



# Mise à jour sur la macroéconomie et la répartition de l'actif

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

- Les mesures de relance budgétaire et monétaire ont permis de relancer l'économie américaine après la Covid, mais ont aussi généré des déséquilibres macroéconomiques qui pourraient devenir de nouvelles sources de risque.
- Ces risques comprennent une poussée d'inflation, une Fed plus ferme et un dollar américain plus faible. Même si ces risques sont réels, notre scénario de base reste que les déséquilibres se résorberont d'eux-mêmes.
- Dans cet environnement, nous pensons que les actions restent attrayantes par rapport aux titres à revenu fixe à faible rendement et aux titres de créance de société, et nous restons légèrement pessimistes quant au dollar américain.
- Toutefois, compte tenu du large éventail de risques macroéconomiques actuels, il est plus que jamais essentiel de maintenir un portefeuille bien équilibré en fonction des différentes régions, catégories d'actifs et monnaies.

---

Dans notre [commentaire de février](#), nous avons abordé le « gambit de croissance » du président Biden : un plan de relance budgétaire à risque et récompense élevés. L'énorme plan de relance américain de 1 900 milliards de dollars, combiné à un soutien budgétaire antérieur de plus de 3 000 milliards de dollars et à une politique monétaire exceptionnellement souple, a permis à l'économie américaine de sortir de la pandémie nettement plus rapidement que de la grande crise financière de 2008. Cependant, les mesures de relance ont également généré des déséquilibres macroéconomiques. Ces déséquilibres pourraient entraîner des risques pour les marchés financiers, dont une poussée d'inflation, une hausse des taux d'intérêt et un resserrement du crédit pour les entreprises surendettées.

Les préoccupations à propos de déséquilibres aux États-Unis, particulièrement une inflation plus élevée en raison d'une surchauffe de l'économie, se sont récemment accentuées. Le graphique 1 montre l'écart de certains indicateurs économiques par rapport à leur tendance d'avant la pandémie. Les indicateurs de la demande intérieure ont déjà rebondi au-delà de la tendance d'avant la pandémie, tandis que l'offre reste bien en deçà. Ce décalage entre l'offre et la demande ouvre la porte à des risques de surchauffe.

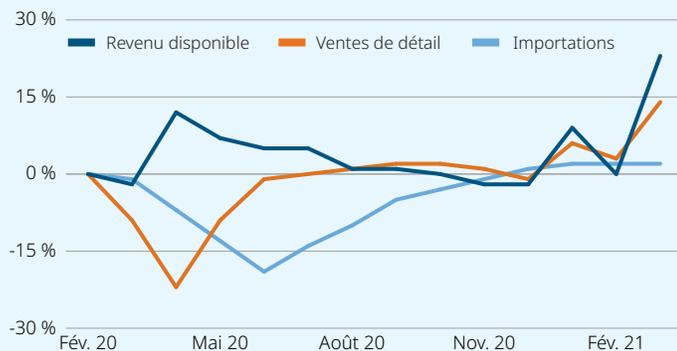


MACKENZIE

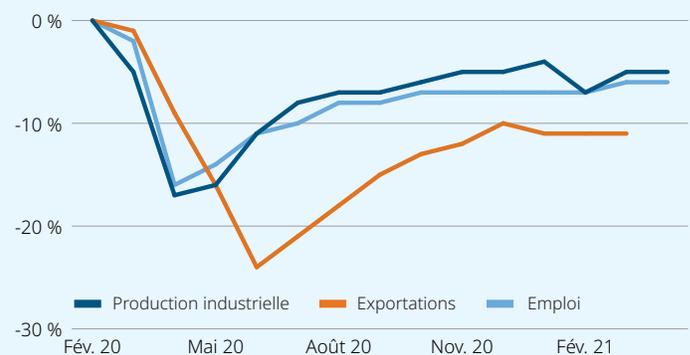
Placements

## Graphique 1 | Les déséquilibres de l'économie américaine constituent une source évidente de risques macroéconomiques.

**Les indicateurs du « côté demande » sont en hausse (pourcentage supérieur à la tendance)**



**... les indicateurs « côté offre » sont en baisse (pourcentage supérieur à la tendance)**



Notes : Données par Bloomberg au 20 mai 2021. La « tendance » est interpolée sur la base des données de février 2016 à février 2020.

