

Infrastructure : Promesses et embûches

Todd Mattina, Ph. D.

Vice-président principal, économiste en chef,
gestionnaire de portefeuille, cochef d'équipe
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Jules Boudreau, MA

Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Points importants

- L'infrastructure semble être le point suivant sur la liste de contrôle des politiques des démocrates. Le plan d'infrastructure des démocrates prévoira aussi probablement des dépenses accrues dans des éléments d'infrastructure traditionnels et non traditionnels, y compris l'énergie propre.
- Le succès d'un investissement dans l'infrastructure pour stimuler la croissance économique et la création d'emploi reposera fortement sur l'exécution des projets en temps opportun, le respect du budget et l'évitement de coûteux « projets futiles ».
- La vision des législateurs envers un financement partiel du plan au moyen de hausses d'impôts complexifie encore davantage l'incidence macroéconomique. Globalement, le programme d'infrastructure présente un excellent potentiel économique, mais pourrait, dans la pratique, causer une déception en l'absence de la mise en œuvre robuste du budget d'investissement bonifié.

Maintenant qu'ils ont réussi à faire adopter leur Loi sur le plan de sauvetage américain (American Rescue Plan Act (ARPA) de 1,9 billion \$ US, le président Joe Biden et les démocrates du Congrès concentrent maintenant leur attention sur les dépenses en infrastructure. Les infrastructures bénéficient habituellement d'un soutien bipartisan, indiquant la possibilité d'un projet de loi bipartisan. La reconnaissance de la nécessité d'investir dans l'infrastructure américaine est loin d'être une position controversée : cette année, l'American Society of Civil Engineers ont accordé la note « C » à l'infrastructure de transport des É.-U., estimant en 2017 qu'il faudrait environ 2,6 billions \$ US pour combler les lacunes à cet égard. Toutefois, un projet de loi piloté par les démocrates prévoirait probablement des dépenses à l'égard d'éléments autres que le transport, notamment l'accès à large bande, les véhicules électriques et la production d'énergie propre, le tout à un prix qui pourrait rebuter les tenants conservateurs de la prudence financière.

Graphique 1 | Les propositions des démocrates en matière d'infrastructure vont au-delà des routes et des ponts

Type d'infrastructure	Plan des démocrates de la Chambre	Plan de Biden
Traditionnelles	863 milliards \$	558 milliards \$
Non traditionnelles (écoles, hôpitaux et autres)	350 milliards \$	737 milliards \$
Énergie propre et financement de la science	214 milliards \$	967 milliards \$
Total	1,49 billion \$	2,26 billions \$

Remarques : Dépenses compilées par Cornerstone Macro. Le « Plan des démocrates de la Chambre » fait référence à la Moving Forward Act (H.R. 2), et le « Plan de Biden » correspond au plan sur huit ans du président Biden dévoilé le 31 mars. Tous les chiffres sont en dollars américains.

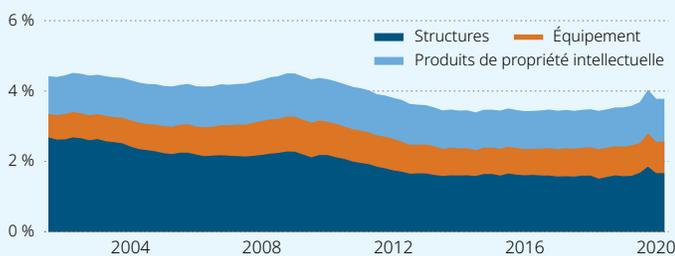
Sur papier, un plan d'infrastructure de plusieurs billions de dollars pourrait constituer un puissant catalyseur pour la croissance économique et de l'emploi. Les investissements en infrastructure présentent des avantages potentiels à court et à long terme en matière de redressement de l'économie américaine avec des retombées globales positives. À court terme, un investissement public peut créer des emplois bien rémunérés et stimuler la demande globale, particulièrement pendant une période de faiblesse économique. À plus long terme, il peut stimuler la croissance de la productivité, surtout lorsqu'il permet d'améliorer



des infrastructures périmées ou vétustes, lesquelles restreignent l'activité économique. Aux É.-U., où les investissements publics dans les infrastructures ont reculé, selon le Bureau of Economic Analysis, depuis 2,7 % du PIB en 2002 à 1,7 % du PIB en 2020, une mise à niveau de ces dernières pourrait être un coup de pouce apprécié pour la croissance à long terme. Pour couronner le tout, un investissement public peut susciter un « mouvement parallèle » de hausse des investissements privés, c'est-à-dire inciter les sociétés à rehausser leurs dépenses d'investissement, élargissant les effets à court et à long terme des investissements publics. Cela est particulièrement vrai dans des périodes d'incertitude élevée lorsqu'un investissement public peut constituer une force de coordination. Une recherche du Fonds monétaire international (FMI) laisse entendre qu'en des temps incertains, une hausse des investissements publics de 1 % du PIB peut entraîner une augmentation de 10 % des investissements privés.

