

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La volatilité risque de demeurer élevée, mais les Bourses pourraient rebondir



Le marché haussier débuté après la crise financière de 2008 dure maintenant depuis près de dix ans aux États-Unis. Les derniers mois ont toutefois été difficiles pour les investisseurs. Si la Bourse américaine peut paraître chère selon certaines estimations, celles basées sur les profits et les taux d'intérêt semblent indiquer qu'elle demeure intéressante. De son côté, la Bourse canadienne paraît une aubaine au niveau actuel. Alors que le contexte économique devrait demeurer favorable un certain temps, les indices boursiers possèdent encore un certain potentiel de gain. Les épisodes de volatilité, tels que ceux connus en février et depuis le début d'octobre, pourraient toutefois être fréquents alors que les investisseurs continueront d'essayer d'anticiper la prochaine récession.

Une deuxième correction boursière en 2018

Les deux derniers mois n'ont pas été faciles pour les investisseurs alors que les principales places boursières ont fortement reculé. Même la Bourse américaine, qui était un des rares placements à avoir progressé significativement au cours des neuf premiers mois de 2018, a pratiquement effacé tous ses gains depuis le début du quatrième trimestre (graphique 1).

GRAPHIQUE 1
Une deuxième correction boursière en 2018

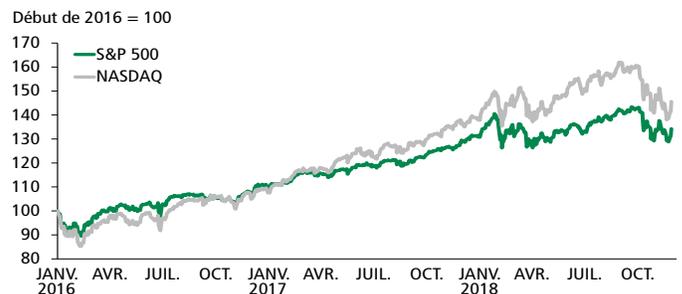


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Cette deuxième correction du S&P 500 en 2018, soit un recul de plus de 10 %, rappelle celle de février dernier sur plusieurs points. En premier lieu, ces corrections ont été précédées d'une poussée des Bourses alors que le S&P 500 avait bondi de plus de

7 % au cours des premières semaines de 2018 et avait effectué un bond similaire durant le troisième trimestre de l'année. La poussée des titres technologiques, qui a été particulièrement forte au cours des derniers mois, représentait aussi une certaine vulnérabilité et il n'est pas surprenant que la chute ait été particulièrement abrupte pour ce secteur (graphique 2). De plus, tant en février qu'en octobre, le déclencheur de la correction boursière a été des signes d'accélération des salaires et une hausse significative des taux obligataires. Les craintes concernant la robustesse de l'économie mondiale ont toutefois progressivement pris le dessus sur les inquiétudes liées à la hausse des taux obligataires au cours des dernières semaines.

GRAPHIQUE 2
La poussée des titres technologiques commençait peut-être à être exagérée



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

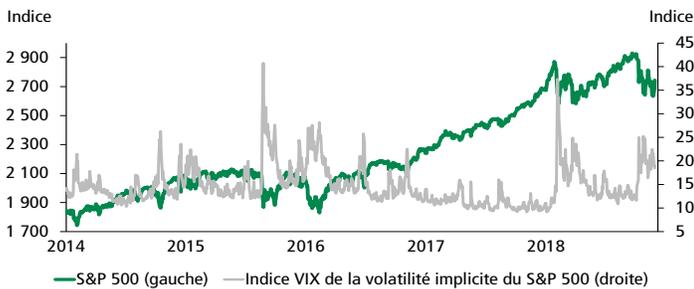
François Dupuis, vice-président et économiste en chef • Mathieu D'Anjou, économiste en chef adjoint

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.

Quoi qu'il en soit, il n'est pas anormal d'observer des périodes de forte volatilité sur les marchés boursiers. C'est plutôt la montée en lignes droites du S&P 500 en 2017 qui fait figure d'exception d'un point de vue historique (graphique 3). Comme le notaient récemment plusieurs dirigeants de banques centrales, le retour d'une volatilité plus élevée sur les marchés financiers est une conséquence prévisible de la normalisation des politiques monétaires¹ alors que les investisseurs ne peuvent plus compter sur le fait que les autorités monétaires injecteront continuellement des liquidités pour soutenir la valeur des actifs.

