



Le passé, le présent et l'avenir de l'inflation

Samir Taghiyev, gestionnaire de portefeuille
Janvier 2022

MAWER

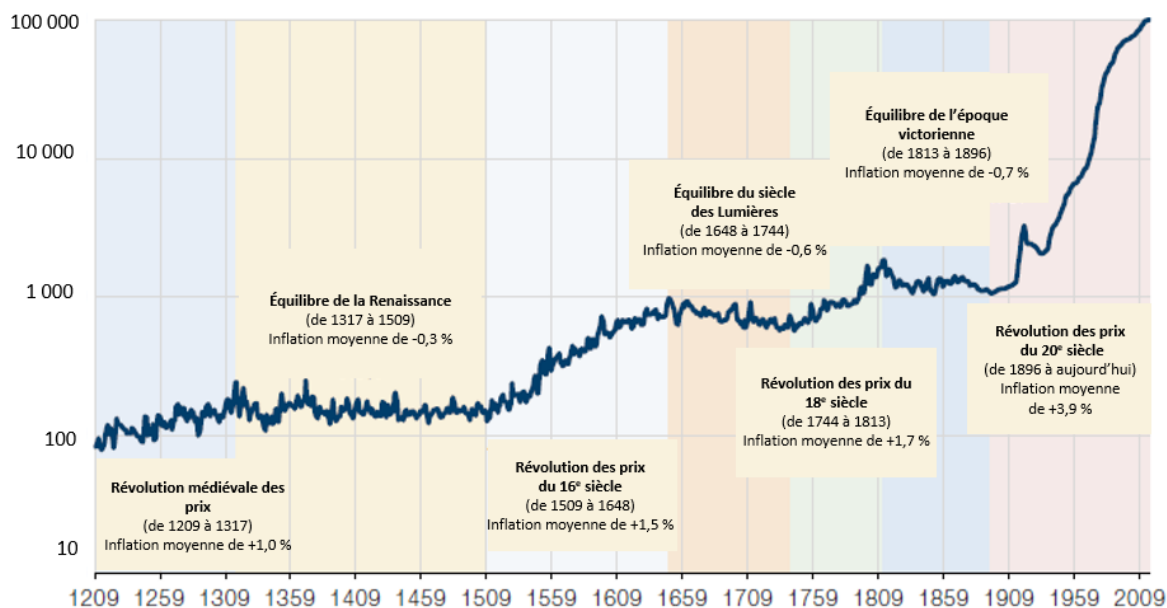
L'inflation et les taux d'intérêt étaient probablement les thèmes d'investissement les plus importants et les plus débattus en 2021 et rien n'indique que cela va changer en 2022. Au cours des derniers mois, l'inflation aux États-Unis et ailleurs dans le monde a atteint des sommets records depuis le début des années 80, les banques centrales ont recadré leurs politiques et y ont incorporé plusieurs hausses de taux désormais attendues au cours de la prochaine année et les anticipations d'inflation ont eu un impact sur les rendements de divers titres, à la fois pour le pire (pour de nombreuses sociétés de technologie) et pour le meilleur (pour les banques et les sociétés de production d'énergie).

Pour compliquer les choses, la majorité des investisseurs n'ont jamais connu de période d'inflation élevée dans leur carrière. En tant qu'investisseurs à long terme conscients que nous assistons peut-être à un changement de régime inflationniste, nous avons cru bon d'étudier plus en profondeur le sujet macroéconomique par excellence, et j'ai nommé l'inflation, pour nous replacer dans le contexte et procéder à une analyse ascendante de la situation pour le compte de nos clients. Que pouvons-nous apprendre des cycles inflationnistes passés? Quels sont les principaux moteurs de l'inflation aujourd'hui? Enfin, en tant qu'investisseurs, que devrions-nous faire pendant que le monde continue d'évoluer?

Le passé

Commençons par nous tourner vers le passé, plus précisément du côté du Royaume-Uni (qui compile des données depuis huit siècles), pour voir comment l'inflation a évolué.

