

Une entrée en territoire baissier serait-elle justifiée pour la Bourse américaine?

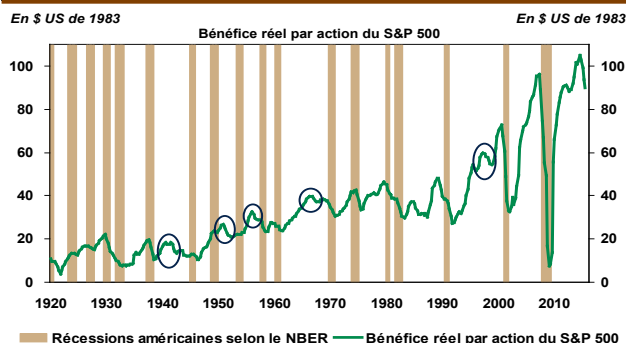
Le début de l'année a été particulièrement mouvementé sur les marchés financiers, et les Bourses au Japon et en Europe sont récemment passées en territoire baissier. La Bourse américaine a aussi écopé de la recrudescence des craintes mondiales, en plus d'être ennuyée par une récession dans les profits et par les inquiétudes sur la santé du secteur industriel américain. Même si le S&P 500 s'est repris récemment, le climat demeure volatil et il ne faudrait pas beaucoup plus de baisses supplémentaires pour qu'il entre à son tour en territoire baissier. Toutefois, une entrée en marché baissier survient presque toujours dans le cadre d'une récession. Dans ce *Point de vue économique*, nous analysons les causes du pessimisme des investisseurs et statuons sur la question de savoir si une entrée du S&P 500 en territoire baissier serait justifiée d'un angle fondamental. Selon notre analyse, le négativisme des investisseurs est exagéré, et la Bourse américaine pourrait bientôt présenter une opportunité intéressante.

QU'EST-CE QUI TRACASSE LES MARCHÉS?

Il existe un certain nombre d'éléments derrière la récente débâcle boursière. L'un des facteurs les plus fréquemment cités est le sommet atteint dans le cycle américain des bénéfices l'an dernier. Selon les données de Bloomberg, les profits du S&P 500 ont chuté de 6,5 % au quatrième trimestre, marquant une troisième contraction consécutive. Les bénéfices de la Bourse américaine sont ainsi en récession, ce qui a incité certains à craindre qu'une récession économique ne guette. Toutefois, dans les nombreux travaux de recherche empiriques qui ont cherché à cerner les variables permettant de prédire de façon fiable les récessions américaines, les bénéfices des sociétés ont rarement été identifiés. Les points de retournement de bénéfices sont relativement nombreux, et même s'il est vrai que les récessions sont presque toujours accompagnées de contractions des profits, le contraire n'est pas toujours vrai. Il y a ainsi eu de nombreux cas de récession des profits réels, sans que ne survienne une récession macroéconomique (graphique 1).

Il faut aussi garder à l'esprit que le repli récent des profits n'est pas un phénomène généralisé à travers les secteurs : l'énergie et les matériaux sont en bonne partie responsables

Graphique 1 – Il y a eu plusieurs points de retournement des profits sans qu'une récession ne soit imminente

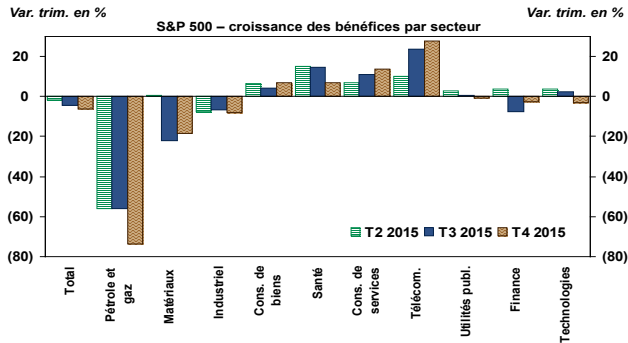


Sources : Robert J. Shiller, National Bureau of Economic Research et Desjardins, Études économiques

de la contraction (graphique 2 à la page 2). Au quatrième trimestre, les bénéfices d'exploitation totaux ont affiché une baisse de 0,3 % en variation annuelle. En excluant ces deux secteurs, les profits affichent plutôt une hausse de 10,4 %. Constat similaire pour les revenus du S&P 500, qui ont baissé de 2,4 % au quatrième trimestre en glissement annuel. Ce repli est en grande partie concentré dans l'énergie et les matériaux, qui répertorient des chutes de revenus respectives de 35 % et 10 %.