GRAPHIQUE 3
Un retour à la normale, après une volatilité anormalement faible en 2017



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Les Bourses sont-elles très chères?

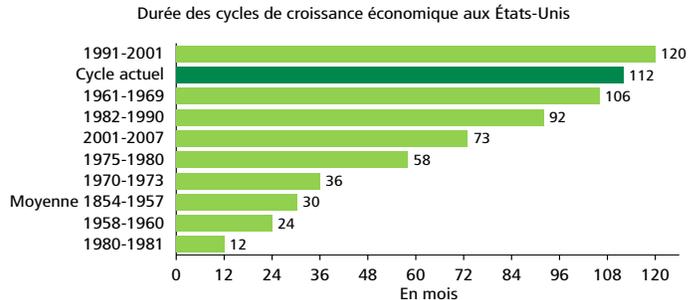
Alors que les banques centrales semblent bien décidées à poursuivre la normalisation graduelle de leur politique monétaire, il faut s'attendre à observer une volatilité relativement élevée sur les marchés au cours des prochains trimestres. Les investisseurs risquent également de continuer d'être préoccupés par la remontée des taux d'intérêt, qui réduit la valeur actuelle des profits et des dividendes futurs des entreprises, et par la possibilité d'une récession alors que le cycle de croissance est âgé (graphique 4).

Dans un tel contexte, il est important que la valeur des Bourses repose sur des facteurs fondamentaux solides pour éviter un exode des investisseurs et une longue tendance baissière. Des Bourses fortement surévaluées, comme à la fin des années 1990, seraient très mal placées pour faire face à ce type d'environnement.

Les craintes de surévaluation boursière concernent principalement le marché boursier américain qui connaît actuellement un marché

¹ Par exemple, voir le discours prononcé par le gouverneur de la Banque du Canada, Stephen Poloz, devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni le 5 novembre 2018 intitulé « [Comprendre les marchés](#) ».

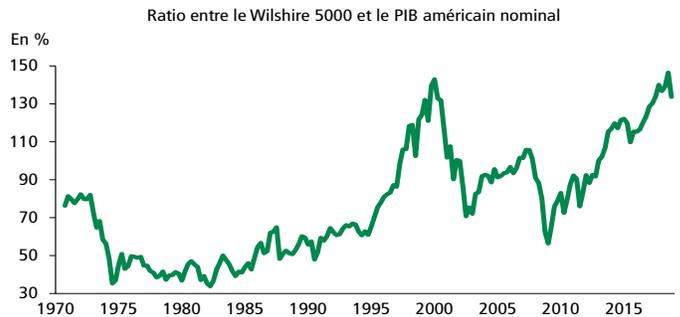
GRAPHIQUE 4
Le cycle de croissance américain est déjà très long



Sources : National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

hausser particulièrement long. Le S&P 500 n'a ainsi connu aucun recul de plus de 20 % et a plus que quadruplé depuis son creux de mars 2009. Il est normal qu'une telle performance soulève des doutes sur l'évaluation du marché américain. De plus, certains indices, particulièrement le ratio entre la capitalisation boursière américaine et le PIB nominal, semblent indiquer une importante surévaluation (graphique 5).

GRAPHIQUE 5
Par rapport à l'économie, la Bourse paraît très chère

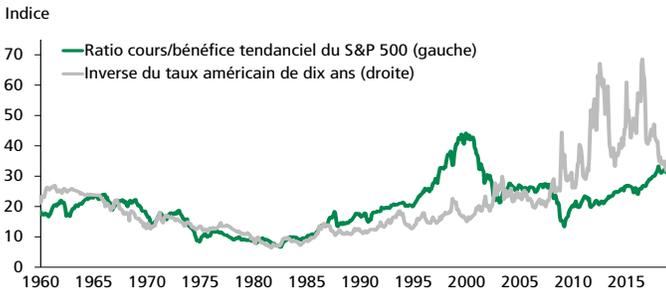


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le ratio entre la capitalisation boursière et le PIB ne tient cependant aucunement compte du niveau des profits des entreprises et des taux d'intérêt. Ces deux variables sont à la base de toute évaluation fondamentale sérieuse des marchés boursiers alors que la principale caractéristique d'une action est de donner un droit sur les profits futurs d'une entreprise.

