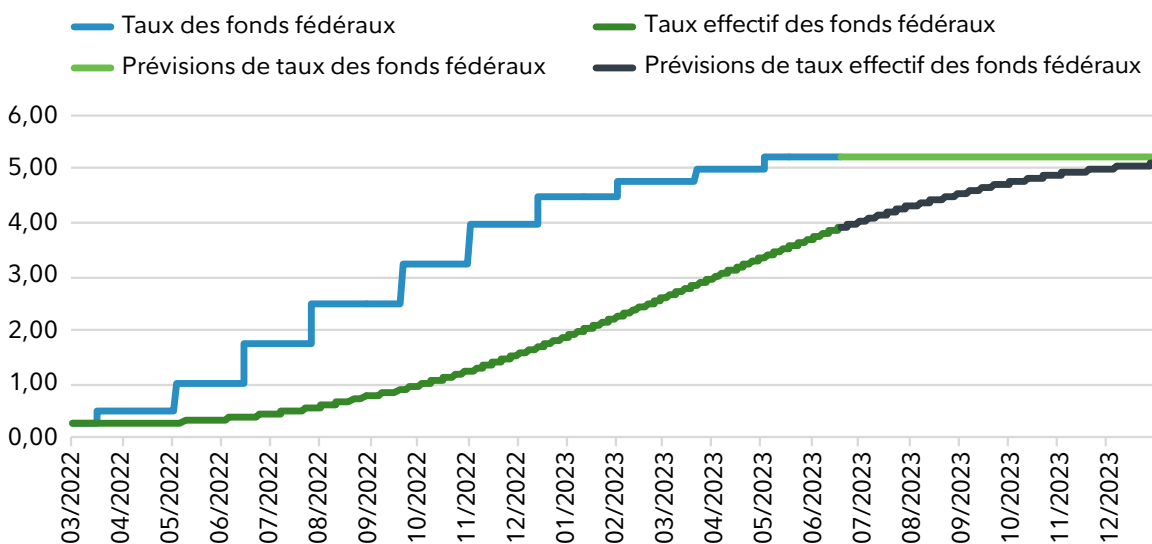
Le contexte inflationniste actuel est différent de celui des derniers cycles de 2000 ou de 2007. L'inflation remet en question la stratégie standard des banques centrales qui consiste à réduire les taux de façon énergique en réaction à une récession ou une crise sur les marchés financiers. Nous avons eu un aperçu de cette dynamique plus tôt cette année, lorsque des tensions se sont manifestées dans le secteur bancaire régional aux États-Unis. Dans un contexte non inflationniste, la Fed et le Trésor américain auraient pu avoir recours à des taux d'intérêt plus bas et à d'autres leviers de politique pour stabiliser le secteur bancaire.

Le contexte actuel comporte également des mesures de relance sans précédent et une Fed réactive. Tout comme dans le proverbe selon lequel un cochon passe lentement à travers un python, l'incidence des hausses de taux de la Fed se répercute également sur l'économie. Même si la Fed a fortement relevé les taux de 500 pb depuis mars 2022, les effets décalés de la politique monétaire continuent toujours à se faire sentir dans le système économique.

Par exemple, l'un de nos cadres de recherche tient compte des effets décalés de la politique monétaire et donne à penser que le taux effectif actuel des fonds fédéraux⁹ est d'environ 4 % (Tableau 9). Le taux effectif des fonds fédéraux de 4 % n'est pas restrictif, selon la mesure de l'inflation préférée de la Fed – l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle (« DCP ») de base. En mai, les DCP de base se sont établies à 4,6 % sur 12 mois.

