

La valeur informative des prix des actifs financiers

Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1998

La politique de la banque centrale, l'inflation et les cours des actions

Ronald Giammarino

Commentaires

Jacques Lussier

L'étude de Giammarino évoque deux questions importantes. La première est celle de l'effet de l'inflation sur les cours des actions. La seconde est de savoir si la banque centrale devrait ou non agir pour éviter la formation de bulles sur le marché boursier.

L'inflation et les cours des actions

On peut évaluer les cours des actions au moyen d'un modèle d'actualisation des dividendes. Par conséquent, ainsi que l'indique l'étude, les actions n'offriront une protection parfaite contre l'inflation que si deux conditions sont réunies :

- le taux de rendement réel n'est pas lié au niveau de l'inflation;
- les flux monétaires disponibles de l'entreprise, calculés après impôt et en dollars constants, ne subissent pas l'influence de l'inflation.

La deuxième condition ne sera respectée que si :

- l'inflation n'influe pas sur l'activité réelle;
- les flux monétaires disponibles, calculés après impôt et en dollars constants, ne subissent pas l'effet de l'inflation quand celle-ci n'influe pas sur l'activité réelle.

Comme Giammarino le mentionne, de nombreux résultats montrent, depuis déjà un certain temps, que les actions ne protègent pas parfaitement les investisseurs contre l'inflation. Les réactions du marché aux nouvelles concernant l'inflation confirment certainement ces résultats. La question est de savoir non pas si l'inflation aura un effet sur les cours boursiers, mais comment cet effet se fera sentir et dans quelle mesure.

Les flux monétaires disponibles après impôt subissent-ils l'influence de l'inflation si cette dernière n'a aucun effet sur l'activité réelle?

Fama (1981) conclut que la relation négative entre l'inflation et les cours des actions est trompeuse (c'est-à-dire que l'inflation n'exerce une influence sur les flux monétaires disponibles que par le jeu de ses effets sur l'activité économique réelle). Les résultats obtenus par Kaul (1990) étayaient cette hypothèse : l'insertion d'une variable représentant l'activité réelle dans les modèles économétriques atténue le caractère significatif de la variable d'inflation.

Ces résultats vont toutefois à l'encontre des conclusions de plusieurs recherches menées dans le domaine de la gestion financière. Selon ces recherches, si l'inflation permet aux entreprises de bénéficier de plus-values sur leurs stocks et d'une réduction de la valeur réelle de leurs emprunts, elles se trouvent pénalisées sur d'autres plans, à cause de la diminution de la valeur réelle de l'amortissement fiscal, des besoins accrus en fonds de roulement et de l'impôt supplémentaire à payer parce que les bénéfices se trouvent gonflés par les plus-values sur stocks.

Deux sortes d'études ont été consacrées à l'effet de l'inflation sur les flux monétaires disponibles.

Higgins (1989) a mis au point une équation qui peut servir à mesurer l'effet de l'inflation sur la croissance soutenable réelle. Il définit la croissance soutenable comme la progression réelle du chiffre d'affaires qui peut être maintenue sans érosion de la structure financière de l'entreprise ni baisse du rendement procuré par les dividendes. Si l'on utilise cette méthode, on constate que l'inflation peut beaucoup nuire à la croissance d'une entreprise si celle-ci n'est pas disposée à laisser se détériorer sa structure financière ou à diminuer le pourcentage de ses bénéfices distribué en dividendes. En appliquant cette méthode à plusieurs entreprises, j'ai constaté qu'un taux d'inflation de 10 % pouvait réduire la croissance soutenable réelle de

jusqu'à 6,5 % dans le cas des entreprises à forte intensité capitalistique. En outre, une étude économétrique de Bourgeois et Lavallée (1993) conclut que les rendements boursiers présentent une corrélation négative avec une variable qui mesure l'excédent du taux de croissance observé par rapport à la croissance soutenable.

Enfin, une étude de Jenkins (1976) porte sur l'effet de l'inflation sur les flux monétaires réels, après impôt, des entreprises de fabrication et des entreprises non manufacturières au Canada entre 1965 et 1974. Jenkins constate que les effets dus à l'interaction de l'inflation et du régime fiscal et l'incidence exercée sur le fonds de roulement ont réduit de 8,8 % par année, en moyenne, les flux monétaires disponibles (mesurés en dollars constants) des entreprises manufacturières.

