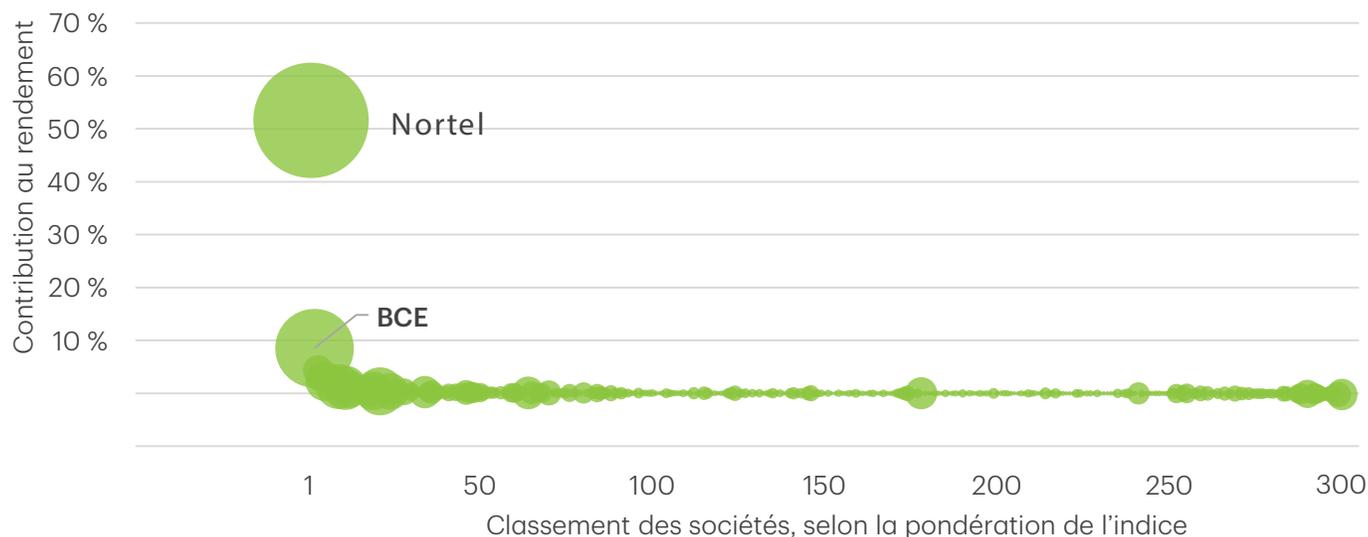


Les risques de la concentration actuelle des indices boursiers

Yuriy Bodjov,
vice-président et directeur

Nous étions à la fin du mois d'août 2000 et les investisseurs canadiens exultaient. Le principal indice boursier du pays, l'indice TSE 300¹, venait d'enregistrer un rendement record de 63,4 % sur 12 mois. De nombreux gestionnaires d'actions étaient cependant inquiets, puisque le rendement extraordinaire de l'indice était principalement attribuable à deux titres seulement : Nortel Networks et BCE. Sans ces deux titres, le rendement de l'indice aurait été de 27,5 %, soit 35,9 % de moins que le niveau affiché.

FIGURE 1 : Contribution au rendement de titres de l'indice TSE 300 (août 1999 – août 2000)