Figure 1 : Inflation au Royaume-Uni depuis le Moyen Âge



Source : Tableau 1 : Le prix des biens non durables en Angleterre (de l'an 1200 à aujourd'hui, indexé à 100 000 en 2015). Reproduit de « Inflation Regime Roadmap » par Teun Draaisma, Ben Funnell et Henry Neville, 2020, page 3. 2020 du « Man Institute ».

Ce qui saute aux yeux, en examinant cette série chronologique, ce sont des cycles distincts, souvent très longs, marqués par des périodes plus inflationnistes et plus désinflationnistes. On peut voir que les cycles désinflationnistes sont habituellement plus stables, tandis que les périodes inflationnistes sont souvent plus volatiles. Bien que de nombreuses raisons puissent expliquer ce phénomène, l'une des explications les plus simples est peut-être que la hausse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie a tendance à nuire davantage aux segments de la population les moins favorisés sur le plan socio-économique qu'aux segments aisés, ce qui a toujours (et même aujourd'hui... on n'a qu'à penser aux manifestations au Kazakhstan) entraîné une plus grande instabilité politique et sociale.

En analysant plus en détail les deux plus récents cycles de longue durée (l'époque victorienne et le 20^e siècle), on comprend mieux certains vecteurs sous-jacents de l'inflation.

Le 19^e siècle a été marqué par une longue période de baisse généralisée des prix; les prix ont chuté d'environ 40 %. Ce fut une ère de stabilité relative à l'échelle mondiale (moins de guerres) et de forte augmentation de la superficie de terres productives, grâce surtout à l'expansion vers l'ouest des États-Unis. Au même moment, de grandes avancées technologiques telles que l'avènement des chemins de fer, des technologies de communication et des pratiques agricoles ont permis d'intégrer plus efficacement cette capacité de production accrue à l'ensemble de l'économie. Ce fut une période de diminution des inégalités, marquée par une hausse des salaires réels et une baisse généralisée des taux obligataires.

L'évolution des prix au 19^e siècle est conforme à la théorie de l'inflation de l'économiste John Mainard Keynes. Keynes considérait l'inflation comme le niveau de prix déterminé par la demande globale et l'offre globale dans l'économie. Même si la population mondiale est passée de un milliard à 1,6 milliard au 19^e siècle, l'augmentation de la demande globale a été compensée par un déplacement plus important vers l'extérieur de l'offre globale et les deux courbes se sont finalement croisées à un niveau de prix inférieur.

En revanche, le 20^e siècle a été une période plus volatile au cours de laquelle les niveaux de prix ont été multipliés par trente à un taux annuel d'environ 4 %, parce que plusieurs grandes forces inflationnistes sont entrées en jeu :

- La population mondiale a augmenté beaucoup plus rapidement qu'auparavant, passant de 1,6 milliard en 1900 à 6,8 milliards en 2000
- Il y a eu des guerres de beaucoup plus grande envergure, qui ont peut-être été à la fois une cause et un effet d'une inflation plus forte
- Le rôle du gouvernement s'est considérablement élargi avec l'introduction et l'institutionnalisation du filet de sécurité sociale et des soins de santé et l'expansion du système d'éducation, tout cela faisant augmenter la demande globale
- L'étalon-or a été abandonné

Ce dernier point introduit une théorie de l'inflation qui fait concurrence à la vision keynésienne. En 1963, Milton Friedman affirmait que « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire en ce sens qu'elle est et ne peut être générée que par une augmentation de la quantité de monnaie plus rapide que celle de la production ». Cette théorie monétariste de l'inflation se résume à l'équation suivante :

$MV = PQ$; ou

(Masse monétaire en circulation) x (Vitesse de la monnaie, ou combien de fois un dollar donné est dépensé) = (Niveau des prix) x (Quantité de biens et services)

Cette formule postule que l'inflation (ou le niveau des prix) est directement corrélée à l'augmentation de la masse monétaire et à la vitesse de la monnaie et inversement corrélée à la quantité de biens et services disponibles. L'abandon de l'étalon-or a permis aux gouvernements d'imprimer une quantité illimitée de monnaie, alors qu'auparavant, ils étaient contraints d'augmenter la masse monétaire proportionnellement à leurs avoirs en métaux physiques.

