

Un certain optimisme semble toujours approprié en ce qui concerne les Bourses nord-américaines

Il y a quelques années, nous avons tenté de prévoir les rendements pour les principales classes d'actifs sur la période 2013-2022. La Bourse américaine a fortement dépassé nos attentes depuis en enregistrant une progression annuelle de plus de 15 %, malgré une évolution peu favorable des profits. Les dernières années ont été plus difficiles pour la Bourse canadienne, durement frappée par la baisse des prix des matières premières. Alors que les pires effets du choc pétrolier semblent derrière nous et que les ratios cours/bénéfice pourraient demeurer relativement élevés, les Bourses nord-américaines semblent toujours en mesure d'offrir un rendement intéressant à moyen terme, surtout si on le compare aux faibles perspectives pour le marché obligataire. Les investisseurs doivent cependant être conscients que les Bourses risquent encore de connaître des périodes plus difficiles, entre autres, lorsque les banques centrales normaliseront leur politique monétaire ou lorsque la longue période d'expansion de l'économie américaine prendra fin.

LES RENDEMENTS ONT-ILS ÉTÉ PROCHES DE NOS ATTENTES?

À l'automne 2013, nous avons publié une étude sur les rendements historiques des grandes classes d'actifs et sur les perspectives pour les dix prochaines années¹. Nos principales conclusions étaient qu'après un début de millénaire très difficile, les Bourses nord-américaines semblaient bien positionnées pour offrir un rendement moyen intéressant d'environ 7,5 % par année. À l'inverse, après 30 ans de performance remarquable, le marché obligataire semblait condamné à afficher un rendement beaucoup plus limité.

Sans refaire l'exercice au complet, il nous paraît intéressant de comparer la performance des classes d'actifs sur la sous-période 2013-2015 à nos prévisions et de s'interroger sur la pertinence de revoir nos hypothèses de rendement pour les prochaines années.

LA BOURSE AMÉRICAINE A CONTINUÉ DE VOLER LA VEDETTE

La performance de la Bourse américaine a été particulièrement bonne au cours des dernières années alors que le rebond

amorcé en 2009 s'est poursuivi. En tenant compte des dividendes, le S&P 500 a ainsi procuré un rendement annuel moyen de 15,8 % de 2013 à 2015 (tableau 1 à la page 2). Cette performance a été gonflée par un rendement de plus de 30 % en 2013 alors que la hausse n'a été que de 1,4 % l'an dernier. Comme prévu, les forts gains du marché obligataire américain ont fait place à un rendement beaucoup plus limité alors que l'indice obligataire Barclays U.S. Universal n'a procuré qu'un rendement annuel de 1,55 %.

La situation a été différente au Canada alors que la chute des prix des matières premières a fait fortement reculer l'indice S&P/TSX en 2015 et a incité la Banque du Canada à abaisser davantage ses taux directeurs. Incluant les dividendes, le rendement annuel de la Bourse canadienne a tout de même été de 5,1 % de 2013 à 2015, un résultat dépassant légèrement le rendement de 3,7 % obtenu sur le marché obligataire canadien.

Un investisseur qui possédait un portefeuille composé de 15 % d'actions américaines, de 35 % d'actions canadiennes, de 45 % d'obligations canadiennes et de 5 % de bons du Trésor canadiens de trois mois aurait ainsi enregistré un rendement annuel moyen de 5,86 % sur la période 2013-2015. Ce résultat est très proche de notre prévision initiale d'un rendement moyen de 5,40 % pour la période allant de 2013 à 2022. La Bourse américaine a toutefois progressé

¹ Desjardins, Études économiques, *Point de vue économique*, « Rendement des grandes classes d'actifs à long terme – Après une décennie perdue, la Bourse semble offrir de meilleures possibilités », 25 septembre 2013, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/actualites/point_vue_economique/pv130925.pdf.