Le ratio cours/bénéfice tendanciel (CAPE) développé par Robert Shiller montre aussi que le S&P 500 est cher d'un point de vue historique, mais que, contrairement à l'épisode de la bulle technique, il ne paraît pas surévalué par rapport au marché obligataire (graphique 6 à la page 3). Il est aussi important de

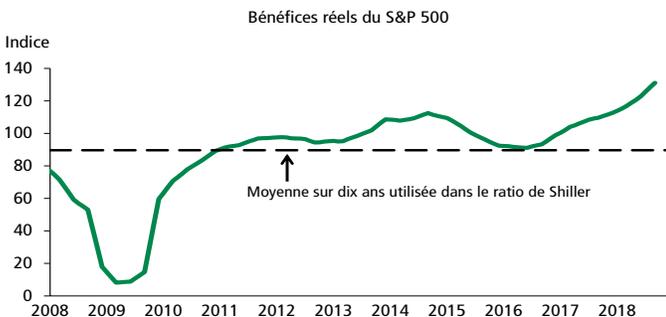
GRAPHIQUE 6
Contrairement à l'épisode de la bulle technologique, les Bourses ne paraissent pas surévaluées par rapport aux obligations



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

comprendre que le CAPE utilise les profits réels moyens des dix dernières années pour évaluer le S&P 500 (graphique 7). Alors que la période de la crise financière tire toujours cette moyenne fortement vers le bas, on peut se demander si l'utilisation d'une moyenne sur dix ans est actuellement la plus appropriée. Un CAPE alternatif basé sur les profits des 5 dernières années serait ainsi significativement plus faible et seulement légèrement au-dessus de sa moyenne des 30 dernières années.

GRAPHIQUE 7
La crise de 2008 pèse encore sur la moyenne des bénéfices des entreprises américaines sur dix ans

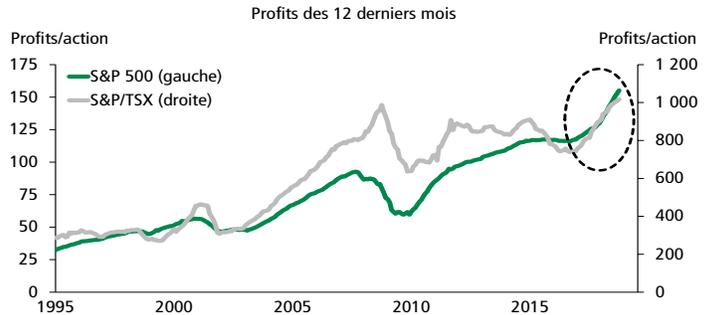


Sources : Robert J. Shiller, Yale University et Desjardins, Études économiques

Le niveau actuel des profits est un support important

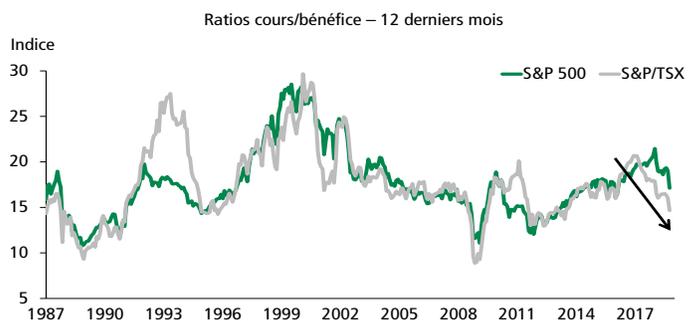
À notre avis, les profits très élevés des entreprises font que la Bourse américaine n'est pas très chère aujourd'hui (graphique 8). Après le bond du S&P 500 de janvier dernier, le ratio cours/bénéfice basé sur les bénéfices des 12 derniers mois était relativement élevé, soit aux environs de 21, mais il est récemment descendu près de 17, soit légèrement en dessous de sa moyenne depuis 1987 (graphique 9). Une baisse de ce ratio n'est pas surprenante alors que les indices boursiers connaissent des difficultés et que la poussée spectaculaire des bénéfices s'est poursuivie. Les entreprises composant le S&P 500 se dirigent ainsi vers une augmentation de leurs profits de plus de 25 % en 2018. La réforme fiscale américaine a certainement contribué à cet

