

Pondérations en actions canadiennes dans les portefeuilles institutionnels



Les pondérations en actions des investisseurs institutionnels canadiens ont considérablement évolué au cours de la dernière décennie. Le volet des actions mondiales représente de plus en plus la majeure partie de la pondération totale des actions.¹ Cette évolution s'explique en grande partie par une réduction de la part des actions canadiennes, qui, dans certains cas, ont complètement disparu de certains portefeuilles institutionnels. Il s'agit d'un changement radical par rapport aux années 2000, quand le contenu étranger dans les régimes de retraite canadiens était limité.

Bien que cette tendance des pondérations repose sur un raisonnement solide, le présent article a pour but de faire valoir que les perspectives des actions canadiennes pour la prochaine décennie sont désormais attrayantes par rapport à celles des actions mondiales, en particulier les actions américaines, qui représentent près de 70 % de l'indice MSCI World.² Dans un prochain article, nous présenterons des arguments similaires en faveur des actions des marchés émergents (ME). Nous croyons que de nombreux investisseurs institutionnels canadiens ont de bonnes raisons d'envisager d'augmenter, ou au moins de cesser de réduire, la pondération en actions canadiennes dans leurs portefeuilles.

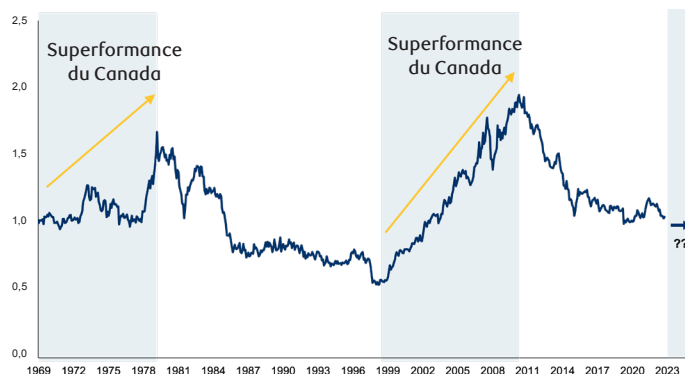
Rendement relatif

Pour établir nos prévisions, il est utile de jeter un regard en arrière et de se demander comment les actions canadiennes se sont comportées par rapport à leurs homologues américaines ou mondiales à long terme. Le résultat de cette comparaison, en particulier, dépend largement de la période.

De décembre 1969 à septembre 2023, l'indice MSCI World a surpassé l'indice composé S&P/TSX de 0,2 %, progressant de 9,2 % comparativement à 9,0 % pour le marché canadien (en dollars canadiens, avant les coûts associés à la mise en œuvre des placements). Toutefois, si nous écourtons la période de dix ans, les résultats sont tout à fait différents : de décembre 1969 à septembre 2013, l'indice composé S&P/TSX a surpassé l'indice MSCI World de 0,6 %, gagnant 9,3 % durant la période par rapport à 8,7 % pour le marché mondial.

La raison de cette sensibilité importante est que les rendements relatifs des deux indices ont tendance à être très irréguliers. Les longues périodes de surperformance et de sous-performance relatives résultent à la fois de la composition sectorielle et des effets de change.

Figure 1 : Rendement indexé des actions canadiennes et des actions mondiales du 31 déc. 1969 au 30 sept. 2023



Source : RBC GMA. Tous les rendements sont en \$ CA. De décembre 1969 à septembre 2023.

Nota : Les actions canadiennes sont représentées par l'indice composé plafonné S&P/TSX. Les actions mondiales sont représentées par l'indice MSCI World (CAD).

¹Selon le sondage auprès des investisseurs institutionnels canadiens 2022 de la Coalition Greenwich, les actions canadiennes représentaient 12 % des portefeuilles des institutions dont l'actif se situait entre 501 et 999 millions de dollars, contre 31 % pour les actions mondiales. En général, la part d'actions canadiennes était un peu plus élevée dans les petits régimes et plus faible dans les grands régimes.

²MSCI, au 30 septembre 2023.

