

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Après deux années de croissance, les Bourses nord-américaines sont en zone à risque

Par Lorenzo Tessier-Moreau, économiste senior

Après deux années de très bons gains des marchés boursiers, la volatilité financière est revenue en force depuis le début de 2022. D'abord, une remontée rapide des taux obligataires s'est entamée, ce qui a durement frappé les titres avec des valorisations plus élevées. Puis l'invasion russe de l'Ukraine a ramené une forte incertitude qui a pénalisé l'ensemble des marchés financiers. L'issue de la guerre en Ukraine et ses conséquences sur l'économie réelle restent, à ce jour, très incertaines. Au-delà du bruit amené par cette crise, des facteurs plus fondamentaux justifient un niveau de volatilité plus élevé sur les marchés. Même si la crise trouvait une résolution rapide, les déboires des marchés boursiers ne seraient peut-être pas tous derrière nous.

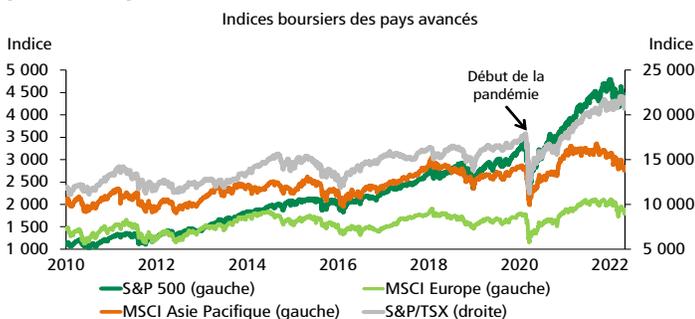
Les gains des deux dernières années ne semblent que partiellement justifiés

Le rebond des bourses suivant le choc initial de la pandémie a été pour le moins spectaculaire. La croissance cumulée du S&P 500 en 2020 et en 2021 a atteint 47,5 %, alors qu'entre son point le plus bas de mars 2020 et son plus récent sommet, l'indice américain a plus que doublé (graphique 1). Les gains ont été plus limités, mais tout de même substantiels pour les titres canadiens et mondiaux. Au cours des deux premières années de la pandémie, l'indice canadien S&P/TSX a gagné près de 25 %. À l'international, l'indice MSCI EAFE, regroupant 21 économies développées excluant le Canada et les États-Unis, a augmenté de 15 % pour la même période.

La dernière année a vu les profits bondir de manière spectaculaire

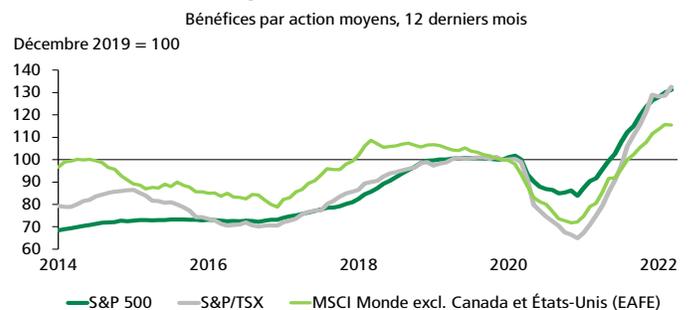
Un des éléments qui a apporté un soutien à la croissance des indices boursiers est l'augmentation des profits des entreprises cotées en Bourse. Après avoir chuté en 2020, les bénéfices par action moyens ont fortement rebondi pour la plupart des indices boursiers, dépassant largement leur niveau d'avant la pandémie en 2021 (graphique 2). Et ce ne sont pas que les bénéfices des entreprises cotées en Bourse qui ont bondi, les profits avant impôts de l'ensemble des entreprises, comptabilisés par les instituts statistiques, ont augmenté en moyenne de 33 % au Canada et de 25 % aux États-Unis en 2021. Pour la plupart des secteurs, la reprise économique vigoureuse qui a suivi les

GRAPHIQUE 1
Les Bourses nord-américaines ont fait de très bons gains pendant la pandémie



