

Jouer du coude

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Bruno Crocco, CFA | Gestionnaire de portefeuille

Jon Knowles, CFA | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Au Canada et à l'étranger, on a joué du coude en réaction au bouleversement de la conjoncture politique américaine. Les marchés se sont également montrés sensibles. En tant qu'investisseurs, nous ne devons pas réagir de manière excessive à la profusion de gros titres essouffants et souvent contradictoires. Toutefois, il est également important de ne pas rester en retrait. Une importante transformation du contexte politique, économique et financier semble se dessiner à l'échelle mondiale, ce qui nécessite des ajustements prudents de notre stratégie de portefeuille. Bon nombre des conséquences définitives de ce virage remarquable de la politique américaine ne se manifesteront qu'avec le temps. Cependant, certaines de ces conséquences se font déjà sentir, ce qui nous amène à ajuster notre positionnement conformément à notre processus de répartition active de l'actif.

Nous pourrions résumer notre point de vue en disant que « le marché tient compte d'un exceptionnalisme américain maximal, alors même que le gouvernement américain mine bon nombre des aspects qui ont rendu les États-Unis exceptionnels. » Dans ce contexte, nous avons pris des mesures pour réduire notre exposition aux actions américaines en faveur des actions internationales et des actifs défensifs protégés contre l'inflation.

Examinons la question en deux parties.

Achat d'actions internationales

Il est clair, quel que soit l'indicateur utilisé, que les actifs américains sont historiquement coûteux par rapport aux actifs d'autres régions du monde. L'indice S&P 500 se négocie à 22 fois les bénéfices contre 14 fois les bénéfices pour le reste du monde (indice MSCI Monde tous pays, hors É.-U.), tandis

TABLEAU 1 – Niveaux historiquement élevés

Indice du dollar américain pondéré en fonction des échanges commerciaux, janvier 2006 = 100



Sources : Bloomberg et Réserve fédérale. En date de février 2025.

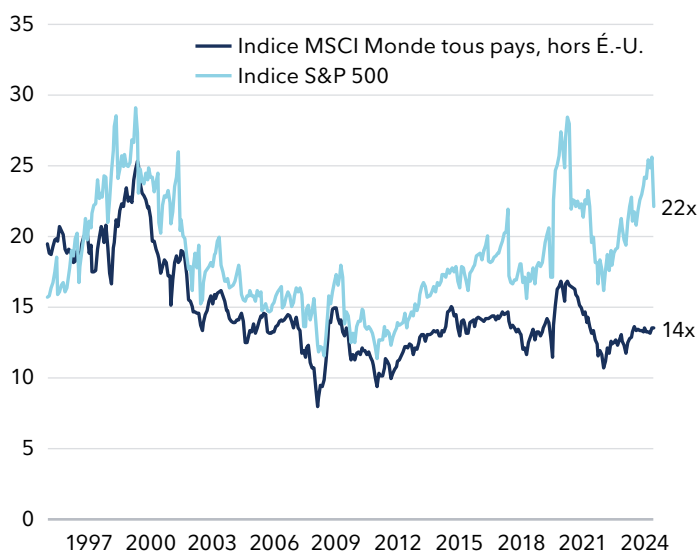
que le dollar américain se rapproche de son plus haut niveau depuis le milieu des années 1980 (Tableau 1). Si l'on combine les deux, les États-Unis représentent plus de 65 % de l'indice MSCI Monde tous pays, un sommet record. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les marchés de capitaux tiennent compte d'un maximum d'exceptionnalisme aux États-Unis. Cela semble désormais insoutenable.

