



L'INFLATION A T-ELLE DISPARU?

N'y comptez pas,  
car c'est plutôt la norme  
au niveau mondial.

Les gestionnaires  
de régimes de retraite canadiens  
devraient même envisager  
un avenir inflationniste.

# Gardez l'inflation à l'œil !

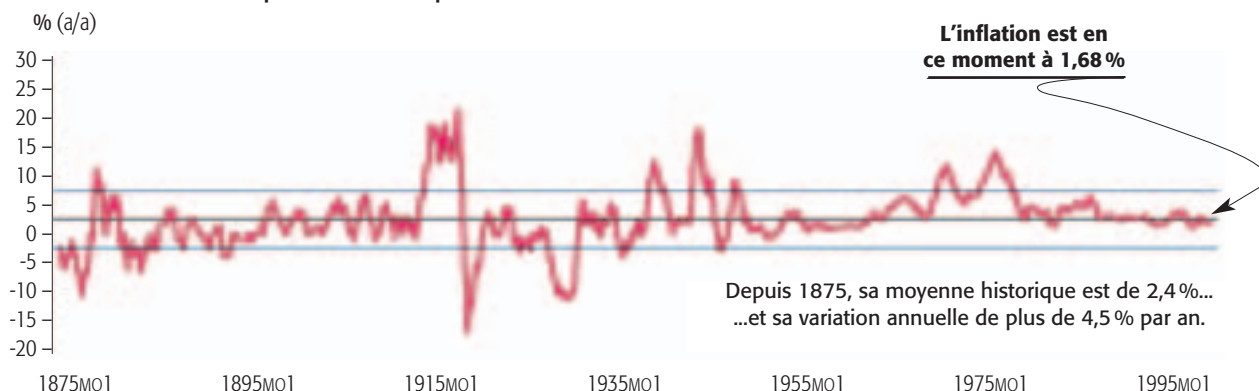
**par Vincent Lépine  
et Michel Jalbert**

Les responsables de régimes de retraite, les gestionnaires de portefeuille et les analystes financiers ont porté leur attention vers les rendements ces derniers temps, étant donné la reprise des marchés boursiers et la volatilité de la fin des années 90. Ils se sont également concentrés sur le risque et sa gestion (désappariements actif/passif, déficits actuariels, etc.). À bien des égards, il s'agit d'un retour aux «sources» que sont une répartition d'actif solide et une gestion de risque éclairée. Parmi ces éléments de base composant ce risque, on compte l'inflation.

L'inflation n'est pas une préoccupation récente, pour des raisons évidentes : taux directeurs à des planchers historiques, pressions faibles des prix. Vers la fin des années 90,

GRAPHIQUE 1

Perspective historique : inflation de l'IPC américain



Source : Datastream et Global Financial Databases

on a même vu apparaître un courant de pensée «inflation zéro» (un livre publié alors s'appelait *The Death of Inflation*).

L'inflation demeure extrêmement faible. Au moment d'écrire ces lignes, l'indice américain des prix à la consommation se situe à un taux annuel désaisonnalisé de 1,7%, toujours sous la moyenne historique des 2,4 %. Pourquoi s'inquiéter?

C'est qu'il existe des indices d'une tendance haussière de l'inflation, que devraient prendre au sérieux les intervenants du domaine financier.

**Les tendances inflationnistes, ici et ailleurs**

À l'échelle mondiale, on constate des disparités, le taux d'inflation annuel de l'IPC des pays industrialisés se situant à 1,9 %, celui de l'Amérique latine à 7,4 % et 11,4 % en Europe de l'Est. L'Asie, déflationniste dans les années 90, a maintenant basculé dans le camp de l'inflation, à 2,2 % de progression annuelle. D'un point de vue mondial, l'inflation constitue la norme.

On notera que les deux composantes principales de l'IPC, les biens et les services, contribuent de façon bien différente à l'inflation. Sur les derniers douze mois, l'inflation canadienne dans les biens composant l'IPC fut négative à - 0,8 %. Or, les services ont ajouté 2,1 %

d'inflation à la variation totale de l'IPC. On observe également ce phénomène ailleurs dans le monde (voir graphique 2).