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

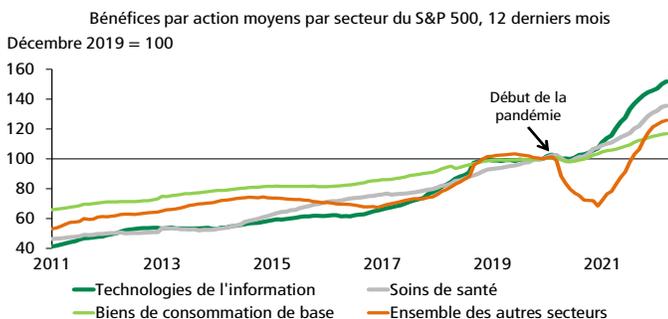
GRAPHIQUE 2
Les bénéfices des entreprises sont remontés bien au dessus de leur niveau d'avant la pandémie



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

premiers confinements explique le rebond de la profitabilité. Pour certains secteurs, c'est cependant la crise elle-même qui a généré des opportunités. Les bénéfices ont augmenté dès les premiers mois de la pandémie pour les secteurs des technologies de l'information, des services de santé et les biens de consommation essentiels du S&P 500 (graphique 3).

GRAPHIQUE 3
La pandémie a été immédiatement profitable pour certains secteurs, alors que d'autres ont profité de la reprise

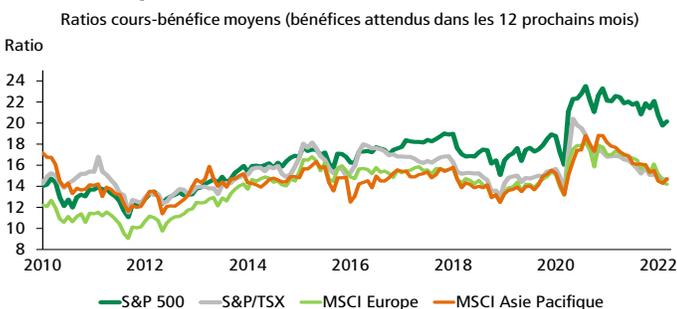


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Au-delà des profits, les valorisations des titres sont gonflées par deux ans de pandémie

Le ratio cours-bénéfice donne une indication de la valorisation des actions. Calculé comme le ratio de la valeur marchande d'une action sur les bénéfices par action observés ou anticipés, il permet d'évaluer combien les investisseurs sont prêts à payer pour chaque dollar de bénéfice généré. Lorsqu'on regarde les ratios cours-bénéfice moyens pour les principaux indices boursiers, on remarque que ceux-ci ont bondi en 2020. Bien que la forte croissance des bénéfices dans la dernière année ait fait redescendre ce ratio en Asie, en Europe et au Canada, il reste encore très élevé pour les titres du S&P 500 américain (graphique 4). Il faut dire que le secteur des technologies de l'information, qui représente maintenant près de 30 % de la valeur de l'indice, tire la moyenne à la hausse, avec un ratio moyen de près de 25, contre environ 18 pour l'ensemble des

GRAPHIQUE 4
Les ratios cours-bénéfice ont atteint des sommets, mais ils sont retombés depuis



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

autres secteurs. Typiquement, un ratio cours-bénéfice élevé peut être justifié par de meilleures perspectives de croissance future des bénéfices, d'où la distinction entre les titres dits « de valeur » et les titres de croissance. Les titres de valeur ont généralement des ratios cours-bénéfice plus faibles et versent des dividendes plus élevés, mais les attentes des investisseurs concernant la croissance des profits sont plus faibles. À l'inverse, les titres de croissance peuvent verser des dividendes plus faibles, voire nuls, car les investisseurs anticipent profiter de l'augmentation des bénéfices futurs. S'il est vrai que les perspectives de croissance restent bonnes aux États-Unis, il y a aussi d'autres facteurs qui peuvent expliquer des valorisations plus élevées.

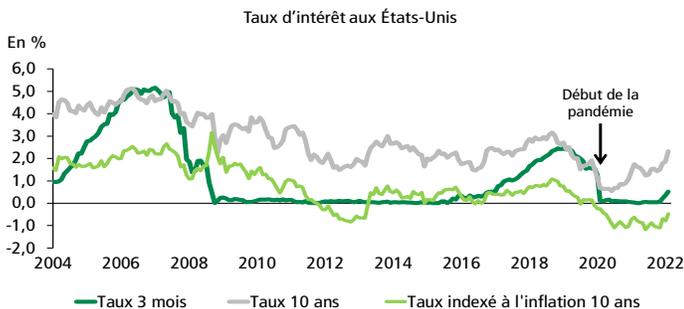
L'épargne individuelle a été canalisée vers les marchés financiers

