

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Un taux de 10 ans à un peu plus de 3 % ne serait pas catastrophique pour la Bourse américaine

GAGNANT DU TITRE DU MEILLEUR PRÉVISIONNISTE - CANADA



Les craintes d'une accélération de l'inflation et une hausse des taux obligataires ont récemment entraîné une correction de plus de 10 % de plusieurs importantes places boursières. Certains pensent que le passage du taux de 10 ans américain au-dessus de 3 % entraînera la fin du marché haussier du S&P 500. Ces craintes semblent exagérées alors qu'il faudrait une augmentation bien plus marquée des taux obligataires pour inciter les investisseurs à abandonner les Bourses, surtout dans un contexte où les perspectives de croissance des bénéfices sont excellentes.

Une correction boursière qui n'a surpris personne

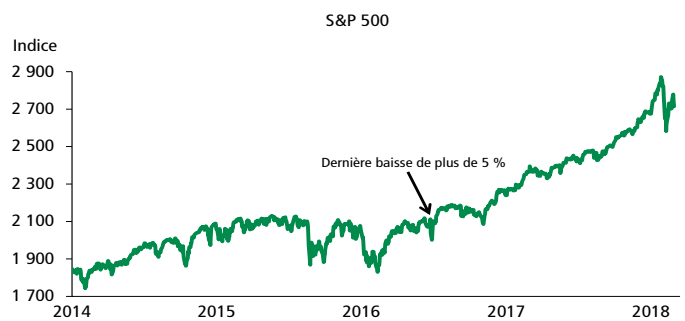
L'année 2017 a encore une fois été excellente pour les places boursières américaines alors que l'indice S&P 500 a bondi de près de 20 % et que le Dow Jones et le Nasdaq ont fait encore mieux. Loin de se calmer, la poussée des indices américains s'est accélérée au commencement de 2018. Profitant de la mise en place d'une importante réforme fiscale, le S&P 500 a bondi de plus de 7 % en l'espace de quelques semaines pour établir un nouveau sommet de 2 873 points le 26 janvier. À ce moment, le marché haussier américain affichait un gain de 325 % depuis son creux de mars 2009.

Une chute boursière de 20 %, qui signifierait la fin du marché haussier, est un événement rare. Il est toutefois habituel d'observer des reculs de 5 % ou plus des indices étant donné la volatilité inhérente des marchés boursiers. Celle-ci était pratiquement disparue au cours des derniers trimestres alors que le S&P 500 n'avait connu aucun recul significatif depuis la mi-2016 (graphique 1). De plus en plus d'observateurs jugeaient que cette progression en ligne droite des marchés américains ne pouvait plus durer très longtemps, quoiqu'il soit toujours difficile de prévoir le moment exact d'un retournement de tendance.

Ce retournement a finalement eu lieu au tout début du mois de février alors qu'une accélération des salaires aux États-Unis a soudainement ramené des craintes d'inflation et fait bondir les taux obligataires. Il s'en est suivi d'une chute rapide des places boursières partout sur la planète et d'une poussée spectaculaire de la volatilité. Après être descendu à un creux historique, l'indice VIX, qui mesure la volatilité implicite du S&P 500, a

GRAPHIQUE 1

La Bourse américaine était mûre pour une correction



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

littéralement explosé pour atteindre un niveau rarement vu depuis la crise financière de 2008 (graphique 2 à la page 2). Il est toutefois rapidement apparu que cette poussée du VIX avait été amplifiée par des facteurs techniques, dont l'effondrement de certains produits utilisés pour miser sur une diminution de la volatilité.

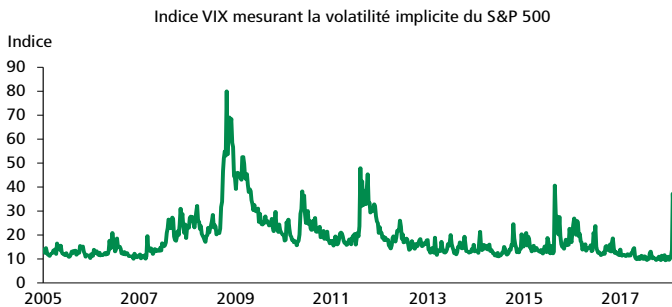
La remontée des taux obligataires annonce-t-elle la fin de la poussée de la Bourse américaine?

