

# Rebondir après le confinement

**Todd Mattina, PhD**

Vice-président principal,  
Économiste en chef, Cochef d'équipe  
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

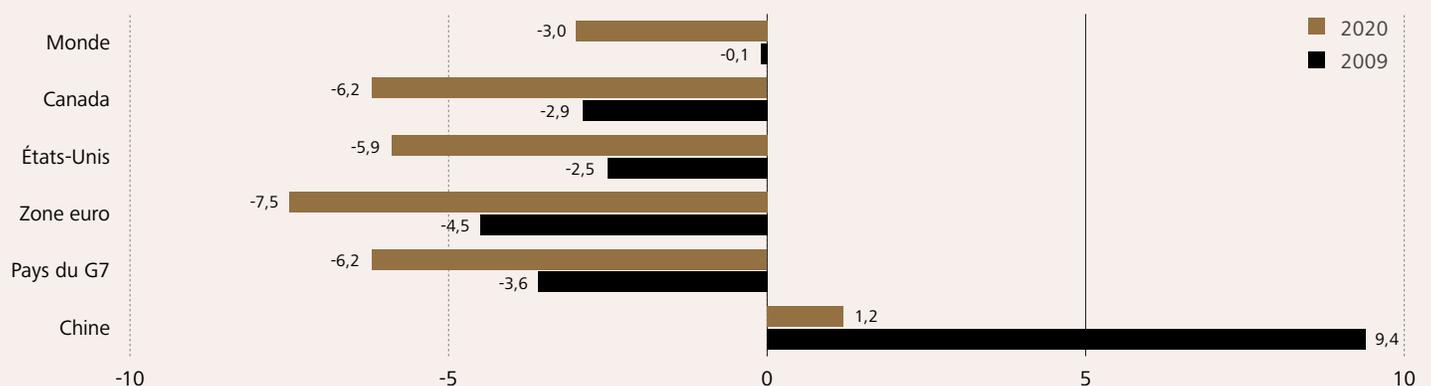
Dans le commentaire de ce mois-ci, nous faisons le point sur les perspectives économiques et examinons les raisons pour lesquelles les marchés financiers semblent optimistes malgré un ralentissement économique sans précédent. Nous pensons que les investisseurs tournés vers l'avenir regardent au-delà de la faiblesse économique actuelle pour se concentrer sur un pic potentiel de nouveaux cas et de décès dus à la pandémie, la réouverture attendue des grandes économies et les solides mesures politiques mises en place pour remplacer les revenus perdus. Des taux d'intérêt toujours bas et un rebondissement progressif des bénéfices des sociétés une fois la pandémie résolue favoriseraient également l'augmentation de la juste valeur à long terme des marchés boursiers. L'inflation sera un indicateur essentiel à surveiller une fois la crise résolue.

## Perspectives macroéconomiques : Confinement de courte durée ou effondrement prolongé?

La récession attendue cette année est en passe de devenir la pire crise économique depuis la Grande Dépression, dans ce que le Fonds monétaire international (FMI) a appelé le « Grand Confinement ». Au Canada, les données sur l'emploi du mois de mars indiquaient plus d'un million de chômeurs et le consensus prévu pour avril fait état de 4,25 millions de chômeurs supplémentaires pour porter le taux de chômage attendu à environ 18 %. Aux États-Unis, on estime que 30 millions de travailleurs, soit environ 18 % de la population active, ont perdu leur emploi depuis l'arrêt des activités à la mi-mars. Le FMI s'attend à ce que l'arrêt soudain de l'activité économique se traduise par une forte baisse de la croissance mondiale de -3 % cette année, dépassant largement la contraction de -0,1 % enregistrée en 2008-2009. Les économies canadienne et américaine devraient se contracter d'environ 6 % en 2020, tandis que certains pays de la zone euro pourraient connaître un déclin encore plus marqué (figure 1). L'impact sera probablement plus important au deuxième trimestre, car la plupart des grandes économies ont imposé un confinement économique. La Banque du Canada estime que la contraction du deuxième trimestre se situera entre 15 et 30 %.

**Figure 1. | Croissance économique attendue en 2020 vs 2009**

(croissance moyenne en % du PIB réel selon les prévisions du FMI)



Source : Perspectives de l'économie mondiale du FMI (avril 2020)

**La principale question pour l'avenir est de savoir si la contraction se traduira par une forte baisse suivie d'un rebond rapide – comme un « ouragan économique » – ou si elle se poursuivra par un effondrement prolongé.** Le ralentissement actuel est différent des précédentes récessions économiques qui résultaient de causes traditionnelles, telles qu'une surchauffe de l'économie, des emprunts excessifs ou des faillites bancaires. Si le confinement a favorisé la distanciation sociale pour aplatiser la courbe d'infection, il a également entraîné un arrêt soudain d'une grande partie de l'activité économique.

