

HORIZONS AGF

MARCHÉS

Ratio cours-bénéfices et rendements boursiers



Bill DeRoche

Chef des investissements,
AGF Investments LLC, et chef des
stratégies non traditionnelles AGFiQ

Les ratios cours/bénéfice (C/B) élevés que l'on observe actuellement sur les marchés boursiers conduisent généralement à une baisse des rendements boursiers à long terme. Une accélération de la croissance des bénéfices peut régler une partie du problème, mais pourrait également entraîner une baisse des ratios, ce qui ferait reculer les rendements. Les investisseurs doivent donc envisager d'autres moyens de générer des rendements et d'atténuer le risque, notamment en investissant dans des catégories d'actif et des stratégies non traditionnelles susceptibles de produire des rendements non corrélés à ceux des placements traditionnels en titres à revenu fixe et en actions.

Ratios cours-bénéfices et rendements boursiers

Malgré l'une des pires corrections boursières de l'histoire récente, les niveaux de valorisation de la plupart des grands indices boursiers à travers le monde sont en hausse spectaculaire depuis le début de l'année. Les marchés se sont en outre remarquablement redressés par rapport à leurs creux et ont récemment atteint de nouveaux sommets aux États-Unis. L'indice de rendement total S&P 500 (SPXT) a ainsi progressé de 51,75 % entre le 23 mars 2020 et la fin du mois de septembre, selon les données de Bloomberg, et est parvenu à générer un rendement de 5,57 % depuis le début de l'année, alors même que l'activité économique demeure largement au ralenti en raison de la pandémie mondiale de COVID-19.

Compte tenu de ce décalage marqué entre l'économie réelle et les marchés boursiers, les perspectives de rendement des actions américaines suscitent des inquiétudes légitimes. La situation qui prévaut actuellement sur les marchés est certes inédite, en raison de la pandémie mondiale et des éléments en découlant (comme la fermeture auto-imposée des économies et des politiques visant à la combattre), mais on peut néanmoins tirer des enseignements du passé pour tenter d'anticiper l'évolution des marchés.

En fait, indépendamment du contexte historique, le rendement du marché est généralement le résultat, soit de l'augmentation ou de la diminution des ratios cours-bénéfices, soit de la croissance ou de la baisse des bénéfices.

$$(P_1/P_0) - 1 = \left\{ \left[\frac{P_1/E_1}{P_0/E_0} \right] * (E_1/E_0) \right\} - 1$$

La variation du cours égale à la hausse/la baisse du ratio cours-bénéfices, multipliée par la croissance ou la baisse des bénéfices

Dans cette équation, on observe qu'il existe une relation directe entre les cours et la croissance des bénéfices. Dans la mesure où les cours reflètent la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs et où ces flux de trésorerie futurs découlent des bénéfices, une augmentation des bénéfices se traduit directement par une hausse des cours. Les ratios cours/bénéfice (C/B) réagissent toutefois à différentes variables du marché. Les fluctuations de ces variables du marché entraînent notamment souvent une augmentation ou une diminution des ratios C/B et ont donc une influence indirecte sur les cours et sur le niveau global du marché.

Compte tenu de ce qui précède, il est important de déterminer lequel de ces deux éléments, de la croissance des ratios C/B ou de la croissance des bénéfices, a le plus gros impact sur les rendements boursiers. Nous avons comparé les rendements prévisionnels à 10 ans et les rendements prévisionnels à un an depuis le 1er janvier 1950¹. Nous avons évalué la part de ces rendements boursiers attribuable aux variations des ratios C/B et la part attribuable à la croissance des bénéfices. En moyenne, pour les rendements prévisionnels à 10 ans, le rendement est attribuable à hauteur de 1 % aux variations des

ratios C/B et à hauteur de 99 % à la croissance des bénéfices. Pour les rendements prévisionnels à 1 an, le rendement est attribuable à hauteur de 98 % en moyenne aux variations des ratios C/B et à hauteur de 2 % à la croissance des bénéfices.

Ce résultat n'est pas une surprise, puisque les ratios C/B et les bénéfices n'ont pas évolué aux mêmes taux de croissance annualisés au fil des années. Au cours de la période étudiée, les bénéfices ont augmenté à un taux annuel moyen de 5,8 % sur 10 ans, ce qui correspond à un taux de croissance composé d'environ 76 %. En comparaison, les ratios C/B du marché n'ont affiché qu'une croissance modeste de 1,8 % par année sur 10 ans, ce qui correspond à un taux de croissance composé d'environ 20 %.

