



Éviter les erreurs non provoquées pendant la transition de milieu de cycle

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

Faits saillants

- Maintenant que le pire de la récession est chose du passé, du moins nous l'espérons, les décideurs politiques des économies développées sont confrontés à un risque accru d'«erreurs non provoquées». Les décideurs politiques doivent éviter d'offrir des mesures de relance excessives pendant trop longtemps, ce qui aurait pour effet d'alimenter les pressions inflationnistes et l'instabilité financière. En même temps, ils doivent éviter le retrait trop hâtif des mesures de relance, ce qui ralentirait la création d'emplois et la reprise.
- Lorsque les banques centrales commenceront progressivement à resserrer les liquidités au cours des prochains trimestres, la politique budgétaire pourra contribuer à soutenir la dynamique économique grâce à des ajustements budgétaires favorables à la croissance.
- Nous nous attendons à une transition de milieu de cycle vers un rythme de croissance plus durable avec une inflation à long terme stable, ce qui soutient notre surpondération en actions. Conformément à notre point de vue relatif à la répartition des actifs au cours des derniers mois, nous restons également surpondérés en obligations souveraines à long terme.

Maintenant que le point culminant de l'expansion et des politiques d'accommodation est chose du passé, le cycle économique entre dans une nouvelle phase. Dans la phase émergente de milieu de cycle, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance au cours des prochains trimestres depuis un rythme à deux chiffres impossible à soutenir, tandis que les attentes d'inflation à long terme se stabilisent. Une forte croissance avec des attentes en matière d'inflation sous contrôle constituerait un environnement favorable pour les actifs à risque, comme les actions mondiales. Toutefois, les perspectives dépendent de la capacité des décideurs politiques d'éviter des «erreurs non provoquées» avec le retrait du soutien de l'ère de la pandémie. Une politique de relance excessive pendant trop longtemps qui alimente l'inflation et entraîne une hausse des taux d'intérêt constitue l'un des principaux risques, alors qu'à l'inverse, un retrait trop rapide des mesures de relance pourrait ralentir la création d'emplois et la reprise. Étant donné que les erreurs de politique auraient des répercussions négatives sur les prix des actifs, les investisseurs doivent garder un œil sur l'évolution des politiques macroéconomiques en milieu de cycle.

Les principales banques centrales devraient procéder à un resserrement graduel de leur politique monétaire au cours des prochains trimestres. Plusieurs banques centrales ont déjà annoncé ou commencé à réduire leurs achats d'actifs (c.-à-d. leur «assouplissement quantitatif»), dont la Banque du Canada, la Banque d'Angleterre, la Reserve Bank of Australia et la Reserve Bank of New Zealand. Nous nous attendons également à ce que la Réserve fédérale américaine commence à réduire ses achats d'actifs mensuels de 120 milliards de dollars américains au quatrième trimestre. Les taux d'intérêt directeurs étant toujours proches de zéro dans la plupart des grandes économies, la reprise de l'inflation signifie que les rendements *réels* ont encore diminué, malgré l'accélération de la croissance économique à un rythme à deux chiffres. Dans ce contexte, une réduction prépare le terrain pour des hausses de taux directeurs à partir de 2022-2023, sauf en cas de fort ralentissement entraîné par le variant Delta. Toutefois,

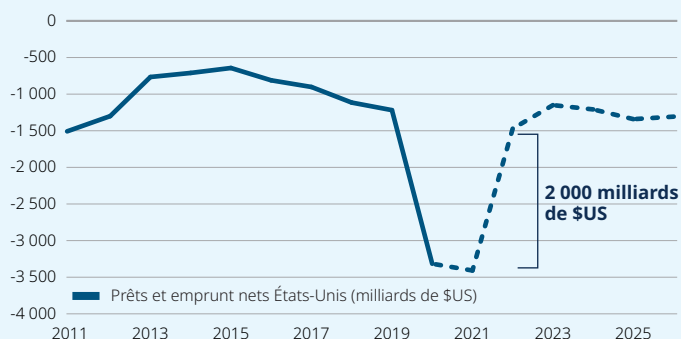


les investisseurs s'attendent à ce que le cycle de hausse soit limité, en raison des contrats à terme sur les eurodollars, avec les taux directeurs aux États-Unis atteignant environ 1,5 % sur 5 ans, ce qui soutient la récente baisse des rendements obligataires à long terme.¹