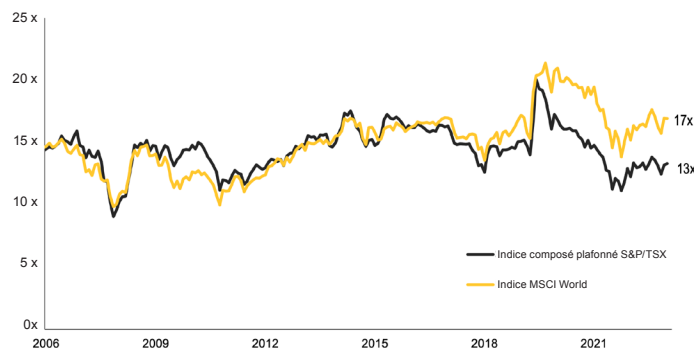
Dans la figure 1, les périodes de la surperformance et de la sous-performance relatives sont étroitement liées aux marchés de marchandises et au secteur de la technologie. Voici quelques exemples :

- Pendant la poussée inflationniste des années 1970, les actions canadiennes ont bénéficié de la surreprésentation des ressources naturelles sur le marché local.
- Au cours des 20 années suivantes, le Canada a tiré de l'arrière en raison de la chute des prix des marchandises, et les valeurs technologiques cotées aux États-Unis ont gagné en importance sur le marché pendant les années 1990, atteignant un sommet lors de la bulle technologique.
- Dans les années 2000, quand la Chine a adhéré à l'Organisation mondiale du commerce et s'est industrialisée, elle a consommé des volumes croissants de ressources naturelles et a fait remonter les prix des marchandises. Les actions canadiennes ont encore une fois bénéficié de leur exposition à ces secteurs.
- Plus récemment, le Canada a sous-performé, car les prix des marchandises sont restés stables et ont baissé, tandis que les titres technologiques ont de nouveau joué un rôle plus important sur les marchés.

Tout comme la composition sectorielle des marchés boursiers mondiaux et canadiens a eu une grande incidence sur leur rendement relatif jusqu'à maintenant, nous avons de bonnes raisons de croire que leurs biais sectoriels continueront d'influencer leur rendement relatif vu le point de départ actuel des valorisations.

Bénéfices et valorisations

Figure 2 : Ratio C/B prévisionne l'indice composé plafonné S&P/TSX et l'indice MSCI World



Sources : Bloomberg, RBC GMA. Au 5 déc. 2023.

³RBC GMA

⁴Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Tesla et Meta, au 30 septembre 2023.

Comme le montre la figure 2, les marchés boursiers canadiens et mondiaux ont généralement des valorisations semblables (d'après les ratios cours/bénéfice des deux marchés). Récemment, toutefois, un écart de valorisation est apparu entre les deux régions, ce qui, à notre avis, crée une occasion. Bien que cet écart existe déjà depuis un certain temps et qu'il soit difficile de prévoir le moment où il se refermera, il est probable qu'il sera comblé au cours des horizons de placement pluriannuels des investisseurs institutionnels.

Au Canada, les secteurs de la finance et de l'énergie réalisent la moitié des bénéfices de l'indice S&P/TSX, et le ratio cours/bénéfice relativement faible reflète l'évaluation par le marché des perspectives à court terme de ces deux secteurs.³ Le marché prévoit que les bénéfices des banques canadiennes pâtiront de pertes sur prêts accrues, en raison de l'absorption des hausses de taux d'intérêt et d'une éventuelle récession. Toutefois, les valorisations du groupe ont baissé à environ 10 fois les bénéfices prévisionnels, qui tiennent déjà compte d'une forte augmentation des provisions pour pertes sur prêts. Les bénéfices pourraient diminuer davantage si les pressions sur le crédit se révèlent pires encore que prévu. Cependant, les banques disposent de capitaux plus que suffisants pour surmonter cette tempête, tout en préservant les dividendes.

De son côté, le secteur de l'énergie produit d'importants flux de trésorerie disponibles excédentaires, compte tenu du prix actuel du pétrole WTI qui s'établit à environ 70 \$ US. Nous croyons qu'il continuera sur cette voie même si le prix du pétrole était nettement plus bas, en particulier les sociétés à grande capitalisation qui occupent une place importante dans l'indice. Nous prévoyons que le secteur devra financer des investissements considérables dans le captage et le stockage du carbone dans les années à venir, mais nous croyons qu'il générera des capitaux plus que suffisants pour le faire.

