

Voici pourquoi les marchés financiers ne devraient pas craindre l'inflation

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

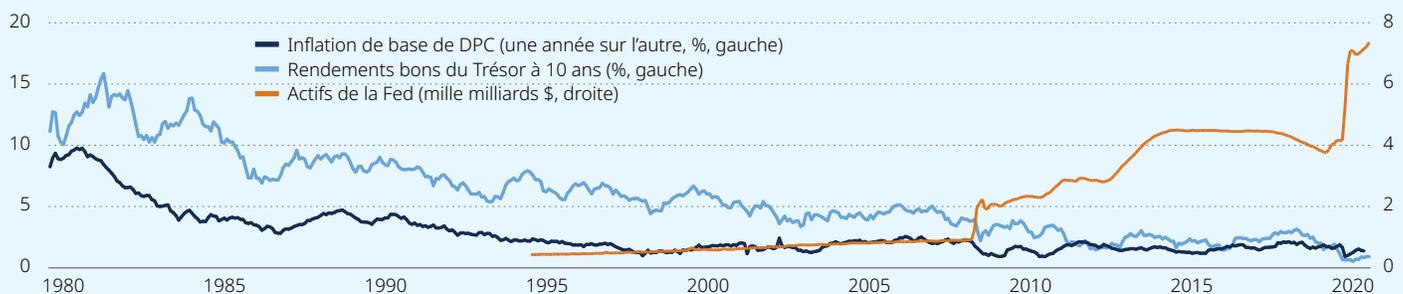
Économiste
Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie

Points importants

- Une inflation obstinément élevée à partir de 2021 reste peu probable selon nous, même si des pressions temporaires sur les prix sont possibles une fois que les pays où les gens ont été vaccinés rouvriront leur économie, particulièrement dans les secteurs les plus touchés par la pandémie.
- Un risque étroitement lié à l'inflation pour les prix des actifs, soit une remontée plus tôt que prévu des taux directeurs par les banques centrales, est moins probable, en raison de l'adoption par la Réserve fédérale d'un cadre de politique plus souple. Avec un taux nominal fixe près de zéro, les pressions sur l'inflation de courte durée signifieraient une baisse des rendements réels, une perspective potentiellement très intéressante pour les actifs à risque.
- Même s'il ne s'agit pas de notre scénario de base, une inflation élevée et persistante constituerait une mauvaise nouvelle pour de nombreux actifs. Le risque d'inflation peut être couvert dans un portefeuille, mais souvent au prix de rendements prévus plus faibles.

Les avertissements relatifs aux risques d'inflation sont étrangement semblables aux fausses alertes précédentes de la dernière décennie. Alors que les démocrates se rapprochent d'une « vague bleue » après leurs victoires surprises au second tour des élections en Géorgie, les marchés sont de plus en plus préoccupés par la possibilité de programmes de relance budgétaire et d'infrastructure de plus grande envergure qui pourraient raviver l'inflation et accentuer la courbe de rendement. Toutefois, à la suite de la crise financière mondiale, nombreux sont ceux dans le monde des finances qui s'attendent à une montée en flèche des prix à la consommation au fur et à mesure que les achats directs d'actifs par la Réserve fédérale font leur chemin dans l'économie réelle. De façon semblable, après l'élection surprise de Donald Trump en 2016, les marchés s'attendaient à une hausse de l'inflation en raison des importantes réductions d'impôt financées par le déficit. En fait, nous avons observé le contraire : une période d'inflation faible et stable a caractérisé les années 2010 (Tableau 1).

Tableau 1 | La hausse spectaculaire des achats d'actifs par la Fed ne s'est pas traduite par une inflation ou des taux plus élevés au cours de la dernière décennie.



Notes : Données obtenues de Bloomberg. Les actifs de la Fed sont les actifs totaux (niveau du mercredi).