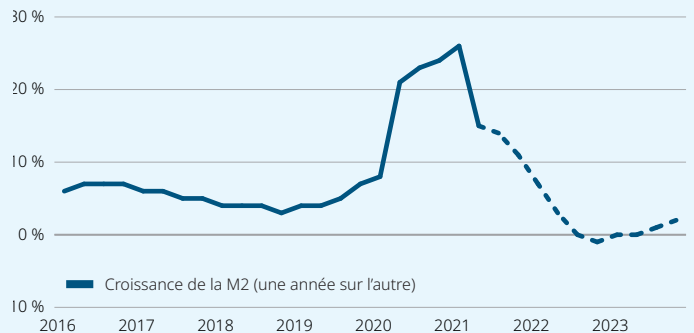
Le soutien budgétaire a également dépassé son rythme maximal de mesures d'accommodation et pourrait commencer à soustraire de la croissance de la demande au cours des prochains trimestres. Plusieurs « effets de falaise » auront des répercussions sur l'économie pendant le deuxième semestre de 2021, lorsque les mesures d'urgence imposées pendant la pandémie prendront fin.² Aux États-Unis, près de la moitié des États ont déjà éliminé progressivement les prestations complémentaires d'assurance chômage avant leur expiration au niveau national en septembre. Au Canada et au Royaume-Uni, les programmes de maintien de l'emploi prendront fin au début de l'automne. Les impôts différés et les paiements d'intérêt, de même que les moratoires sur les évictions, doivent également prendre fin dans certains marchés, ouvrant la voie à des pressions accrues sur les flux de trésorerie et les bilans. Les économies excédentaires de plus de 2 500 milliards de dollars US accumulées pendant les multiples confinements compensent ces freins à la croissance et permettent une transition en douceur de la baisse du soutien budgétaire à une hausse des dépenses des consommateurs et des entreprises. Le tableau 1 illustre le frein budgétaire prévu sur la croissance économique et la baisse prévue de la masse monétaire lorsque les banques centrales commenceront à réduire leurs dépenses.

Tableau 1 | Au-delà du rythme maximal d'expansion et des politiques d'accommodation

Avec la réduction du déficit des États-Unis l'année prochaine, 2 000 milliards de dollars US de mesures de simulation nettes seront retirés de l'économie.



L'expansion monétaire devrait entrer en territoire négatif lorsque la Fed commencera à réduire ses dépenses à la fin de cette année.



Notes: Graphique de gauche : projection du FMI pour les dépenses et les emprunts du gouvernement fédéral américain, voir les Perspectives de l'économie mondiale d'avril 2021. Graphique de droite : projection du taux de croissance annuel de la M2 aux États-Unis par Oxford Economics, avec l'hypothèse d'une réduction progressive des achats d'actifs à partir du quatrième trimestre de 2021.

Une réduction graduelle du soutien budgétaire est importante pour soutenir la croissance à court terme et les actifs à risque, en raison de l'incertitude relative aux répercussions de l'effet de falaise et du resserrement des conditions monétaires. Le maintien d'une forte croissance économique sera important non seulement pour se remettre de la pandémie, mais aussi pour assurer la viabilité de la dette à long terme. Toutefois, étant donné que nous avons probablement passé le pire de la pandémie, les responsables de la politique budgétaire pourraient tourner leur attention vers le contrôle des déficits budgétaires insoutenables. Un des principaux risques est une forte réduction des déficits budgétaires sans une transition complète vers une croissance durable menée par le secteur privé. Nous recherchons des redressements fiscaux favorables à la croissance qui retardent de manière crédible la réduction du déficit et de la dette, en soutenant les conditions actuelles de la demande. Il est important d'éviter les erreurs non provoquées et nous recherchons plusieurs caractéristiques d'un redressement fiscal favorable à la croissance.