Certains résultats indiquent aussi que l'inflation pourrait, à terme, se répercuter sur la valeur d'une entreprise même si elle n'influe pas sur l'activité réelle. Les entreprises pourraient en effet choisir de maintenir leur croissance réelle en s'endettant davantage, mais cela peut modifier aussi le risque financier de l'entreprise. Il existe donc un quatrième canal par lequel l'inflation peut influencer sur les cours des actions : si nous faisons l'hypothèse qu'elle peut avoir un effet sur la croissance réelle et les flux monétaires disponibles, elle contribuera aussi probablement à accroître la prime de risque relative aux actions.

L'incidence de l'inflation sur le taux de rendement réel

Plusieurs facteurs peuvent être invoqués pour expliquer les fluctuations du taux de rendement réel (défini par la différence entre le rendement d'un actif sûr et l'inflation attendue). Un premier facteur est le régime fiscal. Si c'est le rendement réel après impôt qui compte pour les investisseurs, une hausse de un point de pourcentage de l'inflation nécessitera une augmentation plus importante du taux de rendement réel avant impôt pour maintenir le taux de rendement réel après impôt. Le rôle croissant des entités non imposables (comme les grandes caisses de retraite) contribue néanmoins à atténuer cet effet.

Un deuxième facteur, plus plausible, tient au fait que le prix des actifs financiers, comme celui de tous les autres actifs, dépend également de l'offre et de la demande de capitaux. Si nous souscrivons à l'argument, présenté par Geske et Roll (1983), selon lequel les déficits budgétaires de l'État sont au moins en partie monétisés et peuvent donc alimenter, directement ou indirectement, une hausse de l'inflation, les périodes d'inflation rapide risquent de s'accompagner d'un effet d'éviction. Si, par conséquent, la demande de capitaux est supérieure à l'offre disponible à cause d'importants déficits du secteur public, il se peut que le taux de rendement réel augmente.

Cela contribue peut-être à expliquer pourquoi le taux de rendement réel est plus faible actuellement qu'au cours des dernières années. Maintenant que les besoins d'emprunt du secteur public sont négatifs, les investisseurs institutionnels sont confrontés, pour la première fois depuis plusieurs dizaines d'années, à la rareté des possibilités de placement. Autrement dit, la hausse du financement des entreprises n'a pas permis de combler le vide laissé par la disparition des besoins d'emprunt de l'État. Cette situation a amené les investisseurs à s'intéresser à des actifs présentant davantage de risques, ce qui a du même coup fait diminuer la prime de risque exigée sur ces actifs. Une baisse des déficits publics ou d'importants excédents de l'État peuvent donc aider à réduire l'inflation et conduire à un taux de rendement réel encore plus bas, de même qu'à un recul des primes de risque sur les actifs plus risqués.

L'inflation a-t-elle une influence sur la croissance économique réelle?

Comme Giammarino l'indique, plusieurs chercheurs considèrent que l'inflation influe sur les cours des actions par l'entremise de son incidence sur l'activité réelle. Il est logique de supposer que les périodes d'accélération de l'inflation soient suivies d'un resserrement de la politique monétaire, qui aide à ralentir l'économie. L'inflation risque également de rendre moins stable la situation économique, ce qui pourrait contribuer à une élévation de la prime de risque sur les actions. Il se peut donc que l'inflation donne lieu à un effet de signal : les investisseurs associent peut-être une inflation supérieure à une politique monétaire restrictive et à l'instabilité économique.

Bulles boursières et interventions de la banque centrale

L'un des objectifs de la banque centrale est d'assurer la stabilité des prix et de protéger le pouvoir d'achat de la monnaie nationale. Ce rôle doit-il être étendu à l'inflation susceptible de toucher les actifs? Un krach boursier peut avoir de graves conséquences sur la stabilité de l'économie, en particulier si la bulle spéculative existe depuis longtemps. Ainsi que Giammarino le mentionne, les décisions des agents économiques pourraient avoir été fondées, pendant toute cette période, sur des garanties surévaluées.

Il est cependant permis de douter fortement de la capacité de quiconque de détecter l'existence d'une bulle sur le marché boursier. Au cours des deux dernières années, les investisseurs institutionnels ont été bombardés d'études d'universitaires et d'analystes financiers, ainsi que de commentaires des autorités monétaires, indiquant que les cours boursiers pourraient être surévalués de 20 % (au maximum). Depuis, les indices boursiers ont grimpé de 55 % au Canada, de 67 % aux États-Unis et de 110 % en Suisse. Et pourtant nous continuons d'entendre que les actions sont surévaluées à peu près dans les mêmes proportions (de 5 à 20 %).