MACKENZIE

Placements

Même si le passé n'est pas garant de l'avenir, nous continuons de croire qu'une forte augmentation de l'inflation constitue principalement un risque extrême, soit un événement peu probable, mais aux conséquences potentielles importantes, s'il devait se produire. Il existe plusieurs moteurs potentiels d'un scénario d'inflation plus élevée. Les dépenses publiques sans précédent pourraient faire en sorte que les achats par les banques centrales d'obligations d'État atteignent les poches des consommateurs et les coffres des entreprises. De plus, les emprunts des entreprises ont été sains, contrairement à ce qui s'est passé pendant la crise financière mondiale lorsque les entreprises et les ménages ont réduit leur endettement. La demande refoulée en raison des confinements pourrait également entraîner une frénésie de dépenses à la fin de 2021, financée par une forte augmentation des soldes de comptes pendant les confinements.

Nous constatons un potentiel de courtes poussées d'inflation, particulièrement dans les secteurs les plus durement touchés par la pandémie. Cela ne devrait pas entraîner une hausse des taux directeurs, car les principales banques centrales comme la Fed pourraient passer outre les augmentations temporaires et permettre une inflation plus élevée que la cible en 2021 pour compenser les nombreuses années de sous-inflation. Une inflation un peu plus élevée en 2021 est probable simplement parce que les prix ont été déprimés en 2020 en raison des confinements et du ralentissement économique le plus marqué depuis les années 1930. Toutefois, une inflation élevée et persistante à moyen terme constitue un risque extrême pour les portefeuilles.

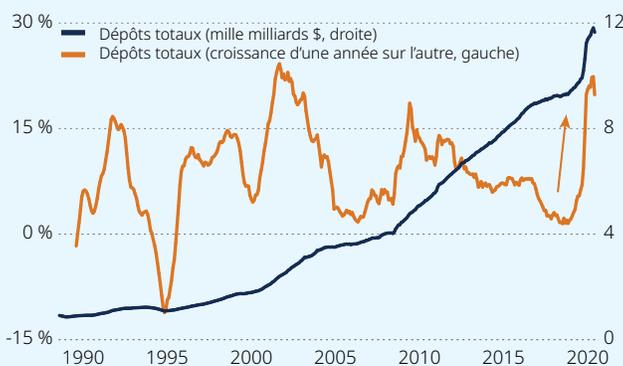
Les ingrédients manquants dans la recette d'inflation

Même si nous observons certains ingrédients de la recette d'inflation, les conditions actuelles restent bien loin de ce qui est nécessaire, selon nous, pour créer la tempête parfaite. La croissance de la masse monétaire a explosé dans certains pays, en partie en raison des achats d'actifs par les banques centrales pour stimuler l'économie. Cependant, la relation entre la masse monétaire et l'inflation à long terme semble s'être affaiblie depuis 2008. Elle ne tient pas nécessairement à court terme, comme l'illustre le Tableau 1. La faiblesse de la demande globale suggère que le nouvel argent ne circulera pas aussi rapidement dans l'économie réelle. Une fois la crise de la COVID-19 résolue, un certain temps sera probablement nécessaire avant que la demande du secteur privé se redresse. De nombreuses petites entreprises ont fermé leurs portes et celles qui ont survécu éprouveront de la réticence à dépenser, embaucher ou investir lorsque l'économie commencera à rouvrir. La crise financière mondiale nous a appris que la réintégration dans le marché du travail des chômeurs structurels et à long terme prend un certain temps.