¹ Voir notre commentaire, Inflation élevée, faible risque inflationniste, juillet 2021.

² Voir Peering down the cliff-edge, The Economist, le 18 juillet 2021.



MACKENZIE

Placements

- Mettre en œuvre un cadre politique à moyen terme sur cinq ans qui ancre les réductions du déficit budgétaire (ou des dépenses publiques) à un niveau d'endettement viable.
- Éviter de réduire les investissements publics, particulièrement dans les infrastructures, afin de soutenir la croissance de la productivité.
- Cibler les dépenses de programmes et les déductions fiscales pour réaliser des économies à long terme.
- Réformer les politiques fiscales pour se concentrer sur la consommation et les impacts environnementaux plutôt que les revenus et l'épargne.

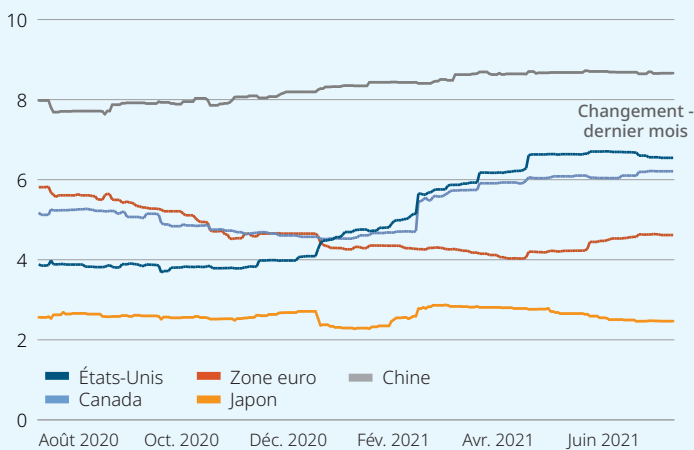
Pour les investisseurs, la transition de milieu de cycle avec un retrait progressif attendu du soutien macroéconomique constitue une toile de fond positive pour les actifs à risque. Conformément au point de vue relatif à la répartition de l'actif de l'équipe des stratégies multi-actifs, nous restons surpondérés en actions, parce que les marchés boursiers devraient continuer de surperformer dans des conditions de forte croissance et d'inflation stable à long terme. La surpondération des obligations souveraines cette année a aidé à équilibrer le risque total des portefeuilles multi-actifs. Une surpondération continue des obligations souveraines a aussi procuré une certaine sensibilité aux scénarios de risque de baisse, donc une baisse inattendue du momentum de croissance en raison de nouveaux variants, d'erreurs de politique ou d'autres événements imprévus. Nous sommes également sous-pondérés en titres de créance de sociétés en raison de l'augmentation de l'endettement des sociétés après la pandémie et de la faiblesse des écarts de crédit. Nous estimons que les actions offrent une meilleure occasion risque-récompense à cette étape du cycle.



