



L'élection fédérale canadienne d'un point de vue macroéconomique

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

- À l'exception d'annonces de nouvelles politiques, nous ne prévoyons pas que l'élection fédérale aura une grande incidence sur le dollar canadien, les taux d'intérêt à long terme ou le marché boursier local.
- L'orthodoxie budgétaire semble ne plus être en vogue étant donné qu'aucun des principaux partis n'a présenté un plan concret en vue d'équilibrer le budget. L'accent demeure entièrement mis sur le soutien de la reprise.
- Un plan budgétaire plus crédible précisant une réduction progressive, et favorable à la croissance, du déficit budgétaire est nécessaire pour éviter une surchauffe et restaurer la position budgétaire robuste du Canada.

Alors que la campagne en est encore à ses tout débuts, la course électorale semble plus instable qu'il y a quelques semaines à peine. La possibilité d'un gouvernement libéral majoritaire, qui semblait probable plus tôt cet été, est plus incertaine : les marchés des paris donnent maintenant aux libéraux une chance de seulement 6 % d'obtenir plus que les 170 sièges nécessaires à une majorité le 20 septembre.¹ Un gouvernement libéral minoritaire semble maintenant le scénario le plus plausible, bien que l'issue demeure très incertaine, les conservateurs gagnant de l'élan dans les sondages. Dans la présente édition mensuelle, nous évaluons l'incidence de l'élection fédérale sur l'économie et les marchés des capitaux canadiens.

D'un point de vue macroéconomique, les plateformes politiques proposées auraient un effet sur l'économie par l'intermédiaire de trois principaux canaux : 1) la variation des déficits budgétaires et de la dette futurs ayant une influence sur la croissance et l'inflation; 2) de nouveaux impôts et politiques en matière de dépenses qui pourraient toucher les revenus, la distribution et l'efficacité; et 3) des réformes structurelles s'attaquant à des défis politiques à long terme, comme le vieillissement de la population et une faible productivité. Ces trois canaux sont tous importants. Mais alors que l'économie se redresse depuis sa récession la plus marquée de l'histoire, le premier canal est particulièrement important. Avec la transition continue depuis une croissance s'appuyant sur des mesures de relance vers une croissance stimulée par le secteur privé, le prochain gouvernement devra trouver un équilibre entre le retrait des dépenses financées par le déficit en soutien à l'économie à court terme et la réduction de la dette afin de restaurer la position budgétaire robuste à long terme du Canada.

Les principaux partis ont accordé la priorité au soutien de la reprise et à la création d'emplois par rapport à l'équilibre du budget et à la réduction de la dette. Alors que la reprise suivant la récession induite par la pandémie n'est pas entière et nécessite toujours un soutien, l'économie risque de plus en plus d'entrer en surchauffe au cours des quelques trimestres à venir, générant possiblement une inflation excessive. L'« écart en matière d'emplois » est maintenant de seulement 270 000 postes si l'on compare la situation actuelle à celle antérieure à la pandémie (Tableau 1). Quel que soit le parti qui sera éventuellement au pouvoir, il devra évoluer sur une corde raide entre trop et pas suffisamment de soutien budgétaire, un défi que nous avons décrit dans notre [Commentaire du mois d'août](#).

¹ PredictIt, <https://www.predictit.org/markets/detail/7443/How-many-seats-will-the-Liberals-win-in-Canada's-next-election>, au 30 août.