Les importants prêts bancaires aux entreprises et l'émission solide de titres de créance par les grandes entreprises constituent une avenue potentielle pour que les achats d'actifs des banques centrales atteignent l'économie réelle. Encouragées par les faibles taux et le filet de sécurité de la Fed pour le marché d'obligations de sociétés, de nombreuses grandes entreprises ont emprunté tant qu'elles le pouvaient, compte tenu de l'incertitude provoquée par la pandémie. Au lieu de dormir dans des réserves bancaires comme pendant la crise financière mondiale, ces fonds ont permis d'augmenter les réserves de trésorerie des entreprises. Même si les agrégats monétaires plus « larges » ont connu une croissance rapide l'an dernier, signalant que les liquidités nouvellement créées ne sont pas conservées en tant que réserves bancaires, la vitesse de circulation de la monnaie a chuté comme jamais auparavant parce que les fonds n'ont pas encore été dépensés pour faire augmenter le revenu national (Tableau 2).

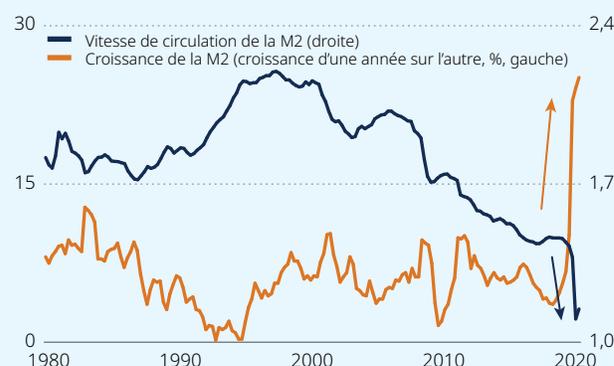
Tableau 2 | Une partie de la nouvelle masse monétaire dort dans les dépôts en espèces.

Les dépôts en espèces ont augmenté de plus de 20 % en 2020.



Notes : Données obtenues de Bloomberg.

La masse monétaire élargie a bondi, la vitesse de circulation a chuté.





MACKENZIE

Placements

Nous estimons qu'il est peu probable que les réserves de liquidités des entreprises génèrent de fortes pressions inflationnistes à l'avenir. Si la reprise est retardée, les entreprises utiliseront leurs réserves de liquidités pour soutenir leurs activités quotidiennes et rester à flot. L'endettement des entreprises a aussi fortement augmenté en 2020. Ainsi, des soldes de trésorerie plus importants pourraient être nécessaires pour réduire la dette, particulièrement si les taux d'intérêt augmentent. Toutefois, selon nous, les pressions inflationnistes éventuelles découlant d'une réduction des soldes de trésorerie seront probablement compensées par la faiblesse persistante de la demande mondiale par rapport à une économie fonctionnant au plein emploi.

L'épargne excédentaire des ménages pendant la pandémie, particulièrement les ménages dont le revenu est supérieur à la médiane, peut aussi expliquer les soldes de trésorerie élevés. Beaucoup de ces personnes qui ont conservé leur emploi tout au long de 2020 ont été contraintes de réduire leurs dépenses en raison des restrictions liées à la pandémie et ont bénéficié de remboursements de taxes. La demande de consommation refoulée qui en résulte pourrait alimenter une frénésie de dépenses une fois la vaccination de masse terminée. Mais en général, ces ménages ont une faible propension marginale à consommer les services qui ne leur étaient pas offerts pendant la pandémie. Après tout, ce n'est pas parce qu'une personne n'a pas pu voyager en 2020 qu'elle fera le double de voyages en 2021. Comme nous l'expliquons ci-dessous, cette demande refoulée générera probablement des pressions inflationnistes temporaires particulières à chaque secteur au moment de la réouverture des économies, mais nous ne croyons pas qu'elle a le potentiel de déclencher une inflation élevée et persistante.