Les ratios C/B examinés de plus près

Compte tenu de l'impact que peuvent avoir les ratios C/B sur le rendement des actions à court terme, il est bon de chercher à mieux comprendre les variables sous-jacentes du marché qui les influencent. Les ratios C/B font partie des quelques paramètres de valorisation sur lesquels les investisseurs s'appuient pour évaluer les placements au regard de leur propre historique de rendement et pour les comparer à d'autres placements similaires sur la base de ce que les investisseurs sont actuellement prêts à payer par tranche de 1 \$ de bénéfices.

Le numérateur utilisé dans les ratios C/B correspond aux cours ou au niveau de l'indice du moment et le dénominateur, qui varie, correspond aux bénéfices. Les bénéfices utilisés sont le plus souvent ceux des 12 derniers mois, mais les prévisions de bénéfices sont également régulièrement utilisées, ce qui permet de refléter ce que les investisseurs sont prêts à payer pour 1 \$ de bénéfices futurs prévus. Que l'on utilise les bénéfices des 12 derniers mois ou les bénéfices prévisionnels, un ratio plus élevé indique que les investisseurs sont prêts à payer plus cher par tranche de 1 \$ de bénéfices. Le cours jusqu'auquel ils sont prêts à aller dépend toutefois d'un certain nombre de facteurs qui influent sur les ratios C/B, comme les taux d'actualisation, les perspectives de croissance des bénéfices, le rendement du capital investi et l'évolution de l'aversion au risque. Une baisse des taux d'actualisation, une accélération de la croissance des bénéfices, une augmentation des rendements du capital investi et un recul de l'aversion au risque se traduiront ainsi généralement par une augmentation des ratios C/B.

Pour sa part, le taux d'actualisation correspond à la valeur qui permet de projeter le cours ou le niveau de l'indice actuel dans l'avenir, ou, en d'autres termes, d'évaluer le rendement prévu du placement. Si le cours actuel d'un placement augmente par rapport aux bénéfices, et donc que son ratio C/B augmente, le taux d'actualisation diminue et le rendement prévu sera plus faible. Par ailleurs, les politiques qui favorisent une accélération de la croissance des bénéfices ou du rendement du capital investi se traduiront par une hausse des ratios C/B, ce qui mènera à une hausse des rendements actuels, mais à une baisse des rendements prévus dans l'avenir, puisque les investisseurs paient plus cher par tranche de 1 \$ de bénéfices futurs.

Comparaison des ratios actuels et historiques

Il est essentiel de comprendre ce qui préside aux variations des ratios boursiers et, comme nous venons de le mentionner, une baisse des taux d'actualisation correspond à une augmentation des ratios. De plus, ils dépendent du taux d'intérêt sans risque, qui est associé aux taux des obligations du Trésor américain, de la prime de risque des actions et des bêtas. Comment les ratios actuels se comparent-ils donc à ceux du passé?

Les tableaux ci-dessous présentent plusieurs ratios de valorisation enregistrés par l'indice S&P 500 lors du creux du marché le 23 mars 2020 et le 30 septembre 2020, et indiquent leur rang en pourcentage par rapport à leurs niveaux antérieurs.

Ratios de valorisation	23 mars 2020	30 septembre 2020
Ratio C/B des 12 derniers mois	14,69	26,13
Ratio C/B prévisionnel	12,17	20,20
Ratio C/B prévu par Bloomberg	14,00	25,55
Ratio cours/valeur comptable	2,46	3,77
Ratio cours/flux de trésorerie	9,70	13,89
Ratio cours/flux de trésorerie disponible	15,54	21,30
Ratio cours/chiffre d'affaires	1,61	2,48
Valeur estimative de l'entreprise/BAIIA	10,15	15,67
Valeur estimative/BAIIA sur 12 mois	10,02	16,30
Valeur estimative/chiffre d'affaires sur 12 mois	1,87	2,70