Un des éléments qui a caractérisé les deux dernières années est l'intensité du soutien fiscal et monétaire apporté par les gouvernements et les banques centrales. Le soutien gouvernemental aux revenus, dans un contexte où les dépenses de consommation ont été limitées par la pandémie, a entraîné une forte augmentation de l'épargne personnelle. On a entendu parler de l'afflux important de petits investisseurs sur les marchés boursiers avec la pandémie, notamment sur les plateformes de courtage à escompte ciblant les jeunes investisseurs. Des regroupements de petits investisseurs individuels, organisés sur des forums de discussion en ligne, ont même causé des bouleversements importants sur les marchés, par exemple lors de la saga de GameStop inc. Cette nouvelle tendance a pu favoriser la spéculation sur les marchés, tout en amenant un afflux important d'argent nouveau. Il ne faut cependant pas oublier que la plupart des individus épargnent et effectuent leurs placements par l'entremise d'institutions financières. L'épargne excédentaire a donc aussi été dirigée vers les marchés boursiers à travers ce canal.

La baisse des taux d'intérêt et l'assouplissement quantitatif en ont rajouté

Au début de la pandémie, la diminution des taux d'intérêt et les liquidités supplémentaires apportées par l'assouplissement quantitatif ont permis aux acteurs institutionnels de se financer à peu de frais et de prendre plus de risque. Un autre manière de comprendre ce phénomène est de s'intéresser au coût d'opportunité. La baisse drastique des taux d'intérêt qui a eu lieu en mars 2020 a fait chuter brusquement le coût d'opportunité des investissements en Bourse. Les taux sur les bons du Trésor américains de trois mois et moins sont retombés à près de zéro, alors que les taux de plus long terme ont atteint des niveaux historiquement faibles (graphique 5 à la page 3). Avec un taux de dividende moyen d'environ 2 % en 2020, un investissement dans l'indice S&P 500 est devenu particulièrement attrayant, en comparaison avec les placements sans risque. Si on veut considérer l'ensemble des risques, le vrai coût d'opportunité doit aussi prendre en compte l'inflation. Avec un taux sur les obligations du Trésor indexé à l'inflation (TIPS) américain de 10 ans qui s'est maintenu autour de -1 % tout au long des

GRAPHIQUE 5
La baisse des taux d'intérêt a fait chuter le coût d'opportunité des investissements plus risqués



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

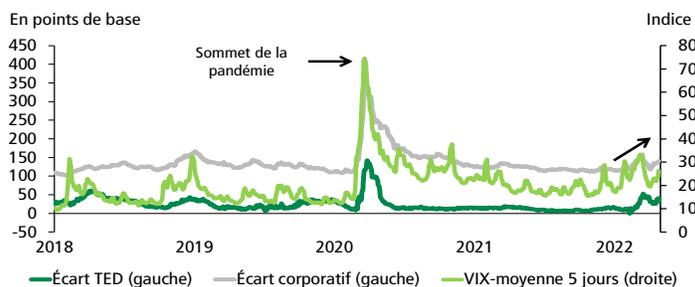
deux dernières années, et des rendements réels sur les marchés monétaires qui ont diminué au fur et à mesure que l'inflation a pris de l'ampleur, le coût d'opportunité réel a continué à diminuer. Considérant que les profits des entreprises suivent généralement l'augmentation du niveau des prix, les marchés boursiers sont demeurés très attrayants.

Un début d'année 2022 sur fond de guerre et de hausses de taux d'intérêt

Aux États-Unis, le recul des indices observé depuis le début de l'année est tout à fait logique lorsqu'on considère l'évolution du coût d'opportunité. Avant même que la crise ukrainienne n'arrive à l'avant-plan, entre le 31 décembre et le 11 février dernier, le S&P 500 et le NASDAQ ont reculé respectivement d'environ 7 % et 12 %. Une chute qui a reflété l'augmentation des taux, alors

que le taux sur les obligations américaines de 5 ans a gagné plus de 60 points de bases, et que le nombre de hausses du taux directeur anticipées a fortement augmenté. Le mouvement de recul des Bourses s'est poursuivi avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie, mais on a aussi observé une augmentation plus marquée de la volatilité et de certaines variables associées au stress financier (graphique 6). Les impacts de la guerre et des sanctions imposées à la Russie ont initialement été perçus par les investisseurs comme un risque pour les perspectives économiques et pour la stabilité du système financier mondial.

