



Pour une évaluation méthodique des catégories d'actifs

Auteurs :



Alain Bergeron,
Chef de l'équipe des
stratégies multi-actifs
Mackenzie



Todd Mattina,
Économiste en chef
et stratège au sein de
l'équipe des stratégies
multi-actifs Mackenzie

**« Le prix, c'est ce qu'on paie;
la valeur, ce qu'on obtient. »**

— Warren Buffett

Sommaire

Cet article présente le Modèle de valorisation intrinsèque de catégories d'actifs multiples (MVICAM) de Mackenzie, pilier de notre cadre d'évaluation de catégories d'actifs multiples. L'article s'articule autour des trois points suivants :

- L'évaluation des actifs est très favorable à la maximisation du rendement total à long terme. En effet, l'expérience démontre que les rendements à long terme sont élevés lorsque le cours d'un titre est bas au regard des données fondamentales.
- La manière d'évaluer les placements est tout aussi importante. Les ratios simplistes tels que le ratio cours/bénéfice (C/B) ont leur utilité, mais ils peuvent faire miroiter une valeur attrayante pourtant incompatible avec les données fondamentales à long terme. Nous traitons ici de notre méthode rigoureuse d'actualisation des flux de trésorerie en plusieurs étapes; celle-ci nous permet d'estimer la juste valeur d'un actif en fonction des éléments fondamentaux qui déterminent les taux d'actualisation et flux de trésorerie.
- En plus des données sur les placements, notamment celles qui découlent de la méthode d'évaluation dont il est question ici, il faut tenir compte, dans la mesure appropriée, des autres données essentielles à la constitution d'un portefeuille; par exemple, des facteurs qui peuvent avoir des répercussions sur le rendement à court terme, comme la confiance des investisseurs, le contexte macroéconomique et le maintien d'une répartition stratégique pour un portefeuille diversifié.

Contenu

1. Cadre de valorisation intrinsèque de Mackenzie
2. Valeur et prévisions de rendement à long terme
3. Le MVICAM de Mackenzie
4. Pondération adéquate du MVICAM dans un portefeuille
5. Conclusions et incidences sur l'investissement
6. Annexe : Rendements actuellement attendus et rendements inconditionnels à long terme

Cadre de valorisation intrinsèque de Mackenzie

Les légendes de l'investissement axé sur la valeur, comme Warren Buffett, se fient depuis longtemps à la valeur intrinsèque des actifs. En résumé, ils cherchent des actions qui se négocient à un prix avantageux selon les données fondamentales à long terme. Le présent article décrit le Modèle de valorisation intrinsèque de catégories d'actifs multiples (MVICAM) de Mackenzie, un outil qui permet d'évaluer les actifs mondiaux au moyen de données fondamentales prospectives. Créé par l'équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie, le MVICAM est l'un des piliers du processus de répartition tactique de l'actif. L'article s'articule autour des trois points suivants :

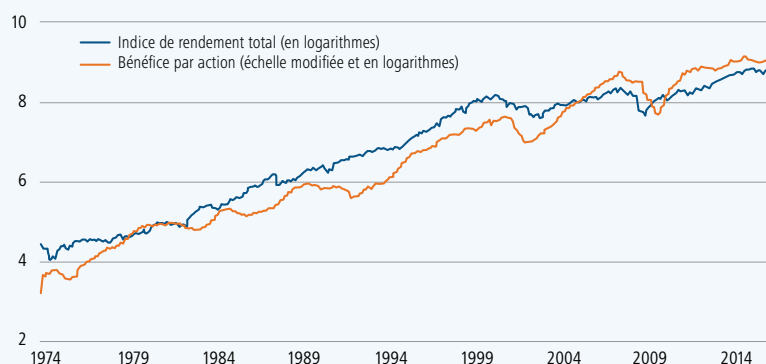
- Les évaluations effectuées en fonction de données fondamentales prospectives pour de longues périodes – bénéfiques et dividendes, par exemple – ont permis de prédire des rendements à long terme avec une certaine fiabilité.¹ La première section analyse de façon plus approfondie le lien entre données fondamentales et rendements attendus.
- La manière d'évaluer les placements est importante. Les ratios classiques tels que le ratio cours/bénéfice (C/B) ont leur utilité, mais ils peuvent parfois être trompeurs. La section 2 présente le MVICAM, soit une méthode d'actualisation des flux de trésorerie en plusieurs étapes visant à estimer la juste valeur d'un actif en fonction des éléments fondamentaux qui déterminent les taux d'actualisation et flux de trésorerie prévus au moyen d'une approche systématique, conforme aux données macroéconomiques. Pour en illustrer la mise en application, la deuxième section présente aussi une estimation des rendements à long terme sur les principaux marchés des actions et des obligations.
- Cela dit, il ne faut pas hésiter à combiner un modèle d'évaluation, même un modèle aussi robuste que le MVICAM, à d'autres modèles : c'est ce qui permettra d'optimiser les rendements corrigés du risque attendus. D'ailleurs, l'investisseur qui considère uniquement la valeur intrinsèque d'un placement se prive d'autres données utiles sur le contexte macroéconomique et la confiance des investisseurs, facteurs qui ont aussi des répercussions sur le rendement à court terme. À la troisième section, nous avançons qu'il faut tenir compte de tous ces facteurs pour établir la répartition stratégique de l'actif et encadrer les placements tactiques. Ainsi, cette approche devrait nous permettre d'enregistrer de meilleurs rendements totaux corrigés du risque au long de l'ensemble du cycle du marché.

Valeur et prévisions de rendement à long terme

À long terme, les cours sur les marchés sont tributaires des données fondamentales, ce dont un investisseur patient peut tirer profit en achetant des titres qui se négocient à un cours inférieur à leur valeur intrinsèque. Dans la figure 1, on constate que le cours et les données fondamentales, comme le bénéfice par action (BPA), évoluent de façon similaire. En conséquence, le ratio cours/bénéfice tend à graviter autour de la moyenne.

FIGURE 1. Cours et bénéfices sur le marché américain de 1973 à 2016 : une évolution parallèle

(Indice de rendement total et BPA sur le marché américain indiqués en logarithmes)



Sources : Flux de données provenant des indices et données fondamentales pour la période allant de septembre 1974 à avril 2016. On a multiplié les logarithmes des BPA par une grandeur scalaire pour faciliter la présentation des données. Voir John Cochrane, « Discount Rates », *Journal of Finance*, vol. LXVI, no 4, août 2011.