Source : Bloomberg LP, au 30 septembre 2020

Rangs centiles des ratios de valorisation	23 mars 2020	30 septembre 2020
Ratio C/B des 12 derniers mois	35,9 %	96,0 %
Ratio C/B prévisionnel	14,9 %	92,5 %
Ratio C/B prévu par Bloomberg	15,3 %	98,4 %
Ratio cours/valeur comptable	27,6 %	87,9 %
Ratio cours/flux de trésorerie	41,0 %	79,9 %
Ratio cours/flux de trésorerie disponible	17,9 %	45,7 %
Ratio cours/chiffre d'affaires	59,7 %	99,7 %
Valeur estimative de l'entreprise/BAIIA	45,5 %	99,1 %
Valeur estimative/BAIIA sur 12 mois	39,4 %	99,6 %
Valeur estimative/chiffre d'affaires sur 12 mois	42,7 %	96,2 %

Source : Bloomberg LP, au 30 septembre 2020

Dans tous les cas, les ratios ont spectaculairement augmenté depuis les creux boursiers du mois de mars. Et un certain nombre de ces ratios s'approchent maintenant de leurs sommets historiques en rang centile. En fait, les ratios C/B actuels du marché, quels que soient les bénéfices utilisés dans le dénominateur, sont très élevés au regard de leur historique, puisqu'ils se situent systématiquement au-dessus du 90^e rang centile.

Ces niveaux permettent de mieux comprendre les variables du marché qui influent sur les ratios C/B. L'ampleur actuelle des ratios boursiers montre que les investisseurs sont prêts à payer plus cher par tranche de 1 \$ de bénéfices futurs qu'ils ne l'étaient généralement dans le passé. En d'autres mots, le taux d'actualisation que l'on peut déduire du ratio boursier actuel est faible au regard des normes historiques et d'autres indicateurs de marché (dont le modèle de prime de risque des actions par pays de Bloomberg²) vont également dans ce sens.

L'incidence de la confiance sur les rendements

Cela indique que les rendements futurs prévus de l'indice S&P 500 risquent d'être inférieurs à ceux que les investisseurs ont connus au cours des 10 dernières années, mais les rendements prévus ont tendance à se manifester sur de longues périodes. L'humeur des investisseurs, en revanche, peut dominer les attentes sur des périodes plus courtes et, à l'heure actuelle, l'écart entre le rendement des bénéfiques des sociétés de l'indice S&P 500 et le rendement des obligations du Trésor américain demeure élevé (quoiqu'inférieur aux sommets atteints en mars²).

Écarts de rendements	23 mars 2020	30 septembre 2020
Rendement en dividendes estimatif	2,78 %	1,75 %
Taux des obligations américaines à 10 ans	0,79 %	0,68 %
Rendement en dividendes estimatif MOINS taux des obligations américaines à 10 ans	6,02 %	3,14 %
Rendement prévisionnel des bénéfiques MOINS taux des obligations américaines à 10 ans	7,43 %	4,27 %
Rendement prévisionnel des bénéfiques MOINS taux des obligations américaines à 10 ans - selon Bloomberg	6,35 %	3,23 %

Source : Bloomberg LP, au 30 septembre 2020

Rangs centiles des écarts de rendement	23 mars 2020	30 septembre 2020
Rendement en dividendes estimatif	96,6 %	0,8 %
Taux des obligations américaines à 10 ans	0,7 %	0,6 %
Rendement en dividendes des bénéfiques MOINS taux des obligations américaines à 10 ans	99,9 %	86,2 %
Rendement prévisionnel des bénéfiques MOINS taux des obligations américaines à 10 ans	99,1 %	74,7 %
Rendement prévisionnel des bénéfiques MOINS taux des obligations américaines à 10 ans - selon Bloomberg	99,4 %	69,8 %