Après une semaine très difficile qui a fait chuter les principaux indices boursiers de plus de 10 %, soit en territoire de correction, les marchés se sont calmés. Le VIX est redescendu aux environs de 20 et la plupart des indices, dont le S&P 500, ont effacé une partie significative de leur perte. Malgré cela, on sent que plusieurs investisseurs demeurent préoccupés par

François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste principal

Desjardins, Études économiques : 514-281-2336 ou 1 866-866-7000, poste 5552336 • desjardins.economie@desjardins.com • desjardins.com/economie

NOTE AUX LECTEURS : Pour respecter l'usage recommandé par l'Office québécois de la langue française, nous employons dans les textes et les tableaux les symboles k, M et G pour désigner respectivement les milliers, les millions et les milliards. MISE EN GARDE : Ce document s'appuie sur des informations publiques, obtenues de sources jugées fiables. Le Mouvement des caisses Desjardins ne garantit d'aucune manière que ces informations sont exactes ou complètes. Ce document est communiqué à titre informatif uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente. En aucun cas, il ne peut être considéré comme un engagement du Mouvement des caisses Desjardins et celui-ci n'est pas responsable des conséquences d'une quelconque décision prise à partir des renseignements contenus dans le présent document. Les prix et les taux présentés sont indicatifs seulement parce qu'ils peuvent varier en tout temps, en fonction des conditions de marchés. Les rendements passés ne garantissent pas les performances futures, et les Études économiques du Mouvement des caisses Desjardins n'assument aucune prestation de conseil en matière d'investissement. Les opinions et les prévisions figurant dans le document sont, sauf indication contraire, celles des auteurs et ne représentent pas la position officielle du Mouvement des caisses Desjardins. Copyright © 2018, Mouvement des caisses Desjardins. Tous droits réservés.

GRAPHIQUE 2
La flambée de la volatilité a été spectaculaire sur les marchés boursiers


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

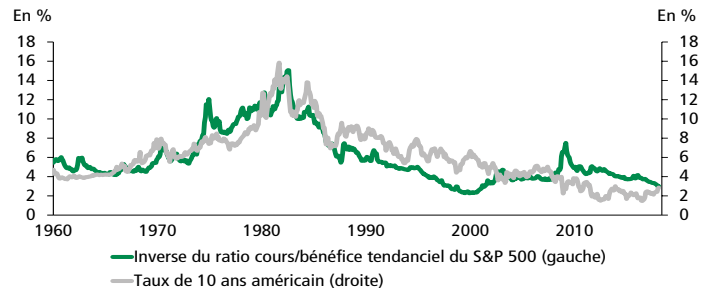
les effets négatifs qu'une augmentation des taux obligataires pourrait avoir sur les places boursières. Avant même la récente correction, certains observateurs avançaient que le passage du taux obligataire américain de 10 ans au-dessus de 3 % pourrait signaler la fin du marché haussier.

Ce niveau de 3 % est maintenant pratiquement atteint et une certaine tendance haussière des taux obligataires est à prévoir au cours des prochains mois, comme nous le notions dans notre dernière édition de la [Courbe de rendement](#). Dans ce contexte, les investisseurs doivent-ils se préparer à l'amorce imminente d'un marché baissier aux États-Unis?

Les obligations comme concurrentes des Bourses

Il n'y a aucun doute que l'extrême faiblesse des taux d'intérêt dans les pays avancés a contribué à l'excellente performance des marchés boursiers au cours des dernières années. Une première raison est que les actions et les obligations représentent les deux plus importantes classes d'actifs offertes aux investisseurs. Plusieurs autres actifs financiers sont disponibles, dont l'encaisse, les matières premières et les placements privés, mais une des principales questions que se pose régulièrement la grande majorité des investisseurs est : est-ce un bon moment pour surpondérer les actions par rapport aux obligations?