Les réserves bancaires nouvellement créées pourraient aussi atteindre l'économie réelle par le biais d'une augmentation des dépenses publiques financées par le déficit. Les gouvernements de la plupart des pays ont accumulé d'énormes déficits budgétaires en 2020 et s'attendent à prolonger ce soutien en 2021. Toutefois, les dépenses gouvernementales pendant la crise de la COVID-19 doivent être considérées comme une réaction à la demande extrêmement déprimée du secteur privé. L'objectif est simplement de compenser la baisse des dépenses privées. Selon nos estimations, le plan de soutien de 900 milliards de dollars US approuvé par le Congrès en décembre 2020 est juste suffisant pour combler temporairement l'écart de production aux États-Unis. À mesure que l'économie se redresse, les déficits budgétaires du gouvernement devraient diminuer avec la reprise de l'économie du secteur privé. Quand et si le secteur privé effectue un retour, les mesures de relance budgétaire devraient diminuer proportionnellement. Dans ses plus récentes projections économiques, le Fonds monétaire international prévoit que les déficits budgétaires gouvernementaux diminueront de façon régulière vers leurs parts du PIB d'avant la pandémie au cours des cinq prochaines années, à mesure que l'activité économique se redresse.¹

Le principal risque est que les dépenses gouvernementales excédentaires deviennent structurelles plutôt que cycliques, ce qui entraînerait une surchauffe de l'économie avec la reprise des dépenses privées et générerait une inflation persistante. Si les gouvernements ne sont pas en mesure de réduire leurs dépenses et de résorber leurs déficits budgétaires pendant le cycle, les pressions inflationnistes deviennent plus probables. Des pressions inflationnistes persistantes pourraient entraîner une hausse des rendements obligataires nominaux, ce qui augmenterait le risque de surendettement pour de nombreuses sociétés avec un bilan fragile après une montée de l'emprunt en 2020 (Tableau 3).

Tableau 3 | Les entreprises zombie sont assises sur une dette record de 2 mille milliards de dollars
(en mille milliards de dollars US)



Notes : Données obtenues de Bloomberg. Les entreprises zombie sont définies comme des entreprises dont les revenus sont insuffisants pour couvrir leurs frais d'intérêt. Les chiffres de 2020 sont ceux des données trimestrielles les plus récentes.



MACKENZIE

Placements

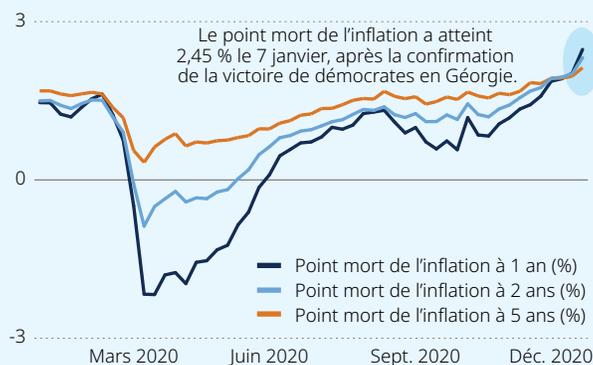
Une inflation induite par une demande temporaire pourrait ne pas être si mauvaise.

La tarification en fonction du marché des obligations indexées sur l'inflation suggère qu'une inflation élevée et persistante est peu probable à moyen terme. Le point mort d'inflation sur cinq ans aux États-Unis, qui permet d'estimer les attentes du marché à propos du taux d'inflation moyen au pays pour les cinq prochaines années, a récemment augmenté, mais n'atteint encore qu'environ 2 % (Tableau 4). Il ne s'agit absolument pas d'une prédiction alarmante, les prévisions du marché étant dans l'ensemble conformes aux cibles d'inflations des banques centrales aux États-Unis et au Canada.²