¹ Aux fins de cette analyse, nous définissons comme correction une baisse de plus de 10 % de l'indice depuis le plus récent sommet, et comme marché baissier une baisse de plus de 20 %.

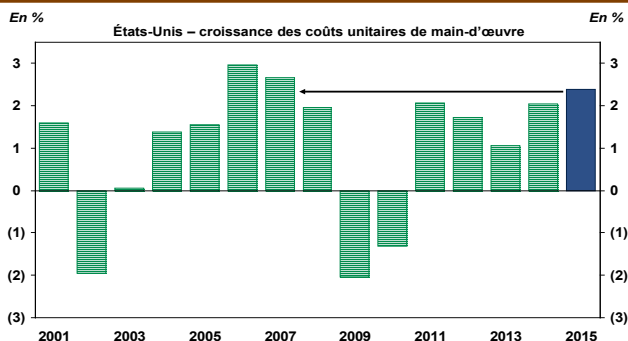
Graphique 2 – Les secteurs liés aux matières premières sont ceux qui vivent les plus grandes difficultés



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

Au-delà des matières premières et de l'impact de l'appréciation du dollar américain sur les revenus des multinationales américaines, la hausse des coûts de main-d'œuvre constitue un autre obstacle aux profits. En 2015, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont affiché leur plus importante augmentation depuis la récession (graphique 3). Or, cette situation a aussi ses bons côtés. Avec les salaires qui augmentent et une création d'emplois qui tient bon, les consommateurs américains bénéficient d'une capacité renouvelée à dépenser. Qu'ils choisissent d'utiliser cette capacité au moment présent ou encore de l'étaler dans le temps (impliquant un taux d'épargne plus élevé à court terme), le point-clé est que tôt ou tard, les entreprises devraient obtenir le retour du balancier par l'entremise de revenus plus élevés. Cela en supposant évidemment que le cycle macroéconomique n'arrive pas déjà à sa fin. Nous y reviendrons.

Graphique 3 – Plus forte croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre en huit ans



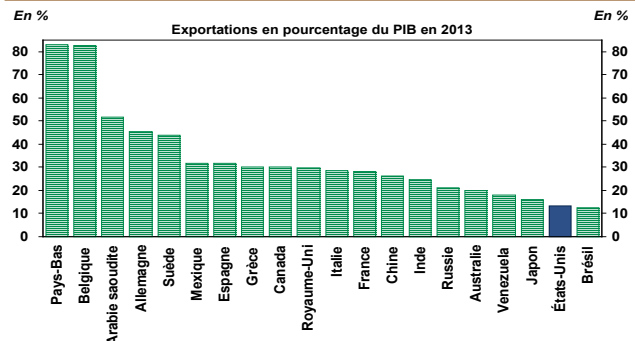
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Le désordre en Chine a constitué un autre facteur préoccupant pour les marchés boursiers cette année. L'indice boursier de Shanghai s'est effondré de près de 50 % depuis juin 2015 et les autorités chinoises ont éprouvé un certain nombre de difficultés dans leurs efforts visant à stabiliser à la fois la Bourse et la devise. Est-ce que cela devrait

importer outre mesure pour les États-Unis? Après tout, le marché boursier chinois représente moins d'un dixième de la taille du S&P 500 et l'exposition étrangère à ce marché a été limitée par des restrictions sur les entrées de capitaux.