Le régime inflationniste actuel : de 1990 à aujourd'hui

Comme le suggère la figure 1, le 20^e siècle a certes été inflationniste. Mais, en rétrospective, au cours des 30 dernières années, plusieurs grandes forces déflationnistes sont entrées en jeu.

- À l'instar de l'impact des États-Unis dans les années 1800, l'intégration des marchés mondiaux à la fin du 20^e siècle a été l'un des moteurs de la baisse de l'inflation. Le plus notable a peut-être été l'adhésion de la Chine

à l'Organisation mondiale du commerce, qui a ajouté environ un milliard de personnes à l'économie mondiale et déplacé une énorme capacité de production des États-Unis et autres marchés développés vers la Chine.

- Dans le même ordre d'idées, sur le plan démographique, le monde a connu un afflux de main d'œuvre. Au-delà de l'ajout de la main-d'œuvre chinoise, les politiques d'immigration internes ont changé en Chine, tandis que les politiques d'immigration aux États-Unis et dans l'Union européenne ont permis une plus grande mobilité et efficacité de l'offre de main-d'œuvre.
- Il y a eu une surabondance d'épargne mondiale. Il pourrait s'agir simplement d'une préférence pour l'épargne au lieu de la consommation. Il se peut aussi que nous ayons atteint le « pic de capital », concept introduit par Thomas Piketty, qui disait que de nombreuses entreprises qui nécessitent des injections massives de capitaux ont déjà été construites (chemins de fer, usines, etc.).
- Les innovations technologiques majeures (comme l'Internet) ont eu un effet déflationniste, mais on peut difficilement comparer les produits entre eux. Par exemple, le premier iPhone sorti en 2007 coûtait 500 \$ (environ 700 \$ aujourd'hui). Or, le iPhone le moins cher sur le marché en ce moment, qui coûte aussi 700 \$, est beaucoup plus performant que son prédécesseur.

Tous ces facteurs ont contribué à une période d'inflation plutôt modérée, de taux obligataires plus bas, de rendements du capital plus élevés, d'augmentation des prix des actifs et d'accroissement des inégalités. Tout cela, malgré une augmentation significative de la masse monétaire, montre que ni les théories keynésiennes ni les théories monétaristes de l'inflation ne reflètent fidèlement à elles seules ce qui se passe dans le monde réel.

Le présent et l'avenir

La pandémie de COVID-19 a coïncidé avec, et probablement accéléré, plusieurs thèmes inflationnistes qui se sont développés. Du point de vue d'un monétariste, le gigantisme des mesures de relance budgétaires et monétaires a augmenté la masse monétaire en circulation dans l'économie. D'un point de vue keynésien, ces mesures ont servi à augmenter la demande globale au moment même où la congestion passagère des chaînes d'approvisionnement a eu un impact sur l'offre de biens et de services.