**Même si le risque de surchauffe est réel, notre scénario de base est que les déséquilibres macroéconomiques se résorberont sans heurt au cours des prochains trimestres.** L'inflation aux États-Unis pourrait rester supérieure à la cible pendant plus d'un an, mais devrait s'atténuer à moyen terme. Les chaînes d'approvisionnement, ébranlées par les confinements, devraient accroître leur capacité au cours de la prochaine année, ce qui tempèrera l'inflation du coût des intrants. Les chômeurs, qui hésitent à retourner au travail, rejoindront la population active, alors que les craintes liées au virus diminueront et que les prestations de chômage seront épuisées, ce qui limitera la croissance excessive des salaires. Avec l'atténuation des pressions inflationnistes, la Réserve fédérale peut s'en tenir à son plan de maintien des taux bas pendant une période prolongée, ce qui devrait aider les entreprises fortement endettées à éviter un resserrement du crédit déstabilisant. Finalement, sur le plan externe, les exportations nettes devraient se redresser quelque peu. Le déploiement progressif des vaccins devrait permettre à un plus grand nombre d'économies de rouvrir, ce qui relancera la demande pour les exportations américaines, tandis que les importations ralentiront, lorsque les consommateurs commenceront à réorienter leur consommation de biens vers les services.

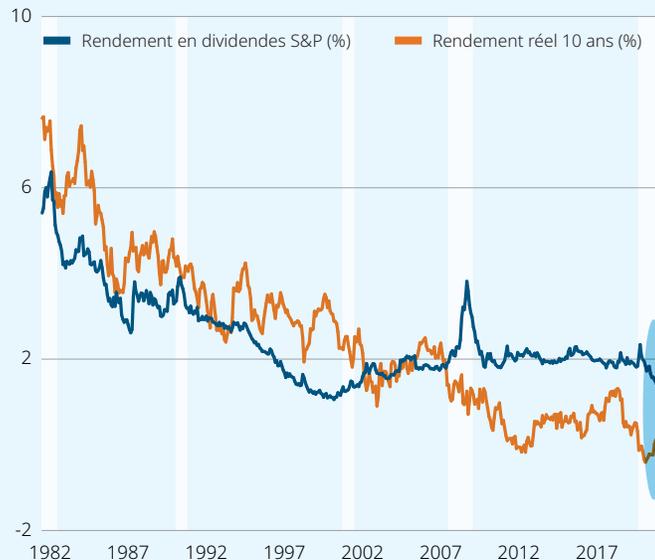
**Compte tenu de ce scénario de base, nous restons surpondérés en actions.** Même si la volatilité peut rester élevée, la forte croissance aux États-Unis et le rattrapage de la croissance mondiale devraient soutenir les ventes des entreprises. Les pressions sur les marges en raison de l'inflation des prix des matières premières et de la hausse des coûts de la main-d'œuvre peuvent également être partiellement transmises aux consommateurs à court terme, tout en s'atténuant à plus long terme. Les évaluations élevées des marchés boursiers sont soutenues par des rendements obligataires réels toujours faibles. Les actions offrent un rendement de bénéfices à long terme attrayant par rapport aux obligations souveraines à faible rendement et aux écarts de crédit étroits pour la dette des entreprises à cette première étape de la reprise économique (graphique 2).

**Nous sommes légèrement pessimistes à propos du dollar américain, toujours surévalué.** La réouverture des économies mondiales grâce à la vaccination pourrait peser sur le dollar américain à mesure que les autres économies rattrapent leur retard. De plus, les rendements réels américains se sont stabilisés au cours des derniers mois à des niveaux se rapprochant de leurs planchers historiques, alors que la Fed a maintenu son message accommodant. Entre-temps, d'autres pays dont les banques centrales ont adopté un ton plus ferme pourraient commencer à normaliser leur politique plus tôt que la Fed, ce qui entraînerait une appréciation de leur monnaie locale par rapport au dollar américain. Le Canada est l'un de ces pays, comme nous l'avons expliqué dans le [commentaire du mois dernier](#). Enfin, même si les économistes s'attendent à ce que le déficit du compte courant se comble quelque peu, il restera probablement négatif, même avec les entrées des portefeuilles étrangers qui pourraient être plus faibles, ce qui exercerait une pression à la baisse sur le dollar américain.