L'univers des placements en actions mondiales, en revanche, est beaucoup plus axé sur le secteur prometteur de la technologie de l'information. À l'heure actuelle, sept sociétés de technologie qui sont des chefs de file en intelligence artificielle (appelées les sept magnifiques) ont progressé jusqu'à représenter 27,5 % de l'indice S&P 500 et 18,4 % de l'indice MSCI World.⁴ Bien que les occasions de croissance des bénéfices à long terme de ces sociétés soient probablement plus grandes que celles des secteurs des banques et de l'énergie au Canada, elles sont déjà largement intégrées dans le cours de leurs actions. Une simple analyse présentée dans le numéro de l'automne 2023 de Regard

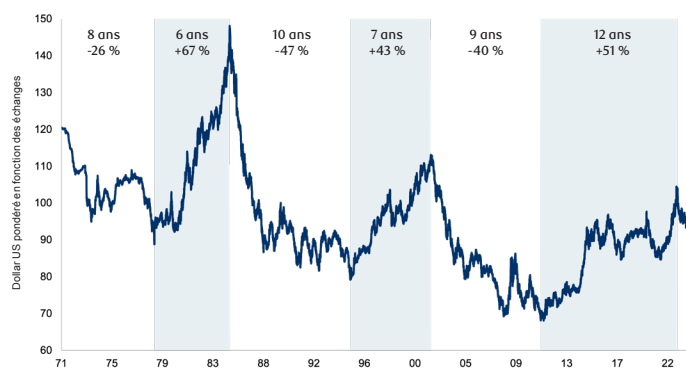
sur les placements mondiaux a montré que si le reste du marché augmentait ses bénéfices au taux historique de 6,2 % au cours de la prochaine décennie, ces sociétés devraient augmenter les leurs de 36 % par an pendant la même période afin de justifier leur prime.⁵ Même si ce n'est pas impossible, ce calcul démontre que la barre est extrêmement élevée et que ces sociétés pourraient être vulnérables si elles devaient décevoir les attentes des investisseurs, ce qui pourrait peser lourdement sur les principaux indices boursiers mondiaux.

Incidence des devises

L'incidence des devises, en particulier la tendance du dollar américain par rapport aux autres monnaies, y compris le dollar canadien, constitue une composante importante des rendements relatifs des marchés boursiers canadiens et mondiaux. Étant donné que les actions américaines représentaient près de 70 % de l'indice MSCI World en septembre 2023, les fluctuations du dollar américain par rapport au dollar canadien sont un facteur important des rendements enregistrés par les investisseurs canadiens.

Comme le montre le graphique ci-dessous, le dollar américain a tendance à évoluer suivant de longs cycles pluriannuels par rapport aux autres devises. Habituellement, ces cycles coïncident de près avec le rendement relatif des actions américaines (et, par conséquent, mondiales) par rapport aux actions canadiennes.

Figure 3 : Dollar US pondéré en fonction des échanges



Nota : Au 13 oct. 2023. Sources : RBC GMA, Bloomberg, Réserve fédérale américaine.

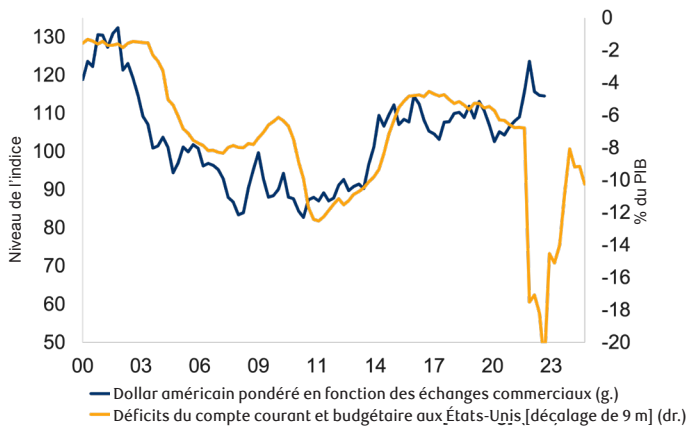
L'équipe des devises de RBC Gestion mondiale d'actifs est d'avis qu'à long terme, le dollar américain suivra une trajectoire baissière. Les perspectives de l'équipe, décrites plus en détail dans la publication les perspectives monétaires sur les marchés de change (automne 2023), sont extraites ici :