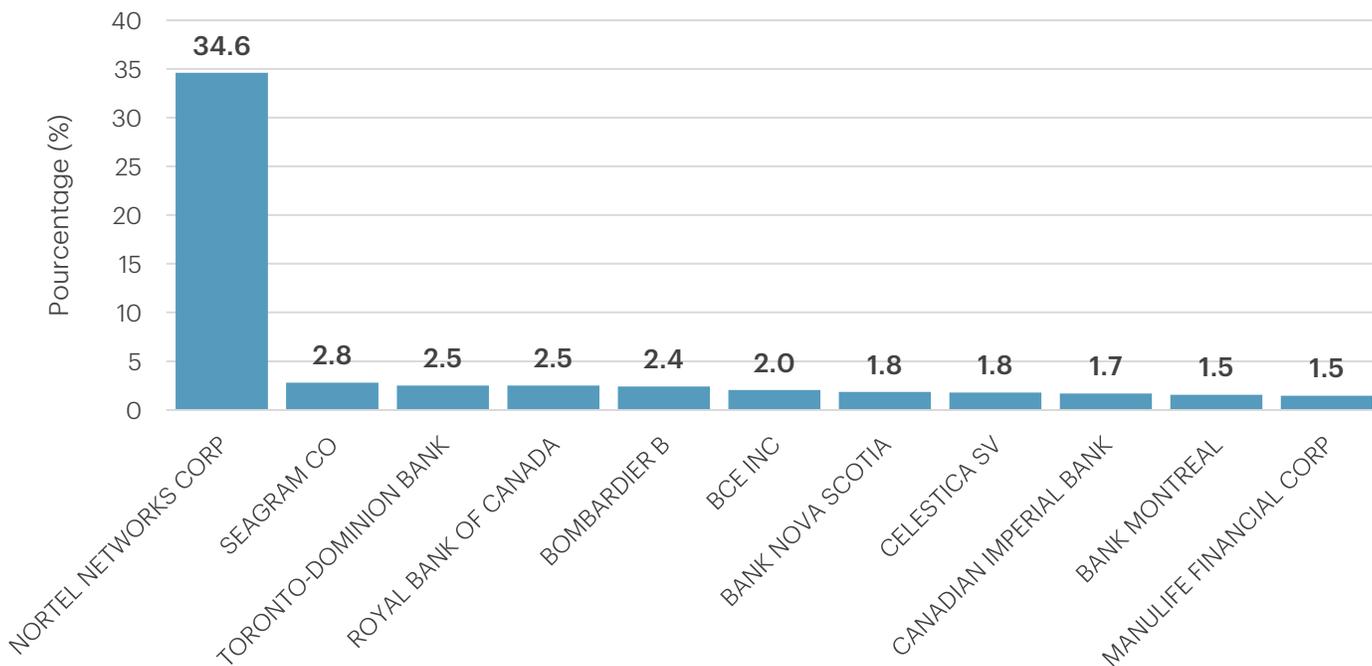


Sources : GPTD, Bloomberg Finance LP. Août 2020.

¹ L'indice TSE 300 était un indice boursier canadien qui suivait le cours de 300 principaux titres négociés à la Bourse de Toronto. Le 1^{er} mai 2002, il a été remplacé par l'indice composé S&P/TSX.

La contribution de ces deux titres au rendement de l'indice TSE 300 avait dépassé celle des 298 autres titres de l'indice. Pour comprendre pourquoi, examinons la pondération des 10 principaux titres de l'indice TSE 300 à la fin d'août 2000 :

FIGURE 2 : Dix principaux titres de l'indice composé TSE 300 au 31 août 2000



Sources : GPTD, Bloomberg Finance LP. Août 2000.

Le TSE 300 était un indice pondéré en fonction du flottant, ce qui signifie que la pondération de chaque action était proportionnelle au nombre d'actions de la société disponibles dans le public, multiplié par le cours de l'action. Selon ce critère, Nortel Networks représentait près de 35 % de l'indice, contre seulement 2,8 % pour Seagram, la deuxième plus importante société. Dans l'indice S&P/TSE 60 plus concentré, la pondération de Nortel approchait 43 %. Étant donné le poids accordé à une seule société, il n'est pas surprenant qu'elle ait eu un aussi gros impact sur le rendement de l'indice.