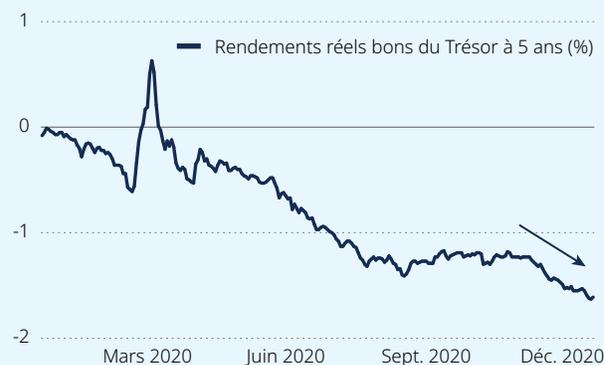
Il est intéressant de souligner que les attentes d'inflation sur un et deux ans sont maintenant supérieures au taux sur cinq ans, ce qui est inhabituel en cette première étape du cycle de reprise économique. En effet, on s'attend à ce que l'inflation augmente légèrement à court terme, avant de redescendre sous l'objectif de 2 % fixé par la banque centrale, ce qui est logique d'un point de vue macroéconomique. Lorsque les vaccinations de masse seront terminées, la demande des consommateurs bondira probablement dans les secteurs de l'économie auparavant frappés de restrictions, dont le tourisme, l'hôtellerie et les divertissements. Les entreprises inactives éprouveront de la difficulté à augmenter immédiatement leur capacité pour satisfaire l'explosion de la demande des consommateurs. Ce déséquilibre temporaire entre l'offre et la demande entraînera les prix à la hausse pour ces secteurs jusqu'à ce que les entreprises s'adaptent. L'élection des candidats du parti démocrate au Sénat pour la Géorgie a encore creusé l'écart entre les prévisions d'inflation à court et à moyen terme, étant donné que des mesures de stimulation budgétaire supplémentaires pourraient accroître la demande refoulée et provoquer une surchauffe temporaire de l'économie. Nous croyons que la même dynamique des pressions inflationnistes temporaires à court terme combinée à une inflation modérée à moyen terme est probable au Canada, même si l'on s'attend à ce que l'inflation soit plus faible que la moyenne au cours des cinq prochaines années aux États-Unis.

Tableau 4 | Les attentes en matière d'inflation augmentent tandis que les rendements réels continuent de baisser.

Les points morts de l'inflation affichent une tendance à la hausse, mais se rapprochent toujours de 2 %.



Les rendements réels atteignent de nouveaux planchers.



Notes : Données obtenues de Bloomberg.

Nous ne pensons pas qu'une inflation dans certains secteurs ou temporairement plus élevée entraînerait des hausses de taux plus tôt que prévu. Les marchés sont du même avis, selon les prévisions implicites qui suggèrent des taux directeurs stables se rapprochant de zéro au moins jusqu'en 2023. Une offre excédentaire d'épargne partout dans le monde par rapport à la demande souhaitée pour ces fonds a entraîné les rendements réels en territoire négatif. Ce déséquilibre a fait en sorte qu'il est difficile pour les banques centrales de conserver les taux directeurs assez faibles pour stimuler l'économie mondiale avec une inflation stable de 2 %. Dans ce contexte, les taux d'intérêt directeurs dans beaucoup de pays sont probablement plus élevés qu'ils ne «devraient» l'être, car ils sont pris près de la limite inférieure effective. De plus, la Fed peut tolérer une inflation temporaire selon son nouveau cadre de cible d'inflation. Ainsi, une inflation temporaire induite par la demande pourrait ne pas être un mauvais scénario, particulièrement si la surchauffe accélère l'embauche post-pandémique et incite les entreprises à investir.

Pour les actifs à risque, les taux d'actualisation ajustés en fonction de l'inflation ou réels constituent un moteur clé de l'évaluation des actifs. Voici une approximation simple des taux d'intérêt réels (c.-à-d. en ignorant les primes de liquidités, les primes à terme et autres facteurs) :

Taux réels = taux nominaux — attentes d'inflation

Si les taux nominaux sont fixés près de leur limite inférieure effective, et que l'inflation connaît une hausse surprise, l'impact serait un recul des rendements réels qui exercerait une pression à la baisse sur les taux d'actualisation qui soutiennent des évaluations élevées des actifs. Le Tableau 4 montre que les rendements obligataires réels ont récemment chuté, alors que les points morts d'inflation étaient en hausse.

