



Évaluer l'impact de l'inflation sur votre portefeuille à la lumière de deux perspectives de GAP

Par l'équipe Gestion des actifs et des passifs de GPTD

En 2022, les investisseurs ont reçu un puissant rappel de l'importance de gérer le risque lié à l'inflation, car la flambée des prix à l'échelle mondiale a entraîné des hausses de taux massives de la part des banques centrales dans un contexte de croissance économique chancelante, de volatilité des marchés et de montée des tensions géopolitiques.

Après deux décennies de stabilité relative des prix, l'inflation s'est fermement réaffirmée en tant que principale source de risque pour les investisseurs. Du côté institutionnel, en plus d'être exposés à l'inflation des salaires, les régimes de retraite à prestations déterminées du Canada doivent maintenant dépenser davantage pour offrir à leurs participants une protection contre l'inflation à la retraite. La hausse des prix stimule également les prestations de santé et les coûts des réclamations pour les assureurs, et les fondations et fonds de dotation peinent à maintenir leurs dépenses sans éroder leur capital.

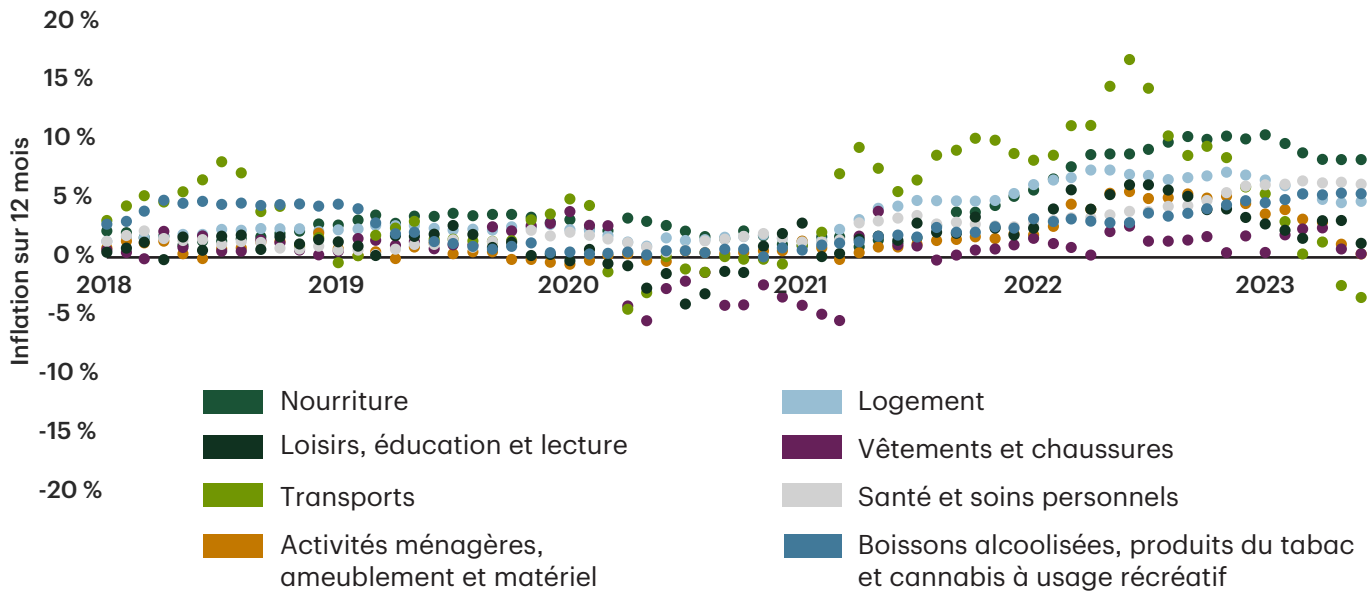
Même les obligations à rendement réel (ORR) canadiennes, qui sont indexées sur l'inflation et conçues pour couvrir le risque lié à l'inflation, sont mises à mal. En 2022, certains commentateurs de la presse financière ont fait remarquer que les ORR ne répondaient pas à leurs objectifs. Alors pourquoi même les instruments indexés sur l'inflation, comme les ORR, n'ont-ils pas été à la hauteur en 2022? En fait, ils l'ont été. Mais pour s'en rendre compte, il faut un cadre d'analyse différent.

En tant que professionnels de Gestion des actifs et des passifs (GAP) au sein de Solutions de placement mondiales TD (SPMTD), nous abordons les marchés et l'inflation sous un angle différent. Nous commençons par nous concentrer sur ce qui détermine les flux de trésorerie liés au passif et leur valeur actuelle, puis nous évaluons les fluctuations des prix des actifs par rapport à ces facteurs. Dans cette perspective plus globale, qui lie les deux côtés du bilan, nous tirons des conclusions différentes sur la façon de gérer l'impact de l'inflation sur les portefeuilles de placement.

Quel type d'inflation compte vraiment?

Au Canada, comme dans la plupart des marchés développés, le principal indicateur économique utilisé pour mesurer l'inflation est l'indice des prix à la consommation (IPC). Bien qu'on ne nous présente qu'un seul chiffre, il s'agit du total des prix d'un large éventail de biens et de services, qui sont regroupés en grandes catégories. L'IPC de Statistique Canada comprend huit grandes catégories, qui se sont comportées très différemment au fil du temps.

Figure 1 : Sources de l'IPC – ventilation



Source : Gestion de Placements TD Inc., au 30 juin 2023.