Il reste que les investisseurs affichent de plus en plus de scepticisme quant au succès éventuel des tentatives de la Chine pour stabiliser sa monnaie, surtout devant la pression constante qu'occasionnent les sorties de capitaux. Selon ce point de vue pessimiste, la chute inévitable du yuan devrait provoquer une onde de choc désinflationniste qui se propagera à travers le monde. Toutes choses étant égales par ailleurs, cela impliquerait un dollar américain plus fort (notamment avec une diminution des liquidations de réserves officielles chinoises), intensifiant du même coup un important vent contraire pour les exportations américaines. Toutefois, même si ce scénario devait se réaliser, l'économie américaine est l'une des moins exposées au commerce extérieur. Relativement parlant, les exportations représentent une faible proportion du PIB (graphique 4). À titre d'exemple, l'économie américaine a réussi à croître à un rythme respectable de 2,4 % l'an dernier, en dépit du fait que les exportations nettes ont pénalisé la croissance de 0,7 point de pourcentage.

Graphique 4 – La pondération des exportations dans le PIB américain est plutôt faible



Sources : Banque mondiale et Desjardins, Études économiques

Enfin, on peut difficilement omettre l'énigmatique lien entre le pétrole et les Bourses ces derniers mois. La corrélation entre le pétrole brut a approché le niveau de perfection, en dépit du fait que la baisse des prix des carburants constitue un facteur positif pour l'activité économique. Les États-Unis ont enregistré la meilleure année de ventes de véhicules depuis 2000, un résultat notamment causé par un appétit ravivé pour les véhicules les plus énergivores. Autre manifestation : les miles parcourus par les automobilistes, qui étaient à plat depuis 2009, sont désormais en hausse. Même si la faiblesse des prix du pétrole soulève le spectre de faillites et de défauts dans le secteur de l'énergie, il n'y a pas de pétrolière d'importance systémique, comme

À propos des corrections et des marchés baissiers...

Une entrée en marché baissier pour les actions américaines signifierait que les investisseurs escompteraient une probabilité élevée de récession. En reculant à 1970, on répertorie six marchés baissiers. Les marchés baissiers s'échelonnent sur plus de 491 jours en moyenne, et la Bourse met plus de 1 000 jours à récupérer le sommet précédent, à partir du creux. Seulement un marché baissier n'a pas été accompagné d'une récession (tableau 1).

Tableau 1
Entrée en marché baissier

<i>Début</i>	<i>Fin</i>	<i>Ampleur de la contraction</i>	<i>Durée de la contraction</i>	<i>Durée de la reprise</i>	<i>Récession</i>
		en %	en jours	en jours	
Janvier 1970	Mai 1970	25,90	141	238	x
Août 1973	Mars 1974	48,00	633	2 111	x
Novembre 1980	Août 1982	26,90	623	83	x
Août 1987	Décembre 1987	33,30	105	600	
Mars 2000	Octobre 2002	49,00	926	1 685	x
Octobre 2007	Mars 2009	56,50	515	1 463	x
Moyenne		39,90	491	1 030	

Source : Desjardins, Études économiques

En revanche, il y a eu huit corrections sans entrée en marché baissier, et seulement deux ont été accompagnées d'une récession, soit celle du début des années 1990 (tableau 2). Ces corrections durent en moyenne 145 jours et le retour au sommet précédent prend seulement 100 jours. Même si le dernier sommet du S&P 500 date de plus de 200 jours, il faut noter que la longueur des phases de correction a été historiquement très dispersée, allant de 42 jours (en 1998) à 398 (en 1983 et en 1984). Naturellement, le passé n'est pas garant de l'avenir, et ces épisodes ne peuvent que servir de guide. Mais, si l'on se refuse d'adhérer à un scénario de récession et de marché baissier, identifiant plutôt le contexte actuel comme étant une correction, cela implique que les actions américaines pourraient bientôt être en mesure de se stabiliser.