Le revers de la médaille pour les États-Unis

L'écart de valorisation des actions persiste, voire se creuse, depuis de nombreuses années (Tableau 2). Ces cours supérieurs pour les actifs américains s'expliquent par la capacité bénéficiaire supérieure des entreprises américaines et par le dynamisme de l'économie qui sous-tend cette capacité (comme nous l'avons mentionné dans le rapport du premier trimestre). Ce dynamisme, à son tour, repose sur les fondements américains traditionnels que sont le leadership mondial, la robustesse des institutions, la gouvernance prévisible et la primauté du droit. Il semble que ces avantages s'érodent sous nos yeux. L'optimisme de la fin de 2024, qui laissait entendre que la déréglementation et le regain de confiance des investisseurs donneraient un coup de fouet à l'économie

TABLEAU 2 – Les ratios aux États-Unis sont-ils trop élevés?

Ratios cours/bénéfice des douze prochains mois



Source : Bloomberg. En date de février 2025.

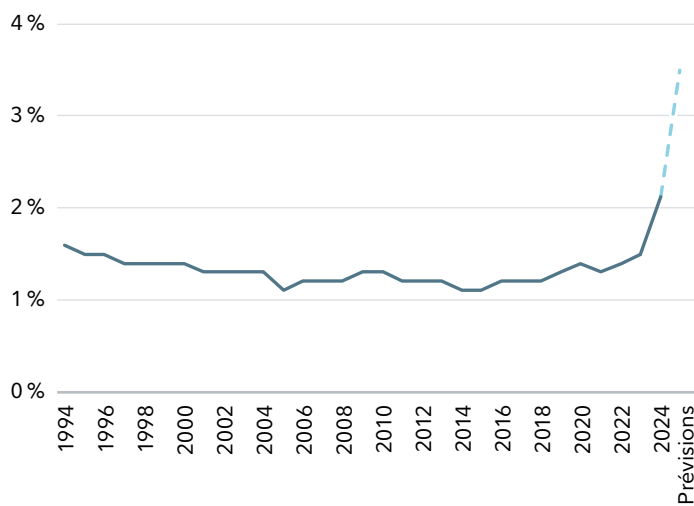
américaine, a cédé la place à l'effet modérateur de l'incertitude et de la volatilité. Il reste à voir si cette situation provoquera une récession en 2025, mais le risque que l'économie américaine déçoive s'est considérablement accru.

Les atouts de l'EAEO

La dynamique inverse se manifeste dans d'autres marchés développés, en particulier en Europe. L'économie européenne tourne au ralenti depuis longtemps. Soyons clairs : les tarifs douaniers américains n'aideront en rien. Cependant, la dynamique la plus marquante semble être la mobilisation du continent face à la situation aux États-Unis. Il est notamment question du besoin urgent d'assurer la sécurité du continent, ce qui nécessitera une augmentation importante des dépenses budgétaires et une collaboration accrue entre les pays européens. Cela pourrait entraîner une dissipation partielle des problèmes structurels qui ont freiné la région. Par exemple, les forces armées et la souplesse budgétaire globale de l'Allemagne ont été considérablement restreintes pendant des décennies. La situation a changé, puisque les dépenses militaires prévues en Allemagne et dans d'autres pays d'Europe devraient augmenter considérablement (Tableau 3). En conséquence, et contrairement aux États-Unis,

TABLEAU 3 – De bon augure pour l'Europe?

Dépenses militaires de l'Allemagne en % du PIB



Sources : Banque mondiale, Stockholm International Peace Research Institute, OTAN. Les données au-delà de 2023 sont des estimations de l'OTAN ou de récentes propositions de l'Allemagne.

le risque par rapport aux attentes de stagnation de longue date pour l'économie européenne semble s'amenuiser.

Dans cette analyse, il est en outre important de se rappeler qu'il ne faut pas confondre l'économie et le marché boursier, et qu'il y aura toujours d'excellentes sociétés américaines et des sociétés internationales moins performantes. Par conséquent, nous maintiendrons notre diversification sur ces marchés. Toutefois, compte tenu de la conjoncture, nous pensons qu'il convient de donner à nos spécialistes de la sélection de titres en Europe davantage de ressources pour investir dans ce que nous considérons comme un environnement qui présente désormais une abondance de possibilités.