TABLEAU 9 : Taux des fonds fédéraux et taux effectif des fonds fédéraux

Taux des fonds fédéraux : Taux réel vs effectif



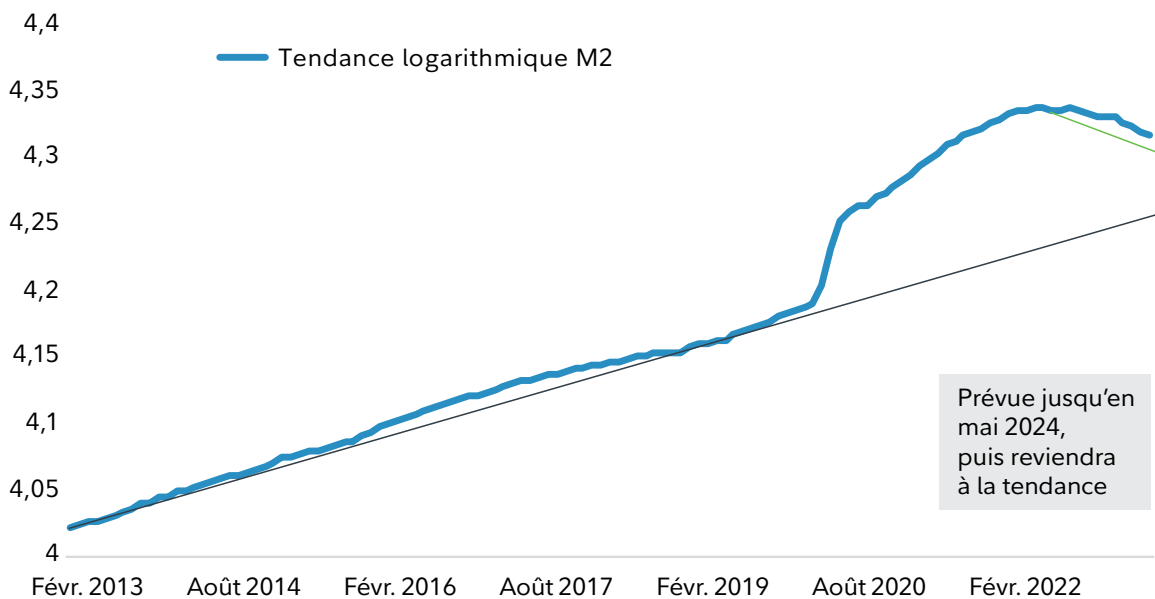
Source : Bloomberg Finance L.P., Fidelity Investments, au 20 juin 2023. La courbe du taux effectif des fonds fédéraux suppose que les taux directeurs auront une incidence maximale au prorata sur un an.

Bien que la croissance de la masse monétaire ait diminué par rapport à il y a un an, la tendance de la masse monétaire demeure élevée par rapport aux normes historiques. Selon la tendance actuelle et comme l'illustre le graphique ci-dessous, il faudrait attendre jusqu'en mai 2024 pour que la croissance exponentielle de la masse monétaire revienne à la normale (Tableau 10).

En raison de la politique trop expansionniste de la Fed après la crise financière mondiale, l'économie est devenue moins sensible aux taux d'intérêt, ce qui remet en question l'efficacité des outils de politique monétaire de la banque centrale. Nous croyons que le risque de données sur l'inflation plus élevées que prévu et la trajectoire escomptée des taux à court terme reflétée dans notre cadre de référence ci-dessus révèlent quelques occasions pour les investisseurs. Nous approfondissons ces occasions dans la section ci-dessous.

TABLEAU 10 : La croissance de la masse monétaire est nettement supérieure à la tendance à long terme

Tendance logarithmique (M2) vs tendance logarithmique antérieure à la COVID (M2)



Source : Bloomberg Finance L.P., au 30 juin 2023.

Répercussions sur les placements : la réponse se trouve-t-elle derrière les portes externes?

Dans le cadre de notre processus de placement axé sur la répartition active, nous nous efforçons de repérer les écarts dans les attentes plutôt que de prévoir ou d'anticiper les fluctuations du prix des actifs. Nous croyons que si nous repérons ces occasions de façon constante et que nous gérons bien le risque, nos actionnaires pourraient être récompensés pendant que le prix des actifs s'ajustent pour emprunter une trajectoire plus durable.

À notre avis, les valorisations des actions américaines donnent à penser que les investisseurs s'attendent à ce que la lutte contre l'inflation des deux dernières années se termine par un atterrissage en douceur, les taux atteignant un sommet et commençant à diminuer au cours des prochains mois. D'après nous, ce point de vue est exagérément optimiste, et nous avons sous-pondéré les actions américaines dans nos portefeuilles. En revanche, l'indice MSCI EAEO et l'indice MSCI Marchés émergents escomptent une trajectoire de taux plus prononcée qui correspond davantage aux attentes d'un atterrissage brutal. Nous croyons que ces attentes sont trop pessimistes et qu'il existe une marge de manœuvre pour de belles surprises. Les cours sur les marchés des titres de créance laissent entrevoir des attentes exagérément optimistes à l'égard de la trajectoire des taux, ce qui témoigne de la meilleure perspective d'un « atterrissage en douceur » parmi les catégories d'actifs.