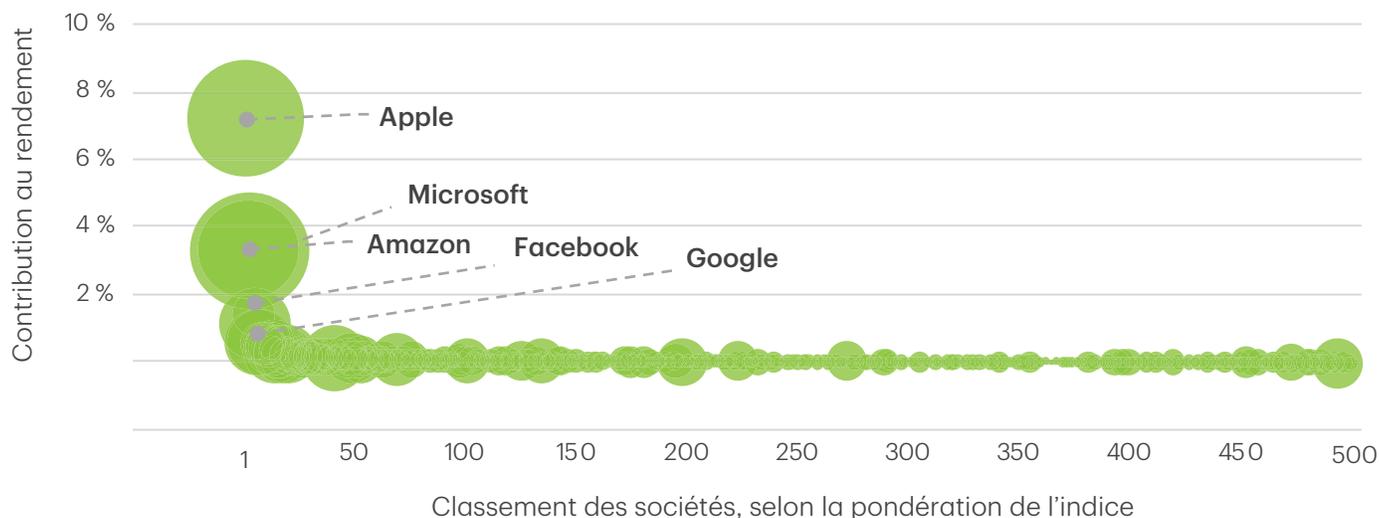
En fait, le TSE 300, l'indice principal du marché boursier canadien, n'était pas un exemple isolé de concentration extrême de l'indice. Autour de cette même période, au milieu des années 2000, Nokia

comptait pour 60 % de l'indice finlandais HEX25, Ericsson, pour 48 % de l'indice suédois OMX30 et Telefonica, pour 28 % de l'indice espagnol IBEX 35. Précisons qu'il s'agissait dans chaque cas de sociétés traditionnelles ayant des actifs réels et de solides perspectives de bénéfices et qui produisaient du matériel sans fil et de télécommunications ainsi que d'autres équipements de réseau, et non pas d'entreprises « point-com » comme on les appelait. Leurs évaluations étaient le résultat d'un changement de paradigme, les investisseurs ayant réalisé le potentiel de l'Internet et de la technologie sans fil. L'idée que la valeur de ces sociétés représentait une « nouvelle norme » fondée sur un optimisme débordant et les attentes d'une demande éternelle était alors très répandue... jusqu'à ce que la chute brutale et spectaculaire se produise.

Diversificati

Vingt ans plus tard, le monde est très différent. Les marchés boursiers ont survécu à deux crises majeures : la bulle technologique de 2000 et la crise financière de 2008; et les principaux indices se sont redressés après les importantes baisses des marchés survenues en un temps record au premier trimestre de 2020. Toutefois, l'humeur des gestionnaires d'actions est comparable à ce qu'elle était en 2000. Jetons un coup d'œil à la contribution des actions au rendement de l'indice S&P 500 au cours de la dernière année (la taille de la bulle reflète la pondération dans l'indice) :

FIGURE 3 : Contribution au rendement de titres de l'indice S&P 500 (août 2019 – août 2000)