Graphique 2 | Les perspectives attrayantes des investissements dans l'infrastructure

Investissement public en % du PIB américain, par type



Incidence potentielle, sur deux ans, de l'augmentation de l'investissement public de 1 % du PIB en période d'incertitude élevée



Remarques : Données du graphique de gauche tirées du Bureau of Economic Analysis au 31 mars 2021. Graphique de droite tiré du Fiscal Monitor d'octobre 2020 du FMI.

Mais dans la pratique, l'incidence macroéconomique des programmes d'infrastructure pourrait être décevante en l'absence d'une exécution robuste. La mise en œuvre de nouveaux projets constitue souvent un processus lent et bureaucratique, même lorsque le financement a été approuvé. Les projets de grande qualité doivent être relevés, priorisés et mis en place de manière efficace. Les plans d'investissement public souffrent souvent d'une mauvaise sélection de projets, comme des projets politiques futiles (p. ex., des « routes qui ne vont nulle part »). L'exécution d'un projet constitue également un élément crucial afin de dégager un taux de rendement qui surpasse les coûts de financement. Une étude du FMI conclut que les économies avancées perdent environ 15 % de rendement sur les investissements publics en raison d'inefficiences. Les délais entre la sélection et la mise en œuvre de projets peuvent également affecter la fiabilité des dépenses en infrastructures à titre d'outil de relance macroéconomique. En 2009, le projet de loi de relance de 800 milliards \$ US du président Obama misait sur des projets « prêts à être réalisés » afin de stimuler la relance de l'économie. Après d'innombrables délais, plusieurs projets ont été abandonnés, alors que d'autres — notamment le réseau sur rail à grande vitesse de la Californie — ne sont toujours pas achevés. Le projet de loi sur les infrastructures de 2021 pourrait être confronté à une mise en œuvre encore plus lente, des éléments non traditionnels constituant une plus grande part des propositions des démocrates.

Le plan d'infrastructure de 2021 sera également du moins en partie financé au moyen de hausses d'impôts, ciblant surtout les sociétés et les particuliers fortunés. Cela complexifie encore davantage l'incidence macroéconomique. Des impôts plus élevés pour les sociétés, ce qui diminue le rendement sur l'investissement, ont un effet dissuasif envers l'accumulation de capital et pourraient contrebalancer le « mouvement parallèle » de hausse des investissements privés. Les sociétés sont également plus endettées par suite de la pandémie, limitant possiblement leur capacité à rehausser leurs investissements. Et une fois approuvée, une augmentation des impôts peut être mise en œuvre beaucoup plus rapidement qu'un important plan national d'infrastructures. En outre, en cas de déception engendrée par l'incidence de nouvelles infrastructures sur la croissance à long terme, le ratio de la dette par rapport au PIB américain pourrait se dégrader. Le gouvernement pourrait devoir procéder à des hausses d'impôts et à des coupures de dépenses additionnelles, un contexte défavorable pour les marchés.

Pour toutes ces raisons, l'augmentation des dépenses d'infrastructures pourrait ne pas être à la hauteur des attentes élevées des investisseurs à l'heure actuelle. En 2016, les marchés ont réagi à l'élection surprise de Donald Trump par la vente d'obligations, en partie dans l'attente d'un important programme d'infrastructures. Ces dépenses n'ont jamais vu le jour. Cet épisode pourrait servir de message de prudence pour le tour de manège du président Biden en matière d'infrastructure.