Les paiements de prestations prévus par les investisseurs institutionnels – leurs flux de trésorerie liés au passif – sont sensibles à différents types d'inflation, en fonction des activités qu'ils exercent. Par exemple, les régimes de retraite sont assujettis à l'inflation des salaires et ont des formules d'indexation liées à la mesure générale de l'IPC. Les coûts des prestations de santé des assureurs seront principalement alimentés par l'IPC du secteur

de la santé et des soins personnels. Les coûts de réparation des voitures des sociétés d'assurance de biens et de dommages seront influencés par les tendances salariales (c.-à-d. l'augmentation des coûts de la main-d'œuvre) ainsi que par la hausse des prix des pièces d'automobile, qui peuvent à leur tour être touchés par les perturbations de la chaîne d'approvisionnement.

Avantage

Risques liés à l'inflation – deux perspectives

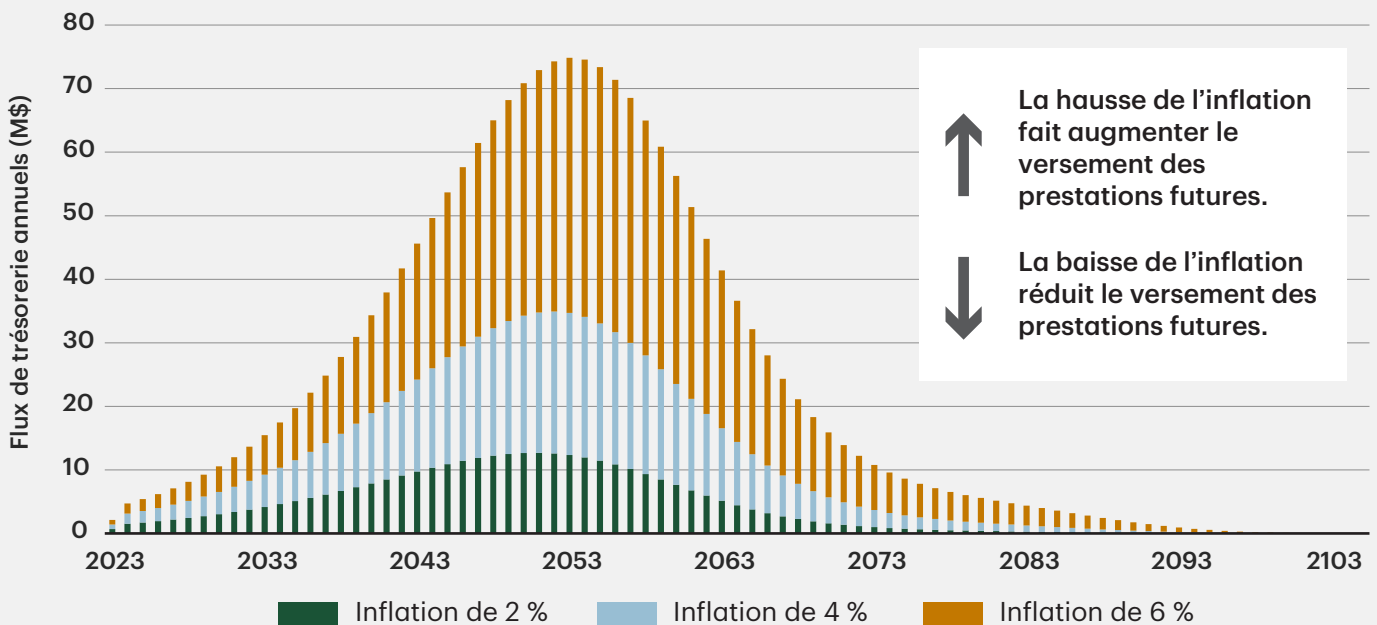
Avec le cadre de GAP, les investisseurs institutionnels devraient se poser deux questions au sujet des répercussions de l'inflation sur leurs portefeuilles. La première est à plus long terme : mes placements me récompensent-ils avec des flux de trésorerie supplémentaires ajustés en fonction de l'inflation? La deuxième est plus axée sur le court terme : sur 12 mois, comment la valeur de mes actifs variera-t-elle par rapport à la valeur de mes passifs?



Adopter une perspective des flux de trésorerie à long terme

Les promoteurs de régimes et les sociétés qui offrent des prestations indexées sur l'inflation devront verser des prestations plus élevées au fil du temps. Pour couvrir ces passifs croissants, ils peuvent choisir des actifs qui génèrent des flux de trésorerie attendus plus élevés ou qui réalisent des gains en capital plus importants, en partie en raison de la hausse de l'inflation réalisée.

Figure 2 : Prestations liées à l'inflation



Source : Gestion de Placements TD Inc., au 30 juin 2023.

Voyons comment différents types de titres peuvent répondre à ces attentes.



Titres à revenu fixe nominaux

Les obligations fédérales, provinciales et de sociétés versent des coupons et du capital non indexés réguliers, qui ne réagissent pas à l'inflation, mais qui intègrent déjà le niveau d'inflation prévu par le marché au moment de l'achat. À mesure que les titres arriveront à échéance et se renouvelleront à des taux d'intérêt nominaux plus élevés, ils profiteront d'un contexte inflationniste plus élevé, ce qui contribuera à cette hausse. Les titres à court terme et les instruments à taux variable, comme les prêts hypothécaires commerciaux et les titres à revenu fixe à taux révisable, bénéficieront donc des taux nominaux plus élevés plus rapidement.

Au Canada, les obligations à rendement réel versent des coupons semestriels entièrement indexés sur l'IPC, tout comme leur capital arrivant à échéance.