Les prix des services croissant plus rapidement que ceux des biens, la part relative des services dans l'IPC s'accroît au fil du temps. Dans les années 60, les biens comptaient pour 60 % de l'IPC américain, contre 40 % aujourd'hui. Cette tendance devrait persister dans l'avenir.

De plus, les prix des services sont trois fois moins volatils que ceux des biens. Donc, l'inflation provenant des services est plus persistante : une fois en voie d'accélération, l'inflation dans son ensemble sera plus difficile à juguler.

**Les biens contribuent à la pression des prix**

L'inflation refait surface du côté des biens également. Les pressions cycliques de plus court terme s'accroissent, comme en font foi les prix de matières premières telles que le pétrole et l'or, et de façon plus générale la progression haussière de l'indice CRB. Les prix des matières premières croissent depuis la fin 2001, soit sur pas moins de 29 mois consécutifs. De telles valeurs pointent vers une nouvelle accélération de l'inflation du secteur des biens de l'IPC.

D'autres indicateurs d'inflation cor-

roborent cette analyse. Chez TAL, nous avons perfectionné des indicateurs composés avancés de l'inflation au niveau mondial; le signal qu'on en tire est généralisé.

Avec les politiques extrêmement accommodantes des banques centrales, on ne saurait se surprendre du retour de l'inflation. En maintenant les taux d'intérêt à des planchers historiques, les autorités monétaires visent expressément à éviter la déflation. Cette approche a l'effet escompté, mais les marchés financiers n'y sont pas préparés.

Le plaidoyer en faveur d'une accélération des hausses de prix est donc convaincant. Une approche proactive s'avère importante dès aujourd'hui. Voyons maintenant les effets de l'inflation sur les placements et les engagements des régimes de retraite.

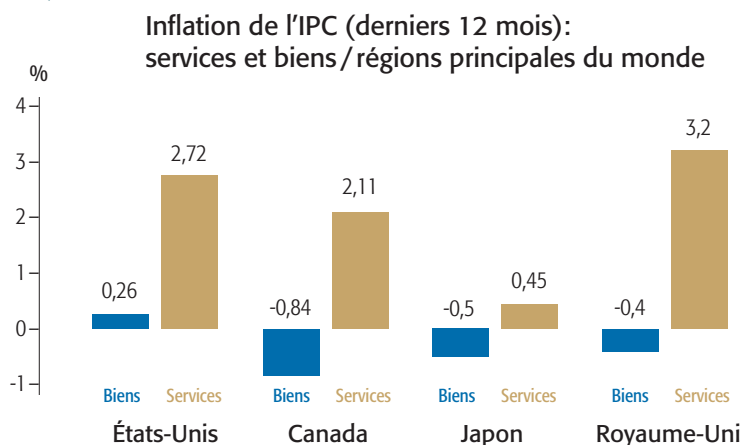
**Le contexte des régimes de retraite**

Le retour de l'inflation se produit alors que les régimes de retraite nord-américains ne se portent pas à merveille. En août 2003, le déficit des régimes de sociétés américaines se situait à 580 milliards de dollars américains. À la fin 2002, les régimes canadiens (privés et publics) affichaient un manque à gagner de 225 milliards de dollars canadiens, plus de 30 % des régimes québécois étant insolvables. La résurgen-



## Des régimes de retraite a priori bien provisionnés souffrent lorsque l'inflation n'est pas prise en compte dans l'élaboration du régime et de son portefeuille.

GRAPHIQUE 2



Source : TAL Gestion globale d'actifs inc. et Datastream

ce des marchés boursiers en 2003 a peu aidé, l'effet haussier ayant été estompé par l'accroissement des passifs soumis aux faibles taux d'intérêt.

On semble pris entre des hypothèses actuarielles élevées et la nécessité de rendements plus élevés, et une tolérance plus faible au risque reliées aux déséquilibres des régimes. Les désappariements actuels contribuent à accroître la pression sur les responsables de régimes, les incitant à se préoccuper tôt d'une inflation qui renaît.