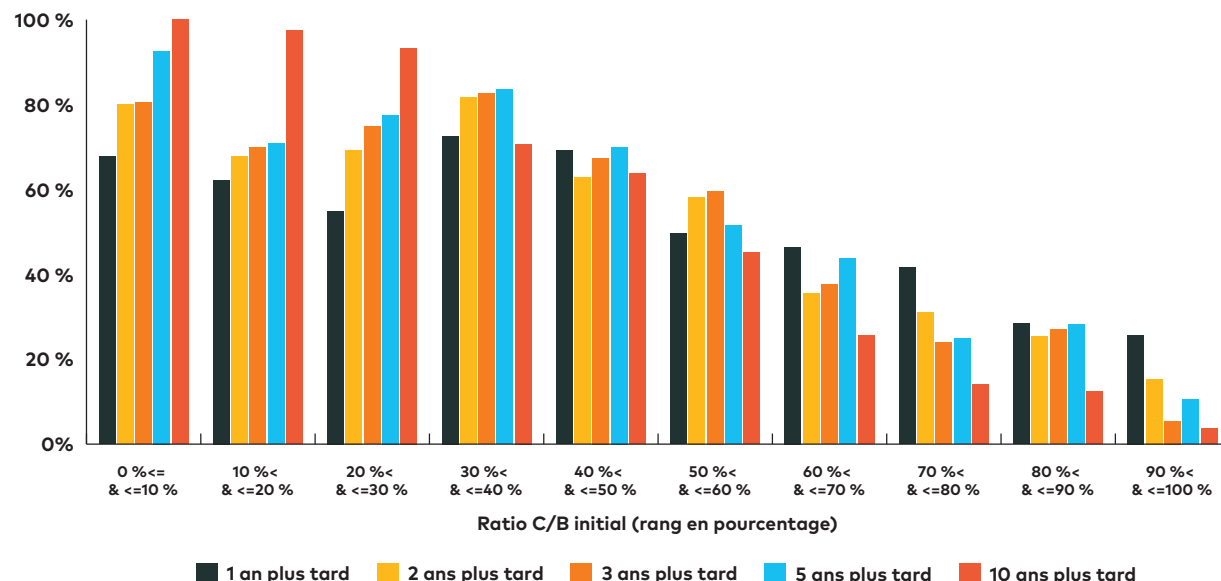
Source : Bloomberg LP, au 30 septembre 2020

Plus précisément, en raison de l'extrême faiblesse des taux des obligations du Trésor américain, les investisseurs continuent de préférer les actions aux obligations ces derniers mois et la tendance pourrait se maintenir, la Réserve fédérale américaine ayant manifesté sa détermination à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux très bas dans un avenir prévisible, du moins en l'absence d'éléments négatifs susceptibles d'entraîner une augmentation de la prime de risque exigée par les investisseurs sur les marchés boursiers.

La coexistence de cette confiance à l'égard des actions et de perspectives de rendements limitées constitue donc un dilemme pour les investisseurs. La forte augmentation des ratios C/B est en soi préoccupante; toutefois, l'engagement de la Fed à maintenir les taux à des niveaux limités pourrait empêcher les ratios C/B de se contracter et, si les pouvoirs publics devaient adopter des politiques favorables à la croissance des bénéfiques, les rendements boursiers pourraient rester soutenus.

Pour répondre à cette question, nous nous sommes penchés sur les données historiques afin d'évaluer le temps pendant lequel les ratios C/B de l'indice S&P 500 parviennent à ne pas se contracter à partir d'un rang décile donné. Pour calculer les ratios C/B, nous avons utilisé les bénéfices sur 12 mois et sommes remontés au 31 décembre 1949, et nous avons mesuré le temps en pourcentage pendant lequel les ratios ont augmenté ou sont restés constants sur un, deux, trois, cinq et dix ans³.