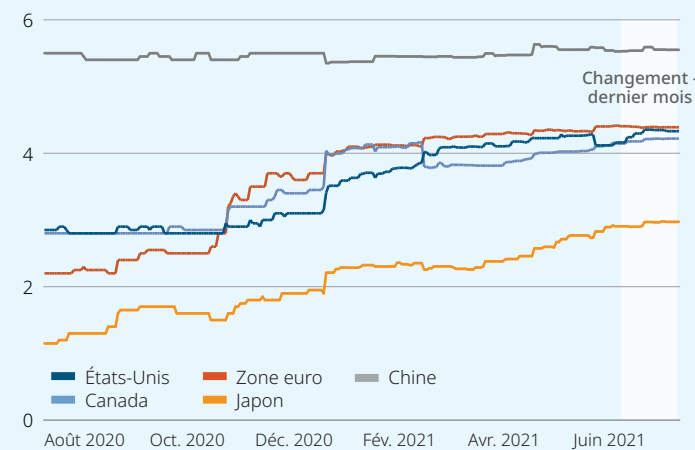
Mise à jour macroéconomique mondiale

- Un autre mois, une autre augmentation des prévisions d'**inflation** à court terme aux États-Unis, au Canada et en Europe. Les économistes s'attendent maintenant à une inflation annuelle de 3,8 % cette année aux É.-U., et de 2,8 % au Canada. Toutefois, comme nous l'avons vu le [mois dernier](#), le virage moins accommodant des banques centrales, le recul du soutien budgétaire et la réticence des gouvernements à aller de l'avant avec de nouvelles dépenses financées par le déficit signifient que le risque d'une spirale inflationniste persistante est faible. Alors que certaines sources de pressions temporaires sur les prix ont commencé à s'amenuiser — les prix des voitures d'occasion semblent avoir atteint un plateau et les prix des produits de base autres que l'énergie reculent, alors que d'autres, comme les pénuries de puces, nécessiteront plus de temps avant de revenir à la normale.
- Les économistes s'attendent toujours à ce que l'**inflation dans la zone euro** n'atteigne pas l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE). Le 8 juillet, la BCE a dévoilé son cadre de politique monétaire remanié. L'objectif d'inflation de 2 % passe d'un plafond à une référence symétrique, et la BCE autorisera une certaine déviation à court terme de son objectif. Le nouveau cadre accroît la souplesse de la politique de la BCE et pourrait l'aider à atteindre son objectif de manière plus constante, mais il reste plus prudent que le cadre officiel de cible d'inflation moyenne de la Réserve fédérale. Les marchés s'attendaient largement à un changement de cadre par la BCE. Ce changement ne modifie pas notre opinion quant à la sous-évaluation de l'euro.

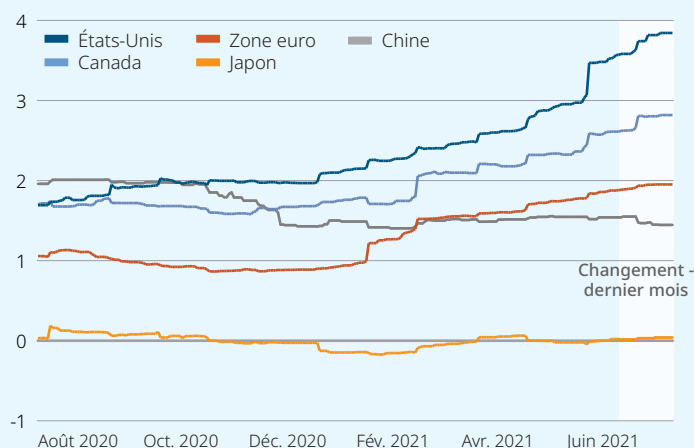
Prévision de la croissance du PIB réel en 2021 (% , consensus)



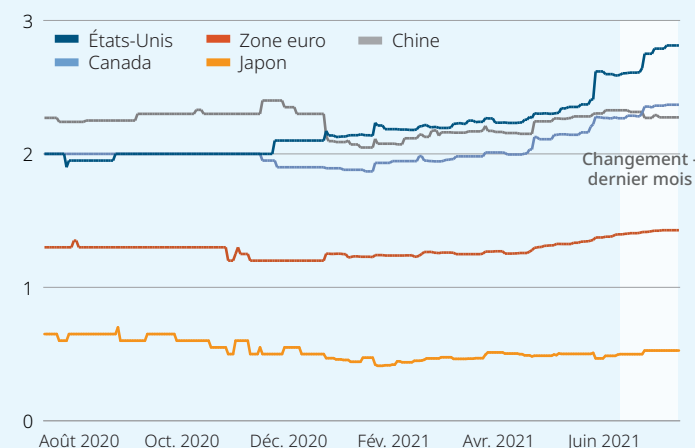
Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