Nous prévoyons que sa valeur sera faible pendant plusieurs années, ce qui aura une grande influence sur les marchés obligataires et boursiers, ainsi que sur ceux des marchandises et des devises. La plupart des modèles d'évaluation indiquent que la valeur de cette monnaie est élevée depuis plusieurs années, et, selon le modèle de parité des pouvoirs d'achat que nous suivons, elle est supérieure de plus de 20 % à sa juste valeur estimative. De même, peu de gens contesteraient le lien entre la détérioration des déficits budgétaires et commerciaux des États-Unis et l'évolution de la valeur du dollar américain (figure 4) ou les conséquences négatives que les faillites bancaires aux États-Unis, les menaces de paralysie du gouvernement et les baisses de sa cote de crédit ont eues sur celle-ci. Enfin, le thème de la « dédollarisation », un abandon lent et progressif de l'utilisation, à l'échelle mondiale, du dollar américain pour le commerce et les placements a gagné du terrain. Au cours de la prochaine décennie, ce thème minera le soutien au dollar, surtout si les États-Unis continuent de l'utiliser comme une arme en restreignant l'accès de leurs ennemis aux systèmes de paiement et en bloquant leurs réserves de change.

Un simple retour du taux de change USD/CAD du niveau de 1,38 atteint en septembre 2023 pour revenir au niveau actuel de la parité de pouvoir d'achat (PPA) de 1,15 (le point médian des fourchettes illustrées à la figure 5), même s'il était réparti sur les dix prochaines années, contribuerait grandement au rendement relatif des actions canadiennes.

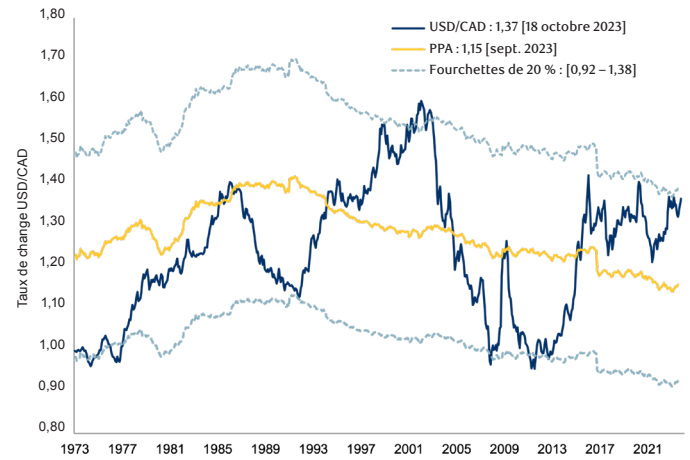


Figure 4 : Dollar américain et les déficits jumeaux américains



Nota : Au 31 mars 2023. Sources : Bloomberg, RBC GMA.

Figure 5 : USD/CAD évaluation selon la parité de pouvoir d'achat (PPA) actuelle



Sources : RBC GMA, Réserve fédérale américaine, Bloomberg.

Conclusion

S'il est fondamentalement difficile de prévoir le rendement relatif au cours de la prochaine année, il est un peu plus facile de modéliser le rendement prévu pour l'horizon de plus de dix ans que visent les décisions de répartition des institutions. Selon les hypothèses des marchés des capitaux que nous utilisons dans nos modèles de portefeuille,⁶ les actions canadiennes devraient enregistrer un rendement de 9,1 %, comparativement à 8,2 % pour les actions mondiales, au cours des dix prochaines années. Certes, ces estimations comportent de grandes incertitudes, et le moment où surviendra ce rendement relatif supérieur est très difficile à prévoir. Cependant, nous sommes d'avis que les perspectives de solides rendements relatifs des actions canadiennes au cours de l'horizon de placement d'une institution sont attrayantes.

⁶Voir l'Annexe 2.

Annexe 1

Taux des bénéfices requis pour justifier la prime des sept magnifiques.

Analyse du point d'équilibre : sept magnifiques contre S&P 500 excluant les sept magnifiques

Hypothèses pour l'étude

Au 31 juillet 2023

	S&P 500 sans les sept magnifiques	Sept magnifiques
Cours	100,00	100,00
Ratio C/B	17,71	35,04
BPA tendanciel	187,30 \$	36,38 \$
Croissance des bénéfices tendanciels	6,19 %	17,93 %
Taux d'actualisation	6,35 %	6,35 %