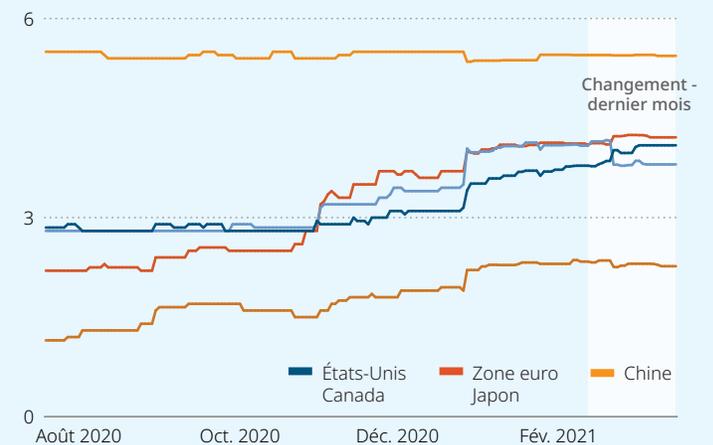
Mise à jour macroéconomique mondiale

- Poursuivant leur tendance à la hausse des récents mois, les attentes des **É.-U.** en matière de croissance et d'inflation ont augmenté en mars lorsque le Congrès a adopté un plan de relance de 1,9 billion \$, que près de 30 % des Américains ont reçu au moins une dose de vaccin et qu'un important plan d'infrastructure est à l'étude.
- De la même manière, les prévisions consensuelles en matière de croissance du PIB et de l'inflation pour 2021 du **Canada** ont toutes grimpé. L'accélération du rythme de la vaccination a ramené les attentes reflationnistes à 2021, et le plan de relance budgétaire américain devrait stimuler les exportations et les dépenses d'investissement canadiennes.
- Il est prévu que l'inflation **mondiale** sera légèrement plus élevée en 2021, en partie en raison de l'émergence des contraintes en matière d'approvisionnement qui accroissent les pressions sur les coûts. Une pénurie mondiale de semi-conducteurs, une possible altercation commerciale entre la Chine et l'Europe et le blocage d'une semaine du canal de Suez pourraient contribuer à une hausse temporaire de l'inflation.

Prévision de la croissance du PIB réel en 2021 (% , consensus)



Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2021 (% , consensus)



Prévision de l'inflation en 2022 (% , consensus)



Remarques : Sondage sur les prévisions 2021 de Consensus Economics, sondage sur les prévisions 2022 de Bloomberg, au 31 mars 2021.



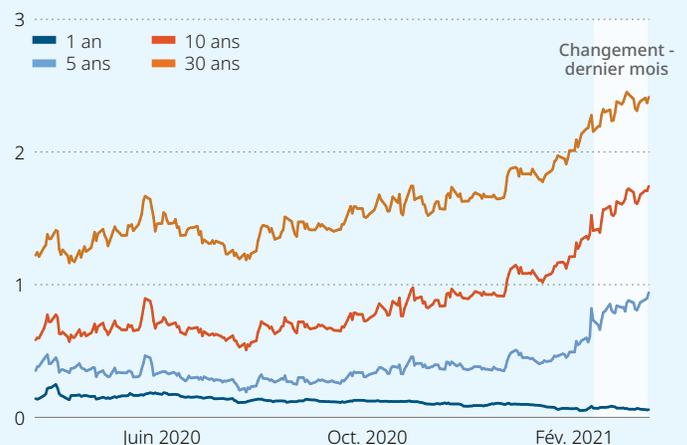
Mise à jour sur les marchés financiers

- Après un mois mouvementé en février, la **courbe des taux américaine** s'est encore accentuée en mars. Lors de sa réunion du 17 mars, la Réserve fédérale a conservé sa politique inchangée et n'a pas pris de mesure à l'encontre de la hausse des taux à long terme. Elle a également laissé une exonération réglementaire clé arriver à échéance, une mesure qui devrait avoir pour effet de réduire légèrement les placements des banques américaines dans des bons du Trésor.
- Les actions de **marchés émergents** ont été négativement touchées par les attentes envers un resserrement des politiques monétaire et budgétaire de la Chine. Les représentants chinois ont abaissé leur cible de croissance du PIB de 2021 à 6 %, soit bien en deçà des attentes consensuelles, ce qui a également contribué à la dépréciation du **yuan** en mars.
- Le **dollar canadien** a surpassé toutes les principales devises au cours du mois. À titre de devise procyclique fortement liée au dollar américain, il a probablement tiré parti de l'adoption du plan de relance américain.

Indices boursiers (il y a un an = 100)



Rendements des obligations du Trésor américain (%)



Devises (par rapport au USD, il y a un an = 100)



Prix des produits de base (en USD, il y a un an = 100)



Remarques : Données par Bloomberg au 31 mars 2021.