GRAPHIQUE 6
Plusieurs indicateurs pointent vers une augmentation du stress financier depuis le début de la guerre en Ukraine



TED : Treasury-EuroDollar rate écart entre les bons du Trésor US 3 mois et le taux interbancaire LIBOR
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La flambée des prix des hydrocarbures et de plusieurs autres matières premières vient aussi assombrir les perspectives de croissance économique, ce qui pourrait affecter négativement les profits des entreprises. Un tel contexte est généralement associé à un mouvement des capitaux vers les actifs plus sécuritaires comme les obligations gouvernementales, et c'est effectivement ce qui a été observé dans les premières semaines de la crise.

Les capitaux semblent n'avoir nulle part où aller, pour l'instant

Dans le contexte actuel, les effets de la guerre en Ukraine sur les rendements des classes d'actifs sont assez atypiques. Les perspectives de croissance économique se détériorent, mais la plupart des effets directs de la guerre et des sanctions favorisent l'inflation à court terme. Les nouveaux confinements contre la COVID-19 en Chine risquent aussi d'augmenter l'inflation en empirant les problèmes des chaînes d'approvisionnement. Et alors que les pressions sur les prix sont déjà fortes un peu partout dans le monde, les banques centrales semblent avoir atteint la limite de leur tolérance. Les plus récents messages des banquiers centraux, autant en Europe qu'aux États-Unis et au Canada, sont sans équivoque : les taux d'intérêt devront augmenter rapidement afin de limiter les pressions inflationnistes, et ce, même si les risques sont de plus en plus importants pour la croissance économique. Après la baisse initiale des taux obligataires qui a suivi l'invasion de l'Ukraine, les taux sont donc repartis fortement à la hausse. Normalement, les marchés

ENCADRÉ 1
Coût d'opportunité

Concept clé dans la compréhension de la valorisation des marchés boursiers et des autres classes d'actifs, le coût d'opportunité correspond au rendement potentiel auquel on doit renoncer lorsqu'on prend une décision d'investissement. Il peut se résumer par le meilleur rendement disponible parmi tous les autres investissements. Dans le cadre d'une décision d'investissement dans un environnement économique incertain, le rendement obtenu sur les marchés monétaires correspond au coût d'opportunité minimum auquel n'importe quel investissement doit être comparé. En d'autres mots, on a toujours la possibilité d'investir dans les marchés monétaires et d'obtenir les rendements dictés par le taux directeur fixé par la banque centrale, plutôt que d'investir dans un actif risqué. Un investissement risqué doit donc généralement offrir un rendement qui correspond au minimum à celui des marchés monétaires, en plus d'une prime de risque et d'une prime du terme. Le concept de coût d'opportunité est, entre autres, à la base de l'évaluation d'une action par les flux de trésorerie actualisés.

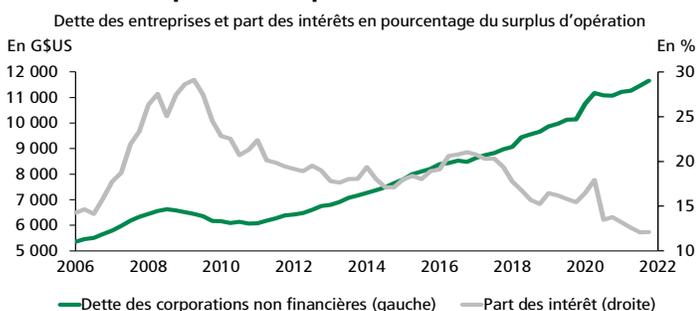
monétaires devraient offrir une porte de sortie en offrant des rendements faibles, mais stables, sur des actifs hautement liquides. Mais avec un taux d'inflation à plus de 8 % et des taux directeurs qui restent proches de leur niveau plancher aux États-Unis, les marchés monétaires offrent actuellement des rendements réels fortement négatifs. Même les valeurs refuges comme l'or et certains autres métaux précieux ne sont pas une option attrayante face à une hausse attendue des taux d'intérêt. Dans la balance, les marchés boursiers peuvent apparaître comme une bonne option à court terme, à condition que les bénéfices des entreprises continuent d'augmenter.