Temps (en %) pendant lequel le ratio n'a pas diminué



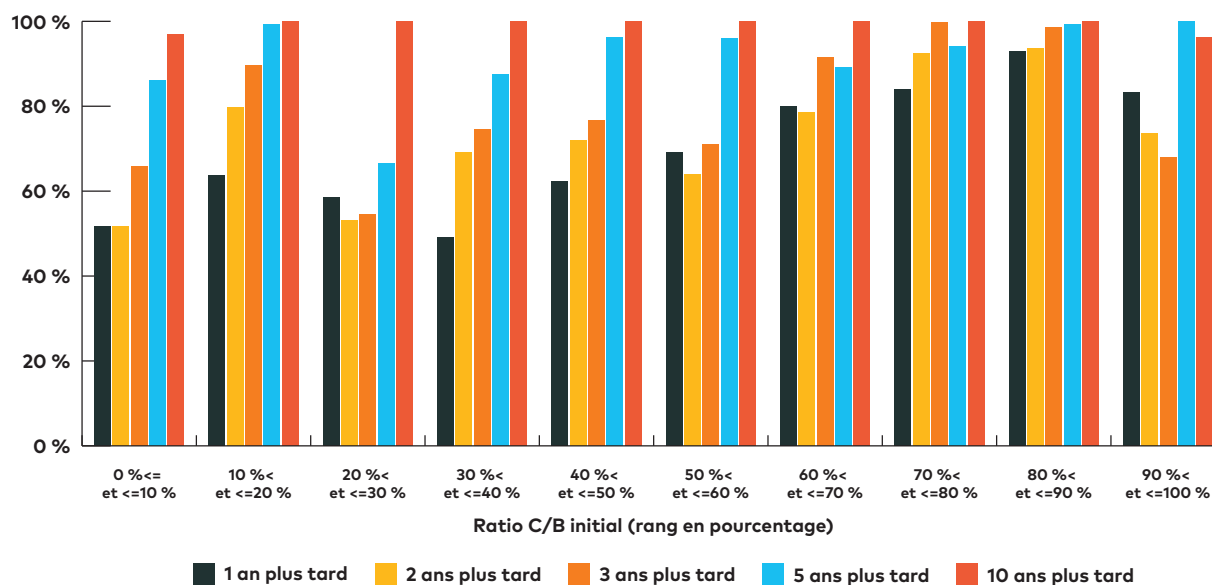
Source : Bloomberg LP, au 30 septembre 2020

Cette étude nous a permis de constater que la relation entre l'augmentation et la contraction des ratios C/B dépendait en grande partie du niveau de départ du ratio C/B au regard des données historiques. Comme on peut le constater, plus le ratio C/B initial est élevé, moins il est susceptible de ne pas se contracter, toutes périodes confondues.

Même si, à long terme, on s'attend à ce que les ratios C/B diminuent par rapport aux niveaux extrêmes actuels, à court terme, l'histoire montre qu'ils peuvent rester élevés pendant un certain temps. Tant que les taux des obligations du Trésor américain n'augmenteront pas et que les investisseurs n'exigeront pas de primes plus élevées pour investir dans les actions, les ratios C/B devraient demeurer élevés et, dans ce cas, les rendements futurs dépendront uniquement de la croissance des bénéficiers.

Lorsque l'on regarde la croissance des bénéfices de plus près, on constate que les bénéfices ont constamment augmenté sur l'ensemble des données. Plus important encore, plus la période de détention est longue, plus le pourcentage d'augmentation des bénéfices est considérable. Comme le montre le tableau ci-dessous, il n'est pas inhabituel que les bénéfices augmentent lorsque les ratios C/B sont élevés.