Le marché obligataire et le marché des actions peuvent ainsi être vus en concurrence pour attirer les investisseurs. Toutes choses étant égales, si les perspectives de rendement du marché obligataire s'améliorent beaucoup, les investisseurs risquent de vendre une partie de leurs actions pour acheter davantage d'obligations. Dans une vision de moyen terme, le taux de rendement à maturité représente la meilleure estimation du rendement future d'un titre obligataire. La relation entre le rendement exigé sur les Bourses et les obligations est illustrée par le modèle de la Fed. Il montre la forte corrélation entre le taux de 10 ans américain et l'inverse du ratio cours/bénéfice du S&P 500 (graphique 3). Selon cette relation, la chute spectaculaire des taux obligataires au cours des dernières années justifiait une hausse significative des ratios cours/bénéfice, reflétant une baisse

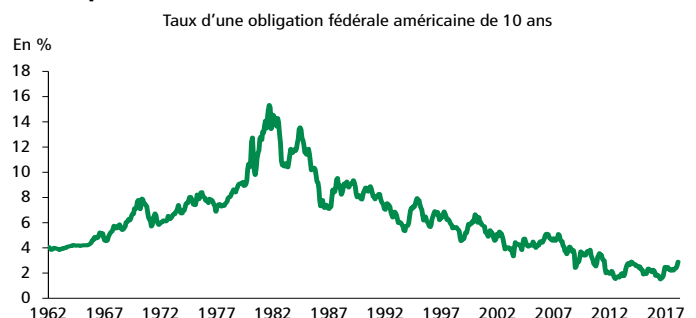
GRAPHIQUE 3
Le rendement offert sur les obligations s'est rapproché de celui de la Bourse américaine


Sources : Robert J. Shiller, Yale University, Datastream et Desjardins, Études économiques

générale des exigences de rendement envers l'ensemble des actifs financiers.

Il est donc normal que l'amorce d'une tendance haussière plus claire sur les taux obligataires soulève certaines inquiétudes. Au minimum, cette nouvelle tendance laisse entrevoir qu'il ne faut plus compter sur le marché obligataire pour justifier une progression continue des ratios cours/bénéfice des Bourses. On peut toutefois douter que l'augmentation récente des taux sera suffisante pour inciter les investisseurs à abandonner en masse les places boursières américaines. Un taux de 3 % sur les obligations de 10 ans demeure extrêmement faible. Par exemple, une série mensuelle sur le taux fédéral américain de 10 ans débutant en 1962 montre que seulement 88 mois sur 674 affichent un taux de moins de 3 % (graphique 4), alors que la moyenne et la médiane de la série sont plutôt aux environs de 6 %. Aucun mois avec une moyenne de moins de 3 % n'est observé avant la crise financière de 2008. Même après l'augmentation récente, les taux obligataires demeurent ainsi très faibles et n'offrent qu'une espérance de rendement modeste aux investisseurs.

D'un point de vue tactique, plusieurs investisseurs risquent également de juger que l'amorce d'une tendance haussière sur

GRAPHIQUE 4
Les taux obligataires demeurent très bas d'un point de vue historique


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

les taux obligataires ne représente pas un bon moment pour surpondérer le marché obligataire. Si la normalisation des taux se poursuit, le rendement du marché obligataire pourrait bien être négatif au cours des prochains trimestres.

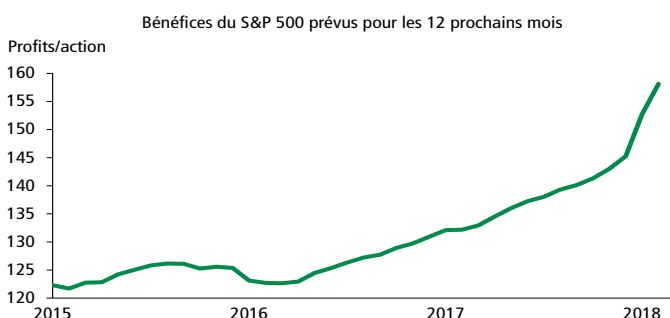
Effet sur l'évaluation fondamentale des Bourses

D'un point de vue plus fondamental, la valeur d'une action est égale à la somme actualisée des flux financiers futurs auxquels donne droit cette action, par exemple sous forme de dividendes ou d'un gain de capital. De la même façon, la valeur fondamentale d'un indice boursier comme le S&P 500 est égale à la somme actualisée des bénéfices par action futurs. Le taux d'actualisation utilisé dans ce calcul est déterminant. Pour un investisseur, il devrait représenter le rendement exigé sur un placement boursier, ce qui est habituellement égal à un taux jugé sans risque auquel on ajoute une prime de risque.