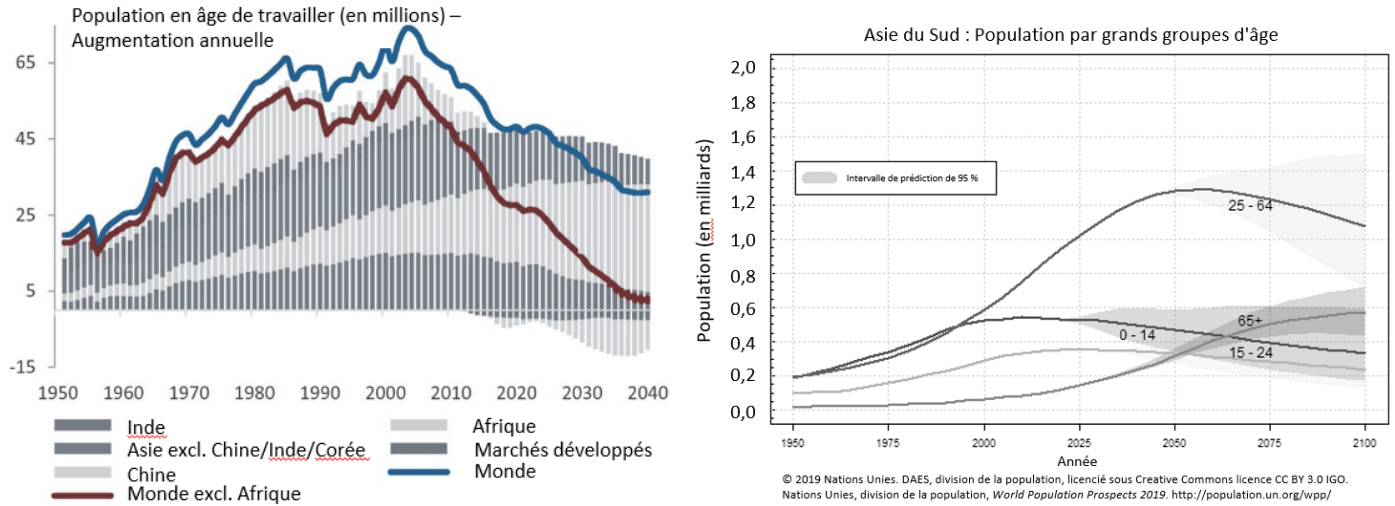
Une autre caractéristique importante de l'inflation est qu'elle est réflexive et a une composante psychologique. Si je crois que le coût d'achat d'une voiture va augmenter considérablement, je pourrais devancer mon achat, ce qui contribuerait à une hausse de l'inflation. À l'inverse, si je crois que le prix d'un nouvel électroménager va baisser, je pourrais retarder mon achat et renforcer une tendance déflationniste.

Pourtant, alors que la pandémie tire à sa fin, du moins je l'espère, de nombreuses forces inflationnistes sous jacentes pourraient perdurer :

- Les dépenses publiques sont sur une nette tendance à la hausse. Croyez-le ou non, il y a deux fois plus de dollars américains en circulation aujourd'hui qu'au début de 2020 et plusieurs grands projets de dépenses (notamment en infrastructures) sont prévus à long terme.
- La tendance à la mondialisation pourrait s'inverser et la multiplication des barrières commerciales pourrait générer davantage de frictions, rendre le bassin de main-d'œuvre moins mobile et entraîner la délocalisation des chaînes d'approvisionnement. Les avantages de chaînes d'approvisionnement plus localisées pourraient réduire les risques qui ont causé des problèmes pendant la pandémie, mais sans nécessairement avoir la même efficacité de coûts ou de production.
- La transition énergétique sera inflationniste. Tout au long du 20^e siècle, nous avons accumulé une dette environnementale en utilisant des combustibles fossiles bon marché. Cette dette hors bilan devra un jour être remboursée (et l'urgence d'agir se fait de plus en plus sentir) et le passage à une économie plus verte grâce à une plus grande électrification et à l'utilisation de sources d'énergie renouvelables nécessite un dédoublement des investissements et se bute aux contraintes des infrastructures en place.
- La démographie évolue aussi. Comme la population mondiale vieillit, les modèles de consommation évoluent (par exemple, la demande en soins de santé augmente), mais il n'est pas certain que les segments les plus âgés de la population dépensent moins que la population en âge de travailler. Mais, par-dessus tout, une

population vieillissante peut accentuer la pénurie de main-d'œuvre, surtout si les politiques d'immigration deviennent moins accommodantes.

Figure 2 : Une population vieillissante



Source : Figure 2. Les populations en âge de travailler sont en baisse dans le monde. L'Afrique est la principale exception, suivie de l'Inde. Reproduit de « The Great Demographic Reversal: Aging Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival », par C.A.E Goodhart et M. Pradhan, 2020, SUERF Policy Note, numéro 197. 2020 par « SUERF ».