La menace pour le Canada

Notre ajout d'actions autres qu'américaines n'incluait pas le Canada. Nous continuons de sous-pondérer notre marché national. Bon nombre des dynamiques mobilisatrices à l'œuvre en Europe sont évidentes chez nous, ce que nous les Canadiens et Canadiennes au sein de l'équipe des placements, ressentons très fortement. Le Canada s'efforce

de prendre les bonnes mesures structurelles : supprimer les barrières commerciales interprovinciales, investir davantage dans les infrastructures internes et dans sa propre défense, et rechercher d'autres partenaires commerciaux à l'étranger. Ces mesures prendront toutefois du temps. Or, la perte d'un accès fiable au marché américain risque de pénaliser notre économie dans une mesure bien supérieure à celle de presque tous les autres pays (Tableau 4). Peut-être que les tarifs douaniers seront annulés, peut-être que la guerre commerciale s'intensifiera. Personne ne le sait pour l'instant, mais le dommage aux relations commerciales se fait déjà sentir. En outre, bon nombre des difficultés auxquelles l'économie était déjà confrontée avant le choc des tarifs (notamment le surendettement des ménages et la productivité anémique du secteur des entreprises) sont toujours d'actualité.

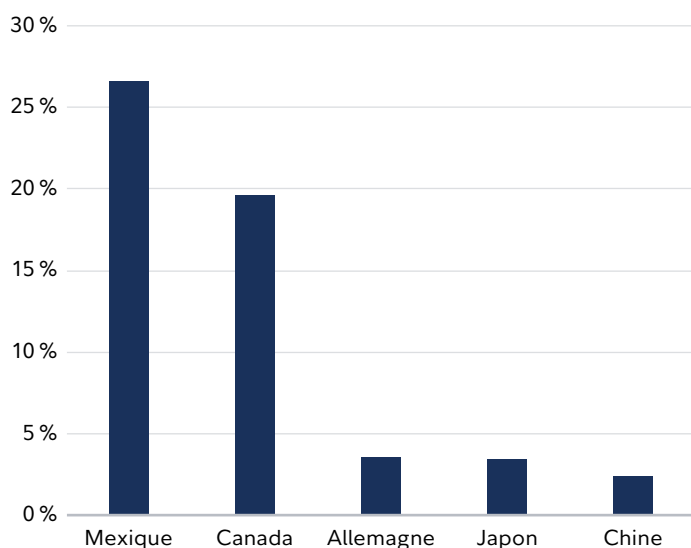
En novembre, nous voyions le Canada comme la maison en manque d'amour dans un beau quartier (d'un point de vue purement économique) alors que les États-Unis se repliaient sur eux-mêmes. Aujourd'hui, force est d'admettre que le Canada ressemble plutôt à la maison voisine d'un parc mal famé. Nous sommes optimistes quant à l'issue positive de cette situation, mais les choses risquent d'empirer avant de s'améliorer, et nous devons constater une plus grande décote des actifs canadiens (y compris de la monnaie) avant de nous sentir à l'aise d'accroître nos placements sur le marché intérieur.

Achat d'actifs défensifs protégés contre l'inflation

Une partie du produit de nos ventes d'actions américaines a été investie dans des actifs défensifs, ce qui a permis de réduire notre position globale à l'égard du risque. Cette décision nous semblait prudente étant donné le degré manifestement plus élevé et la nature inhabituelle de l'incertitude à laquelle les marchés sont actuellement confrontés. Nous avons ciblé les actifs défensifs protégés contre l'inflation, comme l'or et les TIPS. En effet, dans ce monde en pleine évolution, tous les chemins semblent mener à un environnement plus stagflationniste.

TABLEAU 4 – Le conte de deux guerres

Exportations aux États-Unis en % du PIB national, 2023



Sources : Bloomberg et Banque mondiale. En date de décembre 2023.