MACKENZIE

Placements

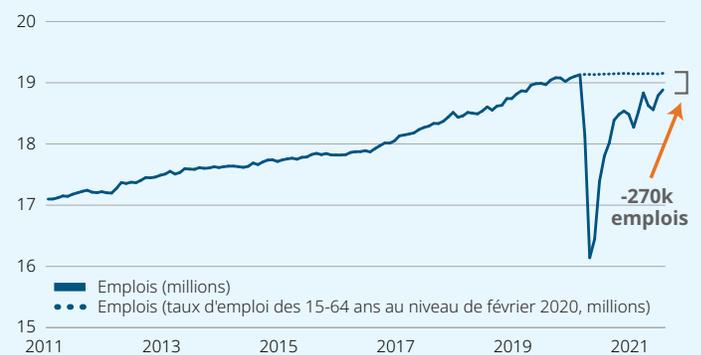
Malgré l'exercice d'équilibriste à venir, aucun des trois principaux partis politiques ne dispose d'une plateforme électorale s'engageant à équilibrer le budget au cours de son premier mandat. Le directeur parlementaire du budget (DPB), la source indépendante du Parlement en matière d'analyse budgétaire, estime qu'en vertu des politiques actuelles, le déficit fédéral persistera jusqu'à la fin de son horizon prévisionnel sur cinq ans (Tableau 1). Mais le déficit de base est peu élevé, à seulement 0,9 % du PIB en 2025-2026. Compte tenu de cette prévision, l'un des partis aurait facilement pu promettre un budget équilibré; le fait qu'aucun d'entre eux ne l'a fait pourrait témoigner de la baisse de popularité de l'orthodoxie budgétaire au Canada et dans le monde. Quant au Canada, la réduction de la dette à des niveaux antérieurs à la pandémie au fil du temps octroierait une marge de manœuvre budgétaire tant à l'égard de crises économiques futures que de défis budgétaires à long terme, comme la hausse des coûts des soins de santé en raison du vieillissement de la population.

Tableau 1 | La corde raide macro-budgétaire

Le directeur parlementaire du budget (DPB) prévoit des déficits budgétaires continus en % du PIB au cours des cinq années à venir.



La reprise est robuste, bien qu'incomplète, et trop de mesures de relance pourraient entraîner une surchauffe.



Remarques : Graphique de gauche : Statistique Canada. Graphique de droite : Solde budgétaire (% du PIB) calculé selon les prévisions liées aux bases de référence de 2021 du directeur parlementaire du budget.

Nous nous attendons à ce que les marchés des capitaux ignorent en grande partie les résultats électoraux. Par le passé, les élections n'ont pas donné lieu à une volatilité importante des principales catégories d'actif, y compris le dollar canadien, les taux obligataires et le marché boursier. À titre de petite économie ouverte, l'économie canadienne est tributaire de la reprise du commerce international, particulièrement avec les É.-U. Dans ce contexte, les principaux moteurs du dollar canadien comprennent des variations des prix mondiaux des produits de base et de la demande mondiale qui sont indépendantes de la politique budgétaire canadienne. Les variations des taux d'intérêt à long terme sont également corrélées aux taux des bons du Trésor américain. Comparativement aux É.-U., les finances publiques du Canada demeurent relativement robustes compte tenu de l'important déficit budgétaire américain qui devrait atteindre 3,7 % du PIB en 2025, de la dette élevée et de pressions inflationnistes plus fortes. Cela laisse entendre qu'il n'y a aucun danger immédiat de problème de confiance envers la dette du gouvernement canadien simplement en raison de l'élection comparativement aux bons du Trésor américain.

Des politiques spécifiques au sein des plateformes électorales des partis pourraient avoir une incidence sur certains secteurs sur les marchés locaux des titres de capitaux propres et du crédit. Par exemple, les plateformes économiques des libéraux et des conservateurs comportent des priorités en commun – soutenir la reprise, améliorer l'accès au logement et réduire les coûts des soins aux enfants – bien qu'ils cherchent à atteindre ces objectifs au moyen de politiques fiscales et de dépenses différentes.



MACKENZIE

Placements

- **Énergie** : Les trois principaux partis soutiennent une taxe sur le carbone. Le scénario des conservateurs à l'égard du carbone comporte un taux de taxation moins élevé que celui des libéraux et du NPD (20 \$ contre 50 \$ la tonne en 2021). Mais la taxation du carbone semble être là pour de bon.
- **Immobilier** : Les solutions des principaux partis en réponse à la pénurie de logements sont axées sur des restrictions à l'égard des acheteurs étrangers afin de réduire la demande. La principale proposition des libéraux – bannir les acheteurs étrangers pendant deux ans – est la plus contraignante, mais nous nous attendons à ce que toutes les politiques des partis axées sur la demande aient relativement peu d'effet. Au Canada, la faible accessibilité constitue principalement un problème d'offre. Les deux partis en lice ont présenté des propositions visant à rehausser les stocks de logements. Les libéraux prévoient octroyer un financement de près de 4 milliards \$ pour les efforts de construction des municipalités, alors que les conservateurs se sont engagés à convertir 15 % de bâtiments fédéraux en logements et à promouvoir des constructions plus denses à proximité des projets de transport en commun financés par le fédéral. Il s'agit de bons points de départ, mais probablement insuffisants pour changer la dynamique immobilière actuelle.
- **Finance** : En guise de coup de pouce pour les acheteurs de maisons, les libéraux suggèrent également 1) de réduire la prime de l'assurance-prêt hypothécaire de la SCHL et 2) d'encourager les épargnes libres d'impôt pour les acheteurs de maisons. Ces deux mesures devraient permettre de contracter des emprunts hypothécaires plus importants, favorisant quelque peu les banques canadiennes. D'un autre côté, l'augmentation proposée par les libéraux du taux d'imposition des sociétés pour les grandes banques et les sociétés d'assurance pèsera sur les bénéficiaires.