¹ John Cochrane, « Discount Rates », *Journal of Finance*, vol. LXVI, no 4, août 2011

Les investisseurs se servent des ratios financiers pour analyser le cours des titres sur les marchés depuis les travaux fondateurs de Graham et Dodd, par exemple le ratio cours de marché-bénéfice des 12 derniers mois.² Par la suite, Robert Shiller a fait connaître le ratio cours-bénéfices rajusté cycliquement, qu'on obtient en divisant le cours actuel d'une action par le bénéfice moyen sur dix ans et qui permet de tenir compte du cycle économique.³ Dans cette même voie, le tableau 1 montre la corrélation entre les évaluations initiales, établies selon le ratio cours/bénéfices, et le rendement total de l'indice S&P 500 sur les dix années suivantes.⁴ Voici ce que fait ressortir le tableau : les rendements prospectifs sur dix ans s'alignent habituellement sur des évaluations initiales élevées. Au mois de mars 2017, le ratio C/B de Shiller dépassait 29, ce qui plaçait les évaluations initiales du marché dans la tranche la plus élevée et laisse supposer qu'on enregistrera ainsi les rendements à long terme les moins élevés.

TABLEAU 1. Rendements totaux de l'indice S&P 500 selon divers ratios C/B
(évaluations initiales établies en fonction du ratio C/B rajusté cycliquement de Shiller)

Ratio C/B initial (niveaux inférieurs-supérieurs)	Rendement réel moyen sur les 10 années suivantes	
5,2 à 9,6	10,3 %	
9,6 à 10,8	10,4 %	
10,8 à 11,9	10,4 %	
11,9 à 13,8	9,1 %	
13,8 à 15,7	8,0 %	
15,7 à 17,3	5,6 %	
17,3 à 18,9	5,3 %	
18,9 à 21,1	3,9 %	
21,1 à 25,1	0,9 %	
Ratio CBRC actuel = 29,77	25,1 à 46,1	0,5 %

Source : Clifford S. Asness, extrait de « An Old Friend: The Stock Market's Shiller P/E », AQR Capital Management, novembre 2012. Le tableau compare les rendements totaux obtenus entre 1927 et 2012 pour divers ratios C/B rajustés cycliquement. Au mois de mars 2017, le ratio C/B de Shiller dépassait 29, ce qui plaçait les évaluations initiales du marché dans la tranche la plus élevée et laisse supposer qu'on enregistrera ainsi les rendements à long terme les moins élevés, selon la tendance observée à ce jour.

Il est aussi possible de mesurer les répercussions à long terme des données fondamentales par la décomposition du rendement total. Plus précisément, on peut définir le rendement moyen annuel total comme la somme du gain en capital et du revenu, ou, autrement dit, la somme de la croissance réelle du BPA, du rendement de l'action et de l'inflation.⁵

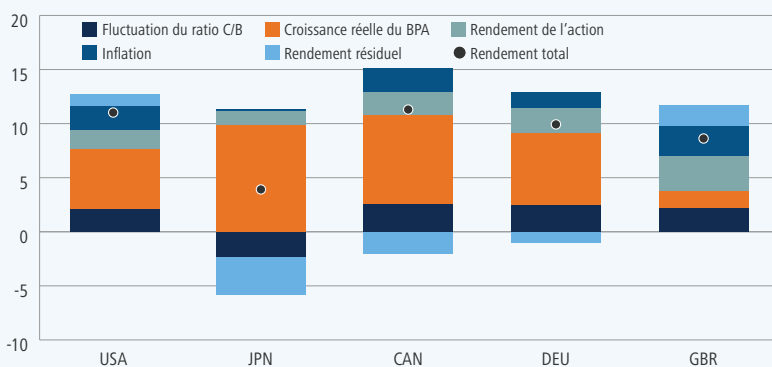
$$\text{Rendement total sur actions} = \text{Gain en capital} + \text{Revenu}$$

$$\text{Rendement total} = [\text{Inflation} \times \text{Croissance réelle du BPA} \times (\text{variation du ratio C/B})] + \text{Rendement de l'action}$$

La figure 2 présente la décomposition du rendement total des 20 dernières années sur certains marchés.

FIGURE 2. Décomposition du rendement total (de 1995 à 2016)

(composantes en pourcentage du rendement total annualisé)



Source : Flux de données provenant des indices des marchés des actions et données fondamentales pour la période allant de janvier 1995 à octobre 2016.

Ce que révèle cette décomposition a d'importantes répercussions pour les investisseurs :

- La croissance réelle du bénéfice, les dividendes et, dans une moindre mesure, l'inflation constituent, à terme, l'essentiel du rendement total.
- Les valeurs élevées établies en fonction de la croissance du ratio C/B ont relativement moins d'effet sur les rendements moyens à long terme étant donné que le cours tend à suivre les données fondamentales; le ratio C/B gravite ainsi autour de la moyenne (voir la figure 1).

² Graham and Dodd, Security Analysis, 1934.

³ Information et données antérieures accessibles sur le site Web de Robert Shiller.

⁴ Clifford S. Asness, « An Old Friend: The Stock Market's Shiller P/E », AQR Capital Management, novembre 2012. L'auteur classe les rendements sur dix ans enregistrés depuis 1926 selon dix évaluations initiales.

⁵ Ibbotson et Chen (2003), « Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy », Financial Analyst Journal, vol. 59, no 1, février 2003 pour le détail des diverses décompositions du rendement total des actions aux États-Unis. Selon les auteurs, la croissance des dividendes et du BPA constitue l'essentiel du rendement total des actions aux États-Unis depuis 1926.

Le MVICAM de Mackenzie

a. Les paramètres d'évaluation classiques : populaires, mais simplistes

Nombreux sont les investisseurs qui fondent leurs choix de placement sur des paramètres d'évaluation populaires, mais simplistes, notamment le ratio cours/bénéfices. Bien qu'ils aient leur utilité, ces paramètres peuvent poser problème; en effet, le ratio C/B pourrait notamment faire miroiter une valeur attrayante qu'une analyse fondamentale rigoureuse rejetterait.