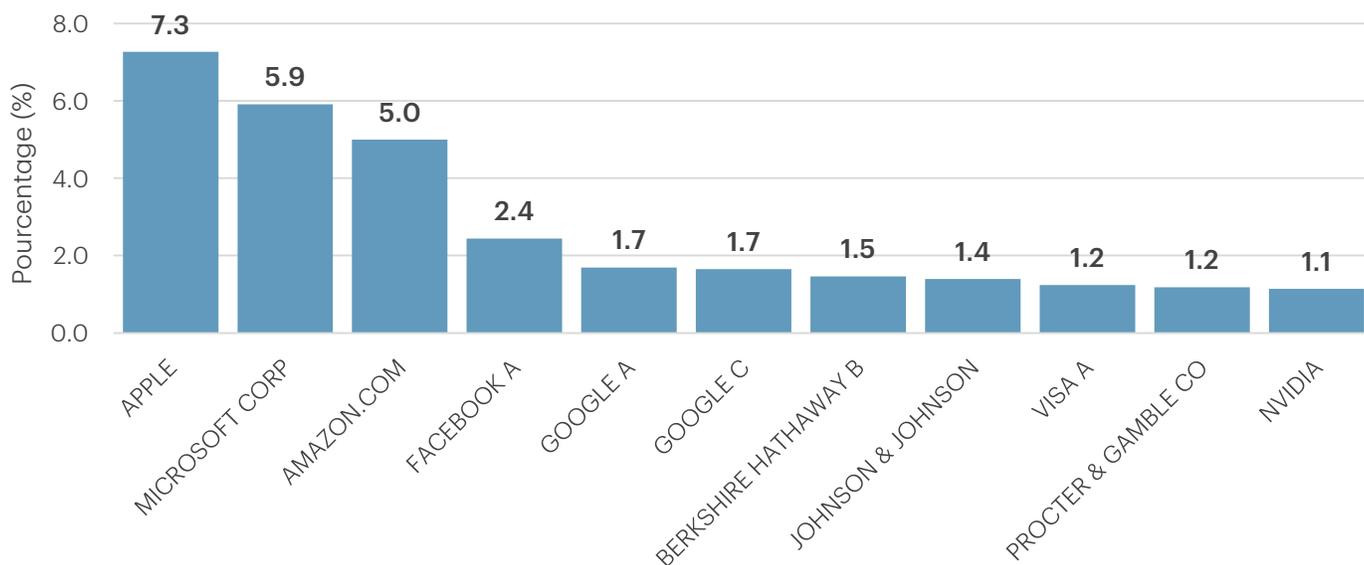


Sources : GPTD, Bloomberg Finance LP. Août 2020.

Entre la fin d'août 2019 et août 2020, l'indice S&P 500 a inscrit un rendement total brut de 21,9 %. Toutefois, ce rendement est largement attribuable à quelques titres seulement, les FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Alphabet), auxquels on peut ajouter Microsoft. Sans ces six titres, le rendement au cours de la dernière année aurait été de seulement 9,7 %.

Apple totalise désormais 2 000 milliards de dollars, et sa capitalisation boursière est supérieure à celle de l'ensemble de l'indice FTSE 100. Les autres sociétés mentionnées ci-dessus suivent Apple de près, et la concentration des marchés boursiers américains est de nouveau préoccupante.

FIGURE 4 : Dix principaux titres de l'indice S&P 500 au 31 août 2020



Sources : GPTD, Bloomberg Finance LP. Août 2020.