**L'ampleur et la durée du ralentissement dépendent de trois facteurs clés :**

- **Durée du confinement :** Un arrêt plus long donnerait lieu à des pertes économiques plus importantes et des pénuries de liquidités, ce qui entraînerait une réouverture plus désordonnée, car des sociétés par ailleurs viables feraient faillite, détruisant des emplois et le capital organisationnel;
- **Changements de comportement :** Après la fin du confinement, les ménages pourraient réduire leurs dépenses pour stimuler l'épargne et les entreprises pourraient restreindre leurs investissements en raison d'une plus grande incertitude;
- **Politiques macroéconomiques :** Les politiques des gouvernements et des banques centrales devront être efficaces pour limiter la demande afin d'éviter une nouvelle détérioration du chômage et des faillites d'entreprises.

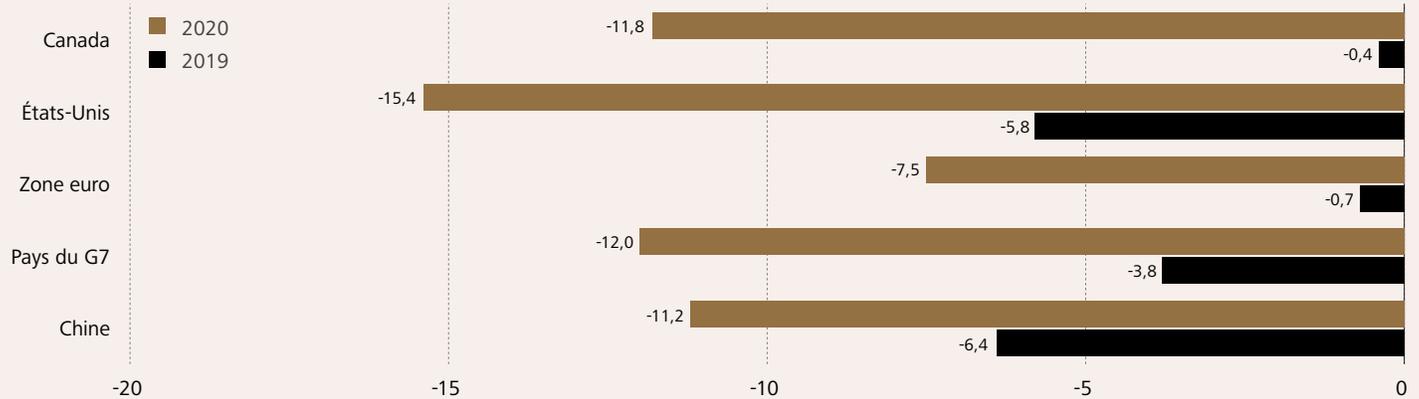
Avec un pic apparent de nouveaux cas et de décès dus à la pandémie, de nombreuses grandes économies et de nombreux États américains ont déjà annoncé des plans de réouverture progressive de leurs économies en mai et juin. Les politiques macroéconomiques des grandes économies ont également joué un rôle essentiel pour combler les pertes de revenus pendant l'arrêt des activités et soutenir les marchés financiers, en particulier les marchés du crédit.

- **Politique budgétaire des gouvernements :** Les mesures budgétaires peuvent combler la partie la plus grave des pertes de revenus, mais seulement partiellement et pas indéfiniment. Le gouvernement américain a initialement annoncé environ 2 200 milliards de dollars américains (environ 13 % du PIB) de reports d'impôts, de transferts et de financement de prêts pour remplacer les revenus perdus. Ces mesures ont été suivies de mesures supplémentaires d'un montant de 484 milliards de dollars américains. Au Canada, le plan d'intervention du gouvernement fédéral en cas de pandémie a un coût fiscal estimé à environ 193 milliards de dollars canadiens (environ 8,4 % du PIB), dont 105 milliards de dollars canadiens seront fournis sous forme d'aide aux ménages et aux entreprises par l'entremise de subventions salariales. D'autres grandes économies ont annoncé des programmes ayant des objectifs similaires, se traduisant par un déficit budgétaire estimé nettement plus important en 2020 que l'année dernière (figure 2).
- **Programmes des banques centrales :** Les principales banques centrales ont réduit leurs taux directeurs à environ zéro, ont mis en place des achats directs d'actifs à grande échelle de dettes souveraines et de nouvelles facilités de prêt pour soutenir le crédit aux entreprises. Le bilan de la Réserve fédérale américaine devrait s'accroître de façon spectaculaire, potentiellement de plus de 4 500 milliards de dollars américains (environ 20,9 % du PIB). De même, le programme d'achat de dettes souveraines de la Banque du Canada pourrait s'élever à 200 milliards de dollars canadiens (environ 8,6 % du PIB).