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



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



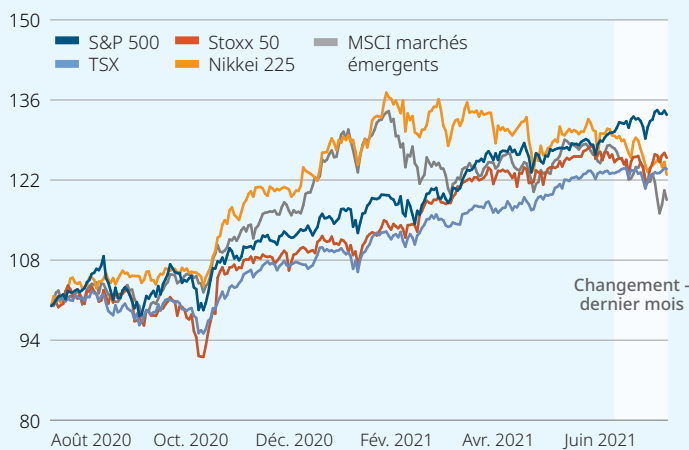
Remarques : Sondage sur les prévisions 2021 de Consensus Economics au 31 juillet 2021.



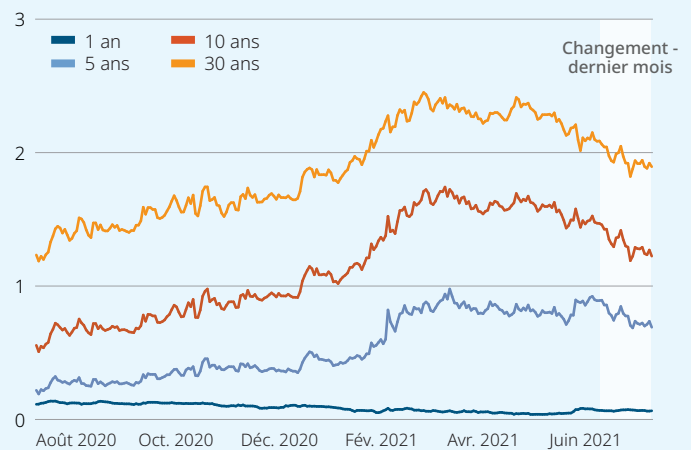
Mise à jour sur les marchés financiers

- Le **redressement des obligations à long terme**, qui a débuté au cours de la seconde moitié de juin, s'est accéléré en juillet. Le 20 juillet, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans est passé sous la barre de 1,2 % pour la première fois depuis février. Ce redressement peut s'expliquer, entre autres, par un élan réfractaire au risque en raison de la hausse du variant Delta dans le monde, de la baisse des prévisions de croissance et d'inflation après le virage moins accommodant de la Réserve fédérale lors de sa rencontre du 16 juin, et le dénouement potentiel des positions à court terme accumulées par les investisseurs institutionnels à l'approche de la rencontre du 16 juin.
- La baisse des rendements a contribué à une surperformance des actions de croissance en juillet, avec le **S&P 500** très axé sur la croissance, dépassant les autres marchés boursiers. Les actions américaines ont également été soutenues par de solides bénéfices au deuxième trimestre, ce qui a rappelé aux marchés que même si le variant Delta et le virage de la Fed assombrissent les perspectives de croissance, l'économie américaine continue de croître à un taux annuel élevé à un chiffre et la demande des consommateurs a montré peu de signes d'affaiblissement.
- Les **prix du pétrole** ont chuté à la mi-juillet, lorsque l'OPEP+, qui fixe les prix, a convenu d'un plan visant à augmenter l'offre de pétrole au cours des prochains trimestres. L'année dernière, les principaux pays producteurs de pétrole ont réduit de 25 % leur offre, car les confinements ont fortement limité la demande de pétrole. Avec le nouvel accord, la production de l'OPEP+ devrait retourner à des niveaux d'avant la pandémie vers septembre 2022.