C'est que l'inflation a un effet notable sur la situation financière des régimes de retraite. Dans une étude commandée par l'ACARR et complétée en mai 2003, 587 régimes de retraite canadiens à prestations déterminées basées sur la moyenne des derniers salaires ont été analysés.

Les résultats sont probants : avec pleine indexation, les passifs croissent de plus de 45 %, déclenchant une réduction du taux de provisionnement de 97 % à 67 %. Ceci montre à quel point des régimes de retraite a priori bien provisionnés souffrent lorsque l'inflation n'est pas prise en compte dans

l'élaboration du régime et de son portefeuille.

De plus, l'inflation a un impact direct sur les variations des catégories d'actif traditionnelles. Une hausse de l'inflation produira des taux d'intérêt plus élevés,

qui feront décroître les rendements des actifs à revenu fixe. De même, une inflation plus prononcée aura, règle générale, un impact significatif sur les marchés boursiers, en produisant une contraction des multiples cours/bénéfices et en limitant ainsi le potentiel de hausse des prix des titres.

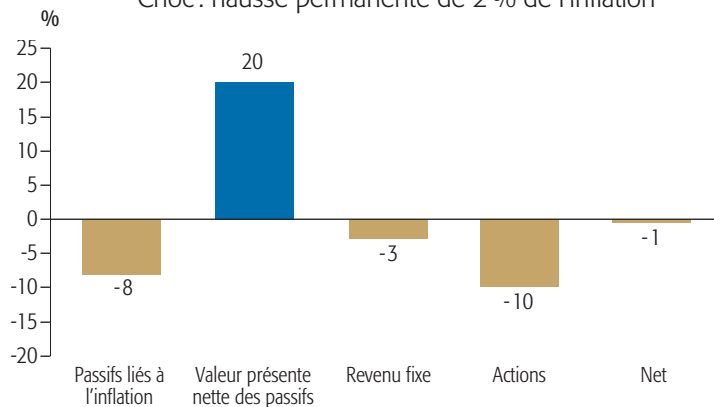
Le graphique 3 présente une analyse de sensibilité simplifiée, ne tenant compte ni des variations de court terme ni des arcanes des règles comptables des régimes de retraite. Il montre l'effet de l'inflation sur la situation financière d'un régime.

Bien que l'effet net soit négligeable, l'inflation exerce une influence significative sur les diverses composantes financières d'un régime. Ainsi, d'un point de vue de provisionnement et de surplus d'un régime de retraite, il importe de traiter de l'inflation afin de maintenir l'équilibre du régime.

GRAPHIQUE 3

### Impact d'un choc inflationniste sur la situation financière d'un régime de retraite

Choc : hausse permanente de 2 % de l'inflation



Source : TAL Gestion globale d'actifs inc.

Trois questions se posent alors :

- 1- quels instruments de couverture contre l'inflation employer dans l'élaboration d'un portefeuille?
- 2- quels sont les niveaux de corrélation entre ces instruments et les autres catégories d'actif traditionnelles?
- 3- quelles sont les caractéristiques rendement/risque de ces instruments au sein des portefeuilles?

### Instruments de couverture disponibles pour contrer l'inflation

De nombreuses études empiriques ont démontré que les catégories d'actif traditionnelles ne protègent pas efficacement contre l'inflation. De plus, les gestionnaires de régimes de retraite disposent de bien peu d'instruments de couverture prêts à l'usage contre l'inflation. Nous traiterons maintenant de trois produits susceptibles d'apporter un élément de protection contre l'inflation et d'améliorer le profil risque/rendement du portefeuille.