Il est difficile de couvrir l'inflation.

Par le passé, une inflation plus élevée que prévu a constitué un facteur négatif pour le profil de rendement réel de plusieurs catégories d'actifs. Les surprises en matière d'inflation sont négatives tant pour les actions publiques traditionnelles que pour les titres à revenu fixe dans les portefeuilles multi-actifs. Une inflation plus élevée est aussi associée à une rotation des actions de croissance, comme les sociétés de technologies et les FAANG qui ont entraîné la reprise du marché boursier aux États-Unis au cours des dernières années, vers des secteurs plus sensibles aux cycles et les marchés émergents. Avec les actions et les obligations qui subissent une pression négative, les avantages de diversification attendues dans un scénario d'inflation plus élevée seraient aussi plus faibles que prévu.

Le Tableau 5 résume comment l'on s'attend à ce que différentes catégories d'actifs se comportent dans certains environnements macroéconomiques. L'augmentation des répartitions des portefeuilles dans l'or, les produits de base et les obligations indexées à l'inflation peut permettre de mieux résister à une inflation surprise. Les rendements de l'énergie ont une corrélation d'environ 30 % avec l'inflation.³ L'or a une corrélation faible avec l'inflation à court terme, mais constitue une couverture plus efficace contre l'inflation à long terme. Toutefois, contrairement aux catégories d'actifs traditionnelles, les ressources énergétiques et les métaux précieux n'offrent généralement pas de rendement excédentaire attendu à long terme. Les obligations indexées sur l'inflation, comme les TIPS aux États-Unis et les obligations à rendement réel au Canada, peuvent être utiles pour couvrir l'inflation si les flux de trésorerie générés par les titres concordent bien avec les engagements d'un investisseur. Toutefois, un portefeuille de TIPS avec des échéances échelonnées comporte une faible corrélation avec l'inflation, parce que les rendements réels sont aussi volatils lorsque l'inflation est plus élevée. La plupart des catégories d'actifs sensibles à l'inflation offrent un rendement faible ou négatif, ce qui réduit le rendement attendu à long terme.

Tableau 5 | Scénarios économiques et résultats attendus des catégories d'actifs

	Croissance	Inflation
Plus élevée	<ul style="list-style-type: none"> • Actions • Titres de créance • Produits de base • Titres de créance de sociétés • Titres de créances des ME 	<ul style="list-style-type: none"> • Produits de base • Titres de créance des ME • Obligations indexées à l'inflation
Plus faible	<ul style="list-style-type: none"> • Obligations nominales • Obligations indexées à l'inflation 	<ul style="list-style-type: none"> • Obligations nominales • Actions

Notes : Voir Bridgewater, «The All Weather Story», <https://www.bridgewater.com/resources/all-weather-story.pdf>

Pour les investisseurs préoccupés par le risque d'inflation, investir dans des actifs sensibles à l'inflation peut atténuer l'impact des pressions temporaires et inattendues sur les prix, mais souvent au prix d'une réduction des rendements attendus à long terme du portefeuille. Comme les marchés ont déjà pris en compte une augmentation significative de l'inflation américaine prévue pour 2021 (Tableau 4), nous continuons à recommander aux investisseurs ayant un horizon de placement à long terme de détenir une combinaison d'actifs bien équilibrée et diversifiée sur le plan géographique, des catégories d'actifs et des devises.



MACKENZIE

Placements

- 1 Base de données des Perspectives économiques mondiales, FMI. Octobre 2020.
- 2 Les taux point mort comprennent une prime de risque et une prime de liquidité, de sorte que l'inflation moyenne véritable est inférieure à 2 %, soit environ 1,6 % selon la méthode de prévision par décomposition de la Fed de Cleveland.
- 3 Andrew Ang (2014), «Asset Management». Calculs prolongés à 2020 par l'équipe des stratégies multi-actifs.

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 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, 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 7 janvier 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.