MACKENZIE

Placements

Ce qui retiendra notre attention en avril

13 avril : Publication de l'IPC américain de mars

- La publication de l'IPC de mars, un an après le choc de désinflation provoqué par la COVID-19, pourrait marquer le début d'un bond de l'inflation sur 12 mois en raison des « effets de base » induits par le calcul.
- En combinant les effets de base avec les pressions exercées par la hausse des prix des produits de base, nous pourrions assister à une augmentation de l'inflation au-delà de 2 % pour la première fois depuis février 2020. Avec la Fed qui prévoit une inflation de base annuelle de 2,2 % en 2021 sans hausse des taux attendue avant 2024, la Réserve fédérale a indiqué qu'elle ne réagira pas à une inflation temporairement supérieure à la cible.

19 avril : Publication du budget fédéral du Canada

- Le premier budget fédéral en deux ans comprendra probablement d'importantes mesures de relance afin de donner le coup d'envoi à une reprise postérieure à la COVID-19. Le gouvernement a déjà indiqué qu'il ne haussera pas les impôts ni ne coupera dans les dépenses. Il sera intéressant de voir s'il mettra en place un nouvel ancrage budgétaire.

21 avril : Décision sur les taux et Rapport sur la politique monétaire de la BdC

- Il est attendu que la Banque du Canada commence à resserrer sa politique avant la Fed.
- La BdC pourrait commencer à abaisser ses achats d'actifs dès avril, après avoir récemment annoncé la réduction des facilités de liquidités d'urgence. À l'heure actuelle, elle détient 35 % de toutes les obligations du gouvernement canadien en circulation, soit près du double de la proportion de la détention de bons du Trésor par la Fed.

Thème émergent

- Récemment, repoussant les attentes de baisses de soutien, le président de la Fed, Jerome Powell, a mis l'accent sur son objectif de ramener les É.-U. à un niveau de « **plein emploi** ».
- La définition d'emploi est maintenant plus large que par le passé. Plutôt que de mettre uniquement l'accent sur le taux de chômage, les législateurs examinent maintenant **des mesures plus globales et inclusives du chômage**. M. Powell a parlé du ratio du taux d'emploi à titre de mesure repère. Il demeure toujours bien en deçà de son niveau de février 2020, sans parler de son sommet antérieur à 2008.
- **Les travailleurs découragés et les chômeurs permanents** se retrouvent entièrement hors du marché de l'emploi et ne sont pas représentés dans les données standard du chômage. Pousser l'économie au-delà du point où le taux de chômage est « de retour à la normale » pourrait contribuer à ramener ces travailleurs marginalisés au sein de la population active.
- Pour avoir quelque espoir que ce soit de **prédire la voie qu'emprunteront les taux américains**, les investisseurs doivent porter attention à ces mesures plus larges de l'emploi, qui constituent maintenant des variables clés de la fonction réactive de la Fed.