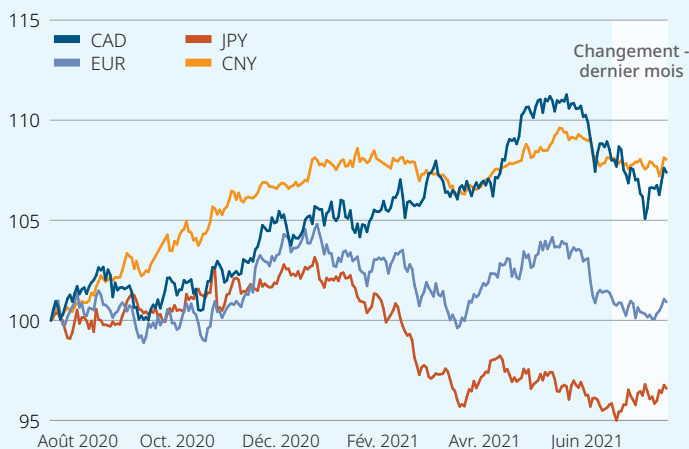
Indices boursiers (il y a un an = 100)



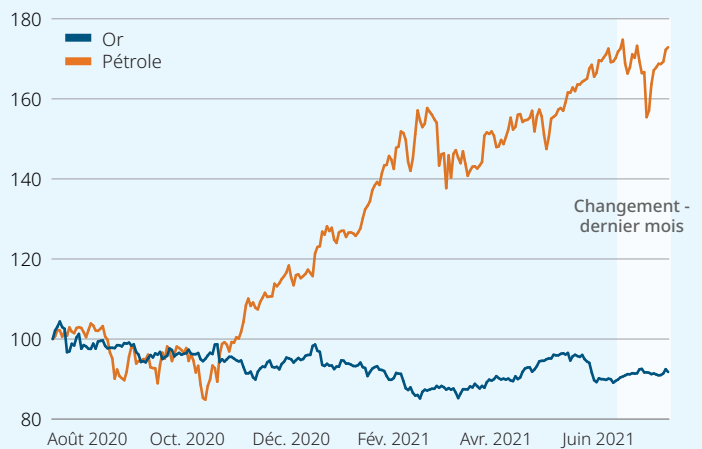
Rendements des obligations du Trésor américain (%)



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 financières obtenues de Bloomberg au 31 juillet 2021.



Ce qui retiendra notre attention en août

11 août : Données sur l'emploi de juillet aux États-Unis

- Les données sur la création d'emplois ont légèrement dépassé les attentes (plus de 850 000 emplois par rapport aux 720 000 attendus) en juin. Cependant, la croissance globale de l'emploi au cours des derniers mois a été décevante, particulièrement par rapport aux attentes optimistes des économistes au début de l'année. Les données JOLTS pour mai montrent que les offres d'emploi ont probablement atteint un sommet, ce qui suggère un certain relâchement de la pression sur les salaires.
- Au rythme soutenu de 850 000 emplois par mois en juin, nous estimons que le taux de chômage aux États-Unis devrait reculer à environ 4,5 % à la fin de 2021, ce qui serait encore légèrement supérieur au niveau auquel l'emploi peut générer une inflation persistante, que le Congressional Budget Office estime à 4 %.

19 août : Indice des prix des logements de juillet au Canada (Teranet)

- Même après quelques mois de ralentissement des marchés immobiliers (voir la partie Thème émergent ci-dessous), nous n'avons pas encore vu la modération de la demande se traduire par une baisse de la hausse des prix des maisons.
- Depuis juin l'an dernier, les prix des maisons ont augmenté de 16 % en moyenne dans les onze plus grandes villes canadiennes, selon l'indice Teranet-NB. Halifax (+30,8 %) et Hamilton (+28,0 %) ont connu les hausses les plus rapides, soulignant l'effet aigu de la pandémie sur la demande de logements dans les villes de la périphérie.