¹ La valeur marchande des ORR peut également être déterminée en actualisant les flux de trésorerie nominaux futurs ajustés en fonction du taux d'inflation neutre implicite calculé au moyen des taux nominaux.

² Gestion de Placements TD Inc., au 30 juin 2023.

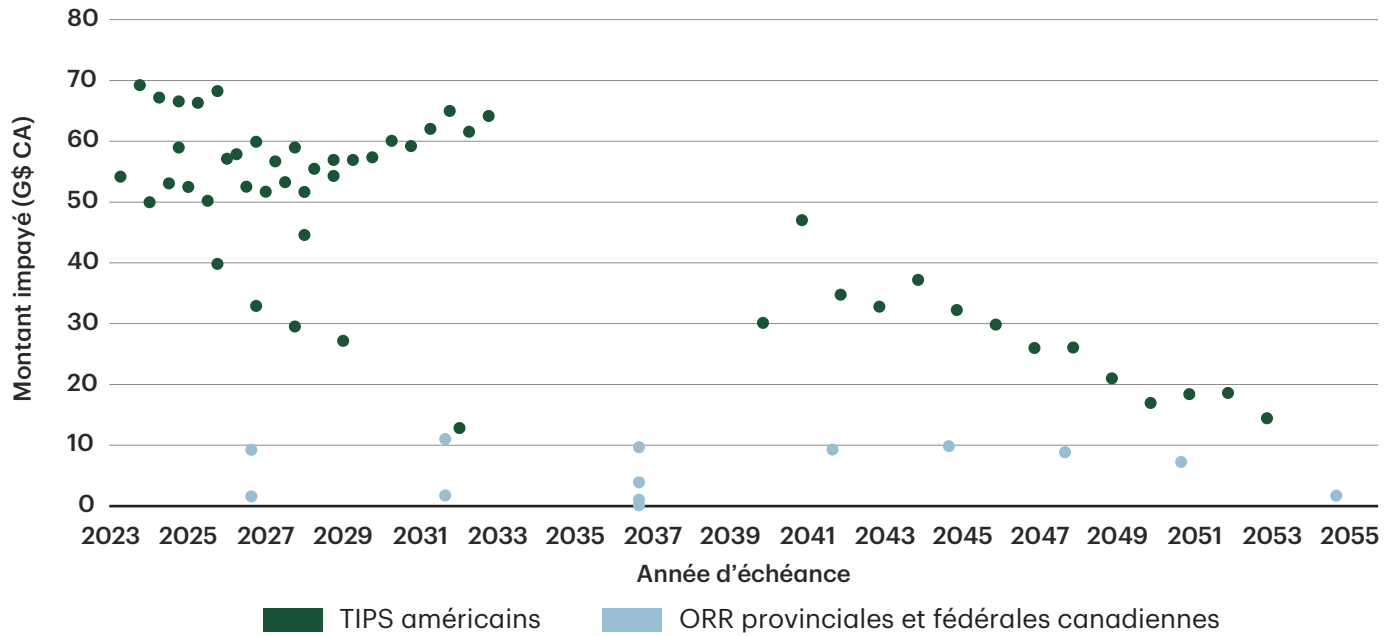
Titres indexés sur l'inflation

Les titres indexés sur l'inflation constituent la forme la plus pure des instruments financiers utilisés pour générer des flux de trésorerie futurs directement liés à l'inflation. Au Canada, les obligations à rendement réel versent des coupons semestriels entièrement indexés sur l'IPC, tout comme leur capital arrivant à échéance. La valeur marchande des ORR représente la valeur actualisée des flux de trésorerie réels futurs selon les taux réels¹.

Le marché des ORR au Canada est relativement petit, puisqu'il compte huit titres du gouvernement fédéral et cinq obligations provinciales, pour une valeur marchande totale de 75 milliards de dollars en émissions en circulation. Cela ne représente qu'environ 4 % du marché total des obligations publiques canadiennes, qui s'élève à 2 100 milliards de dollars².

Le marché a été pris au dépourvu par l'annonce faite par le ministère des Finances du Canada en novembre 2022 selon laquelle il cesserait d'émettre des ORR, ce qui a exacerbé les contraintes d'approvisionnement actuelles. Bien que le secteur continue d'espérer que le ministère des Finances du Canada reviendra sur sa décision, il vaut la peine d'explorer l'utilisation des titres du Trésor américain indexés sur l'inflation (TIPS) en complément des ORR. Le graphique ci-dessous compare l'ampleur et la profondeur des marchés pour les ORR canadiennes et les TIPS américains.

Figure 3 : ORR fédérales et provinciales canadiennes et TIPS américains



	Nombre d'émissions	Valeur marchande (G\$ CA)	Valeur marchande en % du total du marché
ORR provinciales et fédérales canadiennes	13	75	4 %
TIPS américains	51	2 378	9 %

Source : Gestion de Placements TD Inc., au 30 juin 2023.



Biens immobiliers et infrastructures

Les placements alternatifs, comme les biens immobiliers et les infrastructures, offrent une certaine protection contre l'inflation. Bon nombre d'entre eux disposent de mécanismes qui lient les revenus à l'inflation réalisée, que ce soit directement (dans le cadre d'ententes contractuelles) ou indirectement :

Les biens immobiliers détenus par nos Fonds immobiliers Greystone TD et nos sociétés en commandite ont souvent des baux liés à l'IPC et des conventions de taux de location avec majoration annuelle.