**Les perspectives macroéconomiques pour le reste de l'année 2020 demeurent très incertaines.** Les contrecoups du ralentissement actuel lié au confinement restent possibles cette année, amplifiant le choc économique initial. Par exemple, un facteur important de l'effondrement récent du prix du pétrole en territoire négatif a été la très faible demande due au confinement. Les retombées mondiales du confinement pourraient également ralentir le processus de reprise, notamment pour les marchés émergents confrontés à une faible demande extérieure, à la faiblesse des prix des produits de base et à la fuite des capitaux. Les titres de créance à rendement élevé et les autres formes de titres à effet de levier demeurent également vulnérables. En fin de compte, le confinement découle d'une crise dans le domaine des soins de santé et l'économie mondiale a besoin de solutions médicales pour résoudre complètement la crise. En conséquence, nous prévoyons une période prolongée avec des taux d'intérêt directeurs à leur limite inférieure pour soutenir une reprise économique progressive vers la tendance pré-pandémique. Les bénéfices des sociétés devraient se rapprocher progressivement de la moyenne à long terme.

Figure 2. | Déficits budgétaires publics attendus en 2020

(% du PIB du secteur des administrations publiques selon les prévisions du FMI)



Source : FMI – Moniteur des finances publiques (avril 2020)

## Les marchés financiers se redressent malgré la faiblesse de l'économie

**Malgré d'importantes pressions économiques, les actifs à risque ont affiché une forte hausse depuis le creux enregistré en mars.** À la fin d'avril, les actions des marchés développés avaient rebondi de plus de 25 %, les écarts de crédit américain à rendement élevé avaient diminué d'environ 3,5 % et l'estimation de la volatilité du marché boursier avait fortement baissé par rapport aux niveaux sans précédent de la fin de mars. L'optimisme des investisseurs semble refléter trois facteurs : un pic provisoire de nouveaux cas et de décès dus à la pandémie sur les principaux marchés, la réouverture attendue de l'économie mondiale, et la taille et l'ampleur sans précédent des politiques gouvernementales visant à stabiliser les revenus et à soutenir les marchés du crédit. Trois évolutions du marché sont particulièrement remarquables :

- Redressement des marchés boursiers mondiaux malgré la forte contraction économique actuelle;
- Faibles taux d'intérêt à long terme malgré une vague d'émissions d'obligations d'État cette année;
- Faible inflation attendue malgré les liquidités massives injectées par les banques centrales.

**En principe, les faibles taux d'intérêt à long terme s'accompagnent d'une hausse des valorisations des actions. Ainsi, la forte baisse des taux d'intérêt pourrait avoir soutenu la reprise des marchés boursiers en stimulant les justes valeurs à long terme.** Le tableau 1 fournit un exemple stylisé de la manière dont les variations des taux d'intérêt sont associées aux variations de la juste valeur à long terme d'un marché boursier en fonction de la valeur actuelle des dividendes futurs attendus, qui peuvent être calculés à l'aide du modèle de croissance classique de Gordon :

Le marché boursier hypothétique du tableau 1 prévoit un dividende (D) de 50 dollars qui devrait croître (G) à long terme à un taux réel moyen de 1,5 %. Le rendement exigé (R) se compose du taux d'intérêt sans risque et d'une prime de risque liée aux actions. Le tableau 1 fait varier le R dans chaque colonne pour montrer comment de petites variations des taux peuvent entraîner de grandes variations des justes valeurs à long terme (P). Un taux inférieur de 25 points de base implique une valorisation à long terme plus élevée de 14,3 % et une baisse de 50 points de base implique une valorisation plus élevée d'un tiers. Dans ce contexte, la reprise des actions en dépit du confinement économique actuel pourrait refléter en partie le fait que les investisseurs prévoient une poursuite des faibles taux.

$$P = \frac{D}{R - G}$$

Tableau 1. | La baisse des taux d'actualisation s'accompagne d'une hausse des valorisations des actions à long terme

	Juste valeur de départ	Hausse de la juste valeur avec la baisse de R	
		R chute de 0,25 %	R chute de 0,5 %
Dividende (D)	50 \$	50 \$	50 \$
Croissance (G)	1,50 %	1,50 %	1,50 %
Rendement (R)	3,50 %	3,25 %	3,00 %
R-G	2,00 %	1,75 %	1,50 %
<b>Juste valeur</b>	<b>2 500</b>	<b>2 857</b>	<b>3 333</b>
<b>Gain</b>		<b>14,3 %</b>	<b>33,3 %</b>