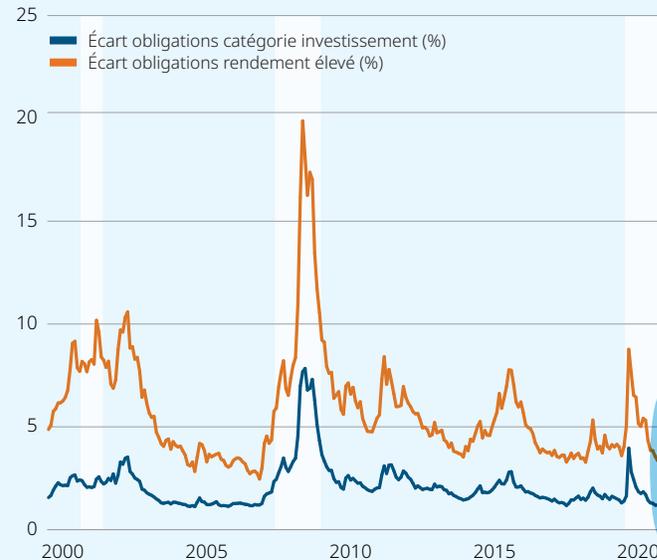


## Graphique 2 | Les actions sont relativement attrayantes.

**Les faibles rendements des obligations réelles soutiennent les justes valeurs élevées des actions**



**Les écarts de crédit sont serrés compte tenu des risques macroéconomiques**



Notes : Taux réels de la Fed de Cleveland. Rendements du S&P 500 par Bloomberg. Les écarts sont les indices ICE-BAML catégorie investissement et rendement élevé. Au 21 mai 2021.

**Face à une incertitude macroéconomique accrue, il est plus important que jamais de détenir un portefeuille bien équilibré.**

En cas de surchauffe grave, la Fed pourrait être tenue d'augmenter les taux d'intérêt directeurs au-delà du taux neutre afin d'étouffer les pressions inflationnistes, ce qui pourrait également faire grimper le dollar américain tout en faisant pression sur les autres catégories d'actifs. Nous soulignons toujours l'importance de conserver un portefeuille bien équilibré et diversifié en fonction des différentes régions, catégories d'actifs et monnaies. Cependant, la diversification revêt une importance accrue lorsque l'éventail des risques macroéconomiques est aussi vaste.