Les tarifs douaniers sont stagflationnistes

Les tarifs douaniers sont une taxe. Comme toutes les taxes, ils rendent les choses plus chères, de sorte que vous en obtenez moins. Toute analyse éclairée des tarifs douaniers actuels montre que leur effet sur l'ensemble de l'économie est une augmentation de l'inflation et un ralentissement de la croissance du PIB. L'ampleur exacte de ces effets et le moment où ils se manifesteront sont incertains, mais la direction qu'ils prendront est claire. La Banque du Canada, par exemple, prévoit que le PIB du Canada chutera de 4 % sur deux ans, par rapport au scénario de référence précédent. Malgré ce coup porté à la demande, l'inflation devrait augmenter légèrement. Ces effets seront moins importants pour l'économie plus fermée des États-Unis, mais ils seront tout de même considérables. Il convient de noter que l'analyse de la Banque du Canada repose sur un modèle qui tient compte de tous les effets secondaires probables des tarifs douaniers, y compris les réactions en matière de politique budgétaire et monétaire, ainsi que les fluctuations des marchés de capitaux et des prix des marchandises.

La démondialisation est stagflationniste

Les estimations de l'ampleur de l'incidence des tarifs douaniers sur la croissance et l'inflation peuvent s'avérer erronées en fonction de la durée d'application des tarifs, de leur teneur et des réactions des marchés et des décideurs politiques. Elles peuvent toutefois s'inscrire

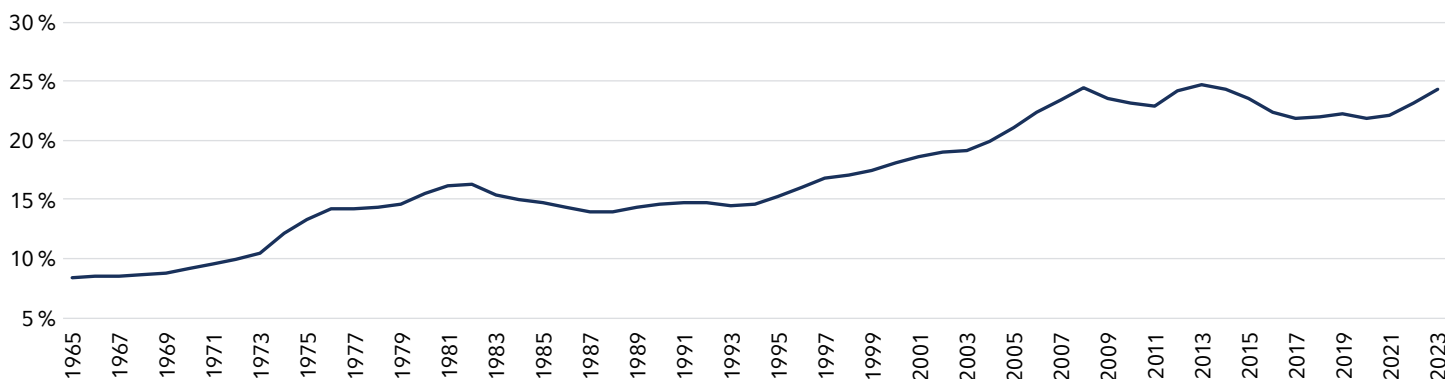
dans le contexte d'une tendance plus durable : la démondialisation. L'intégration des échanges commerciaux mondiaux stagne depuis les deux dernières décennies (Tableau 5). L'incertitude commerciale a gagné du terrain après la pandémie, car les perturbations de la chaîne d'approvisionnement ont clairement montré qu'il fallait sacrifier une certaine part d'efficacité au nom de la fiabilité. Aujourd'hui, le déclin de la mondialisation semble destiné à s'accélérer encore davantage, les États-Unis n'étant plus considérés comme un marché fiable pour le monde entier. Un système commercial mondial plus fragmenté et des frontières économiques plus marquées se traduisent par une spécialisation réduite, une efficacité moindre, des coûts plus élevés, une productivité plus faible et, en fin de compte, une offre globale plus restreinte. Cette offre restreinte se traduit à son tour par un taux de croissance plus faible et un taux d'inflation plus élevé pour un niveau de demande donné.