Tableau 1 Hypothèses et prévisions de rendement

| Croissance annuelle moyenne en % | Prévisions originales pour 2013-2022 | | Résultats pour 2013-2015 | | Nouvelles prévisions pour 2016-2022 | |
|----------------------------------|--------------------------------------|--------|--------------------------|---------|-------------------------------------|--------|
| | États-Unis | Canada | États-Unis | Canada | États-Unis | Canada |
| Principales hypothèses | | | | | | |
| PIB nominal | 4,75 | 4,00 | 3,57 | 2,91 | 3,75 | 3,40 |
| Profits | 4,75 | 4,25 | 0,84 | (12,16) | 7,00 | 14,00 |
| Ratio cours/bénéfices* | 16 | 15 | 24 | 36 | 20 | 20 |
| Dividendes | 2,75 | 3,25 | 2,40 | 3,11 | 2,50 | 3,00 |
| Taux dix ans* | 5,00 | 5,00 | 2,27 | 1,40 | 2,75 | 2,25 |
| Résultats | | | | | | |
| Bourses | 7,50 | 7,50 | 15,82 | 5,08 | 7,00 | 8,00 |
| Obligations | 3,00 | 3,25 | 1,55 | 3,71 | 2,75 | 2,25 |
| Portefeuille canadien** | --- | 5,40 | --- | 5,86 | --- | 5,00 |

* En fin de période; ** 15 % d'actions américaines, 35 % d'actions canadiennes, 45 % d'obligations canadiennes et 5 % de bons du Trésor canadiens de trois mois.
Source : Desjardins, Études économiques

deux fois plus vite qu'anticipé, compensant ainsi les difficultés de la Bourse canadienne. Notons qu'une fois ramenée en dollars canadiens, la performance de la Bourse américaine est encore plus impressionnante avec une progression annuelle moyenne de 25 % de 2013 à 2015.

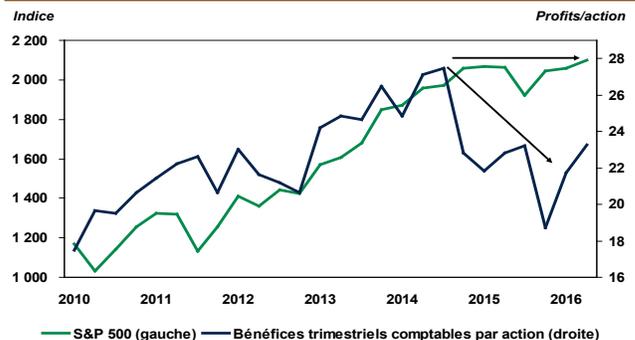
LA POUSSÉE DU MARCHÉ AMÉRICAIN NE S'EST PAS APPUYÉE SUR LES PROFITS

On peut décomposer la croissance d'un indice boursier entre la progression des profits des entreprises qui le composent et la variation de l'évaluation de cet indice, soit l'évolution du ratio cours/bénéfice.

Force est de constater que l'excellente performance de la Bourse américaine de 2013 à 2015 ne s'explique pas par l'évolution des profits. Après une forte progression qui les a amenés à un sommet historique au troisième trimestre de 2014, les bénéfices par action du S&P 500 ont diminué de plus de 30 % pour terminer l'année 2015 très près du niveau observé à la fin de 2012 (graphique 1).

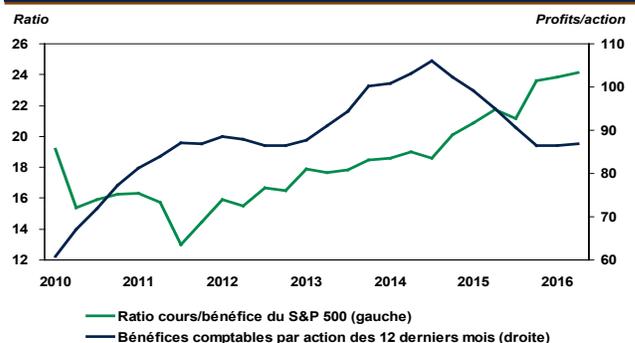
Par conséquent, l'excellente performance de la Bourse américaine depuis la fin de 2012 s'explique essentiellement par une expansion des ratios cours/bénéfice. Le ratio basé sur les bénéfices des 12 derniers mois est ainsi passé de 16,5 à la fin de 2012, un niveau relativement normal d'un point de vue historique, à 23,6 à la fin de 2015 (graphique 2). Une expansion aussi rapide des ratios cours/bénéfice a de quoi soulever certaines inquiétudes pour les investisseurs.