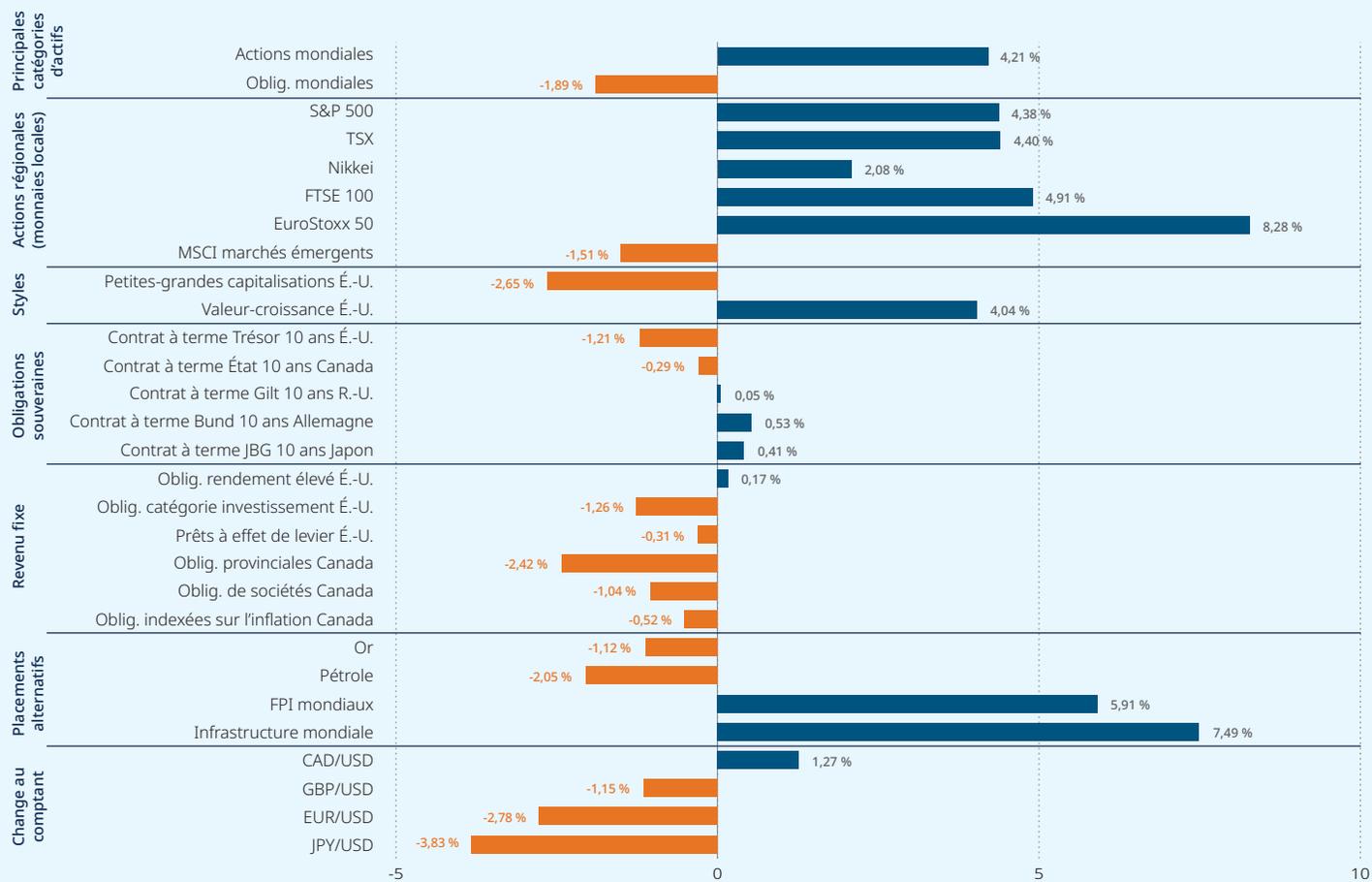
Les mesures globales indiquent que les États-Unis demeurent toujours bien en deçà du plein emploi



Source : Bloomberg, 28 février 2021



Annexe : Rendements des marchés financiers en mars



Source : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 mars 2021. Les rendements indiciaires sont pour la période du 1^{er} mars 2021 au 31 mars 2021. Dans l'ordre, les indices sont les suivants : MSCI monde (monnaies locales), BBG Barclays Multiverse, S&P 500 (USD), indice composé TSX (CAD), Nikkei 225 (JPY), FTSE 100 (GBP), EuroStoxx 50 (EUR), MSCI ME (monnaies locales), Russell 2000 — Russell 1000, Russell 1000 valeur — Russell 1000 croissance, contrat à terme Trésor 10 ans États-Unis, contrat à terme obligations État 10 ans Canada, contrat à terme obligations gilt 10 ans R.-U., contrat à terme bund 10 ans Allemagne, contrat à terme obligations 10 ans Japon, BAML HY Master II, iBoxx US Liquid IG, Leveraged Loans BBG (USD), obligations provinciales (FTSE/TMX Universe), BAML Canada Corp, BAML Canada IL, BBG Gold, BBG WTI, REIT (MSCI Local), Infrastructure (MSCI Local), BBG CADUSD, BBG GBPUSD, BBG EURUSD, BBG JPYUSD.).

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 de placement ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement passé ne donne pas forcément une indication du rendement futur. Le contenu de cet article (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 renferme des renseignements prospectifs qui décrivent les attentes actuelles ou les prédictions pour l'avenir 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, sans s'y limiter, les facteurs économiques, politiques et de marché généraux, les taux d'intérêt et de change, la volatilité des marchés boursiers et financiers, la concurrence commerciale, l'évolution technologique, les changements qui interviennent dans la réglementation de l'État, l'évolution des lois fiscales, les procédures 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 31 mars 2021. 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.

Le rendement de l'indice ne tient pas compte de l'incidence des frais, commissions et charges payables par les investisseurs dans des produits de placement qui cherchent à reproduire un indice.