Les investissements en infrastructures ont trois types d'ententes de revenus :

- **Les ententes contractuelles** – Elles sont explicitement liées à l'inflation, mais le rythme varie selon le contrat.
- **Les ententes liées au PIB** – Aussi appelées revenus des commerçants, les ententes liées au PIB dépendent des cours actuels du marché et augmentent donc en même temps que l'inflation.
- **Les ententes réglementées** – Dans les ententes réglementées, un transfert pour compenser l'inflation est intégré à la structure de coûts facturée au client final. Par exemple, le flux de revenus d'une centrale dépend du prix du produit de base, en l'occurrence de l'électricité, qui est une composante fondamentale de l'inflation.

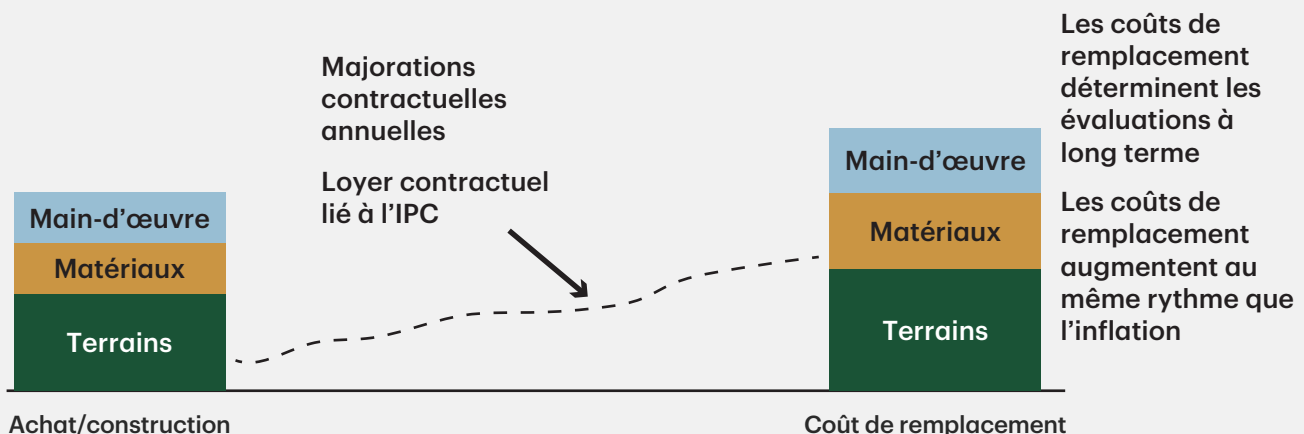
Le Fonds d'infrastructures Greystone TD offre une exposition à toutes ces sources de revenus, comme le montre le tableau ci-dessous :

Profil des revenus	Pourcentage
Contractuel	53 %
Réglementé	5 %
Lié au PIB	42 %

Source : Gestion de Placements TD Inc., au 30 juin 2023.

Au-delà des flux de trésorerie, concernant la valeur des actifs, l'inflation peut stimuler les évaluations des biens immobiliers et des infrastructures sur de longues périodes, car les marchés tiennent compte de l'incidence de la hausse des coûts de remplacement des propriétés, y compris les coûts des terrains, des matériaux, de la main-d'œuvre et d'autres intrants secondaires.