Par exemple, une faiblesse des taux d'actualisation attendus suggère que la valeur actuelle des titres est élevée. La valeur intrinsèque d'un titre, elle, correspond à la valeur totale actualisée de tous les flux de trésorerie futurs attendus. En conséquence, un ratio C/B élevé pourrait découler de la réaction des marchés à la faiblesse des taux d'intérêt et non faire état d'une surévaluation des cours. On peut constater l'influence des taux d'intérêt dans le modèle d'actualisation de la croissance des dividendes. En principe, la valeur d'un titre correspond à la valeur totale actualisée des dividendes futurs attendus. Dans l'exemple ci-dessous, « D_1 » représente les dividendes attendus, « A », le taux d'actualisation et « C », le taux de croissance réel du dividende:

$$\text{Valeur} = D_0 + D_1 / (1+A) + D_2 / (1+A)^2 + \dots$$

La formule suivante correspond au modèle d'actualisation des dividendes de Gordon, qui suppose des taux d'actualisation et de croissance constants :

$$\text{Valeur} = D_0 (1+C) / (A-C)$$

Si on suppose qu'un investisseur prévoit un recul constant de 1 % des taux, un dividende de 100 \$ et un taux de croissance réel de 2 %, la valeur du titre devrait, selon le modèle, augmenter du tiers!⁶ Ce simple modèle illustre bien comment la faiblesse des taux d'actualisation peut expliquer le niveau élevé des ratios C/B sur plusieurs marchés mondiaux depuis 2009. Le ratio C/B du marché américain a passé le cap des 20 – tandis que la moyenne des ratios à long terme antérieurs gravite autour de 15 –, le taux réel d'intérêt sur dix ans ayant plongé pour s'établir aujourd'hui autour de 0,5 %.⁷

Un autre problème lié au ratio C/B concerne l'estimation des rendements. On a parfois recours à des estimations prévisionnelles des bénéfices pour éviter les problèmes liés aux bénéfices actuels. Cela dit, les prévisions des analystes subissent la mauvaise

influence d'une attitude bien connue : faire preuve d'un optimisme exagéré et ne tenir compte que des événements récents dans les analyses, par exemple. Des analyses précédentes ont révélé que les bénéfices des douze derniers mois permettaient de prédire les bénéfices futurs plus exactement que les estimations prévisionnelles des analystes.

Étant donné les problèmes que présentent ces paramètres populaires, mais simplistes, nous avons créé une méthode d'évaluation plus fiable qui établit un lien entre la valeur intrinsèque et les données fondamentales attendues.

b. Présentation générale du MVICAM

Voici donc un aperçu du MVICAM, accompagné d'estimations de rendements des actions et des obligations réalisées. Le MVICAM analyse systématiquement les répercussions des forces macroéconomiques et fondamentales qui agissent sur l'évaluation des titres productifs de flux de trésorerie. Il repose sur deux piliers : la prévision des flux de trésorerie qui reviennent aux investisseurs et les taux d'actualisation. Les investisseurs établissent la valeur intrinsèque d'un titre en actualisant la valeur des flux de trésorerie attendus. C'est ainsi que le MVICAM estime la juste valeur des titres productifs de flux de trésorerie conformément aux données macroéconomiques. Pour estimer les rendements annuels moyens attendus, nous supposons qu'il faudra sept ans pour que le cours d'un titre rejoigne sa juste valeur estimée.

c. Processus de rajustement à la juste valeur attendue

La variation des cours suit un cycle, ceux-ci gravitant habituellement autour de la valeur intrinsèque au gré des conditions macroéconomiques et de la confiance des investisseurs. Cela dit, à long terme, les taux d'actualisation et les flux de trésorerie finissent par retrouver un certain équilibre. Le MVICAM reproduit ce processus de transition dans un cadre d'actualisation des flux de trésorerie en quatre étapes (figure 3).

FIGURE 3. MVICAM : Modèle d'actualisation des flux de trésorerie en quatre étapes

Transition vers un équilibre local :	Équilibre local :	Transition vers un équilibre mondial :	Équil. mond. :
7 premières années	de la 8 ^e à la 20 ^e année	de la 21 ^e à la 40 ^e année	après la 40 ^e année

⁶ Le modèle de Gordon établit la valeur d'équilibre d'un titre en fonction de la somme actualisée des flux de trésorerie futurs qu'on en attend. Si on suppose que le taux de croissance des dividendes et des bénéfices et le taux d'actualisation demeurent constants, le modèle de croissance de Gordon peut s'exprimer par la formule ci-dessus. Dans l'exemple, nous supposons, par souci de simplicité, un taux de croissance réel du dividende de 2 % et un taux d'actualisation initial correspondant à un taux d'intérêt réel sans risque de 2 % plus une prime de risque de 4 %. Voici à combien s'établit l'évaluation initiale : $(100 \$ \times 1,02) / [(0,02+0,04) - 0,02] = 2\,550 \$$. Une baisse de 1 % du taux d'actualisation, si rien d'autre ne change, signifie que la valeur d'équilibre du titre augmenterait du tiers.

⁷ Selon la valeur marchande des obligations indexées sur l'inflation américaines, au 16 mars 2017.

À la première étape s'opère, sur une durée que l'hypothèse établit à sept ans, une transition entre les cours du marché et l'état des données fondamentales actuels vers un « équilibre local ». À cette étape, chaque pays tend vers un équilibre qui lui est propre. L'inflation se stabilise à sa cible et les résultats convergent vers le niveau normal ou viable déterminé en fonction des caractéristiques et des institutions locales. De plus, le taux réel sans risque, le taux de croissance des bénéfices normaux et le taux tendanciel de la croissance économique réelle convergent.

À la troisième étape, les marchés commencent à converger vers un « équilibre mondial », notion qui remplit une fonction à la fois théorique et pratique dans le fonctionnement du MVICAM. En théorie, le taux réel sans risque s'uniformise graduellement durant la période d'ajustement, soit 40 ans. Ainsi, comme le prévoit le ratio Q de Tobin, la valeur propre au marché boursier rejoint la valeur de remplacement, ce qui élimine les possibilités d'arbitrage entre le rendement sur les marchés des capitaux et le rendement sur les investissements réels. Par corollaire, le coût du capital est aussi égal au rendement des capitaux propres lorsque l'équilibre mondial est atteint. Étant donné le peu de changements qu'on note au niveau des données fondamentales à moyen et long terme, les occasions de placement tactiques dépendent principalement des fluctuations des cours par rapport au cours établi en fonction des données fondamentales à long terme (figure 4).