#### I- Les obligations indexées sur l'inflation (OII)

Les OII offrent un rendement réel au-delà d'une référence préalable d'inflation, en versant un taux de coupon et un capital indexés. Et bien que le marché des OII canadiennes soit quelque peu limité, ce n'est pas le cas de ses contreparties étrangères. De fait, un alliage complémentaire d'OII canadiennes et étrangères s'avère une approche sensée, pour deux raisons : primo, le marché des OII étrangères est vaste, très liquide et en croissance rapide, avec une capitalisation de marché de 520 milliards de dollars (plus de trois fois sa taille qu'il y a 5 ans). Secundo, un niveau élevé de corrélation entre l'IPC canadien et les OII étrangères (de l'ordre de 0,5 à 0,6 avec couverture des devises) souligne leur utilité comme instruments de couverture contre l'inflation.

#### II- Les matières premières

Les matières premières représentent un

autre produit anti-inflation valable. Les transactions des marchandises s'avérant trop encombrantes, une exposition efficace aux matières premières consiste à reproduire les placements composant un indice reconnu (au moyen de contrats à terme à règlement en espèces). Parmi les critères de choix d'indice, on retrouve une forte liquidité, de bonnes caractéristiques de proximité statistique à l'inflation, des pondérations d'indice reflétant l'importance économique relative des secteurs, ainsi que des ratios d'information élevés. Fait intéressant, les rendements des indices de matières premières proviennent d'un amalgame de trois sources de valeur : les variations des prix au comptant, le rendement sur le collatéral et les paramètres d'offre et de demande. Ceci procure une meilleure stabilité aux valeurs de l'indice et à sa croissance. Fait important, l'emploi d'un indice afin d'établir une exposition aux matières premières revient à établir une position synthétique, avec un actif sous-jacent à 100 % canadien. Par conséquent, la position de matières premières dans le portefeuille sera traitée de facto comme contenu à 100 % canadien.

#### III- L'immobilier

Enfin, l'immobilier canadien constitue un instrument important de couverture contre l'inflation ainsi qu'un bon indicateur avancé de l'inflation elle-même. Selon nos recherches, le décalage précurseur varie de 12 à 18 mois et la force du signal est élevée. Fait à noter, l'inflation des prix de l'immobilier est en soi une composante significative du niveau général d'inflation des prix.

L'achat d'immeubles, une couverture contre l'inflation reconnue, peut être associé à un manque de liquidité et à des procédures diligentes complexes. Quant aux sociétés de placement immobilier (les REITs), les analyser et y investir peut paraître difficile aux yeux de certains investisseurs institutionnels.

En conclusion, ces trois catégories d'actif constituent des instruments valables de couverture contre l'inflation,

grâce aux corrélations élevées avec l'IPC canadien, ainsi qu'à leurs niveaux élevés de rendements ajustés pour le risque.

Malgré une période relativement courte, pouvant contenir des rendements immobiliers anormalement élevés, nous avons complété une simulation sur un portefeuille type (composé des trois catégories d'actif de couverture contre l'inflation, décrites plus haut) entre le 1<sup>er</sup> janvier 1999 et le 31 décembre 2003.

De 1999 à 2003, le portefeuille type a produit des rendements annuels de 10,4 % et un écart-type de 5,7 %. Ces données correspondent à un rendement réel de 9,0 % et un ratio d'information de 1,80.

Enfin, nous avons remplacé 10 à 20 % de la position en actions d'un portefeuille typique, par notre portefeuille type. Il en est résulté des rendements accrus et une volatilité réduite, grâce aux corrélations très faibles avec les autres catégories d'actif (0,24 avec le SC Univers, 0,17 avec le S&P/TSX et - 0,08 avec le S&P 500 en dollars canadiens).

Pour conclure, la couverture contre l'inflation constitue une démarche avisée. Nous avons analysé divers instruments de couverture contre l'inflation et en concluons qu'un alliage bien conçu d'obligations indexées sur l'inflation canadiennes et étrangères, de matières premières (par le truchement d'un indice investissable) et d'immobilier canadien donne un actif convaincant de couverture contre l'inflation, qui pourrait contribuer à accroître les rendements d'un portefeuille et en réduire la volatilité. ▲



**Michel Jalbert est vice-président, Développement des affaires chez TAL Gestion globale d'actifs inc. à Montréal**



**Vincent Lépine est vice-président, Répartition globale de l'actif chez TAL Gestion globale d'actifs inc. à Montréal**