Se protéger contre l'inflation avec l'immobilier commercial

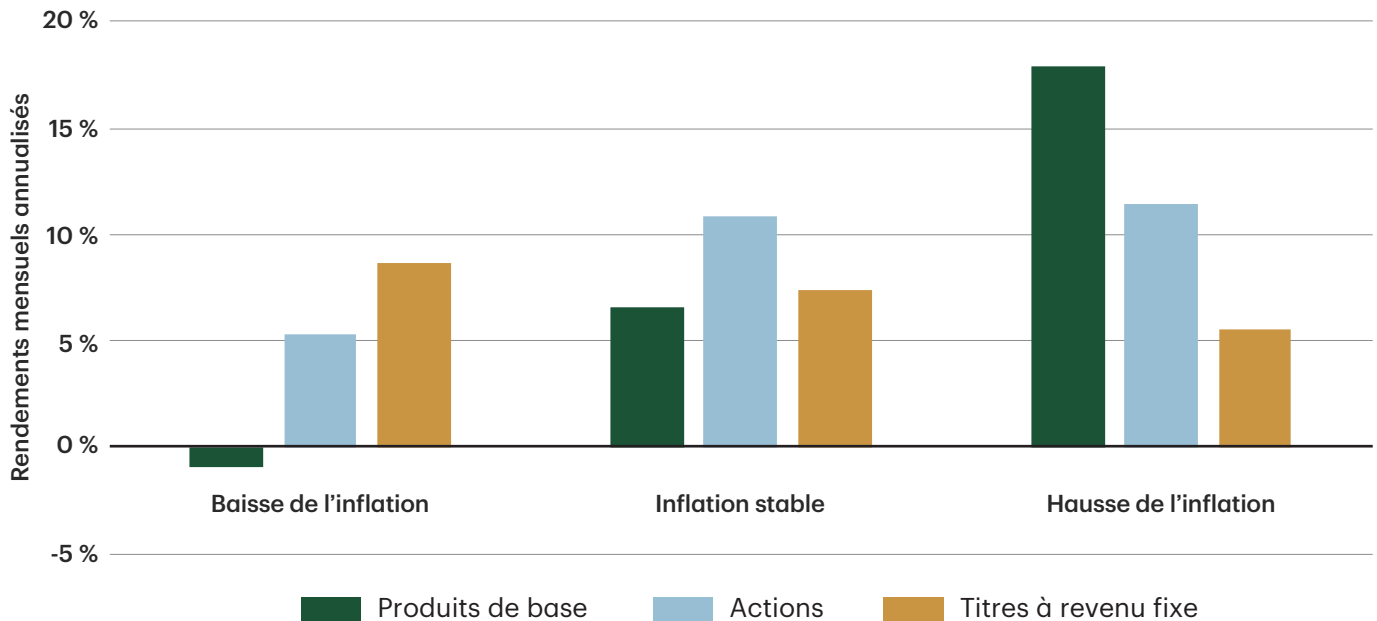


Produits de base

Historiquement, les produits de base se sont bien comportés dans un contexte d'inflation stable et en hausse, comme le montre la **figure 4** – Rendements des catégories d'actif dans différents contextes d'inflation. Bien que les produits de base ne produisent aucun revenu direct, sur de longues périodes de détention, ils présentent une forte corrélation avec l'inflation. Il s'agit d'un effet

purement mécanique, car certains secteurs de produits de base sont des composantes importantes du taux d'inflation. Les avantages liés à la protection contre l'inflation des produits de base à long terme découlent donc principalement de la hausse de la valeur des actifs au moment de la liquidation plutôt que des flux de trésorerie supplémentaires.

Figure 4 : Rendements des catégories d'actif dans différents contextes d'inflation



Source : Bloomberg Finance L.P., Federal Reserve Economic Data (FRED), données depuis janvier 1977. Au 31 juillet 2022.

Actions

De façon générale, dans différents régimes d'inflation, les actions ne produisent pas de revenu périodique solide lié à l'inflation sous la forme de dividendes ou d'un surcroît des valeurs de liquidation attribuable au transfert de l'inflation. Toutefois, les sociétés qui versent des dividendes élevés au sein de secteurs précis offrent de meilleures perspectives quant à la transmission de la hausse des coûts liés à l'inflation à leurs clients grâce à leur plus grand pouvoir d'établissement des prix.

En résumé, selon la **perspective 1**, la plupart des catégories d'actif offrent aux investisseurs une certaine capacité à couvrir les passifs sensibles à l'inflation. Les instruments directement indexés sur l'inflation (ORR et TIPS) sont assortis de coupons et de capital directement liés à l'IPC, ce qui procure une protection immédiate et continue contre les versements de prestations en trésorerie liés au passif. Les avantages liés à la protection contre l'inflation des autres catégories d'actif sont plus évidents au fil du temps, car ils récompensent les investisseurs en leur procurant des flux de trésorerie plus élevés et des valeurs de liquidation plus élevées, alors que la croissance économique et l'inflation font grimper les prix des actifs.



Adopter une perspective de valeur actualisée à court terme

Les investisseurs institutionnels dont le passif est lié à l'inflation doivent également considérer l'incidence de l'inflation sur leur bilan, leurs bénéfices, leur solvabilité ou leurs taux de capitalisation. En outre, ces investisseurs doivent tenir compte des exigences de cotisations découlant des fluctuations à court terme entre la valeur marchande de leurs actifs et la valeur actualisée de leurs passifs. Ces fluctuations dépendent, à divers degrés, des attentes d'inflation futures.

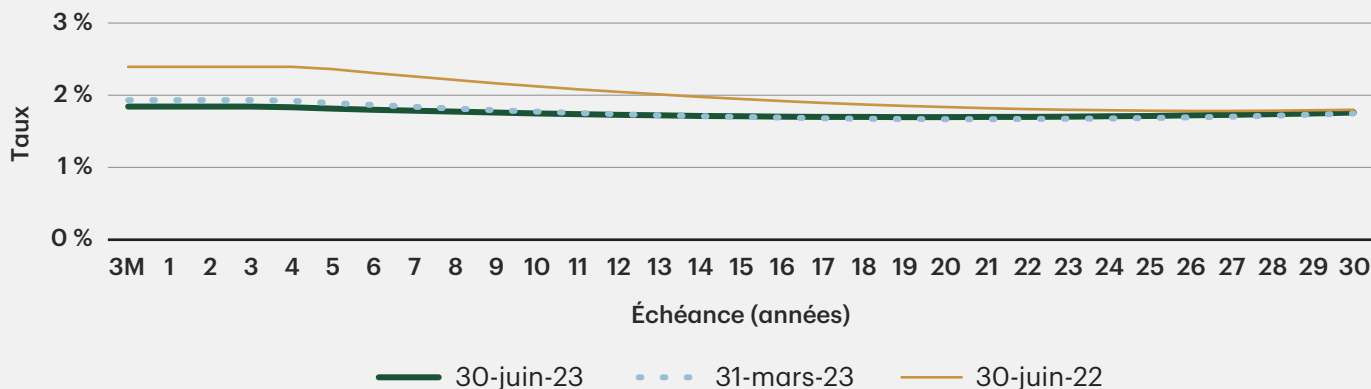
Il existe deux principales méthodes de prévision de l'inflation : **l'inflation attendue** et **l'inflation implicite**.

Les prévisions de l'inflation attendue sont établies par des économistes, habituellement pour des périodes d'au plus cinq ans. Par exemple, en juillet

2023, la Banque du Canada prévoyait des taux d'inflation de 3,7 % pour 2023, de 2,5 % pour 2024 et de 2,1 % pour 2025.