d. Taux d'actualisation du MVICAM

Les taux d'actualisation représentent le rendement nécessaire pour compenser la consommation différée, l'érosion du pouvoir d'achat due à l'inflation et la prise de risques dans le portefeuille des investisseurs. Le rendement nécessaire pour chaque marché englobe plus précisément le taux d'intérêt réel sans risque, l'inflation prévue et la prime de risque :

$$\text{Rendement nécessaire} = \text{Taux réel sans risque} + \text{Inflation} + \text{Prime de risque}$$

À la première étape, les valeurs courantes de ces composantes se rapprochent des valeurs en situation d'équilibre local, qui sont décrites en détail plus loin :

Les **taux d'intérêt réels** compensent la consommation différée. La théorie économique et les données historiques indiquent que les taux réels sans risque suivent le taux tendanciel de la croissance du PIB réel (figure 5). La croissance économique à long terme dépend, quant à elle, du rythme des progrès technologiques, de la croissance de la main d'œuvre et de l'accumulation du capital. Dans les décennies à venir, la croissance économique à long terme devrait diminuer vu le vieillissement de la population, la faible accumulation du capital qui préserve l'équilibre des ratios capital-travail, et la croissance de la productivité inférieure à la moyenne historique.⁸

Comme l'indique la prochaine section, le taux de croissance économique à long terme annonce aussi la croissance des bénéfices des sociétés au fil du temps. À la quatrième étape, nous supposons un équilibre mondial où les taux d'intérêt réels convergent mondialement vers 1,25 %, ce qui cadre largement avec le taux de croissance économique prévu à long terme dans les grandes économies après la transition de 40 ans.

FIGURE 4. Les cours gravitent autour du cours établi en fonction des données fondamentales à long terme
(le MVICAM donne une estimation de la juste valeur à long terme)

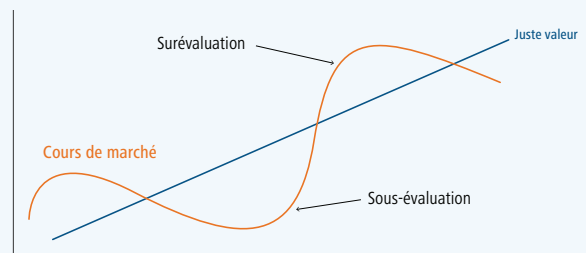
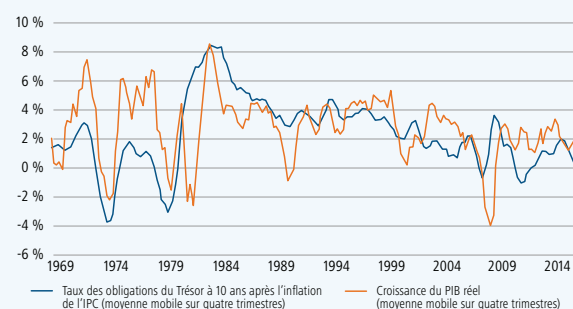


FIGURE 5. Taux d'intérêt réel sans risque suivant la croissance du PIB réel

(croissance du PIB réel aux États-Unis et rendement réel des obligations du Trésor à 10 ans)



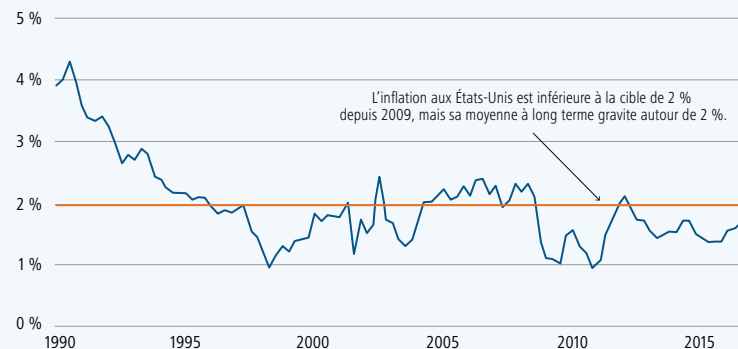
Source : PIB des États-Unis (prix constants), taux des obligations du Trésor américain à 10 ans et IPC fournis par Bloomberg

⁸ Le vieillissement de la population pourrait aussi faire baisser la croissance de la productivité, comme l'indiquent Maestas, Mullen et Powell, « The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity », NBER Working Paper no 22452, 2016.

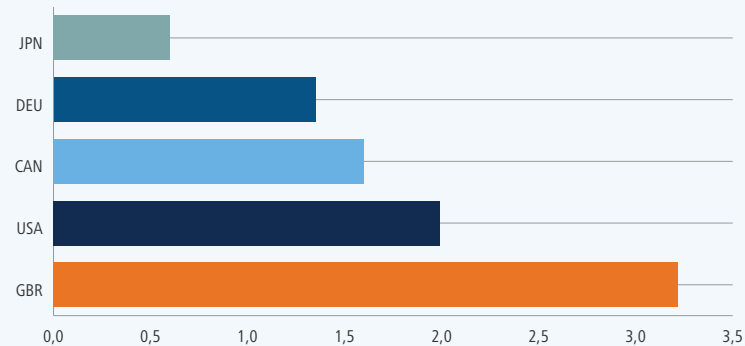
À long terme, l'inflation est principalement déterminée par les politiques des banques centrales. La plupart des pays industrialisés ont fixé des cibles d'inflation pour formuler leurs attentes. Ainsi, les banques centrales ajustent les politiques monétaires au cours du cycle pour que l'inflation moyenne reste alignée sur la cible. Dans la plupart des économies avancées, les banques centrales fixent le taux cible à 2 % ou moins. Même si la majorité des banques centrales ont raté leur cible après la crise financière mondiale de 2008 en raison de la faiblesse persistante de l'activité économique, nous croyons que les cibles demeurent crédibles dans la plupart des pays sur le long terme. Dernièrement, l'inflation n'a pas atteint sa cible; cela dit, l'inflation moyenne aux États-Unis avoisine les 2 % depuis 1990 (figure 6, graphique supérieur). D'ailleurs, les marchés ont déjà commencé à prendre en compte la normalisation des taux d'inflation, comme en témoignent les obligations indexées sur l'inflation (figure 6, graphique inférieur).

FIGURE 6. Indicateurs d'inflation antérieurs et prospectifs

Inflation aux États-Unis avoisinant les 2 % depuis 1990
(indice de base des dépenses personnelles de consommation, en pourcentage annuel)



Hausse des taux d'inflation sur dix ans
(point d'équilibre des obligations indexées sur l'inflation)



Source : Données de Bloomberg sur le déflateur des prix de l'indice de base des dépenses personnelles de consommation aux États-Unis et sur le point d'équilibre des taux d'inflation sur dix ans établi selon les obligations indexées sur l'inflation, au 17 février 2016.