Protéger les portefeuilles dans ce contexte

Comment pouvons-nous protéger les portefeuilles dans ce contexte? Nous pouvons accroître nos liquidités, mais cela n'est pas particulièrement intéressant dans un monde où les banques centrales sont susceptibles de réduire les taux d'intérêt pour soutenir la croissance, alors même que la hausse de l'inflation mine le pouvoir d'achat. Nous pouvons acheter des obligations, puisque le volet « stagnation » de la stagflation contribuerait généralement à faire baisser les

TABLEAU 5 – L'intégration des échanges commerciaux stagne

Importations mondiales en % du PIB, moyenne mobile sur 3 ans



Sources : Banque mondiale et Fonds monétaire international. En date de décembre 2023.

rendements des titres à revenu fixe (et donc à faire grimper les prix). Toutefois, le côté « inflation » de la stagflation ne serait certainement d'aucune aide, non seulement parce qu'elle a tendance à faire grimper les taux, mais aussi parce que la volatilité associée à l'inflation accentue les corrélations entre les actions et les obligations. Comme nous l'avons déjà souligné à maintes reprises, cette situation affaiblit la valeur protectrice des titres à revenu fixe contre les chutes du cours des actions. Par le passé, nous avons favorisé l'exposition au dollar américain dans le cadre d'une position défensive, compte tenu des propriétés distinctes du dollar, mais à la lumière des récents changements de politique et de l'évolution du point de vue des investisseurs, nous

Tableau 6 – Une couverture fiable contre l'inflation

Or (après prise en compte de l'inflation, janvier 2025, \$ US/l'once)



Sources : Haver Analytics et calculs de FMR. En date de janvier 2025.

ne sommes pas certains que ces propriétés demeureront valables. Nous avons donc choisi d'accroître notre pondération en actifs traditionnellement protégés contre l'inflation, comme les TIPS et l'or. Les TIPS n'existaient pas durant la stagflation des années 1970, mais l'or est à peu près le seul actif dont la valeur réelle a augmenté tout au long de cette période et a récemment affiché un comportement semblable (Tableau 6).

Bien entendu, comme c'est le cas pour les actions de nos portefeuilles, nous maintenons la diversification. Nous n'abandonnons pas les liquidités ou les obligations. Cependant, le risque croissant associé à un environnement stagflationniste nous incite à orienter davantage le volet défensif de nos portefeuilles vers la protection contre l'inflation.

Maintien d'une approche active

Le marché et les conditions fondamentales sous-jacentes ont évolué rapidement et continueront sans doute d'évoluer. Dans un tel contexte, notre approche de répartition active de l'actif est un atout, car elle nous permet de nous adapter aux conditions tout en continuant de faire appel à un processus rigoureux et à une répartition stratégique diversifiée. Nous continuerons d'ajuster notre positionnement en fonction de l'évolution des perspectives, conformément à notre mandat général qui consiste à protéger et à faire fructifier les actifs de nos porteurs de parts de fonds.

David Wolf, David Tulk, Ilan Kolet, Bruno Crocco et Jon Knowles

19 mars 2025

LinkedIn Suivez Fidelity Canada sur [LinkedIn](#)

Auteurs

David Wolf | Gestionnaire de portefeuille

David Wolf est gestionnaire de portefeuille chez Fidelity Investments. Il est cogestionnaire des Portefeuilles gérés de Fidelity, du Fonds Fidelity Actions mondiales+, du Fonds Fidelity Actions mondiales+ Équilibre, Fonds Fidelity Répartition d'actifs canadiens, du Fonds Fidelity Équilibre Canada, du Fonds Fidelity Revenu mensuel, du Fonds Fidelity Revenu mensuel américain, du Fonds Fidelity Revenu mensuel mondial, du Fonds Fidelity Dividendes mondiaux, du Fonds Fidelity Répartition de revenu, du Fonds Fidelity Équilibre Amérique, du Fonds Fidelity Revenu conservateur, du Fonds Fidelity Étoile du Nord^{MD}, du Fonds Fidelity Étoile du Nord^{MD} – Équilibre, de la Catégorie Fidelity Occasions canado-américaines, du Fonds Fidelity Gestion de l'inflation, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel canadien élevé, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel mondial élevé et du Fonds Fidelity FNB Dividendes mondiaux tactiques. Il est également cogestionnaire de portefeuille du Mandat privé Fidelity Revenu conservateur, du Mandat privé Fidelity Répartition de l'actif, du Mandat privé Fidelity Équilibre, du Mandat privé Fidelity Équilibre – Revenu, du Mandat privé Fidelity Croissance et revenu américains, du Mandat privé Fidelity Répartition mondiale et du Mandat privé Fidelity Répartition mondiale – Devises neutres.