L'inflation implicite ou neutre est mesurée au moyen d'instruments du marché financier. Au Canada, on peut calculer les attentes d'inflation implicite en comparant le taux des ORR à celui des obligations fédérales nominales de même durée. En fonction de la fourchette des ORR disponibles sur le marché et à l'aide de méthodes d'interpolation, une courbe complète de l'inflation implicite peut généralement être construite sur 30 ans. C'est ce qu'illustre le graphique ci-dessous. Il montre, par exemple, que l'inflation implicite neutre de cinq ans s'établissait à un taux de 2,0 % au 30 juin 2023.

Figure 5 : Courbe du taux d'inflation neutre au Canada



Source : Gestion de Placements TD Inc., au 30 juin 2023.

Prévisions

³Bloomberg.

Valeur actualisée des passifs

Nous constatons que, selon les normes d'établissement des prix et d'évaluation des secteurs d'activités des sociétés, la sensibilité des passifs au risque d'inflation peut couvrir un large éventail.

Les sociétés d'assurance de biens et de dommages peuvent obtenir une protection partielle des réclamations futures contre le risque d'inflation en transmettant les hausses de prix aux clients – par exemple, en intégrant une marge de protection dans les prix et un mécanisme d'ajustement des primes au moment du renouvellement de la police. Par conséquent, seule une partie de la valeur actualisée de leurs passifs est exposée à une inflation imprévue.

Les régimes à prestations déterminées peuvent obtenir une protection partielle contre le risque d'inflation en limitant l'indexation des prestations, ce qui a pour effet de transférer une partie du risque d'inflation aux participants. Dans le cas des régimes entièrement indexés, c'est-à-dire ceux qui

transfèrent directement l'inflation à l'indexation, sans plafond ni plancher, la valeur actualisée de leurs prestations à long terme correspond essentiellement à leurs flux de trésorerie réels prévus, qui, actualisés selon les normes d'évaluation de la solvabilité, est beaucoup plus sensible aux variations des taux d'intérêt réels à long terme et à l'inflation implicite que l'inflation réalisée sur 12 mois.

Les régimes à prestations déterminées peuvent obtenir une protection partielle contre le risque d'inflation en limitant l'indexation des prestations, ce qui a pour effet de transférer une partie du risque d'inflation aux participants.

Valeur marchande des actifs

Les catégories d'actif ne réagissent pas toutes directement, voire dans la même direction, que les attentes d'inflation.

Titres à revenu fixe nominaux

La valeur marchande des titres à revenu fixe nominaux sera probablement affectée de manière négative par la hausse des prix, car les attentes d'inflation plus élevées font grimper les taux nominaux. L'ampleur de l'effet dépendra de la durée

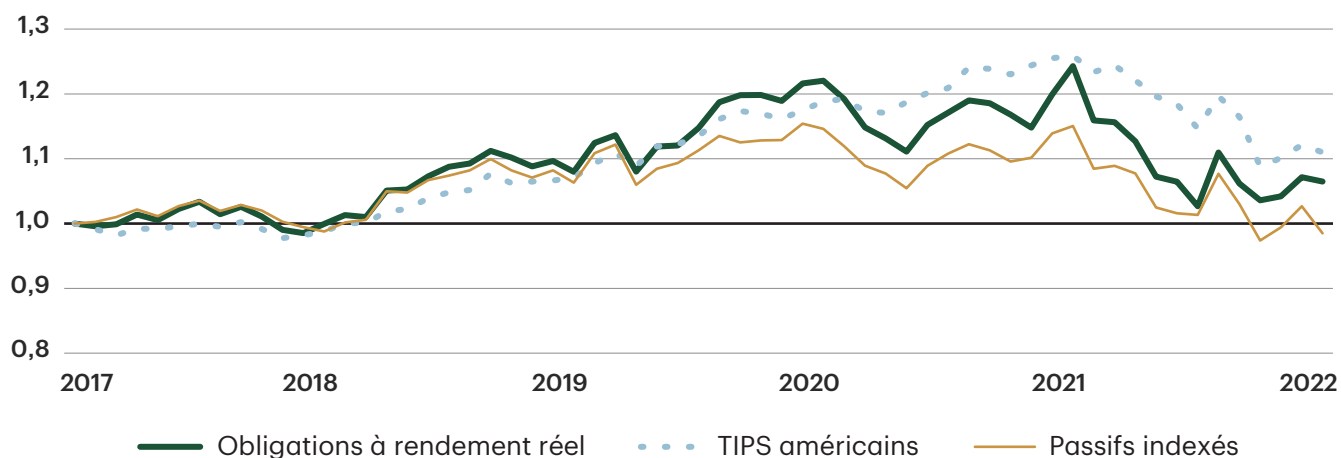
des obligations et de l'évolution de la courbe. Les mesures prises par les banques centrales touchent principalement le segment à court terme de la courbe, tandis que les attentes du marché touchent le segment à long terme.

Titres liés à l'assurance

Les taux réels dictent délibérément le mécanisme d'actualisation et les valeurs actualisées connexes des instruments indexés sur l'inflation directe. Par conséquent, les cours du marché des titres liés à l'assurance réagissent directement aux variations des taux réels en modifiant les attentes d'inflation implicite, ce qui en fait des placements idéaux pour couvrir la valeur actualisée des passifs sensibles à l'inflation. Comme le montre le graphique ci-dessous, cette relation a entraîné une forte baisse des prix des ORR et des TIPS en 2022.

Bien que les ORR et les TIPS offrent l'avantage de transférer directement les hausses de l'IPC, ils n'offrent pas les avantages d'un taux de revenu plus élevé au moyen des écarts de taux, car ils sont émis principalement par les gouvernements fédéraux.