Les **primes de risque** compensent la volatilité du rendement des marchés qui ne peut pas être réduite par la diversification. Les investisseurs s'attendent à un rendement élevé sur les marchés dont le bêta est supérieur aux marchés mondiaux. Conformément au modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF), nous calculons les primes de risque selon la corrélation (ou le « bêta ») de l'actif par rapport au rendement du portefeuille du marché mondial des capitaux. Autrement dit, le MEDAF fait le lien entre la prime de risque PR_i de chaque actif (i) et sa volatilité $\sigma_{i,t}$, la corrélation avec le portefeuille de marché, $\rho_{i,m}$, la corrélation avec le portefeuille de marché :

$$PR_{i,t} = \sigma_{i,t} \rho_{i,m} (R_{mt} - R_{ft}) / \sigma_{m,t}$$

Cet exercice nécessite une estimation fiable du portefeuille de marché et de son rendement historique, ce qui se complique pour les quantités importantes d'actifs non liquides et non négociables comme les fonds de capital-investissement, les prêts à effet de levier, les obligations des marchés émergents libellées en monnaie locale et l'immobilier. Nous nous basons sur une étude empirique de Goodall, Manzini et Rose (2005), qui ont utilisé cette méthode pour estimer les primes de risque des marchés boursiers mondiaux et des obligations d'État.

La section suivante décrit notre façon de prévoir les flux de trésorerie sur les marchés boursiers et les marchés des obligations d'État.

e. Prévision des flux de trésorerie liés aux actions

La valeur des flux de trésorerie attendus se fonde sur la trajectoire que devraient suivre les données fondamentales vers un équilibre à long terme. Pour prévoir les flux de trésorerie, nous commençons par estimer comment les bénéfices actuels passeront au niveau viable ou « normal » des bénéfices entre la première et la deuxième étape (dans le présent article, on entend par « niveau viable

des bénéfices à long terme » le niveau normal). Ensuite, la deuxième étape consiste à prévoir le taux de croissance des bénéfices normaux. L'estimation du taux de répartition aux actionnaires sous la forme de dividendes et de rachats d'actions cadre, elle aussi, avec les conditions propres à un équilibre à long terme.

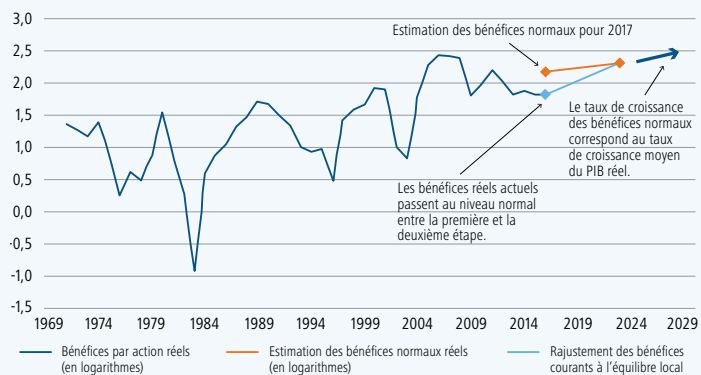
La figure 7 illustre la transition prévue des bénéfices réels sur sept ans, à partir de 2016, vers le niveau normal pour le marché boursier français. Comme les bénéfices actuels sont inférieurs aux bénéfices normaux estimés, la croissance des bénéfices devrait être supérieure à la tendance au cours des sept prochaines années, à mesure que les bénéfices se rapprochent graduellement du niveau normal. Inversement, sur le marché boursier américain, les bénéfices actuels semblent élevés par rapport au niveau normal. La croissance des bénéfices avant impôt aux États-Unis devrait donc être plus lente que la tendance durant les sept prochaines années. Pour dresser un portrait fidèle des bénéfices normaux dans un pays donné, nous combinons diverses techniques en vue d'établir la capacité bénéficiaire d'un pays sur plusieurs cycles.

Une fois que les bénéfices des sociétés auront atteint le niveau normal à la deuxième étape, la croissance subséquente des bénéfices réels devrait cadrer avec le taux tendanciel de la croissance économique globale. À long terme, les sociétés devraient continuer de représenter un pourcentage stable du PIB. Sinon, ce pourcentage pourrait augmenter jusqu'à absorber toute l'économie ou diminuer jusqu'à atteindre un niveau négligeable. La figure 8 fait état de la tendance des bénéfices à graviter autour de la moyenne durant les cycles économiques à court terme tout en se rapprochant de la moyenne à long terme au fil du temps. En conséquence, il faut une estimation fiable de la croissance à long terme du PIB réel pour prévoir celle des bénéfices.

Nous estimons le taux tendanciel de croissance économique sur de longues périodes en prévoyant les facteurs liés à l'offre, notamment la croissance de la main-d'œuvre, l'accumulation du capital et la productivité totale. La croissance économique moyenne devrait ralentir dans la plupart des pays : le vieillissement de la population ralentit la croissance de la main-d'œuvre, l'accumulation du capital ralentit au même rythme que la croissance de l'emploi (ce qui préserve l'équilibre du ratio capital-travail), et la productivité reste inférieure à la moyenne historique d'après-guerre. Nous prévoyons que la faiblesse de la productivité persistera pour plusieurs raisons, notamment le passage progressif vers les services, comme les soins de santé et l'éducation, qui génèrent habituellement des gains de productivité plus faibles que le secteur manufacturier. Depuis les années 1950, chaque décennie a connu un recul de la productivité moyenne aux États-Unis, malgré les avancées technologiques.⁹ Cette tendance devrait se poursuivre, car les nouvelles innovations ont peine à stimuler la productivité dans la même mesure que les grandes innovations du passé. La figure 9 montre les prévisions de croissance pour les grandes économies, compte tenu de ces constats.