Graphique 1 Le S&P 500 et les profits ont fortement augmenté jusqu'en 2014, mais une divergence est apparue depuis...



Sources : S&P Dow Jones Indices, Datastream et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 ... entraînant une hausse notable des ratios cours/bénéfice

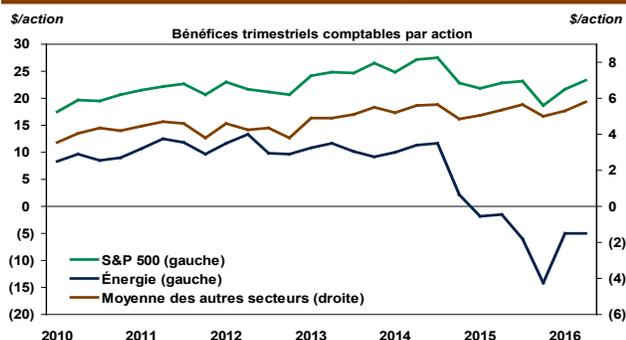


Sources : S&P Dow Jones Indices, Datastream et Desjardins, Études économiques

LA BAISSÉ DES PROFITS SEMBLE TERMINÉE

L'évolution des profits est déterminante pour la performance du marché boursier à moyen terme. Il serait donc difficile de demeurer optimiste pour cette classe d'actifs si l'on pensait que la récente tendance baissière des bénéfices se poursuivrait. La stagnation des profits depuis la fin de 2012 s'explique toutefois en bonne partie par les difficultés du secteur énergétique, lequel a dû composer avec une chute spectaculaire des cours pétroliers depuis la mi-2014. Les bénéfices par action du secteur de l'énergie du S&P 500 sont ainsi passés de 9,59 \$ à la fin de 2012 à une perte de 14,21 \$ à la fin de 2015. À l'inverse, un indice représentant une moyenne non pondérée des bénéfices par action des autres secteurs affiche une croissance de 32 % sur la même période (graphique 3).

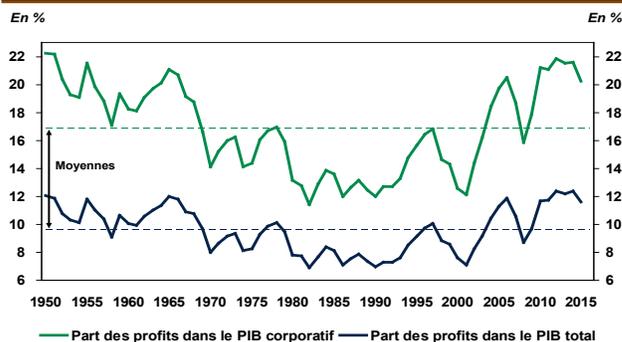
Graphique 3 La baisse des profits provient essentiellement du secteur de l'énergie



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Au-delà des difficultés du secteur énergétique, on note toutefois aussi un certain ralentissement de la croissance des profits des autres secteurs. La force du dollar américain a certainement contribué aux difficultés de certains secteurs, dont celui de la fabrication. Au-delà de cet effet lié à la devise, un ralentissement de la progression des bénéfices n'est pas surprenant. La poussée des profits après 2009 avait fait bondir les marges de profit et la part des profits dans le PIB à des niveaux très élevés (graphique 4). Pour cette raison, nous anticipons déjà dans notre étude de 2013 que la progression des profits ralentirait pour se rapprocher de celle du PIB. Les signes d'accélération des salaires aux États-Unis sont des raisons supplémentaires de miser sur une progression assez limitée des bénéfices. Il nous paraît ainsi toujours raisonnable de miser sur une progression des profits similaire à celle du PIB nominal, une fois que les effets causés par l'effondrement des cours pétroliers seront derrière nous.