26-28 août : Retraite de la Réserve américaine à Jackson Hole

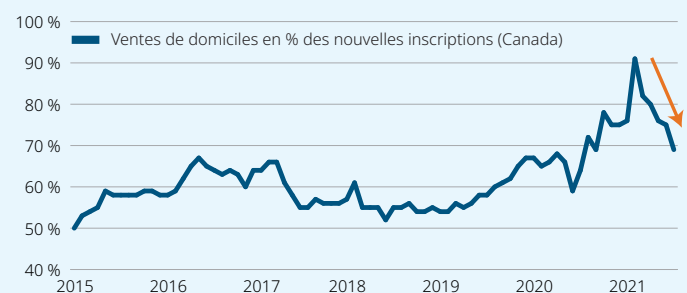
- L'édition de cette année de la retraite de Jackson Hole, la conférence phare de la Réserve fédérale, a lieu à un moment décisif pour la politique monétaire. Après avoir pris un virage légèrement moins accommodant lors de sa rencontre de juin, la Fed pourrait profiter de la conférence pour (1) revenir sur son optimisme macroéconomique récent en raison de la hausse des cas de Covid ou (2) donner plus de détails sur la réduction éventuelle de ses achats d'actifs.

Thème émergent

- Le **marché immobilier canadien montre des signes de refroidissement** après quelques mois de tension sans précédent. Les ventes de domiciles en pourcentage de nouvelles inscriptions, une mesure de la demande immobilière excédentaire, sont maintenant revenues au niveau de l'été 2020.
- Le **marché immobilier compte pour la dynamique macroéconomique** du Canada. L'investissement résidentiel représente 9 % du PIB au Canada, contre 5 % aux États-Unis. De plus, les prix élevés du marché immobilier constituent une source de préoccupations constante pour les organismes de réglementation au Canada, son effet d'entraînement sur les ménages peut constituer un risque pour la stabilité financière.
- La surchauffe des marchés immobiliers pourrait **obliger la Banque du Canada à resserrer sa politique monétaire** pour réprimer les prix, ce qui nuirait à la reprise. Un ralentissement de l'activité immobilière atténue ce risque. La Banque du Canada peut alors se concentrer uniquement sur le maintien d'une politique pour soutenir la reprise.
- **Un ralentissement du marché immobilier nuira-t-il à la croissance canadienne?** Certainement, étant donné la part

importante du secteur dans l'économie. Cependant, un boom immobilier signifie un endettement des ménages, ce qui peut peser sur la croissance à long terme. Une modération de la demande immobilière ralentit cette accumulation de dette. Comme le reste de l'économie devrait connaître une reprise au cours des mois à venir, d'autres secteurs seront prêts à prendre la relève en cas de recul de l'investissement résidentiel.