Il est peut-être vrai que les cours des actions sont trop élevés, mais comment le vérifier? À l'heure actuelle, le rendement moyen des actions sous forme de dividendes au Canada est d'environ 1,6 %. À l'aide d'un modèle d'actualisation des dividendes, on peut montrer que le niveau actuel de l'indice boursier est compatible avec ses valeurs d'équilibre si le taux de croissance attendu des dividendes et des bénéfices (dans l'hypothèse où le ratio de distribution des dividendes reste constant) est inférieur de 1,7 % au taux de rendement exigé sur l'indice. Par exemple, l'indice boursier ne serait pas surévalué si le taux de croissance des bénéfices était de 8,3 % par an et le taux de rendement exigé de 10 %. Par conséquent, pour déterminer si les actifs sont surévalués, il faut estimer le taux de rendement exigé.

Si l'on se fonde sur les statistiques passées et l'étude d'Ibotson et Sinquefeld, la prime de risque par rapport aux obligations à long terme de l'État est de l'ordre de 5 à 7 % en moyenne, selon les estimations faites sur une longue période. Une étude de Guay (1994) indique cependant que la prime de risque diminue peut-être au fil du temps parce que les investisseurs ont des portefeuilles plus diversifiés et que les grands investisseurs institutionnels (comme les caisses de retraite), dont l'horizon de placement est extrêmement éloigné, jouent un rôle de plus en plus important. À mesure que cet horizon s'allonge, la prime de risque devrait diminuer. Guay conclut que la prime de risque qui se rattache aux actions par rapport aux obligations à long terme pourrait n'être que de 3,0 % (en moyenne) actuellement. S'il en était ainsi, le taux de rendement exigé serait maintenant de l'ordre de 8,75 %, et un taux de croissance nominal des bénéfices de 7 % par an serait nécessaire pour justifier le niveau actuel des indices boursiers.

Bien qu'optimiste, un taux de croissance annuel de 7 % n'est pas invraisemblable. D'après un document de Lévesque Beaubien Geoffrion, l'ensemble des bénéfices a augmenté de 242 % au Canada et de 171 % aux États-Unis depuis 1993. De plus, les bénéfices des sociétés ne se situent pas à un niveau excessif par rapport au PIB, si on les compare aux moyennes passées. La proportion des bénéfices au PIB a certes augmenté récemment, mais uniquement parce que le ralentissement économique du début de la décennie avait fait tomber ce ratio à son plus bas niveau en 30 ans.

Il convient enfin de ne pas négliger l'effet de la démographie sur la demande et le prix des actifs financiers. La structure démographique joue un rôle important dans la détermination de la demande d'actifs financiers assortis de risques spécifiques. Les caisses de retraite grossissent, ce qui contribue à alimenter la demande d'actions. Le nombre des personnes âgées de 35 à 50 ans, qui représentent traditionnellement le gros des investisseurs en bourse, n'a jamais aussi été élevé en Amérique du Nord et en Europe. Or, cette tranche d'âge restera prépondérante pendant encore cinq à dix ans.

Il se peut donc que les actions soient surévaluées, mais il n'est pas du tout certain que cette surévaluation soit suffisante pour justifier une intervention de la banque centrale, particulièrement si l'on considère la demande soutenue d'actions.

Conclusions

L'examen de la littérature auquel se livre Giammarino nous amène à conclure que les actions n'offrent pas une protection parfaite contre l'inflation. J'ai essayé de présenter d'autres arguments indiquant que l'inflation a peut-être un effet encore plus pervers. L'inflation risque d'influer sur :

- la croissance économique réelle;
- les flux monétaires disponibles après impôt;
- le taux de rendement réel;
- la prime de risque sur les avoirs financiers.

L'inflation peut aussi transmettre aux opérateurs du marché des signaux défavorables susceptibles de provoquer une réaction exagérée de leur part.

Nous devrions enfin envisager la *possibilité* que la vigueur des marchés boursiers soit justifiable dans le contexte économique et démographique actuel. Notre expérience et les recherches effectuées dans ce domaine portent la marque de 20 à 25 années d'inflation rapide et de déficits importants de l'État, durant lesquelles la productivité était plus faible et la structure démographique défavorable aux placements en actions. Nous vivons maintenant dans un contexte beaucoup plus sain, au sujet duquel notre expérience est plus limitée.