Croissance des bénéfices requise pour justifier la prime des sept magnifiques

Au 31 juillet 2023

Années	Bénéfices du S&P 500 excluant les sept magnifiques	Bénéfices cumulatifs	Valeur actualisée des bénéfices cumulatifs (S&P 500 excluant les sept magnifiques)	Croissance des bénéfices nécessaire pour que les sept magnifiques rattrapent le reste du S&P 500 (données annualisées)
0	187,30 \$			
1	198,90 \$	198,90 \$	187,02 \$	446,7 %
2	211,22 \$	410,12 \$	373,78 \$	191,8 %
3	224,31 \$	634,43 \$	560,25 \$	121,1 %
4	238,20 \$	872,63 \$	746,46 \$	88,9 %
5	252,96 \$	1,125,59 \$	932,40 \$	70,7 %
6	268,63 \$	1,394,22 \$	1,118,06 \$	59,0 %
7	285,27 \$	1,679,48 \$	1,303,45 \$	50,8 %
8	302,94 \$	1,982,42 \$	1,488,57 \$	44,9 %
9	321,71 \$	2,304,13 \$	1,673,42 \$	40,3 %
10	341,64 \$	2,645,77 \$	1,858,01 \$	36,70 %
11	362,80 \$	3,008,57 \$	2,042,32 \$	33,8 %
12	385,27 \$	3,393,84 \$	2,226,36 \$	31,4 %
13	409,14 \$	3,802,98 \$	2,410,14 \$	29,3 %
14	434,49 \$	4,237,47 \$	2,593,64 \$	27,6 %
15	461,40 \$	4,698,87 \$	2,776,88 \$	26,1 %

RBC Gestion mondiale d'actifs, Regard sur les placements mondiaux, automne 2023

Annexe 2

Hypothèses relatives au marché des capitaux

Catégories d'actifs	Séries de données représentatives	Rendement à long terme attendu	Volatilité annuelle attendue	Risque annuel de baisse attendu
Actions canadiennes	Indice composé S&P/TSX	9,1 %	16,8 %	-26,1 %
Actions mondiales	Indice MSCI World (CAD)	8,2 %	14,4 %	-24,1 %

Les hypothèses établies pour les marchés des capitaux représentent les opinions de PH&N Institutionnel aux fins de l'illustration et de la compréhension de l'éventuel rapport entre le risque et le rendement des différentes décisions en ce qui a trait au portefeuille. Elles sont établies en tenant compte de diverses sources d'information qualitatives et quantitatives, notamment différents modèles de prévision, des recherches internes et externes, les conditions actuelles et futures implicites évaluées par les marchés des capitaux et l'analyse interne de nos gestionnaires de fonds. Les rendements annualisés prévus à long terme portent sur une période de prévision de dix ans. La volatilité, le risque de baisse et les corrélations sont estimés à partir des données historiques et rajustées au besoin pour tenir compte des conditions futures du marché. L'investisseur doit comprendre que la formulation d'hypothèses prospectives a ses limites et que rien ne garantit que le rendement futur sera conforme à toute attente ex ante.

Le présent document a été fourni par PH&N Institutionnel à titre indicatif seulement et ne peut être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit de PH&N Institutionnel. Il n'a pas pour but d'offrir des conseils professionnels et ne devrait pas être considéré comme tel.

PH&N Institutionnel prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. Les opinions exprimées dans les présentes sont celles de PH&N Institutionnel en date de la publication et peuvent changer sans préavis. Cette information ne constitue pas une offre ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres, ou de participation ou d'adhésion à un service.

Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni PH&N Institutionnel, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantissent explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. Nous n'assumons aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions dans ces renseignements.

Le présent document peut contenir des énoncés prospectifs à propos de facteurs économiques généraux qui ne garantissent nullement le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des risques et des incertitudes, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Les opinions exprimées dans les énoncés prospectifs peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont présentées de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale.

PH&N Institutionnel est la division des affaires institutionnelles de RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA Inc.). Phillips, Hager & North gestion de placements est une division de RBC GMA Inc.

RBC Gestion mondiale d'actifs est la division de gestion d'actifs de Banque Royale du Canada (RBC) qui regroupe RBC GMA Inc., RBC Global Asset Management (U.S.) Inc., RBC Global Asset Management (UK) Limited and RBC Global Asset Management (Asia) Limited, qui sont des filiales distinctes, mais affiliées de RBC.

®/MC Marque(s) de commerce de Banque Royale du Canada, utilisée(s) sous licence.

© RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2024. Date de publication : janvier 2024