Ces données fondamentales observables complètent les points de vue que nous dégageons dans le cadre des taux d'intérêt présentés ci-dessus. Les analystes prévoient que les bénéfices des sociétés de l'indice S&P 500 reprendront leur croissance dans la deuxième moitié de l'année, ce qu'on ne pourrait pas anticiper si la croissance économique ralentissait et que la Fed réduisait les taux. Et si l'inflation ralentissait, ce pourrait être une fonction de la capacité moindre à hausser ou à baisser les prix.

Les valorisations semblent corroborer le point de vue intégré dans les attentes de taux – l'indice S&P 500 se négocie actuellement à 21 fois les bénéfices des douze derniers mois, se situant dans le tiers supérieur des ratios historiques. Cette valorisation élevée a été soutenue par le secteur des technologies, qui a récemment été alimenté par les promesses qu'offre l'intelligence artificielle (IA). Le secteur des technologies sensible aux taux d'intérêt se négociait à 35 fois les bénéfices des douze derniers mois au 30 juin 2023, soit approximativement dans la tranche supérieure de 20 % de tous les ratios¹⁰ depuis 2000, et au niveau où le ratio C/B des 12 derniers trimestres¹¹ se situait en novembre 2021, lorsque la Fed a commencé à réduire son programme d'assouplissement quantitatif. La valorisation du secteur des technologies semble particulièrement élevée, les taux à court terme s'établissant à 5 %, les données sur l'inflation étant plus élevées que prévu et la masse monétaire étant supérieure à la tendance.

Pour que les actions américaines soient évaluées à leur juste valeur, la Fed doit réaliser ce que la trajectoire implicite des taux de l'indice S&P 500 indique : contrôler l'inflation et éviter un ralentissement important. Bien que ce résultat soit possible, nous estimons que la probabilité est plus faible par rapport à d'autres scénarios. Si la croissance devait se détériorer largement, les attentes intégrées seraient à risque. Nous reconnaissons également que l'obsession récente du marché à l'égard des progrès technologiques pourrait entraîner une bulle, mais notre travail n'est pas de spéculer sur le capital des actionnaires.

L'indice MSCI Marchés émergents est évalué à 12 fois les bénéfices des 12 derniers mois, se situant ainsi dans la tranche inférieure de 17 % des ratios depuis 2000. L'indice MSCE EAEO est évalué à 14,6 fois les bénéfices des douze derniers mois et se situe dans la tranche inférieure de 26 % des ratios. Les marchés développés et émergents sont confrontés à des risques, comme un ralentissement de la reprise en Chine et une inflation élevée en Europe. L'indice MSCI EAEO prend en compte des attentes de taux plus élevés pendant plus longtemps par rapport à l'indice S&P 500, tandis que les attentes des marchés émergents impliquent la nécessité de fortes baisses de taux. Étant donné la nature asynchrone des marchés mondiaux, ces deux prévisions pourraient être exactes, selon nous.

Les valorisations des actifs reflétant un certain niveau de risque, nous croyons que les valorisations des actions non américaines présentent une marge de sécurité. Si un résultat conforme aux attentes en matière de taux d'intérêt aux États-Unis a été obtenu, les marchés boursiers non américains pourraient offrir des rendements supérieurs à ceux de leurs homologues américains. Par ailleurs, si les scénarios selon lesquels les risques qui sont pris en compte dans les marchés non américains évoluent différemment, comme l'inflation qui s'avère moins onéreuse dans les marchés développés non américains ou la croissance dans les marchés émergents, les écarts relatifs aux attentes pourraient aussi converger. Par conséquent, nous reflétons notre opinion en surpondérant les actions non américaines.

RENSEIGNEMENTS IMPORTANTS

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

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



Notes de fin de texte

¹ Indice des prix à la consommation (IPC). Mesure de la variation moyenne, au fil du temps, des prix payés par les consommateurs urbains pour un panier de produits et de services du marché.

² Les contrats à terme en eurodollars, fondés sur le taux LIBOR, ont été un moyen populaire et liquide pour les investisseurs d'exprimer leur point de vue sur la trajectoire des taux d'intérêt à court terme. Toutefois, avec l'élimination graduelle du taux LIBOR, le marché est en train de passer à des contrats à terme au taux du financement à un jour garanti (*Secured Overnight Financing Rate, SOFR*) pour exprimer ses attentes à l'égard des taux. Depuis leur lancement en 2018, les contrats à terme SOFR ont évolué en suivant de près les contrats à terme en eurodollars, en particulier en ce qui concerne les éléments de la courbe des taux que nous utilisons dans notre analyse quantitative.