FIGURE 7. Transition du marché boursier français vers les « bénéfices normaux »

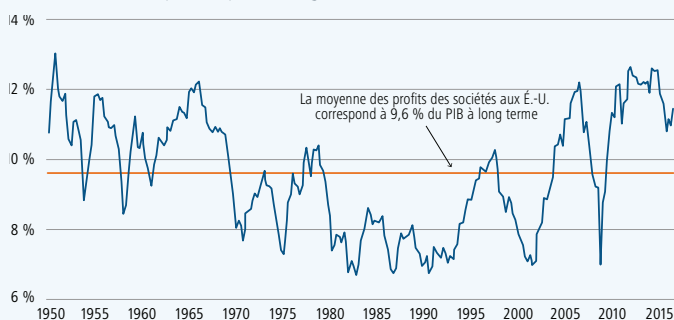
(bénéfices réels exprimés en logarithmes)



Source : Bénéfices des sociétés de l'indice MSCI France fournis par Bloomberg. Prévission des bénéfices normaux et rajustement des bénéfices futurs sur sept ans par l'équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie.

FIGURE 8. Bénéfices des sociétés aux États-Unis en pourcentage du PIB, de 1950 à 2015

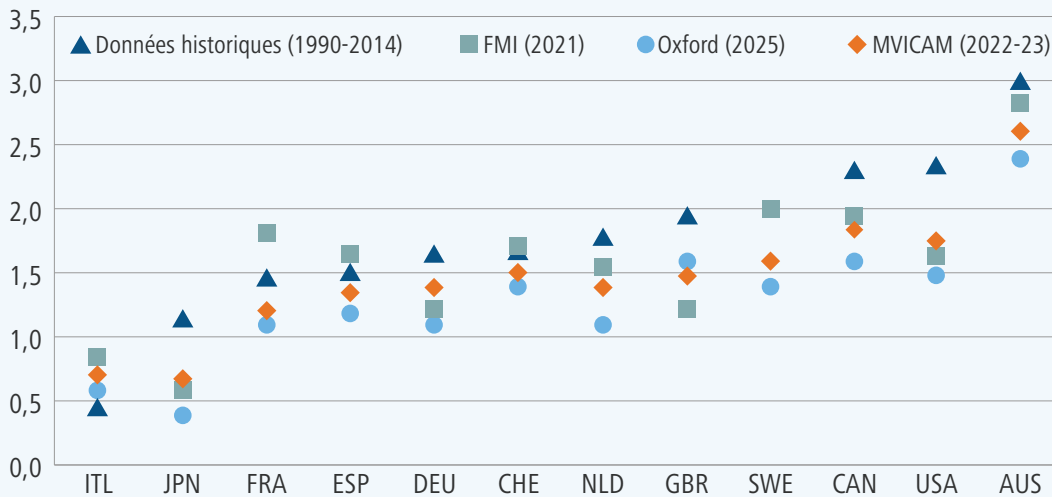
(bénéfices avant impôt, en pourcentage du PIB)



Source : Bénéfices des sociétés et PIB réel aux États-Unis (cours actuels) fournis par Bloomberg.

⁹ L'utilisation grandissante des technologies de l'information, de l'automatisation et de l'Internet ne s'est pas clairement traduite par une augmentation de la productivité moyenne ces dernières décennies, notamment parce qu'il est difficile de mesurer la productivité. Cela dit, plusieurs macro-tendances à long et très long terme, le vieillissement de la population, par exemple, semblent neutraliser les gains tirés de l'amélioration des technologies. En conséquence, il est difficile de prévoir quelles seront les répercussions des nouvelles innovations, comme l'intelligence artificielle et l'accroissement de l'automatisation par ordinateur, sur les tendances futures relatives à la productivité globale moyenne. Robert Gordon, « Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds », NBER Working Paper, no 18315, 2012.

FIGURE 9. Ralentissement prévu de la croissance économique à long terme
(comparaison des prévisions de la croissance du PIB réel par pays, en pourcentage)



Source : Taux de croissance historiques calculés par l'équipe de répartition de l'actif Mackenzie. Prévisions de croissance tirées des Perspectives de l'économie mondiale du FMI (octobre 2016) et d'Oxford Economics (décembre 2016).

f. Application du MVICAM aux obligations d'État

Habituellement, l'estimation du rendement attendu d'un portefeuille obligataire se fonde sur le rendement à l'échéance actuel d'un indice obligataire ayant une durée comparable (p. ex., une obligation d'État sur dix ans). Par contre, cette approche suppose que le portefeuille obligataire n'est pas rééquilibré, c'est-à-dire que les investisseurs laissent toutes les obligations arriver à échéance. En pratique, toutefois, la plupart des investisseurs achètent de nouvelles obligations pour remplacer celles qui arrivent à échéance. Par exemple, si un investisseur institutionnel choisissait une durée bien précise pour son portefeuille obligataire, il le rééquilibrerait pour en maintenir la durée.

En conséquence, les investisseurs ne doivent pas se limiter au rendement à l'échéance pour estimer le rendement attendu de leur portefeuille obligataire. En effet, il faut tout d'abord établir une courbe prospective des rendements attendus qui s'étend au-delà de la durée des obligations achetées à ce moment-là, pour que les investisseurs obligataires puissent rééquilibrer leurs portefeuilles et maintenir la durée voulue. Ainsi, les investisseurs peuvent tenir compte des rendements attendus liés aux gains en capital et aux rendements sur retour à la valeur nominale des obligations en portefeuille en plus du rendement à l'échéance des placements en obligations futurs.

Le MVICAM prend en compte tous ces aspects dans son estimation des rendements obligataires attendus. On commence par tracer des courbes prospectives des rendements nécessaires. Les taux prospectifs nécessaires se fondent sur l'inflation attendue, le taux réel sans risque et la prime de risque pour

diverses échéances. Pour suivre les données macroéconomiques, nous utilisons les mêmes taux d'inflation et taux sans risque attendus pour les actions et les obligations. Dans le cas des obligations d'État, les primes de risque compensent la volatilité des cours et tiennent compte d'un rajustement de convexité.

La deuxième étape consiste à convertir la courbe prospective des rendements nécessaires en taux d'intérêt au comptant équivalents, qu'on peut comparer aux taux d'intérêt du marché. Ainsi, nous pouvons estimer dans quelle mesure les titres sont sous-évalués ou surévalués par rapport au rendement nécessaire pour les investisseurs (c'est-à-dire le rendement inconditionnel à long terme). Comme nous le faisons dans le cas des actions, nous supposons qu'il faudra sept ans pour que les taux d'intérêt sur les obligations d'État rejoignent leur valeur intrinsèque estimée.