Évidemment, bien que les données récentes sur l'inflation puissent soutenir la thèse voulant que nous sommes à un point d'inflexion, il y a sûrement des scénarios dans lesquels les forces déflationnistes l'emportent. Bien que la politique monétaire ait été plutôt accommodante au cours de la dernière décennie, la Fed pourrait intervenir de façon beaucoup plus musclée contre l'inflation; nous aurions tendance à suivre ce judicieux conseil qui dit : « n'allez pas à l'encontre de la Fed ». Comme le suggère la figure 2, l'Inde et l'Afrique pourraient déclencher la prochaine étape de la déflation démographique, parce que leur population en âge de travailler est plus jeune. En outre, les progrès technologiques constants restent une puissante source de pression déflationniste.

Et alors?

Si nous sommes effectivement à un point d'inflexion à plus long terme par rapport aux perspectives inflationnistes, à quoi les investisseurs doivent-ils se préparer?

Premièrement, et en lien avec bon nombre des points soulevés précédemment, nous devons peut-être nous préparer à une moins grande souplesse, ce qui suppose une plus forte volatilité. L'augmentation des tarifs douaniers, la possibilité d'une plus grande instabilité politique et l'évolution de l'offre de main d'œuvre pourraient accroître le risque de revers auxquels l'économie est moins préparée à résister.

Deuxièmement, le schéma de comportement des rendements des diverses catégories d'actifs risque de changer. Un examen des rendements pendant les courtes périodes inflationnistes des 80 dernières années suggère que les matières premières se comportent généralement bien en périodes inflationnistes. Bien que les cours des actions des producteurs de matières premières aient tendance à dépasser l'ensemble du marché, leurs rendements n'ont rien de spectaculaire et les actions, de façon plus générale, ont enregistré des rendements réels négatifs. De plus, les porteurs de titres à revenu fixe sont généralement pénalisés en périodes d'inflation. Il faut dire qu'il est difficile de diversifier son actif de manière à éviter les contrecoups d'une hausse du taux d'escompte.

Figure 3 : Rendements boursiers en périodes inflationnistes

	Régimes purement inflationnistes								Régimes mixtes				
	Les États-Unis entrent dans la Seconde Guerre mondiale	Fin de la Seconde Guerre mondiale	Guerre de Corée	Fin de Bretton Woods	Embargo pétrolier de l'OPEP	Révolution iranienne	Phase d'expansion sous Reagan	Expansion de la demande chinoise	Inflation (19 %)	Autres (81 %)	Tous (100 %)	Taux atteint	Statistique t
Début	Avril	Mars	Août	Février	Juillet	Février	Février	Septembre					
	1941	1946	1950	1966	1972	1977	1987	2007					
Fin	Mai	Mars	Février	Janvier	Décembre	Mars	Novembre	Juillet					
	1942	1947	1951	1970	1974	1980	1990	2008					
Variation totale	15 %	21 %	7 %	19 %	24 %	37 %	20 %	6 %					
Stratégie	Rendement réel (total)								Rendement réel (ann.)				
Biens de consommation non durables	-24 %	-24 %	11 %	5 %	-56 %	-15 %	42 %	-7 %	-6 %	11 %	8 %	38 %	-3,7
Biens de consommation durables	-16 %	-32 %	24 %	-30 %	-62 %	-27 %	-28 %	-36 %	-15 %	13 %	7 %	13 %	-5,0
Secteur manufacturier	-23 %	-23 %	27 %	-9 %	-52 %	-12 %	-2 %	-15 %	-8 %	11 %	7 %	13 %	-3,7
Énergie	-14 %	-10 %	25 %	-19 %	-19 %	31 %	31 %	2 %	1 %	8 %	6 %	50 %	-1,4
Produits chimiques	-25 %	-17 %	27 %	-23 %	-37 %	-24 %	9 %	2 %	-6 %	11 %	8 %	38 %	-3,5
Articles de bureaux (tech.)	-26 %	-34 %	19 %	37 %	-58 %	-11 %	-29 %	-15 %	-9 %	12 %	8 %	25 %	-3,9
Télécommunications	-32 %	-25 %	3 %	-19 %	-15 %	-24 %	41 %	-27 %	-7 %	9 %	6 %	25 %	-4,1
Services publics	-43 %	-20 %	12 %	-24 %	-38 %	-22 %	8 %	-3 %	-9 %	10 %	6 %	25 %	-4,5
Commerce de détail	-25 %	-24 %	19 %	14 %	-64 %	-27 %	6 %	-15 %	-9 %	12 %	8 %	38 %	-3,9
Santé	-18 %	-8 %	18 %	25 %	-42 %	-2 %	43 %	-6 %	-1 %	11 %	9 %	38 %	-2,2
Services financiers	-20 %	-29 %	18 %	23 %	-53 %	-5 %	-24 %	-35 %	-9 %	11 %	7 %	25 %	-3,7
Autres	-20 %	-36 %	25 %	-12 %	-62 %	7 %	-4 %	-21 %	-10 %	8 %	5 %	25 %	-3,1