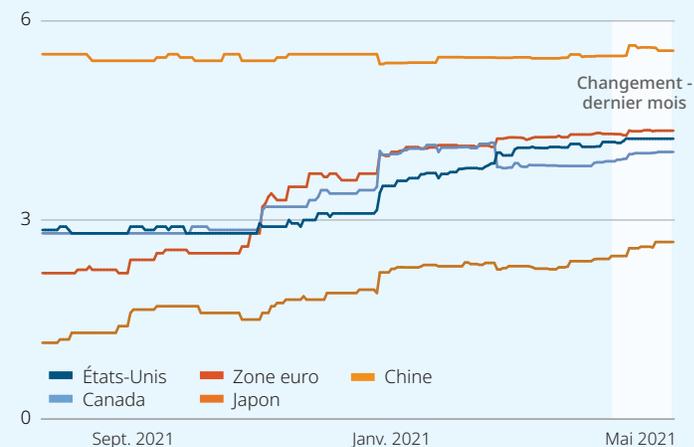
# Mise à jour macroéconomique mondiale

- Le mois de mai a commencé par une surprise macroéconomique aux États-Unis : les données sur l'emploi pour le mois d'avril ont montré que 266 000 emplois avaient été créés, ce qui est nettement inférieur aux prévisions moyennes des économistes, soit 1 million d'emplois. Il s'agit selon nous d'un problème temporaire qui s'explique en partie par les généreuses prestations de chômage et les contraintes liées à la garde des enfants, qui limitent l'offre de main-d'œuvre. La vue d'ensemble est restée celle d'une forte **croissance aux États-Unis** en 2021, même si les marchés en tiennent peut-être déjà compte.
- Une autre surprise a suivi à la mi-mai, soit l'**inflation de l'IPC américain** nettement supérieure aux attentes. Si l'on examine les facteurs sous-jacents, on constate que les deux tiers de la hausse mensuelle de l'inflation sont dus (1) aux voitures d'occasion et (2) aux catégories de « réouverture », dont les billets d'avion, les restaurants et les hôtels. Les prévisionnistes s'attendent à une inflation annuelle de l'IPC de 2,9 % en 2021, une donnée atteinte pour la dernière fois en 2011.
- Au **Canada**, l'inflation de l'IPC pour avril a également été forte, à 3,4 % en glissement annuel, même si les mesures de base de l'emploi de la Banque du Canada se rapprochent toujours de la cible de 2 % de la banque centrale.
- Les prévisions de **croissance mondiale** pour les deux prochaines années ont augmenté en mai, en raison de l'accélération des campagnes de vaccination.

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



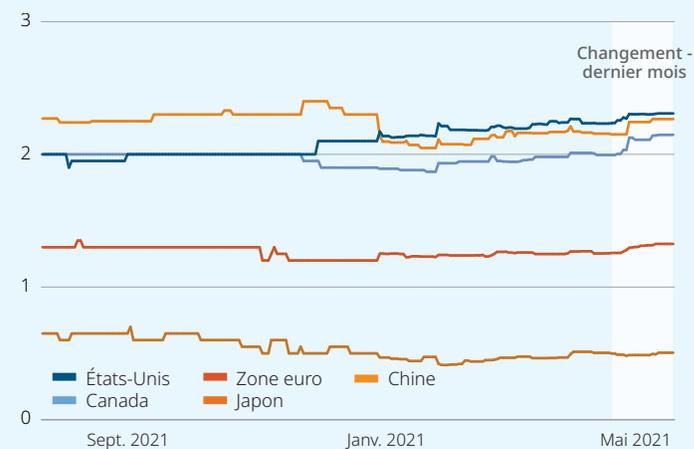
### Prévision de la croissance du PIB réel en 2022 (% , consensus)



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



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





# Mise à jour sur les marchés financiers

- **Les obligations américaines** ont été vendues après la publication des données sur l'inflation de l'IPC à la mi-mai, avant de se redresser légèrement, les marchés ayant évalué la nature temporaire de la surprise de l'inflation et les responsables de la Réserve fédérale ayant réitéré leur position conciliante.
- Le **yen** a une fois de plus enregistré des résultats inférieurs à ceux d'un panier de devises du G5. Comme nous l'avons souligné le mois dernier, le Japon a pris beaucoup de retard dans ses efforts de vaccination, ce qui pourrait expliquer en partie la récente faiblesse de sa monnaie. La lenteur de sa campagne de vaccination s'explique en partie par la bureaucratie, le conservatisme médical et l'hésitation à se faire vacciner. En mai, le Canada a vacciné chaque semaine une plus grande proportion de sa population que le Japon depuis le début de sa campagne en janvier.
- **L'or** s'est redressé en mai en raison de la baisse des rendements des bons du Trésor protégés contre l'inflation. Des taux réels plus faibles diminuent le coût d'opportunité de la détention d'un actif sans flux de trésorerie comme l'or, ce qui favorise une juste valeur plus élevée pour le métal.

## 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 mai 2021.



# Ce qui retiendra notre attention en juin

## 9 juin : Décision sur les taux de la Banque du Canada

- Nous avons appris le mois dernier que l'économie canadienne a perdu 207 000 emplois en avril dans un contexte de resserrement des confinements. La Banque du Canada a récemment souligné à quel point le Canada est loin d'une reprise complète de l'emploi. Dans ce contexte, nous nous attendons à ce que la Banque du Canada n'apporte aucun changement lors de sa réunion de juin et attende au moins jusqu'en juillet pour réduire davantage ses achats d'obligations.