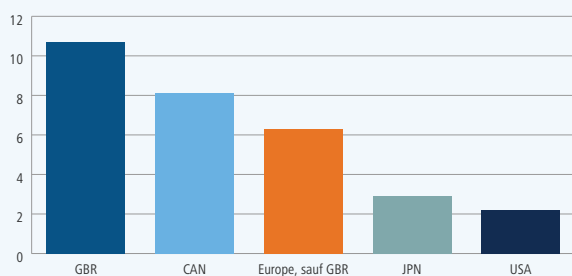
À titre indicatif, les résultats présentés dans la section g concernent des placements en obligations d'État nominales zéro coupon (figure 11). Pour un marché donné, nous présentons le rendement attendu moyen sur sept ans d'une obligation zéro coupon dont la durée est similaire à celle de l'indice d'obligations d'État du pays. Une telle présentation s'apparente à un portefeuille obligataire dont la durée demeure constante au fil du temps, ce qui ressemble beaucoup à un FNB ou un fonds de placement indexé sur un indice d'obligations d'État. Il est important de noter toutefois qu'il n'est pas question d'acheter une obligation zéro coupon et de la conserver jusqu'à l'échéance, ce qui voudrait dire que la durée se raccourcirait au fil du temps. Bien que nous nous concentrons sur la durée qui correspond à celle de l'indice des obligations d'État, le cadre du MVICAM s'applique toutefois à la plupart des autres types d'obligations, quelle qu'en soit l'échéance.

g. Sommaire des rendements prévus

La figure 10 illustre les rendements prévus d'après le MVICAM sur les principaux marchés boursiers au cours des sept prochaines années. Ce sont les marchés américains et japonais qui devraient afficher les rendements les plus faibles, tandis que le Royaume-Uni, le Canada et les pays d'Europe présenteraient les rendements les plus élevés.

FIGURE 10. MVICAM : Rendements prévus sur les principaux marchés boursiers au cours des sept prochaines années

(moyenne du rendement annuel prévu, en monnaie locale)

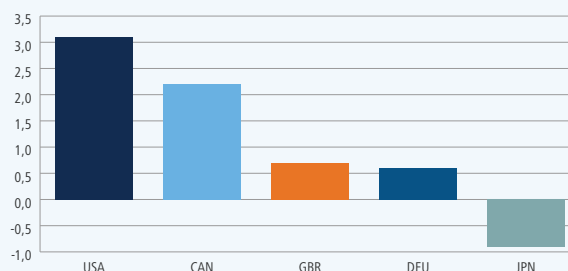


Source : Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie, au 17 mars 2016.

Les résultats du Royaume-Uni reflètent principalement la faiblesse des cours et l'écart négatif entre les bénéfices et leur seuil normal de viabilité. À l'inverse, le cours des actions américaines semble élevé, surtout que le taux de croissance des bénéfices avant impôt devrait ralentir à mesure que les bénéfices reviendront à leur niveau normal. Les actions canadiennes offrent aussi des perspectives relativement favorables à long terme : la croissance des bénéfices s'accélère en vue d'atteindre le niveau normal.

La figure 11 illustre les rendements actuellement attendus pour les obligations d'État sur les principaux marchés au cours des sept prochaines années, d'après le MVICAM. Les rendements attendus dans la figure 11 correspondent à la durée financière de l'indice d'obligations d'État de chaque pays.¹⁰ Étant donné la faiblesse marquée des taux d'intérêt dans de nombreux pays, les rendements attendus sur sept ans sont très inférieurs aux rendements à long terme nécessaires des investisseurs (voir l'Annexe). La faiblesse des rendements attendus découle de la hausse anticipée des taux réels d'actualisation et de la normalisation de l'inflation durant les sept prochaines années, les taux d'intérêt réels devant augmenter par suite du renforcement attendu de la croissance économique moyenne.

FIGURE 11. Rendements attendus sur les obligations d'État (rendements annuels moyens attendus, en pourcentage, sur les sept prochaines années, établis en fonction de la durée financière modifiée de l'indice des obligations d'État, en monnaie locale)



Source : Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie, au 17 mars 2017. En fonction de la durée financière modifiée de l'indice des obligations d'État Bloomberg Barclays.

h. Analyse de scénarios macroéconomiques

Le MVICAM comprend un mécanisme logique d'analyse des répercussions de divers scénarios macroéconomiques sur les rendements à long terme attendus. Le lien entre les données fondamentales et les rendements attendus permet de systématiser l'analyse des répercussions qu'aurait différents chocs (inflation, productivité, démographie, baisses cycliques, etc.) sur les rendements à long terme. Grâce à ce modèle, il est possible d'analyser les conséquences d'une forte récession, des politiques axées sur la croissance du président Trump, d'une stagnation prolongée ou même d'une pandémie qui pourrait bouleverser les tendances démographiques futures.

Pondération adéquate du MVICAM dans un portefeuille

Bien que le MVICAM permette de produire de solides estimations de la valeur des titres et des rendements à long terme attendus, il faut néanmoins en pondérer adéquatement l'utilisation et se servir d'autres moyens d'évaluation, car l'avenir est, en grande partie, tout simplement impossible à prévoir et même une excellente estimation de la valeur intrinsèque n'exclut pas les ratés. Le MVICAM vient donc compléter notre gamme de modèles d'évaluation, grâce auxquels nous pouvons produire des évaluations globales plus solides que ne le pourrait un seul modèle.

¹⁰ Selon la durée financière modifiée de l'indice des obligations d'État Bloomberg Barclays, au 10 mars 2017.

Cela dit, en ce qui a trait aux occasions de placement tactique, l'analyse de la valeur intrinsèque des titres, même si elle est utile pour fixer les rendements à long terme attendus, ne tient pas compte des aspects qui auront de l'influence sur les rendements à court terme, comme la confiance des investisseurs et le contexte macroéconomique. En conséquence, les perspectives de l'équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie en matière de placement tactique se fondent non seulement sur la valeur, mais aussi sur une analyse de ces deux aspects extérieurs. Ainsi, nous diversifions tant nos perspectives que les horizons de placement.

De plus, un portefeuille diversifié à répartition stratégique est essentiel pour obtenir de bons rendements corrigés du risque sur un cycle complet du marché. Bien que le MVICAM établisse les rendements attendus sur actions et obligations à un niveau inférieur aux moyennes historiques, nous recommanderions la sous-pondération de ces titres par rapport à la répartition stratégique. Ainsi, nous intégrons une part de risque actif dans nos perspectives tactiques en plus de reconnaître qu'il est extrêmement difficile d'anticiper les marchés, que tous les modèles connaîtront des ratés et que l'avenir est fondamentalement imprévisible.¹¹ Cette approche en matière de budgétisation des risques est conforme aux pratiques institutionnelles exemplaires en ce qui concerne la constitution des portefeuilles et la gestion des risques.