Graphique 4 La part des profits dans le PIB américain demeure élevée



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

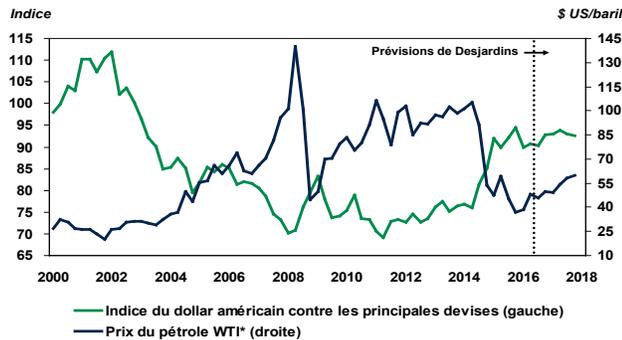
FAUT-IL CRAINDRE UNE CHUTE DES RATIOS COURS/BÉNÉFICE?

Lors de notre analyse de 2013, nous avons fait l'hypothèse que les ratios cours/bénéfice demeureraient stables, soit aux environs de 16 pour le S&P 500. Finalement, ils ont bondi au cours des dernières années pour atteindre des niveaux relativement élevés. Une rechute des ratios cours/bénéfice affecterait fortement la performance du marché boursier. Cela représente certainement un des principaux risques pour les Bourses. Par exemple, si le ratio basé sur les bénéfices passés avait terminé l'année 2015 à 16 plutôt qu'à 24, le niveau du S&P 500 aurait été de seulement 1 384 plutôt que de 2 044.

Il y a cependant de bonnes raisons de ne pas être trop inquiet du fait que ce ratio soit actuellement relativement élevé. En premier lieu, une hausse des ratios basés sur les bénéfices passés est tout à fait justifiée après une baisse temporaire des bénéfices, si l'on prévoit qu'une remontée sera enregistrée par la suite. Alors que les importants surplus sur le marché mondial du pétrole semblent avoir fait place à un marché équilibré, les cours pétroliers ont remonté significativement au cours des derniers mois et nous prévoyons qu'ils retourneront aux environs de 65 \$ US le baril dans quelques années. Ce rebond des prix, combiné aux importants gains de productivité, devrait se traduire par une remontée significative des profits dans le secteur énergétique américain. L'évolution du dollar américain s'annonce aussi moins défavorable pour les profits des entreprises américaines au cours des prochains trimestres (graphique 5 à la page 4).

Dans ce contexte, on a déjà observé une remontée des profits des entreprises du S&P 500 depuis le commencement de 2016, et les analystes prévoient que cette tendance

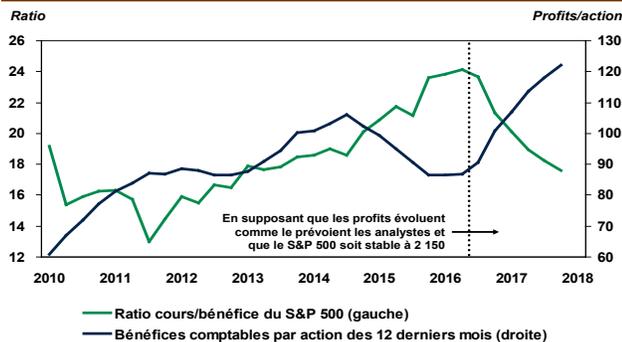
Graphique 5 L'évolution des cours pétroliers et du dollar américain s'annonce plus favorable



* West Texas Intermediate.
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

s'accéléra au cours des prochains mois pour ramener les profits à un nouveau sommet trimestriel à la fin de l'année (graphique 6). La hausse des profits prévue par les analystes suffirait à ramener le ratio cours/bénéfice aux environs de 21 à la fin de 2016 et de 18 à la fin de 2017. Ces prévisions de profits nous paraissent un peu trop optimistes, mais il nous semble correct de miser sur une remontée importante des profits au cours des prochains trimestres alors que les effets des chocs temporaires qui les ont fait reculer depuis la mi-2014 se dissiperont progressivement. Par la suite, la croissance des profits devrait être en ligne avec celle de l'activité économique.