David Tulk, CFA | Gestionnaire de portefeuille

David Tulk est gestionnaire de portefeuille auprès de Fidelity Investments. Il est cogestionnaire du Fonds Fidelity Équilibre Amérique, du Mandat privé Fidelity Répartition de l'actif, du Mandat privé Fidelity Équilibre – Revenu, du Portefeuille Fidelity Équilibre, du Fonds Fidelity Actions mondiales+ Équilibre, du Mandat privé Fidelity Équilibre, du Fonds Fidelity Répartition d'actifs canadiens, du Fonds Fidelity Équilibre Canada, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel canadien élevé, du Fonds Fidelity Revenu conservateur, du Mandat privé Fidelity Revenu conservateur, du Portefeuille Fidelity Gestion prudente du risque, du Mandat privé Fidelity Répartition mondiale, du Portefeuille Fidelity Équilibre mondial, du Fonds Fidelity Dividendes mondiaux, du Portefeuille Fidelity Actions mondiales, du Portefeuille Fidelity Croissance mondiale, du Mandat privé Fidelity Croissance mondiale, du Portefeuille Fidelity Revenu mondial, du Fonds Fidelity FNB Revenu mensuel mondial élevé, du Fonds Fidelity Revenu mensuel mondial, du Portefeuille Fidelity Croissance, du Fonds Fidelity Répartition de revenu, du Portefeuille Fidelity Revenu, du Fonds Fidelity Gestion de l'inflation, du Fonds Fidelity Revenu mensuel, du Fonds Fidelity Étoile du Nord^{MD} – Équilibre, du Fonds Fidelity FNB Dividendes mondiaux tactiques, du Mandat privé Fidelity Croissance et revenu américains et du Fonds Fidelity Revenu mensuel américain.

Ilan Kolet | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Ilan Kolet est gestionnaire de portefeuille institutionnel auprès de Fidelity Investments. À ce titre, M. Kolet est membre de l'équipe de gestion des placements et possède des connaissances approfondies sur la philosophie, la méthode de placement et l'élaboration de portefeuilles. Il prête main-forte aux gestionnaires de portefeuille et aux chefs des placements en veillant à ce que les portefeuilles soient gérés conformément aux attentes des clients.

Bruno Crocco, CFA | Gestionnaire de portefeuille

Bruno Crocco est gestionnaire de portefeuille auprès de Fidelity Investments. Il est cogestionnaire des Portefeuilles de retraite Fidelity Passage, des Portefeuilles institutionnels Fidelity Passage et des Portefeuilles indicels Fidelity Passage Plus.

Jon Knowles, CFA | Gestionnaire de portefeuille institutionnel

Jon Knowles est gestionnaire de portefeuille institutionnel auprès de Fidelity Investments. À ce titre, il est membre de l'équipe de gestion des placements et possède des connaissances approfondies de la philosophie, de la méthode de placement et de l'élaboration de portefeuilles. Il prête main-forte aux gestionnaires de portefeuille et aux chefs des placements en veillant à ce que les portefeuilles soient gérés conformément aux attentes des clients.