## 10 juin : Publication de l'IPC américain

- Pour le nième mois consécutif, nous nous concentrons sur les données de l'IPC américain. Le mois dernier, l'inflation a grimpé à 4,2 % en glissement annuel (0,8 % en glissement mensuel), ce qui a surpris les économistes et les marchés.
- Même si une bonne partie de cette surprise positive peut être attribuée à des éléments potentiellement temporaires, dont la «réouverture» de catégories comme les billets d'avion et les hôtels, qui retrouvent leurs niveaux de prix d'avant la crise, l'inflation pourrait continuer d'augmenter au cours des mois à venir. La Fed a clairement indiqué qu'elle passerait outre à toute inflation à court terme, nous ne nous attendons donc pas à une réaction des politiques à court terme.

## 10 juin : Réunion de politique de la Banque centrale européenne

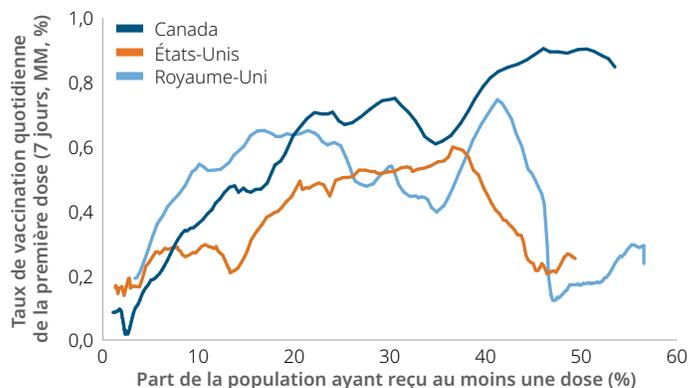
- La BCE doit décider si elle maintient le rythme actuel de son programme d'achat de titres d'urgence. La hausse de l'inflation en Allemagne pourrait justifier une réduction progressive, mais aux dépens de la détérioration des conditions financières dans les pays d'Europe méridionale.
- Une modération pourrait soutenir l'appréciation récente de l'euro, stimulée par un rattrapage de la vaccination, un raffermissement des indicateurs économiques et la possibilité d'un nouveau train de mesures budgétaires pour l'ensemble de l'Europe.

## Thème émergent

- La vaccination dans les pays riches est passée à la vitesse supérieure au deuxième trimestre. Tous les pays du G7 ont désormais vacciné 35 % ou plus de leur population, à l'exception du Japon.
- L'approvisionnement en vaccins étant moins une contrainte, les efforts de vaccination dans les pays riches devront se concentrer sur l'ampleur plutôt que la rapidité. Pour qu'un pays puisse rouvrir son économie de manière complète et permanente, il devra probablement vacciner au moins les deux tiers de sa population.
- Nous avons observé que la croissance des personnes nouvelles vaccinées ralentit lorsque les pays franchissent un certain seuil de vaccination. Même si ce ralentissement est dû en partie au fait que les gouvernements utilisent une part croissante de leurs stocks de vaccins pour les deuxièmes doses, l'hésitation à se faire vacciner constitue aussi un facteur important.
- Aux États-Unis, le nombre de nouvelles premières doses a fortement diminué lorsqu'environ 40 % des Américains ont reçu leur première dose. On observe une tendance semblable au Royaume-Uni. Par contre, le Canada se démarque par

la résilience de sa campagne de vaccination, qui ne montre aucun signe d'essoufflement, même si 50 % de sa population a reçu une dose, ce qui est de bon augure pour une réouverture permanente... et la vigueur du dollar canadien.