GRAPHIQUE 8
La poussée des bénéfices est un support important pour les indices nord-américains



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

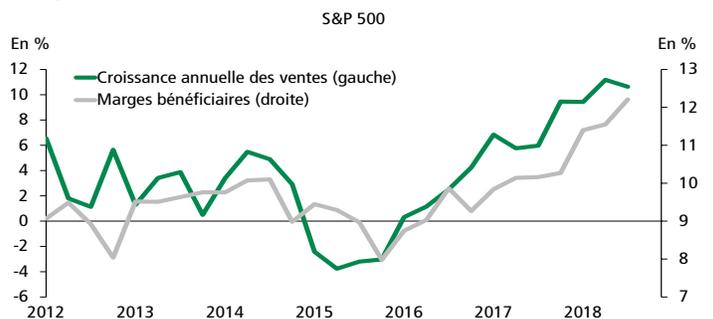
GRAPHIQUE 9
Les ratios cours/bénéfice basés sur les bénéfices passés ont fortement diminué au cours des derniers mois



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

excellent résultat, mais une forte tendance haussière appuyée sur des marges bénéficiaires record et une croissance vigoureuse des ventes était déjà observée l'an dernier (graphique 10). Les bénéfices des entreprises canadiennes affichent aussi une croissance tout à fait remarquable qui a fait tomber le ratio cours/bénéfice du S&P/TSX à un niveau particulièrement faible.

GRAPHIQUE 10
La croissance des ventes demeure soutenue alors que la marge d'exploitation a atteint un nouveau record



Sources : Standard & Poor's, Datastream et Desjardins, Études économiques

Une occasion intéressante pour les investisseurs qui ont les nerfs solides

On peut comprendre les investisseurs de s'inquiéter de la normalisation des politiques monétaires et de la possibilité d'une éventuelle fin de cycle. Il faut aussi s'attendre à ce que l'augmentation plus claire des salaires et des taux d'intérêt commence bientôt à freiner la croissance spectaculaire des bénéfices.

Il y a toutefois une grande différence entre un ralentissement de la croissance des profits et une chute des bénéfices qui justifierait un véritable marché baissier. Alors qu'une récession ne paraît pas imminente, la chute récente des indices boursiers et des ratios cours/bénéfice nous semble exagérée et pourrait représenter une bonne occasion d'achat pour les investisseurs prêts à faire face à une certaine volatilité. En achetant la Bourse américaine à un moment où elle paraît évaluée de façon assez correcte d'un point de vue fondamentale, un investisseur peut espérer faire un rendement assez normal, de l'ordre de 7 % en terme nominal par année. Les gains pourraient être encore plus marqués sur la Bourse canadienne qui paraît franchement abordable. Dans un contexte où les taux d'intérêt augmentent, mais demeurent très bas, il est difficile d'identifier une autre classe d'actifs plus attrayante en ce moment. Certains analystes plus pessimistes recommandent de se tourner vers le marché monétaire, mais un tel choix condamne les investisseurs à un rendement très limité. Plusieurs indices boursiers internationaux offrent aussi une option intéressante après plusieurs trimestres difficiles, mais les risques économiques et politiques paraissent significativement plus élevés à l'international, en particulier du côté de l'Europe et des pays émergents.

Les investisseurs qui optent aujourd'hui pour la Bourse doivent toutefois être conscients qu'un véritable marché baissier risque de survenir lorsque le cycle de croissance prendra fin. Dans un horizon de long terme, ce type de fluctuation a toutefois peu d'effet alors que de telles corrections sont souvent suivies de rebond tout aussi marqué lorsque la croissance recommence à s'accélérer.

Mathieu D'Anjou, CFA, économiste en chef adjoint