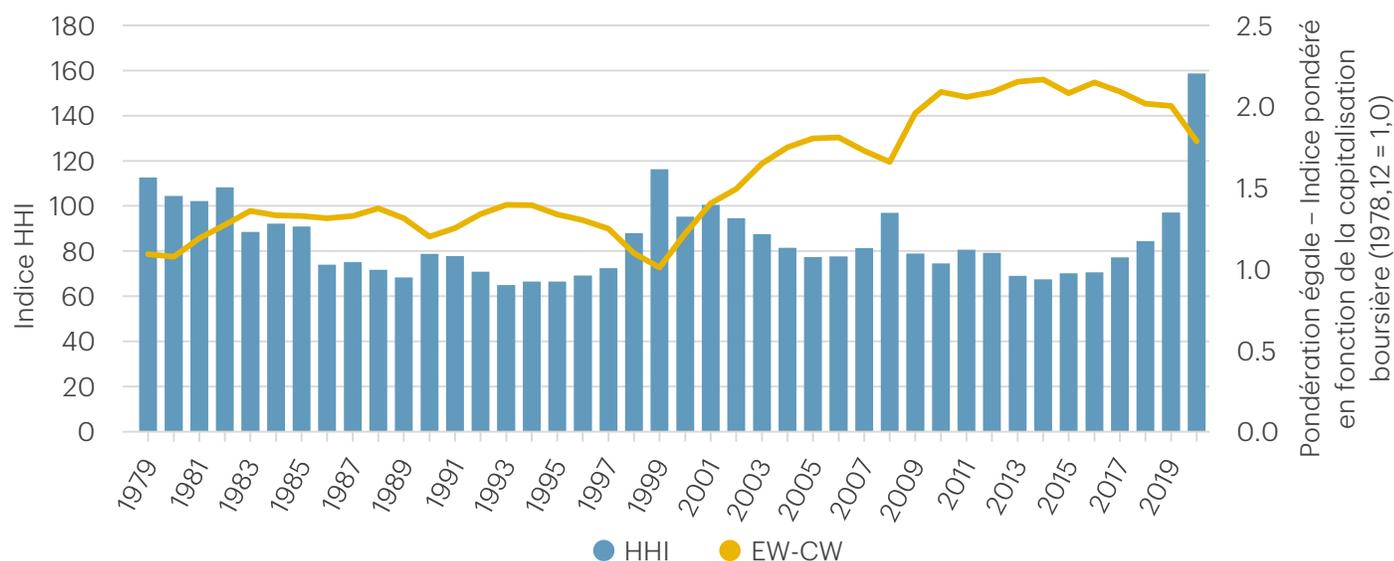
Comme les principaux titres américains sont aussi les principaux titres mondiaux, on observe une concentration similaire des indices mondiaux, comme l'indice MSCI Monde et l'indice MSCI Monde tous pays.

Le principal indice boursier canadien est également de plus en plus concentré. Peu connu il y a un an, le titre de Shopify a vu sa pondération dans l'indice composé S&P/TSX passer de 2,2 % à 6,5 % au 31 août 2020. Shopify se classe au premier rang de l'indice canadien, surpassant de 0,4 % la Banque Royale du Canada, la plus grande banque canadienne. Cela donne une impression de déjà-vu, mais faut-il s'en inquiéter? Pourrait-il s'agir de la « nouvelle norme » de l'ère post-COVID-19? Après tout, les sociétés comme celles du groupe FAANG présentent de bonnes prévisions de bénéfices et ont des milliards de dollars à dépenser.

L'histoire peut fournir quelques éléments de réponse sur ce qui est en train de se passer. Une mesure bien connue de la concentration du marché est l'indice Herfindahl-Hirschman (HHI), qui est établi en calculant le carré des pondérations en pourcentage des composantes de l'indice. Par exemple, la mesure HHI d'un portefeuille comprenant une seule action est de 10 000 (le niveau le plus élevé possible). La mesure HHI d'un indice équi pondéré de 100 actions est de 100. On peut examiner la relation historique entre la concentration d'un indice mesurée par l'indice HHI et la différence de rendement entre un indice équi pondéré (EW) et un indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière (CW).

Prenons l'exemple de l'indice S&P 500 :

FIGURE 5 : Concentration vs pondération égale – Rendement de l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière (1979 - 2020)



Sources : GPTD, Bloomberg Finance LP. Août 2020.

La ligne orange du graphique représente le rendement relatif de l'indice équi pondéré par rapport à l'indice pondéré en fonction de la capitalisation boursière. Au cours des 40 dernières années, l'indice équi pondéré a surpassé la version pondérée en fonction de la capitalisation boursière de l'indice S&P 500. Cela concorde avec ce qu'on appelle l'effet de « taille », qui est documenté dans la littérature financière spécialisée traitant de cette question. Sur des périodes plus courtes, les changements dans le degré de concentration des marchés boursiers nuisent à l'effet de taille.