Figure 6 : Croissance normalisée de la valeur marchande au fil du temps



Source : Gestion de Placements TD Inc., au 30 décembre 2022.

Biens immobiliers et infrastructures

L'actualisation des flux de trésorerie futurs des actifs immobiliers et d'infrastructures est influencée par un éventail de facteurs dépassant les attentes d'inflation, ce qui perturbe considérablement l'évaluation. De ce fait, ces placements alternatifs ne constituent pas une protection parfaite contre les passifs indexés sur l'inflation à court terme.

Immobilier

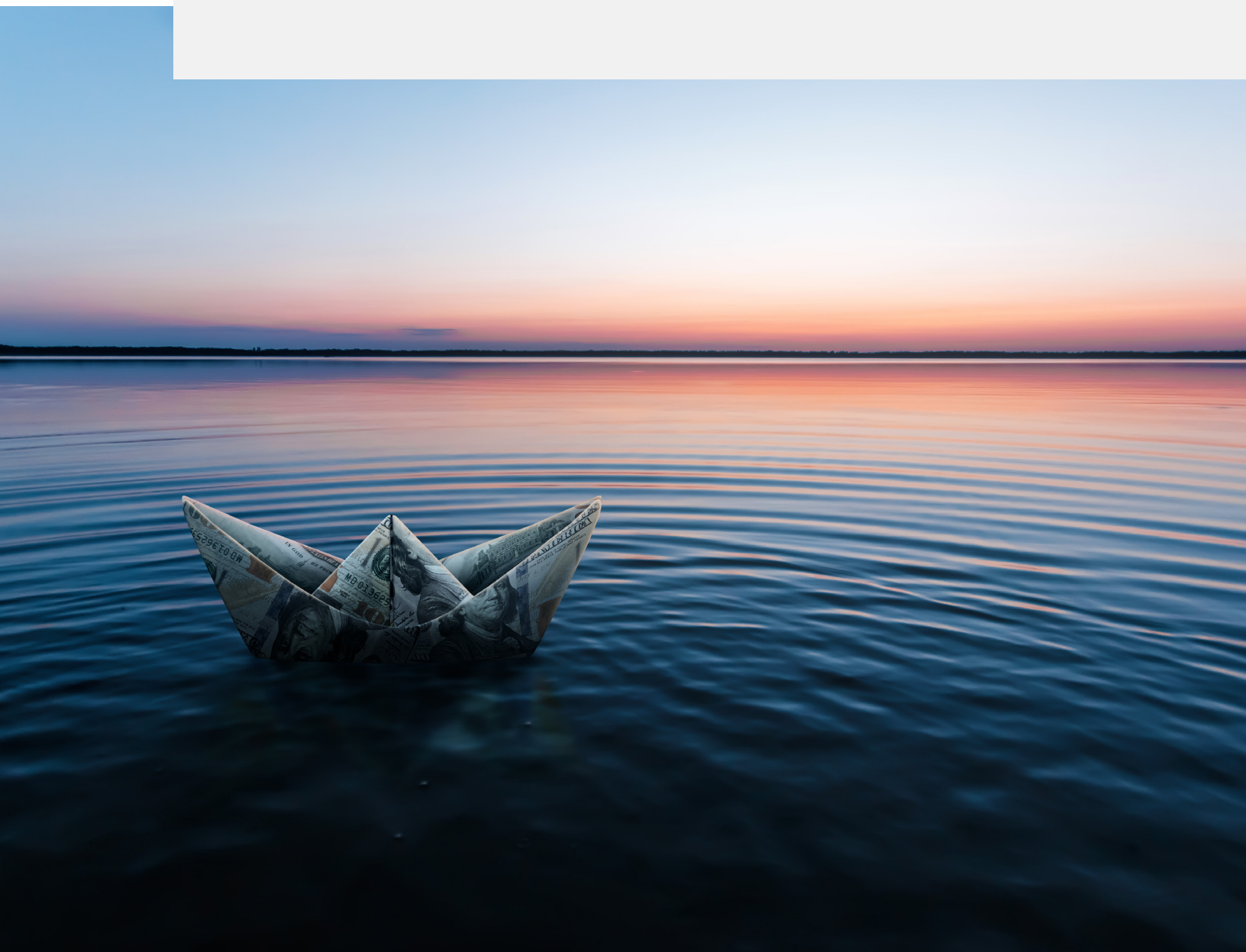
Produits de base

Bien que les produits de base soient un bon moyen de couvrir le passif à long terme dans un contexte inflationniste, ils sont généralement moins efficaces à court terme, car les prix peuvent fluctuer pour des raisons qui ne sont pas liées aux fluctuations de l'inflation.

Actions

Bien que certaines sociétés exerçant leurs activités dans des secteurs précis soient mieux outillées pour répercuter les coûts liés à l'inflation sur leurs clients au profit de leurs investisseurs, en général, les actions peinent également à offrir une protection efficace et fiable contre l'inflation à court terme.

En résumé, selon la **perspective 2**, l'incidence de l'inflation sur la valeur des actifs et des passifs dépendra de la nature des passifs, de la façon dont ils sont évalués et actualisés et de la façon dont les marchés financiers évaluent les titres qui les soutiennent. Les titres dont la valeur marchande est influencée par des facteurs autres que l'inflation attendue auront une corrélation imparfaite avec les passifs indexés sur l'inflation.





Conclusion

Alors que les investisseurs institutionnels composent avec un contexte de placement dont la complexité va grandissant, la récente flambée de l'inflation a nécessité une réévaluation de l'exposition des portefeuilles au risque.