Les bénéfices pourront difficilement continuer de croître au même rythme

La croissance économique exceptionnelle qui a marqué la reprise postpandémique laissera place à une croissance plus modérée en 2022. Aux États-Unis, la hausse du PIB réel prévue pour l'année est de 3 %, contre un accroissement de 5,7 % en 2021. L'inflation restera élevée, ce qui pourrait continuer d'alimenter la croissance des revenus des entreprises, mais son effet sur les profits pourrait être beaucoup plus limité que par le passé. Jusqu'à présent, la forte demande émanant des consommateurs a permis aux entreprises d'augmenter aisément leurs prix afin de refléter la hausse du coût des intrants. La demande risque cependant de se modérer. Après deux années de forte augmentation du revenu personnel disponible, appuyée par d'importants programmes d'aide gouvernementaux, des diminutions sont attendues. La confiance des consommateurs a aussi subi les contrecoups de la crise ukrainienne et elle restera plus faible sous l'effet de l'inflation et des hausses de taux d'intérêt. La hausse des taux d'intérêt aura aussi un effet plus direct sur les profits des entreprises. Malgré une augmentation importante de l'endettement corporatif en 2020, la baisse des taux d'intérêt a diminué le poids des paiements d'intérêts dans les dépenses des entreprises (graphique 7). Cette dynamique devrait cependant s'inverser rapidement en 2022, ce qui pourrait pénaliser davantage les profits.

GRAPHIQUE 7

Malgré la hausse de l'endettement des entreprises américaines, les intérêts ont perdu de l'importance



Sources : Federal Reserve Board, Datastream et Desjardins, Études économiques

ENCADRÉ 2

La Bourse canadienne pourrait mieux faire

À la différence des marchés américains, les marchés boursiers canadiens ont relativement bien performé depuis le début de l'année. Il faut dire que les titres du S&P/TSX partent d'un niveau de valorisation qui semble beaucoup plus raisonnable, ce qui les rend en partie moins sensibles aux augmentations de taux d'intérêt. Le ratio cours-bénéfice moyen prévu du S&P/TSX se situait à environ 15 % à la fin de l'année 2021, ce sont cependant surtout les hausses des prix du pétrole et des autres matières premières qui ont favorisé l'indice canadien. Juste de reculer vers la fin avril, l'indice affichait un gain annuel de 3,8 %, mais les contributions des secteurs de l'énergie et des matériaux atteignaient respectivement 4.6 et 2.8 points de pourcentage. C'est donc dire que, sans ces deux secteurs, le S&P/TSX aurait affiché un recul de 3,6 %. Même si la situation géopolitique reste très tendue, les prix des matières premières et de l'énergie devraient se modérer d'ici la fin de l'année. Ces secteurs pourraient donc afficher une croissance plus faible, voire négative à partir de maintenant. Le secteur financier, qui représente autour de 30 % de l'indice total, sera aussi à surveiller. Un environnement de taux d'intérêt élevé est généralement favorable aux bénéfices du secteur bancaire, mais des hausses rapides des taux peuvent augmenter les risques sur le système financier. L'économie canadienne est particulièrement sensible aux taux d'intérêt, avec un niveau d'endettement hypothécaire élevé et un marché de l'habitation plus vulnérable qu'ailleurs. Une correction sur le marché de l'habitation est un risque qui pourrait heurter les profits des grandes banques canadiennes.

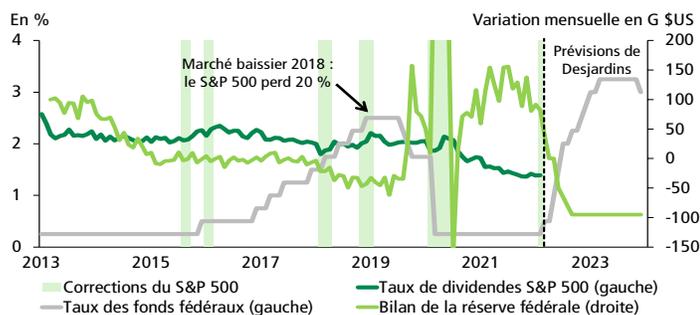
Même une forte hausse des bénéfices justifierait difficilement les valorisations actuelles des indices boursiers