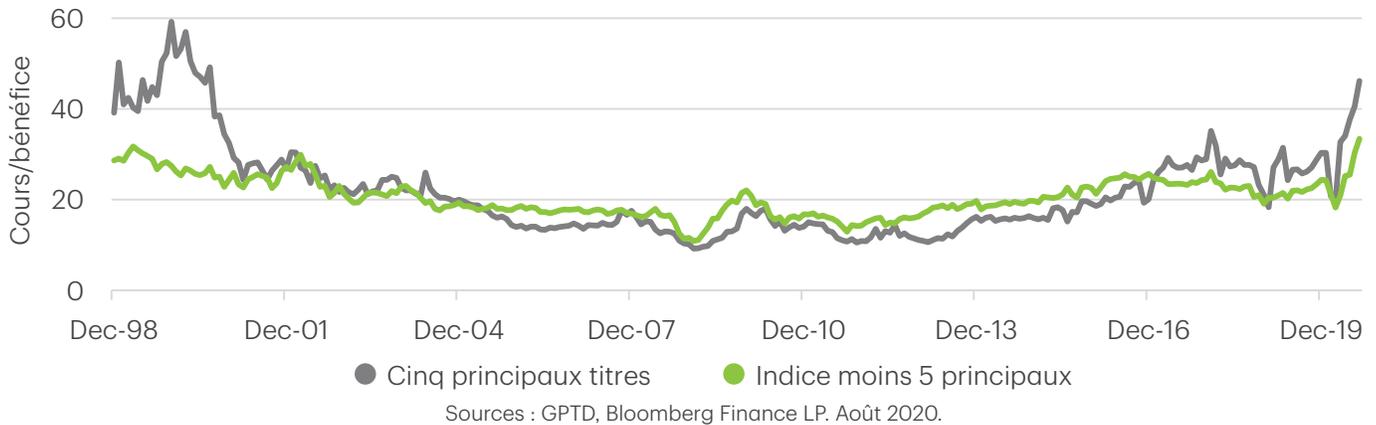
Comme on peut le constater, l'indice boursier n'a jamais été aussi concentré depuis 40 ans. Le dernier

niveau de concentration record de l'indice boursier américain remonte à 1999. Il en va de même pour d'autres indices, comme l'indice composé S&P/TSX et les indices MSCI Monde. À mesure que la concentration augmente, les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière surpassent tous les autres systèmes de pondération, car les marchés tendent à récompenser davantage les actions à grande capitalisation que les autres, ce qui se traduit par des pondérations encore plus élevées à l'intérieur des indices. Toutefois, les bulles finissent par éclater, après quoi les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière pâtissent par rapport aux portefeuilles d'actions équi pondérés.

La concentration plus élevée découle de la demande accrue pour les actions de certaines sociétés par rapport à d'autres composantes de l'indice. La demande elle-même découle des prévisions de bénéfices plus élevées. Dans un monde d'investisseurs parfaitement rationnels, les variations des cours boursiers devraient refléter les variations des bénéfices prévus. En pratique, toutefois, il y a souvent un découplage, car les gens font des extrapolations à

partir des tendances récentes (sans doute motivés par une cupidité irrationnelle) et ils surachètent les titres qui se sont démarqués récemment. Toutefois, lorsque l'équilibre est rétabli par une correction des prix, la cupidité connaît une triste fin. Comparons les ratios cours/bénéfice moyens historiques des cinq plus importants titres de l'indice S&P 500 à ceux des autres titres de l'indice :

FIGURE 6 : Ratio cours/bénéfice historique (indice S&P 500)