Une perspective axée sur les actifs seulement peut amener les investisseurs à tirer de mauvaises conclusions quant aux avantages de certaines catégories d'actif pour atténuer le risque d'inflation. Un cadre de GAP, qui intègre l'analyse des risques liés aux passifs dans l'établissement des objectifs de placement, peut aider les investisseurs à prendre de meilleures décisions. Nous proposons deux perspectives fondées sur la gestion des actifs et des passifs pour évaluer le risque lié à l'inflation. La première consiste à adopter une perspective des flux de trésorerie à long terme et à évaluer la capacité des instruments financiers à répondre aux enjeux des prestations indexées sur l'inflation au moyen de flux de trésorerie ou de valeurs de liquidation plus élevés. La deuxième consiste à adopter une perspective de valeur actualisée à court terme et à comparer la valeur actualisée des passifs sensibles à l'inflation à la valeur marchande des actifs qui les soutiennent.

Le marché canadien des ORR constitue un excellent exemple de la nécessité de bien encadrer l'analyse du risque lié à l'inflation. Au cours d'une année où l'inflation est élevée et où les taux réels augmentent, les ORR verseront des coupons plus élevés qui contribueront à compenser la croissance des flux de trésorerie des passifs liés à l'inflation. Elles connaîtront également une baisse de la valeur marchande, ce qui pourrait être troublant pour ceux qui ne considèrent que les actifs. Toutefois, les investisseurs qui reçoivent une formation en gestion des actifs et des passifs reconnaîtront que la baisse de la valeur des actifs sera accompagnée d'une baisse de la valeur actualisée des passifs, ce qui se traduira par une volatilité moindre de la situation de financement. Il s'agit là d'un objectif approprié pour la plupart des investisseurs institutionnels.

GPTD aide les clients à mettre en œuvre des stratégies de gestion des actifs et des passifs depuis de nombreuses années à l'aide d'une approche inspirée par l'innovation et renforcée par l'expertise. L'accent mis sur la gestion des risques en adoptant plus d'une perspective peut aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs de financement tout en atteignant un équilibre entre divers objectifs.

Annexe

Résumé – Réaction à la hausse de l'inflation réalisée

	Perspective 1 Perspective des flux de trésorerie à long terme	Perspective 2 Perspective de la valeur marchande à court terme
Passifs sensibles à l'inflation	<ul style="list-style-type: none">• Forte ↑• Paiements de prestations directement liés à l'inflation réalisée	<ul style="list-style-type: none">• Bonne ↓• Baisse de la valeur actualisée attribuable à la hausse des taux réels• La valeur marchande pourrait augmenter si les taux réels diminuent en raison des attentes d'inflation neutre plus élevées, tandis que les taux nominaux demeurent constants
Titres		
Obligations nominales	<ul style="list-style-type: none">• Mitigée ↑• Bénéficiaire de taux plus élevés au renouvellement• Les échéances plus courtes accélèrent l'effet de renouvellement, tandis que les échéances plus longues peineront à suivre le rythme	<ul style="list-style-type: none">• Forte ↓• Baisse de la valeur marchande attribuable à la hausse des taux nominaux
Titres indexés sur l'inflation (ORR canadiennes, TIPS américains)	<ul style="list-style-type: none">• Forte ↑• Coupons et capital directement liés à l'inflation réalisée	<ul style="list-style-type: none">• Bonne ↓• Baisse de la valeur marchande attribuable à la hausse des taux réels• La valeur marchande pourrait augmenter si les taux réels diminuent en raison des attentes d'inflation neutre plus élevées, tandis que les taux nominaux demeurent constants
Immobilier canadien et mondial	<ul style="list-style-type: none">• Modérée ↑• Location liée à l'IPC et majorations annuelles	<ul style="list-style-type: none">• Mitigée ↑• Les évaluations plus élevées sont corrélées avec la hausse des coûts de construction (terrains, matériaux, main-d'œuvre et coûts secondaires)• D'autres facteurs expliquent la variabilité de l'évaluation
Infrastructures	<ul style="list-style-type: none">• Bonne ↑• Tarification des contrats liée à l'inflation/IPC	<ul style="list-style-type: none">• Mitigée ↑• Les évaluations plus élevées sont corrélées avec la hausse des coûts de construction (terrains, matériaux, main-d'œuvre et coûts secondaires)• D'autres facteurs expliquent la variabilité de l'évaluation

Résumé – Réaction à la hausse de l'inflation réalisée (suite)

	Perspective 1 Perspective des flux de trésorerie à long terme	Perspective 2 Perspective de la valeur marchande à court terme
Produits de base	<ul style="list-style-type: none">• Bonne ↑• Rendements historiquement supérieurs dans des contextes inflationnistes• Nouveau super cycle des produits de base• Valeur des actifs plus élevée à la liquidation	<ul style="list-style-type: none">• Mitigée ↑• Moins efficaces à court terme
Actions	<ul style="list-style-type: none">• Faible –• La possibilité pour certaines entreprises de compenser la hausse de leurs coûts grâce à leur pouvoir d'établissement des prix profite aux investisseurs qui reçoivent des dividendes	<ul style="list-style-type: none">• Faible –• Luttent pour offrir une protection efficace et fiable contre l'inflation à court terme• D'autres facteurs expliquent la variabilité de l'évaluation

Perspectives de GAP



Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Ce document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Ces documents n'ont été examinés par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et ne sont pas enregistrés auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans ces documents concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et sous réserve de changement. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Ce document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces prévisions et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD et TD Epoch sont des sociétés affiliées et des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.