Graphique 6 Si les profits rebondissent comme l'anticipent les analystes, les ratios cours/bénéfice rebaisseront rapidement



Sources : S&P Dow Jones Indices, Datastream et Desjardins, Études économiques

LE MAINTIEN DE FAIBLES TAUX OBLIGATAIRES EST FAVORABLE POUR LES BOURSES

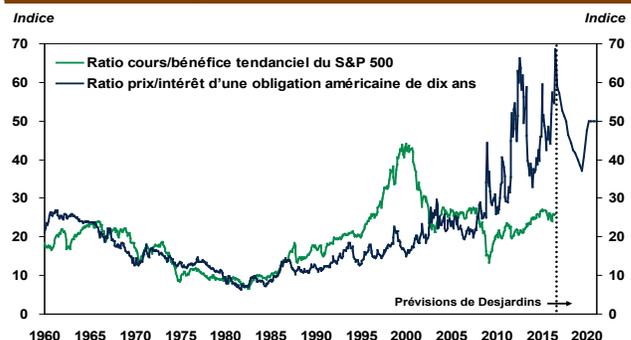
Lors de la publication de notre étude sur les rendements en 2013, nous supposions que les taux obligataires nord-américains remonteraient graduellement au cours des prochaines années pour revenir éventuellement près de leur moyenne historique, soit environ 5 % pour les taux fédéraux de dix ans. En fin de compte, les taux américains sont plutôt demeurés relativement stables jusqu'à maintenant, aux environs de 2 % pour l'obligation fédérale de dix ans,

alors que les taux canadiens sont descendus à de nouveaux creux. Cela a permis au marché obligataire canadien d'enregistrer un rendement légèrement plus élevé que ce que nous anticipions. Le problème pour le marché obligataire est que si une baisse de taux est positive pour le rendement à court terme, elle réduit le potentiel de rendement futur. Le rendement du marché obligataire sur une longue période reflète ainsi essentiellement le taux obligataire au commencement de cette période et non l'évolution subséquente des taux.

Étant donné les mesures très agressives mises en place par plusieurs banques centrales et le fait que les agents économiques semblent de moins en moins en mesure de faire face à une augmentation importante des taux d'intérêt, nous avons significativement revu à la baisse nos prévisions concernant les taux obligataires. Une remontée graduelle est toujours attendue, mais les taux de dix ans nord-américains devraient plafonner à moins de 3 % à moyen terme.

Les taux obligataires demeureront ainsi très bas d'un point de vue historique, ce qui revient à dire que le marché obligataire demeurera cher. Le ratio prix/intérêt d'une obligation américaine de dix ans, qui est un peu l'équivalent du ratio cours/bénéfice pour les actions, devrait ainsi demeurer au-dessus de 30 à moyen terme, comparativement à une moyenne historique s'approchant davantage de 20 (graphique 7). Les bas taux d'intérêt laissent aussi entrevoir que les prix d'autres actifs demeureront relativement élevés, par exemple dans le domaine de l'immobilier. Dans un monde de taux d'intérêt très faibles, il est normal que tous les actifs offrant une forme de revenu soient relativement chers. Cette réalité laisse entrevoir que les ratios cours/bénéfice pourraient aussi demeurer au-dessus de leur moyenne historique à moyen terme. Plutôt de prévoir que le ratio basé sur les bénéfices passés sera à 16 à moyen terme, il nous semble maintenant approprié de miser sur un ratio de 20.

Graphique 7 Dans un monde de taux d'intérêt très faibles, il serait normal que les ratios cours/bénéfice restent élevés



Sources : Global Financial Data, Robert Shiller, Datastream et Desjardins, Études économiques

LES PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES POURRAIENT ÊTRE LÉGÈREMENT MOINS FAVORABLES

L'économie mondiale a continué d'enregistrer des performances mitigées au cours des dernières années et la chute des cours pétroliers a fait évoluer l'inflation en dessous des niveaux ciblés par les banques centrales. La progression moyenne du PIB nominal de 2013 à 2015 n'a ainsi été que de 3,6 % aux États-Unis et de 2,9 % au Canada, alors que dans nos précédentes études nous prévoyions des progressions moyennes respectives de 4,75 % et 4,00 %. Cette croissance légèrement décevante a contribué à la progression limitée des profits des entreprises. Étant donné l'avancement du cycle économique, nous misons maintenant sur une progression de 3,75 % du PIB nominal américain et de 3,40 % du PIB nominal canadien d'ici 2022.