³ Ce jeu-questionnaire a fait son entrée en ondes le 7 juin 1955. Au 30 juin 1955, l'indice des prix à la consommation (IPC) s'établissait à 26,71. Au 30 avril 2023, l'indice se situait à 302,918, ce qui représente un ratio de 11,34x. Par conséquent, en dollars courants, la question de 64 000 \$ devient la question de 725 823 \$.

⁴ L'analyse en composantes principales (ACP) est une technique populaire pour l'analyse de grands ensembles de données contenant un grand nombre de dimensions ou de caractéristiques par observation, ce qui accroît l'intelligibilité des données tout en préservant la quantité maximale d'information et en permettant la visualisation de données multidimensionnelles.

⁵ L'indice S&P 500 est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière qui comprend 500 actions ordinaires choisies en fonction de la taille, des liquidités et de la représentation sectorielle pour représenter le rendement des actions américaines.

⁶ L'indice ICE BofA US Corporate Index suit le rendement des titres de créance de sociétés de qualité supérieure libellés en dollars américains émis sur le marché intérieur américain. Les titres admissibles doivent avoir une cote de qualité supérieure (selon la moyenne de Moody's, S&P et Fitch) et être situés dans un pays dont le risque a une cote de qualité supérieure.

⁷ L'indice MSCI EAEO est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière conçu pour mesurer le rendement boursier de l'ensemble des actions offertes aux investisseurs mondiaux dans les marchés développés, à l'exception des États-Unis et du Canada.

⁸ L'indice MSCI Marchés émergents est un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière conçu pour mesurer la performance de l'univers des placements du marché boursier pour les investisseurs mondiaux sur les marchés émergents.

⁹ Le taux effectif des fonds fédéraux (EFFR) est calculé comme la médiane pondérée en fonction du volume des opérations sur fonds fédéraux à un jour. <https://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/effr>

¹⁰ La tranche inférieure de 20 % du rendement des bénéficiaires, en fait depuis le BPA a parfois été négatif au cours de cette période.

¹¹ Ratio cours/bénéfice (C/B) DDM : Relation entre le cours de l'action d'une société et son bénéfice par action des douze derniers mois.

L'information fournie dans le présent document et le document lui-même sont présentés à des fins d'information et d'éducation seulement. Ils ne constituent pas une recommandation de mesure à prendre ou à ne pas prendre ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres ou des services mentionnés. Il ne s'agit pas de conseils en placement. Fidelity ne fournit pas de conseils juridiques ou fiscaux.

Avant de prendre une décision de placement, vous devriez consulter vos propres conseillers professionnels et tenir compte de l'ensemble des faits et des circonstances qui s'appliquent à votre situation personnelle. 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 rémunération directe ou indirecte à titre de gestionnaire, de distributeur ou de fournisseur de services pour ces produits ou services, qui incluent les Fonds Fidelity, certains fonds et services offerts par des tiers et certains services de placement.

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

Les risques de placement de chaque Fonds Fidelity Freedom changent au fil du temps en fonction de la répartition de l'actif. Ces risques sont assujettis aux décisions de répartition de l'actif du conseiller en placement. Compte tenu de la capacité du conseiller à utiliser une stratégie de répartition active de l'actif, les investisseurs peuvent être assujettis à un profil de risque différent de celui de la stratégie neutre de répartition de l'actif du Fonds correspondant à sa trajectoire de rajustement. Les Fonds sont affectés par la volatilité des marchés financiers, y compris celle des actions et des titres à revenu fixe aux États-Unis et à l'étranger, et peuvent être exposés aux risques associés aux placements dans des titres à rendement élevé, à petite capitalisation, liés à des produits de base et étrangers. Les titres à effet de levier sont susceptibles d'accroître l'exposition au marché, d'amplifier les risques liés au placement et d'engendrer des pertes plus rapides. Aucun fonds à date cible n'est considéré comme un programme de retraite complet, et il n'y a aucune garantie qu'un fonds en particulier produira un revenu de retraite suffisant à la retraite. Le capital investi n'est garanti à aucun moment, y compris à la date cible des fonds ou par la suite.

La diversification ne constitue pas un gage de profit ni une garantie contre les pertes.