Toutes choses étant égales par ailleurs, une augmentation des taux d'intérêt réduit ainsi la valeur fondamentale des actions en diminuant la valeur actuelle des bénéfices futurs. Un exemple très simple serait une action dont on anticipe qu'elle paiera un dividende à perpétuité de 2 \$. Dans un monde de taux d'intérêt bas, le rendement exigé sur cette action pourrait être de 5 %, ce qui donnerait une valeur fondamentale de 40 \$ par action. La même action n'aurait qu'une valeur de 25 \$ dans un monde de taux d'intérêt élevés où le rendement exigé serait de 8 %.

Dans la vraie vie, les choses sont cependant rarement égales par ailleurs. La récente tendance haussière des taux d'intérêt s'appuie sur plusieurs facteurs, dont une amélioration notable des perspectives de croissance économique qui a été amplifiée par la mise en place d'une importante réforme fiscale à Washington. Dans ce contexte, les analystes ont récemment fortement revu à la hausse leurs perspectives de croissance des profits des entreprises qui composent le S&P 500 (graphique 5). Cette croissance plus rapide des profits pourrait bien compenser l'effet négatif d'un taux d'actualisation plus haut sur la valeur fondamentale de la Bourse américaine.

GRAPHIQUE 5 Les anticipations de profits ont bondi au cours des derniers mois

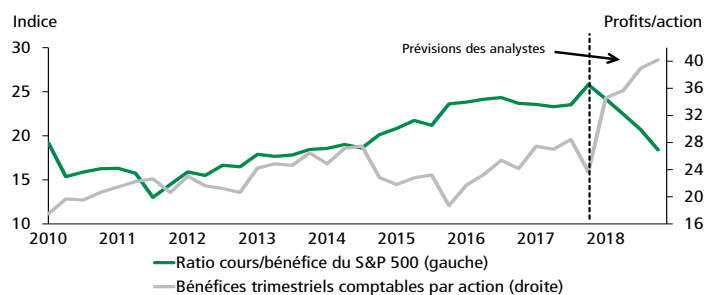


Sources : I/B/E/S, Datastream et Desjardins, Études économiques

Trop tôt pour devenir pessimiste envers la Bourse américaine

On ne peut nier qu'une hausse des taux d'intérêt peut nuire à l'attrait du marché boursier tant d'un point de vue relatif que fondamental. Ce serait cependant une erreur de penser que le passage du taux des obligations américaines de 10 ans au-dessus de 3 % condamne la Bourse à une longue période de recul. À notre avis, il faudrait une normalisation beaucoup plus marquée des taux pour vraiment inciter les investisseurs à tourner le dos à la Bourse américaine. Ceci est particulièrement vrai dans un contexte où les bénéfices connaissent une période de forte croissance qui devrait se poursuivre pour encore un certain temps. Dans ce contexte, toute chute des places boursières ramènerait rapidement les mesures d'évaluation du S&P 500 vers des niveaux attractifs (graphique 6).

GRAPHIQUE 6 La poussée des bénéfices devrait faire reculer les mesures d'évaluation boursière



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

La fin du marché haussier américain risque plutôt de survenir lorsque les perspectives de profits des entreprises commenceront à se détériorer. Une hausse marquée des pressions inflationnistes et des taux d'intérêt pourraient contribuer à une telle détérioration en augmentant les coûts des entreprises ou en freinant l'activité économique, mais pour le moment les perspectives restent très favorables. L'amorce d'une récession aux États-Unis serait particulièrement difficile pour les places boursières et les investisseurs devront rester à l'affût de signes d'une éventuelle détérioration de la conjoncture. D'ici là, la Bourse américaine pourrait encore poursuivre sur sa lancée pendant un certain temps.

Mathieu D'Anjou, CFA, économiste principal