LES PERSPECTIVES DE RENDEMENT N'ONT PAS BEAUCOUP CHANGÉ

Il est tout à fait normal que les rendements des classes d'actifs dévient temporairement de leur tendance de moyen terme. Cela est particulièrement vrai lorsqu'un choc important survient, à l'exemple de la correction récente des cours pétroliers. Au-delà des effets de ce choc, qui pourraient encore se faire sentir un certain temps, les perspectives de rendement à moyen terme des principales classes d'actifs n'ont pas beaucoup changé par rapport aux conclusions de notre étude de 2013 (tableau 1 à la page 2).

En particulier, nous demeurons convaincus que les Bourses nord-américaines offrent de meilleures perspectives de rendement que le marché obligataire. Le maintien de taux d'intérêt très faibles à moyen terme pourrait même justifier des ratios cours/bénéfice plus élevés que ce que nous anticipions précédemment. Malgré la surperformance des dernières années, nous misons ainsi toujours sur un rendement annuel intéressant d'environ 7 % pour la Bourse américaine d'ici 2022.

Les perspectives plus faibles pour les cours pétroliers pourraient avoir un effet à plus long terme sur la Bourse canadienne alors que la rentabilité du secteur des sables bitumineux risque de demeurer significativement plus faible de façon permanente. Dans ce contexte, il semble que le S&P\TSX peinera à atteindre à la fin de 2022 les niveaux que laissait présager notre étude de 2013. Après la baisse de 2015, les perspectives de rendement pour le S&P\TSX sont toutefois assez bonnes pour les prochaines années. La remontée des prix des matières premières a ainsi déjà entraîné une progression de plus de 10 % de la Bourse canadienne depuis le commencement de 2016 et un certain rattrapage devrait continuer d'être enregistré au cours des prochaines années alors que les cours pétroliers poursuivront graduellement leur remontée. Pour l'ensemble de la

période 2016-2022, nous prévoyons ainsi un rendement de 8 % du S&P\TSX, incluant les dividendes.

Étant donné la baisse supplémentaire des taux d'intérêt depuis la fin de 2012, les perspectives de rendement du marché obligataire canadien paraissent encore plus faibles sur la période 2016-2022, soit une progression annuelle de 2,25 % pour l'indice universel FTSE TMX.

LA FIN DU CYCLE D'EXPANSION ÉCONOMIQUE POURRAIT LIMITER LES RENDEMENTS

Dans l'ensemble, les perspectives à moyen terme demeurent donc assez favorables pour les Bourses. Comme nous l'avons vu au Canada depuis la mi-2014, certains événements pourraient toutefois entraîner des périodes plus difficiles sur les marchés. La faiblesse des taux d'intérêt est un facteur très favorable pour les Bourses. Tout signe que les banques centrales, en particulier la Réserve fédérale (Fed) aux États-Unis, pourraient resserrer leur politique monétaire plus rapidement que prévu, et ainsi faire remonter les taux d'intérêt, risque ainsi d'entraîner un recul temporaire des marchés. La nervosité des investisseurs à l'approche de la réunion de septembre de la Fed a bien illustré ce phénomène. Nos scénarios de rendement supposent toutefois déjà une remontée graduelle, quoique limitée, des taux d'intérêt.

Un autre événement à surveiller pour les investisseurs est certainement la possible fin du cycle d'expansion aux États-Unis d'ici quelques années. La relance de l'économie américaine après la dernière récession n'a pas été spectaculaire, mais elle dure déjà depuis environ sept ans. Depuis 1945, les périodes d'expansion ont en moyenne duré un peu moins de cinq ans, selon le National Bureau of Economic Research (NBER). Il paraît donc probable que l'économie américaine connaîtra une récession d'ici 2022, quoique pour le moment rien n'annonce la fin du cycle. Une récession américaine risquerait d'entraîner un recul des profits et des indices boursiers pour quelques années. Les investisseurs ayant un horizon de placement assez limité pourraient ainsi gagner à réduire leur exposition aux marchés boursiers lorsqu'une récession américaine semblera approcher. Il est toutefois très difficile d'ajuster un portefeuille au bon moment. Les investisseurs ayant un long horizon de placement et ne désirant pas prendre des positionnements tactiques feraient mieux, à notre avis, d'accepter ce risque d'une baisse temporaire des Bourses en misant sur le rebond qui survient habituellement après une récession.

Mathieu D'Anjou, CFA
Économiste principal