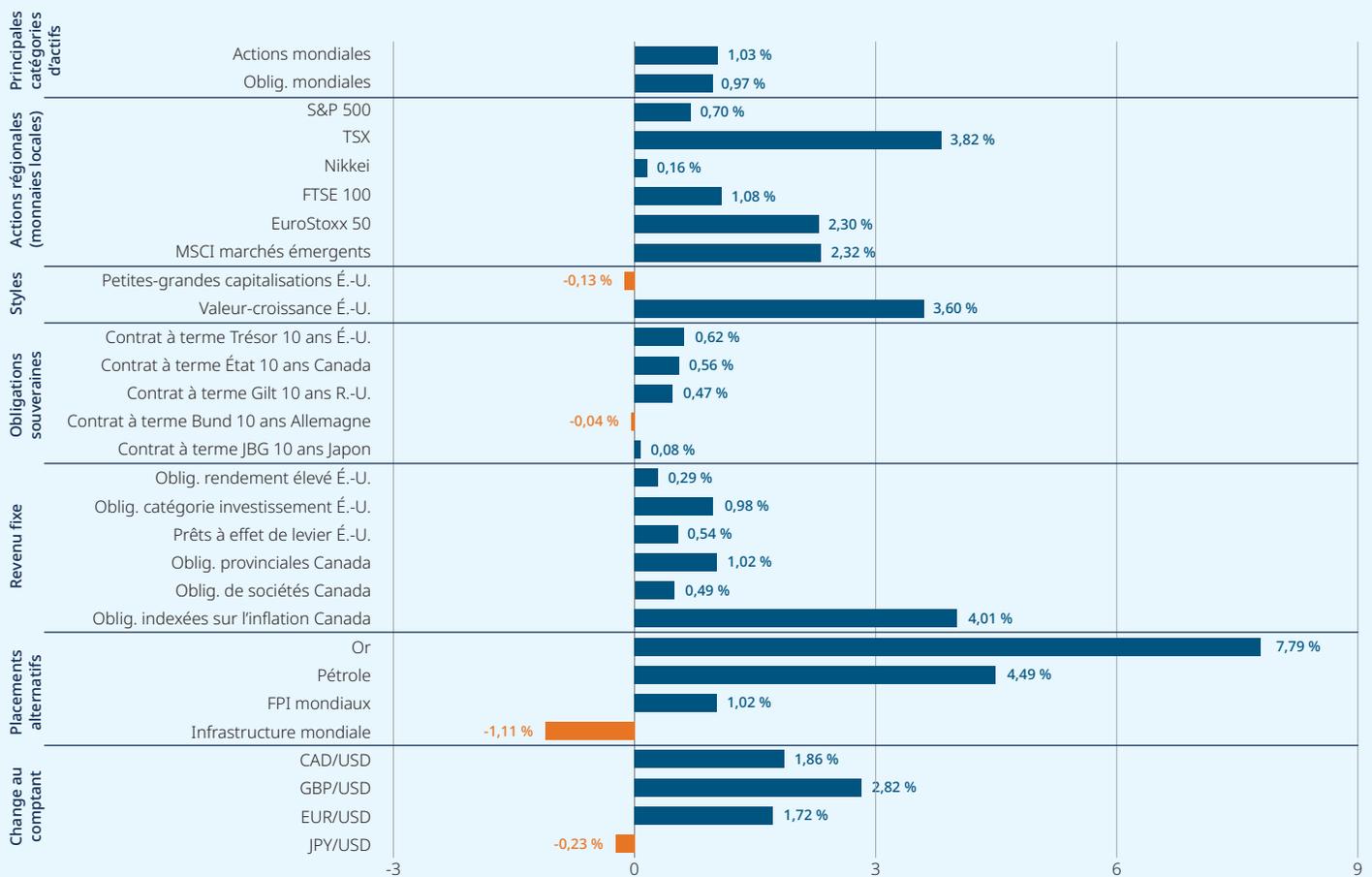
### Taux de vaccination quotidienne en fonction de la proportion de personnes vaccinées



Source : Données par Bloomberg au 26 mai.



# Annexe : Rendements des marchés financiers en mai



Source : Données sur les marchés obtenues de Bloomberg au 31 mai 2021. Les rendements de l'indice sont présentés pour la période suivante du 1<sup>er</sup> mai 2021 au 31 mai 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 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 mai 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.