Source : Tableau 7: Rendement des titres américains en périodes inflationnistes. Reproduit de « The Best Strategies for Inflationary Times » par Henry Neville, Teun Draaisma, Ben Funnell, Campbell R. Harvey et Otto Van Hemert, 2021, page 12. 2021 du « Man Institute ».

Quand il s'agit d'investir dans un titre en particulier, il faut bien comprendre le pouvoir d'établissement des prix, l'exposition aux coûts et la durée de l'entreprise. Le pouvoir d'établissement des prix est habituellement lié au caractère critique d'un produit ou service en lien avec la mission de l'entreprise envers ses clients et à l'incapacité des clients à reporter leurs achats à plus tard (c'est-à-dire une demande moins discrétionnaire). Du côté des coûts, les entreprises dont les marges bénéficiaires sont plus élevées sont souvent mieux outillées pour absorber les augmentations des coûts que celles dont les marges sont très faibles. Enfin, la structure des flux de trésorerie futurs (ou la durée) peut rendre certains placements plus ou moins sensibles aux variations du taux d'escompte.

Le dernier élément, et peut-être le plus important, est que si les périodes de hausse de l'inflation s'accompagnent souvent d'une plus forte volatilité, le risque d'erreurs de jugement augmente. Les humains ne sont pas programmés pour penser constamment en termes bayésiens et ils ne comprennent pas toujours bien la notion de taux de base. S'ils sont confrontés à une situation qui semble sur le point de changer, ils ont parfois envie d'agir, de poser un geste héroïque ou de miser gros. Plus souvent qu'autrement, leur bravoure entraîne une dépréciation du capital. Une méthode de placement clairement définie, ainsi qu'une équipe et une culture qui peuvent aider à atténuer les tendances comportementales individuelles, seront peut-être plus importants que jamais pour éviter des erreurs qui pourraient s'avérer coûteuses.

Dénis de responsabilité

Gestion de placements Mawer Ltée fournit cette publication à titre informatif uniquement et elle ne doit pas, et ne devrait pas, être interprétée comme un conseil professionnel. Les informations contenues dans cette publication reposent sur des données considérées comme fiables au moment de la publication et Gestion de placements Mawer Ltée ne peut garantir leur exactitude ni leur intégralité.

Les références à des titres en particulier sont présentées à des fins d'information seulement. Les informations relatives aux méthodes de placement ou à certains titres ne doivent pas être interprétées comme des conseils ni comme une recommandation de placement. Les opinions exprimées dans ce document se fondent sur les informations disponibles au moment de la rédaction et sont susceptibles de changer. Toutes les informations sont susceptibles de faire l'objet d'une correction. En aucun cas, Mawer ne peut être tenue responsable de dommages résultant de l'utilisation ou de l'impossibilité d'utiliser les informations fournies dans cette publication de manière appropriée, ni de dommages subis de quelque manière que ce soit.

MAWER