Tableau 2
Corrections sans entrée en marché baissier

<i>Début</i>	<i>Fin</i>	<i>Ampleur de la contraction</i>	<i>Durée de la contraction</i>	<i>Durée de la reprise</i>	<i>Récession</i>
		en %	en jours	en jours	
Avril 1971	Novembre 1971	13,80	208	71	
Juin 1983	Juillet 1984	13,60	398	176	
Octobre 1989	Janvier 1990	10,20	113	119	x
Juillet 1990	Octobre 1990	19,60	86	123	x
Juillet 1998	Août 1998	19,20	41	84	
Juillet 1999	Octobre 1999	12,10	91	32	
Avril 2010	Juillet 2010	15,60	67	120	
Mai 2011	Octobre 2011	19,20	154	120	
Moyenne		15,41	145	106	

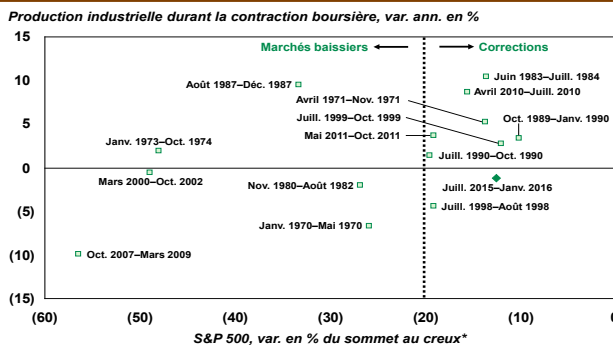
Source : Desjardins, Études économiques

c'était le cas avec les institutions financières en 2008. Les prêts accordés aux entreprises du secteur du pétrole et du gaz comptent pour moins de 5 % du portefeuille de prêts des grandes banques américaines. Pour toutes ces raisons, il est difficile de voir comment la chute des prix du pétrole constitue un élément négatif pour l'économie américaine, comme les Bourses ont semblé l'indiquer récemment.

UN MARCHÉ BAISSIER SERAIT-IL JUSTIFIÉ?

D'un point de vue fondamental, c'est surtout dans le secteur industriel que le pessimisme sur les actions américaines trouve le plus de validation. La combinaison d'une devise forte, d'une faible croissance des économies émergentes et d'un secteur de l'énergie en déclin a causé d'importants ennuis au secteur de la fabrication. L'indice ISM manufacturier est demeuré en contraction pendant quatre mois consécutifs (soit d'octobre à janvier). Historiquement, il y a un lien assez étroit entre le cycle du marché boursier et celui de la fabrication. Du point de vue de la baisse de la production industrielle de juillet à décembre, la correction actuelle pourrait même être considérée comme justifiée. Depuis 1970, dans tous les cas de correction boursière accompagnée d'une contraction de la production industrielle, une entrée en territoire de marché baissier a été évitée dans un seul cas (graphique 5).

Graphique 5 – Les marchés baissiers sont plus fréquents lorsque la production industrielle est en contraction



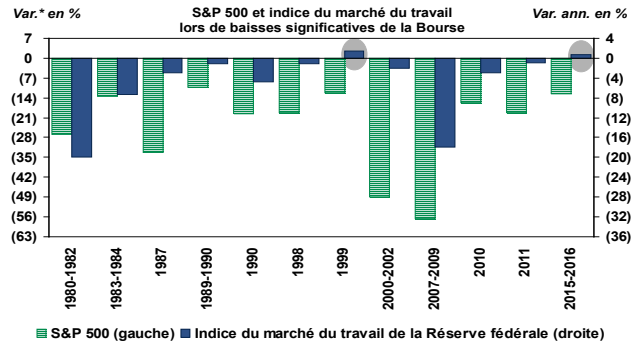
* Niveau en date du 30 janvier pour la période actuelle.
Sources : Bloomberg, Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Le contexte actuel se distingue toutefois des épisodes antérieurs. Traditionnellement, un ralentissement dans la fabrication s'accompagne d'un affaiblissement du marché de l'emploi, renforçant du même coup le pessimisme des investisseurs. Dans le cas présent, le secteur manufacturier en mauvaise posture est plutôt accompagné d'un marché de l'emploi qui continue de progresser. L'indice des conditions du marché du travail de la Réserve fédérale est demeuré sur une tendance haussière de juillet à janvier, alors même que le S&P 500 a connu un déclin de près de 15 %². À titre

² Entre le 20 juillet 2015 et le 20 janvier 2016.

contextuel, dans l'historique des corrections et des marchés baissiers remontant à 1976, en seulement une occasion le marché de la main-d'œuvre a continué de s'améliorer. Il s'agit de l'épisode de la bulle des titres technologiques, au tournant du millénaire (graphique 6).