**Outre la reprise des marchés boursiers mondiaux, les taux d'intérêt gouvernementaux restent bas malgré les énormes émissions d'obligations.** Au Canada et aux États-Unis, le niveau d'endettement du gouvernement devrait augmenter fortement en 2020. En revanche, les taux d'intérêt à long terme demeurent proches de leurs bas niveaux historiques. Un flux important d'épargne privée devrait contribuer à financer l'émission supplémentaire de titres de créance, les ménages réduisant leurs dépenses et les entreprises réduisant leurs investissements en raison d'une incertitude accrue. Puisque les taux d'emprunt devraient rester faibles par rapport à la croissance économique moyenne, les ratios d'endettement devraient rester sous contrôle. Les achats d'obligations souveraines par les banques centrales constituent un filet de sécurité au cas où les investisseurs perdraient l'envie d'absorber davantage d'obligations. Le Japon montre que des niveaux élevés de dette publique peuvent coïncider avec des taux d'intérêt toujours bas.

**Un des principaux scénarios de risque n'est pas le manque de confiance dans le crédit souverain, mais une hausse de l'inflation lorsque l'économie se redressera.** La nouvelle monnaie imprimée pour financer les achats d'obligations souveraines et les facilités de prêt pourrait potentiellement passer des marchés financiers à l'économie réelle. Comme la capacité de l'offre reste limitée, le financement d'une demande accrue par l'impression de monnaie pourrait faire monter les prix lorsque l'économie se redressera. Les banques centrales peuvent gérer ce scénario en réduisant les aides d'urgence. Toutefois, une hausse des taux directeurs ou la vente d'actifs aurait pour effet de resserrer les conditions financières. Les marchés n'anticipent pas actuellement de pressions inflationnistes. Les forces déflationnistes sont actuellement dominantes en raison de la faible demande attribuable au confinement. Les obligations indexées sur l'inflation indiquent que l'inflation attendue sur 10 ans aux États-Unis est d'environ 1,15 % et qu'elle est encore plus faible au Canada. C'est pourquoi il sera important de surveiller les tendances de l'inflation pour déceler les signes d'une hausse.

## Résumé et implications

**Perspectives économiques :** Le pic potentiel de nouveaux cas et de décès dus à la pandémie, la réouverture attendue des grandes économies et les politiques économiques robustes ouvrent la voie à une reprise progressive après une contraction économique courte et grave au deuxième trimestre.

**Taux d'intérêt bas et valorisation des actions :** La faiblesse des taux d'intérêt à long terme et le retour progressif de la croissance des bénéfices des sociétés à leur moyenne à long terme seraient associés à une hausse des valorisations des actions à long terme. À court terme, les marchés boursiers sont poussés par les perspectives cycliques incertaines et la confiance des investisseurs. Comme les scénarios à la hausse et à la baisse semblent à peu près équilibrés aux prix actuels du marché, nous maintenons une allocation tactique proche de la neutralité pour les actions relativement aux obligations d'État.

**Surveillance de l'inflation :** Une fois la crise résolue, une inflation plus élevée pourrait entraîner une hausse des taux à long terme, ce qui pèserait sur la valorisation des actifs. À mesure que l'économie se redressera, il sera important de surveiller l'inflation pour déceler les signes d'un changement de tendance.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement passé ne donne pas forcément une indication du rendement futur. Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Ce document pourrait renfermer des renseignements prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir ou celles de tiers. Les renseignements prospectifs sont, de par leur nature, assujettis, entre autres, à des risques, incertitudes et hypothèses qui peuvent modifier de façon importante les résultats réels qui ont été énoncés aux présentes. Ces risques, incertitudes et hypothèses comprennent, mais sans s'y limiter, les conditions générales économiques, politiques et des marchés, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, les changements technologiques, les changements sur le plan de la réglementation gouvernementale, les changements au chapitre des lois fiscales, les poursuites judiciaires ou réglementaires inattendues et les catastrophes. Il est conseillé au lecteur de peser soigneusement ces considérations, ainsi que d'autres facteurs, et de ne pas se fier indûment à des renseignements prospectifs. Tout renseignement prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 30 avril 2020. Le lecteur ne doit pas s'attendre à ce que ces renseignements soient mis à jour, complétés ou révisés en raison de nouveaux renseignements, de nouvelles circonstances, d'événements futurs ou autre.