Considérons, par exemple, les Portefeuilles Symétrie de Mackenzie, une gamme de portefeuilles multi-actifs composés d'actions et de titres à revenu fixe mondiaux que gère notre équipe. Au moment de la rédaction, les Portefeuilles Symétrie surpondéraient tactiquement les actions, même si les évaluations produites par le MVICAM étaient élevées, car cette surpondération s'appuie sur la confiance des investisseurs et sur le contexte macroéconomique. Par contre, la surpondération serait moins importante si le MVICAM avait rendu une évaluation intrinsèque neutre. Pour les titres à revenu fixe, les obligations d'État sont sous-pondérées par rapport à nos pondérations stratégiques, sous-pondération qui découle des alertes de surévaluation du MVICAM et d'autres perspectives faisant partie de notre processus de placement.¹²

Conclusions et incidences sur l'investissement

La valeur intrinsèque est un important moteur du rendement total à long terme. Il sera plus facile aux investisseurs patients munis d'une estimation fiable de la valeur intrinsèque de modifier leur répartition d'actif en fonction des occasions de placement à long terme.

La manière d'évaluer des placements est tout aussi importante. Les paramètres classiques peuvent parfois être trompeurs et « piéger » les investisseurs. L'équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie croit que la compréhension et la prévision des moteurs fondamentaux du rendement des actifs forment une approche efficace pour prévoir le rendement total à long terme. Encore une fois, nous insistons sur l'importance de combiner les perspectives issues du MVICAM à d'autres paramètres d'évaluation et à d'autres indications de l'évolution possible des rendements à court terme, comme la confiance des investisseurs et le contexte macroéconomique.

Même en tenant compte des avantages d'un solide modèle d'évaluation, nous demeurons convaincus que la diversification est la pierre angulaire de tout portefeuille équilibré, qu'il s'agisse de la diversification stratégique du portefeuille ou de la diversification des types de données utilisées dans l'évaluation des occasions de placement tactique.

¹¹ Voir « Pension Investing in Canada: Diversification, Risk Management and Asset Pooling » pour une analyse de notre approche en matière de budgétisation des risques.

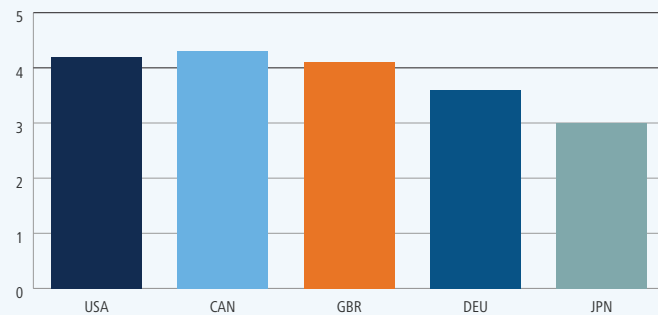
¹² Surpondérations et sous-pondérations tactiques des Portefeuilles Symétrie au 10 mars 2017.

Annexe : Rendements actuellement attendus et rendements inconditionnels à long terme

La durée financière de l'univers des obligations d'État varie grandement d'un pays à l'autre. Par exemple, la durée financière de l'indice des titres du Trésor américain s'établit à environ 6,1 ans, tandis que la durée financière au Royaume-Uni s'établit à 11,3 ans. Cet écart s'explique par les décisions des organismes de gestion des créances de chaque pays en ce qui a trait à la pondération des titres à court et à long termes. Vous trouverez dans la présente annexe une comparaison par pays des rendements obligataires attendus selon les durées. Plus précisément, la figure A1 présente sommairement les rendements d'équilibre attendus inconditionnels sur des obligations zéro coupon sur dix ans à échéance fixe. La figure A2 montre la différence entre les rendements attendus et les rendements d'équilibre inconditionnels à très long terme. Le MVICAM indique qu'un placement en obligations d'État canadiennes sur dix ans à échéance fixe enregistrerait un rendement inférieur de 1,6 % à celui auquel devraient s'attendre inconditionnellement les investisseurs.

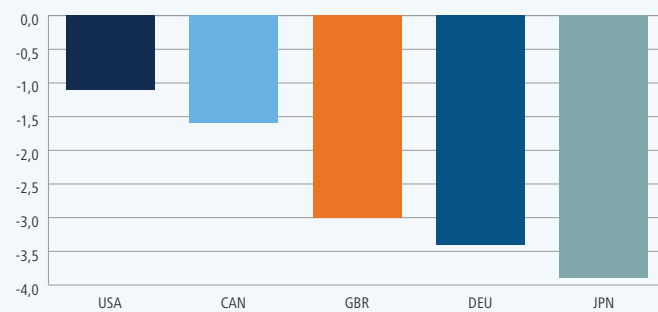
FIGURE A1. Rendements d'équilibre attendus pour les obligations d'État à 10 ans

(moyenne du rendement annuel d'équilibre attendu inconditionnel, en monnaie locale)



Source : Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie, au 17 mars 2017.

FIGURE A2. Rendements prévus pour les obligations d'État à 10 ans au cours des sept prochaines années moins le rendement inconditionnel (à long terme) requis pour les investisseurs



Source : Équipe des stratégies multi-actifs Mackenzie, au 17 mars 2017.

RENSEIGNEMENTS GÉNÉRAUX

Pour toute demande de renseignements généraux et de renseignements sur les comptes, veuillez composer le :

FRANÇAIS	1-800-387-0615
ANGLAIS	1-800-387-0614
CHINOIS	1-888-465-1668
TÉLÉCOPIEUR	1-866-766-6623
COURRIEL	service@mackenzieinvestments.com
SITE WEB	placementsmackenzie.com

Obtenez des renseignements sur les fonds et les comptes en ligne grâce à AccèsClient, site sécurisé de Placements Mackenzie. Visitez placementsmackenzie.com pour de plus amples renseignements.

Les placements dans les fonds communs et l'utilisation d'un service de répartition de l'actif peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir, y compris celui de tout fonds commun qui pourrait figurer dans un service de répartition de l'actif. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

L'information contenue dans ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne constitue pas un conseil en matière de placement ni une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ni une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer l'exactitude et l'intégralité de cette information, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation.