Si la croissance des bénéfices reste incertaine, une chose apparaît de plus en plus claire : les taux d'intérêt de court terme seront nettement plus élevés à la fin de l'année 2022 qu'aujourd'hui. Les banques centrales canadienne et américaine réduiront aussi la taille de leurs bilans, effectuant ainsi un resserrement quantitatif, qui diminuera les liquidités disponibles dans le système financier. Les effets de ces mesures sur les valorisations boursières sont sans équivoque. Les hausses de taux directeurs rendront les rendements des marchés monétaires plus attrayants en augmentant le coût d'opportunité de détenir des titres plus risqués. La réduction des bilans des banques centrales pourrait aussi avoir un effet direct sur les Bourses. Alors que les banques centrales réduiront leur empreinte sur les marchés obligataires, les investisseurs privés devront prendre le relais. Si ces derniers s'y refusent, les taux obligataires de long terme augmenteront, ce qui affectera les perspectives de profits et les valorisations. Si, au contraire, les investisseurs prennent le relais des banques centrales, ils devront le faire en réallouant une part de leur portefeuille vers les obligations. Avec des rendements

en hausse sur les marchés monétaires et pour les titres liquides, les portefeuilles d'actions risquent de faire les frais de cette réallocation.

GRAPHIQUE 8

Les Bourses sont à risque dans les périodes de resserrement monétaire



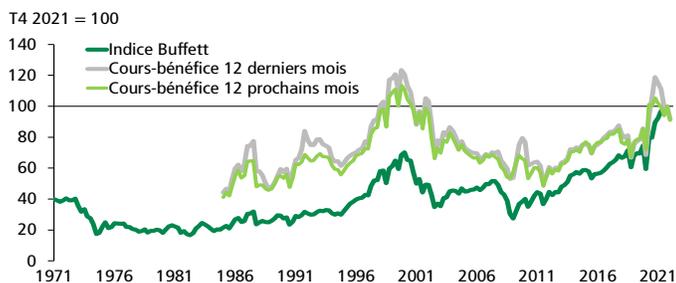
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Il est intéressant de constater que, lors du dernier cycle de resserrement monétaire en 2017 et en 2018, le S&P 500 est entré dans un marché baissier pendant la période où le taux des fonds fédéraux est devenu plus élevé que le taux de dividendes moyen (graphique 8). En parallèle, la Réserve fédérale réduisait la taille de son bilan. La fin de la correction avait d'ailleurs concidé avec le changement de ton adopté par le président de la Réserve fédérale vers la fin de 2018. Un peu comme c'est le cas actuellement, les titres américains avaient atteint des niveaux de valorisation élevés dans l'intervalle précédant le resserrement monétaire. Mais le ratio cours-bénéfice moyen du S&P 500 est encore plus élevé aujourd'hui. Il reste à un niveau inégalé depuis l'éclatement de la bulle technologique au tournant de l'an 2000. Si on regarde de manière plus large, la capitalisation totale de l'ensemble des titres boursiers américains en proportion du PIB, un indice privilégié par Warren Buffett pour évaluer la valorisation, a récemment atteint son sommet de tous les temps (graphique 9).

GRAPHIQUE 9

Les Bourses américaines restent à des niveaux de valorisation historiquement élevés

États-Unis : cours-bénéfice du S&P 500 et indice Buffett*



Capitalisation totale des marchés boursiers / PIB nominal

Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

En conclusion, la volatilité est là pour rester

Même dans un scénario optimiste, où la guerre en Ukraine et les confinements en Chine trouvaient des résolutions rapides, la volatilité pourrait rester présente sur les marchés financiers ou encore faire un retour plus tard dans l'année. Au-delà des bouleversements et de l'incertitude qui affecte l'horizon de court terme, une chose semble relativement certaine : les taux d'intérêt devront augmenter pour limiter les pressions inflationnistes. S'il est vrai que les marchés boursiers peuvent offrir une certaine protection contre l'inflation, cette protection disparaît quand l'inflation est accompagnée de hausses rapides de taux d'intérêt. Et l'effet négatif des taux d'intérêt est encore plus important lorsque les valorisations sont élevées. Notre cible pour les marchés boursiers américains place le niveau de fin d'année 2022 en dessous du niveau de l'année précédente, et notre scénario repose sur une croissance plus faible, mais positive, des bénéfices ainsi qu'un taux des fonds fédéraux aux alentours de 3 % aux États-Unis à la fin de l'année. L'inflation devra aussi se modérer malgré une bonne progression du PIB, pour qu'un tel scénario se réalise. Même dans notre scénario de base, une nouvelle correction du S&P 500 reste une possibilité. Si les choses devaient se détériorer, une correction (ou même un marché baissier), soit une perte de plus de 20 % de l'indice, serait probable. Les titres canadiens sont en meilleure position pour offrir des rendements positifs sur l'année, mais ils sont aussi à risque alors que plus de volatilité sur les marchés américains pourrait aussi nuire à l'indice canadien.