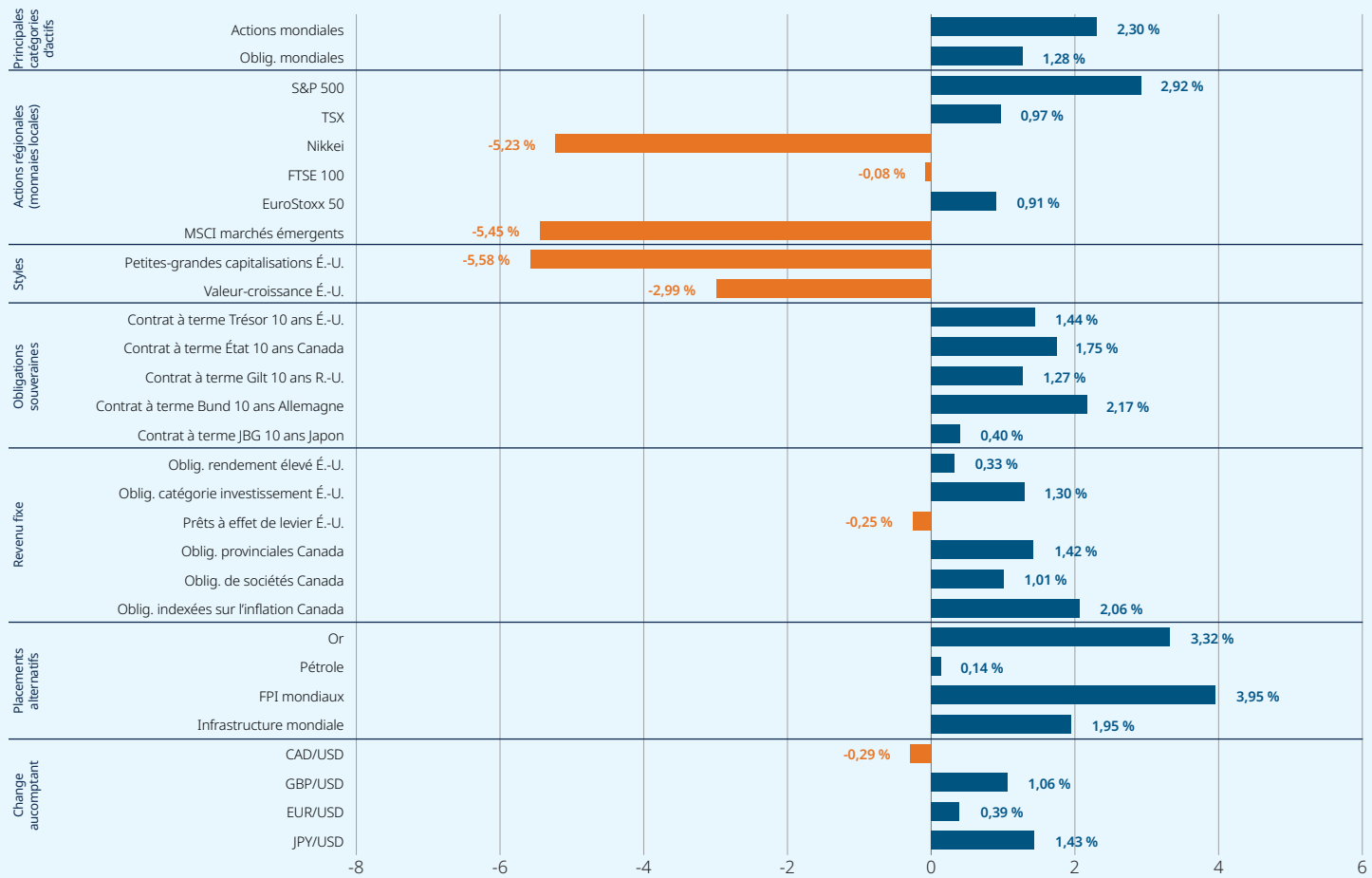
Refroidissement du marché immobilier après une période tendue



Notes : De l'ACI, au 26 juillet 2021



Annexe : Rendements des marchés financiers en juillet



Source : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 juillet 2021. Les rendements de l'indice sont présentés pour la période suivante du 1^{er} juillet 2021 au 31 juillet 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 ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce commentaire (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. Le présent commentaire renferme des énoncés prospectifs qui décrivent nos attentes actuelles ou nos prédictions pour l'avenir. Les énoncés 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 notamment les conditions générales économiques, politiques et des marchés en Amérique du Nord et à l'échelle internationale, 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 décisions judiciaires ou réglementaires inattendues ou les catastrophes. La liste de risques, d'incertitudes et d'hypothèses précitée n'est pas exhaustive. Nous vous invitons à soigneusement prendre en compte ces facteurs et d'autres facteurs et vous mettons en garde contre une confiance exagérée en ces énoncés prospectifs. Tout énoncé prospectif présenté dans le présent document n'est valable qu'en date du 31 juillet 2021. On ne devrait 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 autres. 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.