Temps (en %) pendant lequel les bénéfices ont augmenté

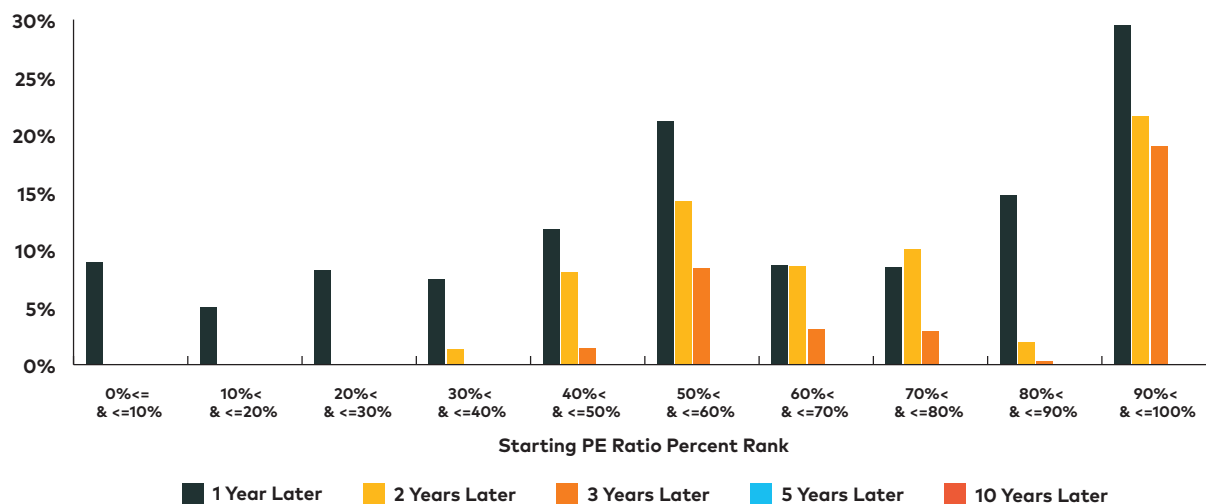


Source : Bloomberg LP, au 30 septembre 2020

Cela dit, les perspectives de croissance des bénéfices reflétées par les ratios C/B actuels sont très élevées. Compte tenu du ratio C/B prévisionnel de 20,20 affiché par l'indice S&P 500 au 30 septembre 2020 et de son niveau de 3 363,00, il devrait afficher un bénéfice de plus de 166,52 \$⁴ pour la prochaine année. Ce chiffre est supérieur au bénéfice maximal sur 12 mois de 153 \$ enregistré en janvier 2020 et correspond à un taux de croissance des bénéfices de 8,2 %. Même s'il est supérieur à la moyenne, ce taux pourrait être atteint dans le cadre d'une reprise « en V », mais, si la reprise devait connaître des ratés, des déceptions ne sont pas exclues.

Enfin, notre analyse a tenu compte de ces épisodes de l'histoire pendant lesquels le marché avait enregistré des rendements annualisés de -10 % et moins. Fait positif, nous avons constaté que les actions ne généraient pas de rendements négatifs sur de longues périodes de détention. Nous avons toutefois également noté que, lorsque les ratios étaient élevés, il était plus fréquent d'enregistrer des rendements négatifs de 10 % ou plus.

Percentage of Times Annualized Returns were -10% or Worse



Source : Bloomberg LP, au 30 septembre 2020

Conséquences pour le portefeuille

Les actions semblent certes plus avantageuses que les obligations à l'heure actuelle, mais leurs perspectives à long terme sont plus modestes, compte tenu du niveau actuel des ratios C/B du marché. Les investisseurs auraient donc intérêt à gérer prudemment leur exposition globale aux actions et à rechercher d'autres sources de rendement qui leur permettraient, soit d'investir dans des positions faiblement corrélées aux titres à revenu fixe et aux actions, soit d'atténuer les risques associés à ces catégories d'actif.

À cette fin, AGF offre plusieurs produits non traditionnels, y compris des placements privés et publics, des stratégies à positions acheteur et vendeur ainsi que des catégories d'actif non traditionnelles incluant des produits de base et des actifs réels.

Pour en savoir plus sur AGFiQ, veuillez visiter [AGF.com](https://www.agf.com).

¹ Source : Bloomberg. Les ratios C/B sont fondés sur les bénéfices des 12 mois précédents.

² Source : Le rendement des bénéfices est l'inverse du ratio C/B (1/ratio C/B).

³ La corrélation entre cette série et les autres ratios C/B calculés à l'aide de différentes mesures des bénéfices est supérieure à 80 % dans tous les cas.

⁴ Source : Bloomberg. Ratio C/B prévisionnel de 20,20 fois 166,52 \$ de bénéfices futurs = 3 363,00 \$, soit le niveau de l'indice de rendement des cours S&P 500 au 30 septembre 2020.

Les commentaires contenus dans le présent document sont fournis à titre de renseignements d'ordre général et sont fondés sur de l'information disponible au 30 septembre 2020. Ils ne devraient pas être considérés comme des conseils en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Nous avons fait tout notre possible pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais cette exactitude n'est pas garantie. Nous invitons les investisseurs à consulter un professionnel des placements.

Les points de vue exprimés dans cet article sont ceux de l'auteur et ne représentent pas nécessairement les opinions d'AGF, de ses filiales et de toute autre société apparentée ou affiliée, et ne peuvent être associés à aucun fonds ni à aucune stratégie d'investissement.

Placements AGF est un groupe de filiales en propriété exclusive de AGF et comprend Placements AGF Inc., AGF Investments America Inc., AGF Investments LLC, AGF Asset Management (Asia) Limited et AGF International Advisors Company Limited. Le terme Placements AGF peut faire référence à une ou plusieurs des filiales directes ou indirectes d'AGF ou à toutes ces filiales conjointement. Ce terme est utilisé pour plus de commodité et ne décrit pas précisément les sociétés distinctes qui gèrent chacune leurs propres affaires.

^{MC} Le logo AGF est une marque de commerce de La Société de Gestion AGF Limitée utilisée aux termes de licences.