Mise à jour macroéconomique mondiale

- Dans les derniers mois de 2021, la **croissance américaine** est menacée par la hausse des cas du variant Delta, particulièrement dans les États aux plus faibles taux de vaccination. Les nouveaux cas quotidiens ont été plus élevés qu'au cours de la vague de COVID de l'hiver dernier dans 13 États, et les cas affichent une tendance haussière (d'une semaine à l'autre) partout sauf dans quatre États. Étant donné que les infections semblent atteindre un sommet dans certains des états les plus touchés, les taux de vaccination ayant été à la hausse depuis juillet dernier et la consommation de services ayant été très robuste en juillet dans le contexte d'augmentation des cas, nous ne prévoyons pas que la reprise sera perturbée par le virus. Mais cet automne, la croissance sera probablement légèrement moins rapide que ce qui était attendu antérieurement.
- Les prévisions de **croissance en Chine** pour 2021 ont reculé au mois de juillet. L'économie chinoise est confrontée à des vents contraires macroéconomiques, alors que le retrait des mesures de relance budgétaire et monétaire au cours de la première moitié de l'année a entravé une reprise surtout stimulée par les investissements publics et résidentiels. Le gouvernement espérait que le secteur des ménages comblerait le manque à gagner. C'est ce qui s'est produit, dans une certaine mesure, le taux des épargnes des ménages ayant reculé de 33 % à 30 % au premier semestre de 2021, mais la croissance du crédit a ralenti de manière importante au cours des trois derniers mois. Depuis, le gouvernement s'est en partie ravisé, tentant de stimuler les prêts bancaires, en partie au moyen d'une réduction du taux de réserve obligatoire (TRO), et a indiqué des réductions additionnelles du TRO afin de contribuer à protéger l'économie alors qu'elle ralentit. Grâce à cette mesure de relance additionnelle, la Chine devrait aisément atteindre sa cible de croissance de 6 % pour 2021, mais cela pourrait également renforcer le secteur privé, particulièrement préoccupé dans le secteur de la construction.

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 : Sondages sur les prévisions de Consensus Economics au 31 août 2021.



MACKENZIE

Placements

Mise à jour sur les marchés financiers

- Après quatre mois de progression, les **bons du Trésor américain** à 10 ans ont fait l'objet d'un léger délestage au cours du mois d'août. Le rebond initial des taux au début d'août a eu lieu dans le contexte de la publication de listes de paie de juillet affichant les plus importants gains en termes d'emplois depuis août 2020 (+943 000 emplois). Le taux de chômage a chuté, passant de 5,9 % à 5,4 %, mais le taux de participation de la main-d'œuvre a peu varié par rapport à son faible niveau. Pour que les gains en termes d'emplois se poursuivent sans générer une inflation, les travailleurs qui ont cessé de chercher un emploi depuis le début de la pandémie devront revenir sur le marché du travail. L'économie américaine accuse encore un manque de 8 millions d'emplois par rapport à son taux d'emploi antérieur à la pandémie.
- Les **actions de marchés émergents** se sont mal comportées en août, en partie tirées de l'arrière par la répression exercée par les législateurs chinois sur la propriété étrangère d'actions et les sociétés d'éducation privées. Elles ont regagné une partie de leurs pertes vers la fin du mois, lorsque les autorités chinoises ont adouci le ton et qu'une demande mondiale pour des actifs de risque a favorisé les actions de ME à bêta élevé.
- L'**indice du dollar américain** a grimpé de près de 0,5 % en août, stimulé par les chiffres robustes en matière d'emplois aux É.-U. au cours de la première semaine du mois et une braderie boursière mondiale à la mi-août. Nous prévoyons que le dollar américain surévalué perdra de sa vigueur alors que la reprise d'autres économies mondiales rattrapera celle du pays, attirant des flux de capitaux dans son sillage.