Tout placement dans un fonds commun de placement ou un FNB peut donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion, des frais de courtage et des charges. Veuillez lire le prospectus du fonds commun de placement ou du FNB avant d'investir, car il contient des renseignements détaillés sur le placement. Les taux de rendement indiqués représentent les taux de rendement passés totaux, composés sur une base annuelle pour la période précisée, compte tenu de la fluctuation de la valeur liquidative des parts et du réinvestissement des distributions. Ils excluent les frais d'acquisition, de rachat, de distribution et autres frais facultatifs, de même que l'impôt sur le revenu payable par tout porteur de parts, qui auraient eu pour effet de réduire le rendement. Les fonds communs de placement et les FNB ne sont pas garantis. Leur valeur est appelée à fluctuer fréquemment, et les investisseurs pourraient réaliser un profit ou subir une perte. Le rendement passé pourrait ou non être reproduit.

Le rendement des indices est présenté uniquement à des fins de comparaison. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et leur rendement ne tient pas compte des commissions de vente ni des frais, qui auraient pour effet de réduire le rendement. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

De temps à autre, un gestionnaire, un analyste ou un autre employé de Fidelity peut exprimer une opinion sur une société, un titre, une industrie ou un secteur de marché. Les opinions exprimées par ces personnes représentent un point de vue personnel à un moment donné et ne constituent pas nécessairement celui de Fidelity ou d'autres personnes au sein de l'entreprise. 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 pas être considérés comme des conseils en placement fiables ni comme une indication d'achat ou de vente visant un 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 reposent 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 projections 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 exprimés ou projetés dans les énoncés prospectifs. Certains éléments importants peuvent contribuer à ces écarts, y compris, notamment, les facteurs généraux liés à la situation économique, au contexte politique et aux conditions du marché en Amérique du Nord ou ailleurs dans le monde, les taux d'intérêt et de change, les marchés boursiers et les marchés financiers mondiaux, la concurrence commerciale et les catastrophes. Vous devez donc éviter de vous fier indûment aux énoncés prospectifs. En outre, nous n'avons pas l'intention de mettre à jour ces énoncés à la suite de l'obtention de nouveaux renseignements, de la concrétisation d'événements futurs ou pour quelque autre raison que ce soit.

« Fidelity Investments » et/ou « Fidelity » désignent collectivement i) FMR LLC, une société américaine, et certaines filiales qui comprennent Fidelity Management & Research Company (FMR Co.) et Fidelity Management & Research (Canada) ULC (FMR-Canada) – qui exerce ses activités en Colombie-Britannique sous le nom de FMR Investments Canada ULC et ii) Fidelity Investments Canada s.r.i. (FIC) et ses sociétés affiliées. FMR-Canada a entrepris ses activités en Ontario le 1^{er} février 2018 et est inscrite à titre de gestionnaire de portefeuille auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) et de gestionnaire de portefeuille auprès des autres commissions canadiennes des valeurs mobilières. Les activités de FMR-Canada se limitent actuellement à l'offre de stratégies de répartition mondiale de l'actif par une équipe de gestion de portefeuille discrète au sein de la société. FMR-Canada offre ces stratégies en qualité de sous-conseiller pour les comptes dont le conseiller est FIC, agissant alors à titre de sous-conseiller direct de FIC ou de sous-conseiller par l'intermédiaire de conseillers Fidelity qui ne sont pas Canadiens, notamment (et principalement) des conseillers en placements inscrits auprès de la Securities and Exchange Commission des États-Unis, comme FMR Co., Inc. FMR-Canada n'offre pas directement ces stratégies aux investisseurs canadiens. Le nom « Fidelity Investments » a été enregistré en tant que marque de commerce déposée au Canada par FMR-Canada.

Les énoncés aux présentes reposent sur des renseignements jugés fiables et sont fournis à titre d'information uniquement. 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'exemple seulement et ne reflètent pas la valeur future ni le rendement d'un fonds ou d'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.i., ses sociétés affiliées et les entreprises qui lui sont apparentées ne peuvent être tenues responsables de quelque erreur ou omission éventuelle ni de quelque perte ou dommage subi.

© 2025 Fidelity Investments Canada s.r.i. Tous droits réservés.

2454150-v2025317 INM 2440057 03/25