Ce document contient des « énoncés prospectifs » qui reposent sur certaines hypothèses prévisionnelles. Fidelity Investments décline toute obligation de mettre à jour ces énoncés prospectifs. Les événements réels pourraient ne pas correspondre aux hypothèses. Il est impossible de garantir que les énoncés de nature prévisionnelle, y compris ceux qui présentent des rendements projetés, se concrétiseront, ou que l'état du marché ou les rendements réels ne différeront pas de manière importante ou défavorable de ceux qui sont prévus.

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

Les marques de commerce et les marques de service de tiers appartiennent à leurs propriétaires respectifs. Les autres marques de commerce et marques de service de tiers sont la propriété de FMR LLC ou des sociétés qui lui sont affiliées.

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

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

Réservé à l'usage institutionnel.

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

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

Ce document peut contenir des « énoncés prospectifs » qui reposent sur certaines hypothèses prévisionnelles. Ces énoncés se fondent sur l'information disponible à la date à laquelle ils sont préparés et Fidelity Investments Canada s.r.i. (« FIC ») décline toute obligation de les mettre à jour. Les événements réels sont difficiles à prévoir et peuvent différer des hypothèses. Il est impossible de garantir que les énoncés de nature prévisionnelle, y compris ceux qui présentent des rendements projetés, se concrétiseront, ou que l'état du marché ou les rendements réels ne différeront pas de manière importante ou défavorable de ceux qui sont prévus.

Les informations fournies dans ce document sont présentées à des fins d'information et d'éducation seulement. Toute information sur les placements dans ce document pouvant être considérée comme une recommandation ne constitue pas un conseil en placement impartial ou un conseil donné à titre de fiduciaire. Cette information ne doit pas servir de source d'information principale au moment de prendre une décision en matière d'investissement pour vous ou vos clients. Fidelity et ses représentants pourraient être en situation de conflit d'intérêts par rapport aux produits ou services mentionnés dans ce document, car ils ont un intérêt financier dans ceux-ci et reçoivent une compensation directe ou indirecte à titre de gestionnaire, de distributeur ou de fournisseur de services pour ces produits ou services, qui incluent les Fonds Fidelity, certains fonds et services offerts par des tiers et certains services de placement.

L'information 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 exprimées sont en date du 31 juillet 2022 et se fondent sur l'information disponible à ce moment; elles sont appelées à changer en tout temps en fonction de l'évolution des marchés et d'autres facteurs. À moins d'indication contraire, ces opinions sont celles des auteurs et ne représentent pas nécessairement le point de vue de Fidelity Investments ou de ses sociétés affiliées. Fidelity décline toute obligation de mettre à jour l'information fournie dans le présent document. • Toute décision de placement doit être basée sur les objectifs, l'horizon de placement et la tolérance au risque personnels de l'investisseur. Aucun élément du contenu aux présentes ne devrait être considéré comme étant un conseil juridique ou fiscal. Nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant de prendre une décision financière. • En règle générale, le marché obligataire est volatil et les titres à revenu fixe présentent des risques liés aux taux d'intérêt. (Habituellement, les prix des obligations baissent à mesure que les taux d'intérêt augmentent et vice versa. Cet effet est ordinairement plus marqué dans le cas des titres à long terme.) • Les titres à revenu fixe comportent également des risques d'inflation de même que des risques de crédit et de défaillance tant pour les émetteurs que les contreparties.

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

Le rendement passé n'est pas une garantie des résultats futurs. Un placement peut présenter des risques et ne pas convenir aux objectifs ni à la tolérance au risque d'un investisseur. Les investisseurs doivent savoir que la valeur d'un placement peut être volatile et que tout placement comporte des risques, notamment celui de perdre de l'argent. Les rendements des comptes individuels seront différents de ceux des portefeuilles composites et représentatifs en raison de facteurs tels que la taille du portefeuille, les objectifs et les restrictions associés aux comptes, et les facteurs liés à la structure de placement.

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

Les marques de commerce et de service de tierces parties appartiennent à leur propriétaire respectif. Toutes les autres marques de commerce et de service sont la propriété de Fidelity Investments Canada s.r.i. ou de ses sociétés affiliées. FIC ne fournit aucun conseil d'ordre juridique ou fiscal. Nous vous encourageons à consulter votre avocat, votre comptable ou tout autre conseiller spécialisé avant d'effectuer un placement.

En partie © 2023. FMR LLC. Tous droits réservés. Utilisé avec permission.

É.-U. : 1095714.2.0 CAN. : 1474450-v2023817 FCI 1465762 08/23



PLACEMENTS INSTITUTIONNELS
FIDELITY CANADA™