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)



Remarques : Données financières de Bloomberg au 31 août 2021.



Ce qui retiendra notre attention en septembre

17 septembre : Publication de l'indice de l'humeur des consommateurs de l'Université du Michigan

- L'indice UMich, un baromètre important de l'humeur des consommateurs américains, a piqué du nez en août alors que l'inflation s'est maintenue et que les cas de COVID ont augmenté partout aux É.-U. La reprise américaine s'est fortement appuyée sur la consommation des ménages. En outre, la croissance future s'appuiera sur la poursuite par les consommateurs de l'affectation de leurs économies amassées pendant la pandémie à des dépenses, particulièrement dans le secteur des services. Une dégradation additionnelle de la confiance des consommateurs pourrait menacer l'élan de la reprise.

22 septembre : Décision sur les taux du Federal Open Market Committee (FOMC) des É.-U.

- La réunion de septembre du FOMC devrait nous permettre d'en apprendre davantage sur l'échéancier de réduction des achats d'actifs qui, selon nous, commencera autour de la fin de 2021 et sera achevée aux environs de la fin de 2022.
- Le discours de M. Powell lors de la retraite de Jackson Hole, le 27 août, a tenté de dissocier les attentes en matière de réduction de celles en matière de hausse des taux, mais à notre avis, il est très peu probable que la Fed augmente les taux avant l'achèvement de la réduction.

22 septembre : Décision sur les taux de la Banque du Brésil

- La Banque du Brésil a augmenté ses taux dans une plus grande ampleur que toute autre principale banque centrale en 2021, soit quatre fois depuis mars. Avec une inflation toujours en progression (+9 % sur 12 mois en juillet), il est fort probable que la Banque du Brésil procédera à une autre hausse en septembre.
- La position ferme de la banque centrale devrait contribuer à l'appréciation du réal brésilien sous-évalué. Le solde du compte courant est entré en territoire positif au premier trimestre dans un contexte de robustesse continue des prix des produits de base, à l'égard de laquelle il n'y a pas eu d'appréciation équivalente du BRL.

Thème émergent

- **Le bêta à court terme des bons du Trésor américain** est récemment revenu à zéro après quelques mois de corrélations positives inhabituelles, tant avec le S&P 500 qu'à titre d'indicateur du portefeuille de marché mondial.
- **Alors que les pressions inflationnistes s'apaiseront au cours de l'année à venir**, nous prévoyons que les corrélations entre les obligations souveraines et les actions reviendront vers leurs moyennes historiques. Au cours des 10 dernières années, les obligations souveraines du G7 ont toutes accusé des bêtas négatifs (entre -0,2 et 0) par rapport à leurs marchés boursiers locaux, à l'exception de la fragile Italie.
- Compte tenu d'une corrélation faible et négative à long terme avec les actions, une exposition longue à des obligations souveraines constitue un **outil de diversification efficace et offre une protection contre le risque de baisse en cas de chocs découlant de la demande**. La montée des obligations pendant la crise financière de 2008 et en mars 2020 l'a bien démontré. Mais les chocs découlant de l'offre, y compris les poussées inflationnistes, peuvent se traduire par une baisse de la qualité de la protection des

obligations souveraines. Tant que les banques centrales ciblent une inflation stable et maintiennent leur crédibilité, il est peu probable que des spirales inflationnistes renversent de manière durable la corrélation entre les obligations et les actions, comme cela s'est produit dans les années 1970.