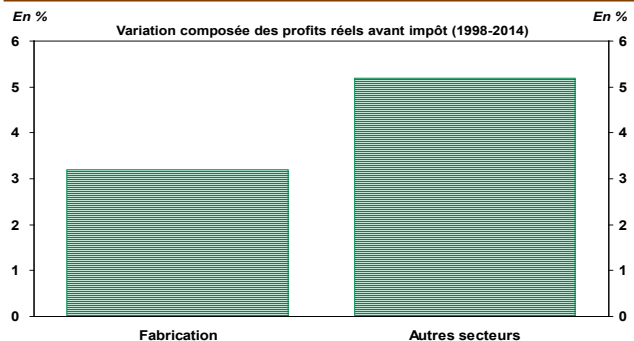
Graphique 6 – Correction boursière et amélioration du marché du travail ne vont habituellement pas de pair



* Du sommet au creux.
Sources : Bloomberg, Réserve fédérale et Desjardins, Études économiques

Que doit-on déduire de ces deux signaux conflictuels? Nous avons tendance à croire que le cycle manufacturier pèse moins lourdement dans les rendements totaux que par le passé. Cela est simplement dû au fait que la part du secteur manufacturier dans l'économie américaine est inférieure à ce qu'elle était il y a quelques décennies. Seulement deux des dix plus grandes capitalisations boursières sur le S&P 500 sont des fabricants traditionnels (Johnson & Johnson et General Electric). Les bénéfices de fabrication réels ont augmenté à un rythme inférieur aux gains dans les autres secteurs depuis la fin des années 1990 (graphique 7). Cela n'a pas pour autant empêché le S&P 500 de générer un rendement total de 7,1 % sur une base annuelle.

Graphique 7 – Il y a longtemps que la croissance des profits dans la fabrication est plus faible que dans le reste de l'économie



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

En revanche, le marché du travail reste un pilier central, en particulier dans une économie dont les dépenses de consommation personnelle et l'investissement résidentiel



représentent une part combinée de 71 % du PIB. Si l'on se fie davantage à la dynamique actuelle du marché du travail américain pour évaluer le contexte fondamental, il y a peu de justification pour une entrée en marché baissier pour les actions américaines.

NOTRE POINT DE VUE

Au moment d'écrire ces lignes, le S&P 500 a affiché une remontée au-dessus des 1 900 points, ce qui tend à confirmer notre scénario d'un épisode de correction, comme bien d'autres. Vu l'ampleur des mouvements quotidiens depuis le début de l'année, on ne peut négliger la probabilité qu'une nouvelle phase d'aversion au risque entraîne le marché en baisse, voire en territoire baissier. Toutefois, un marché baissier ne serait pas justifié d'un point de vue économique. Nos modèles établissent actuellement les chances d'une récession américaine à environ 20 %.

À 3,1 % en 2015, la croissance des dépenses de consommation des États-Unis est demeurée en bonne santé. Le taux d'embauche est près de son plus haut niveau depuis 2007. La confiance des consommateurs s'est montrée imperméable à la tourmente actuelle des marchés, et la capacité de dépenser est renforcée par l'accélération de la croissance du revenu personnel disponible réel, ainsi que par les économies sur les dépenses de carburant. Le ratio cours/bénéfice prévisionnel du S&P 500 est actuellement aux alentours de 15,4, soit un niveau très légèrement supérieur à sa moyenne des 30 dernières années.

Au fur et à mesure que la volatilité continuera de s'estomper, les actions américaines présenteront des opportunités intéressantes. Notre objectif de rendement total s'établit à 7,0 % pour le S&P 500 en 2016.

Jimmy Jean
Économiste principal