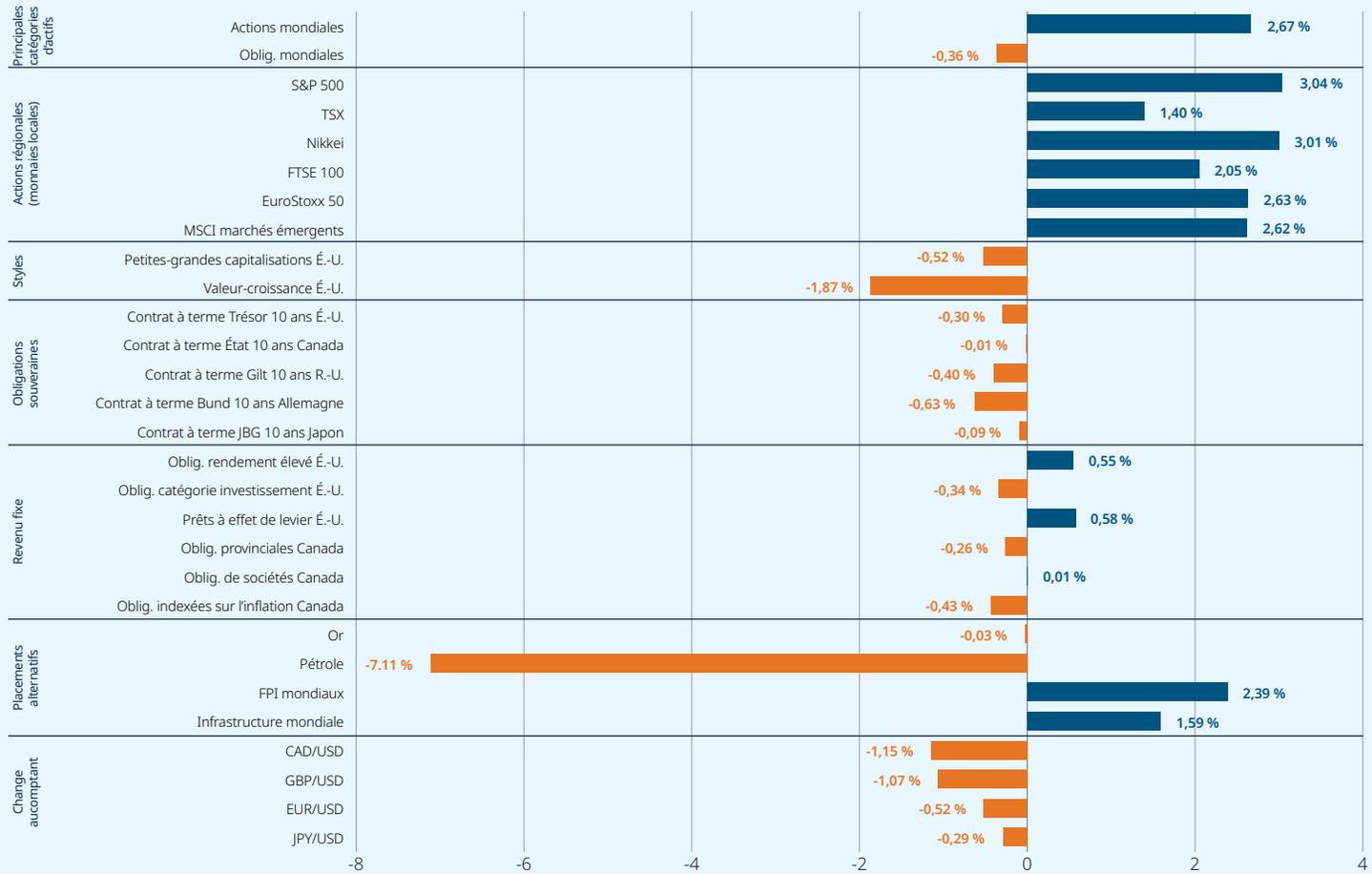
Bêta des bons du Trésor américain sur périodes mobiles de 90 jours revenu sous la barre de zéro



Remarques : Calculer au moyen de données tirées de Bloomberg. L'indicateur de portefeuille de marché est composé à 60 % du MSCI Monde et à 40 % d'un ensemble d'obligations mondiales.



Annexe : Rendements des marchés financiers en août



Remarques : Données du marché de Bloomberg au 31 août. Les rendements de l'indice sont présentés pour la période suivante : du 1^{er} août 2021 au 31 août 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 août 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.