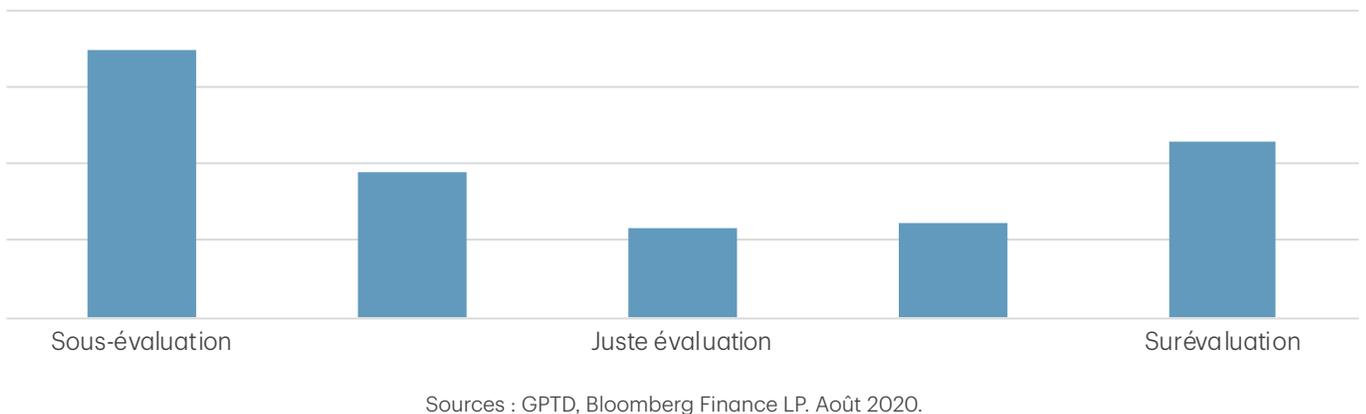


Les évaluations courantes des cinq plus grandes sociétés américaines ont récemment dépassé 40 fois les bénéfices, un niveau observé pour la dernière fois en 1999. Comme on peut le voir clairement sur le graphique, les cinq plus grandes sociétés américaines se négocient à prime comparativement au reste de l'indice.

Les actions les plus chères comme les moins chères ont tendance à présenter un risque plus élevé; dans le premier cas, en raison du retour probable à l'équilibre entre le cours de l'action et les bénéfices, et dans le deuxième cas, en raison du risque accru de faillite. Le tableau ci-dessous met en lumière ce principe en illustrant la relation entre les évaluations et la volatilité future des actions de l'indice S&P 500 au cours des 20 dernières années.

Les évaluations boursières sont étroitement liées à la volatilité future, mais cette relation n'est pas linéaire.

FIGURE 7 : Volatilité future sur un an des quintiles cours/bénéfice du S&P 500 (2000 - 2019)



Dans cette optique, il convient de se demander quelles sont les conséquences pour les gestionnaires d'actions d'une concentration importante des indices d'un point de vue historique.

Premièrement, à mesure que la concentration des indices augmentera, les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière et les stratégies comportant de faibles erreurs de répliation continueront probablement de produire de solides rendements. Ce type d'indice sera de plus en plus difficile à surpasser, et de nombreux investisseurs seront tentés de se tourner vers des placements passifs pour pouvoir atteindre leurs objectifs de placement. D'autres stratégies d'actions à gestion active, en particulier celles qui recherchent la diversification, comme les stratégies à faible volatilité ou les portefeuilles construits sans contraintes strictes à l'égard des indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière, seront probablement désavantagées à court terme. Toutefois, les données historiques montrent que la tendance vers une concentration plus élevée finit par se résorber et que ces autres stratégies surpassent les indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière à long terme, principalement en raison de l'effet de « taille ».

Deuxièmement, le petit nombre de sociétés d'une importance démesurée qui profitent de la plus grande concentration de l'indice voient leurs ratios d'évaluation, tant en termes absolus que par rapport au reste de l'indice, augmenter plus rapidement et deviennent ainsi surévaluées. Tôt ou tard, leurs valeurs tendent à baisser pour mieux refléter

leurs bénéfiques, ce qui se traduit par une piètre performance relative.

Troisièmement, l'augmentation de la concentration de l'indice est causée par les actions dont la tendance à la hausse est constante, donnant l'apparence d'une volatilité réduite, ce que reflètent également les mesures de modèles de risque simples ou à très court terme. Toutefois, cette apparence est trompeuse, car elle ne tient pas compte de la probabilité que ces actions deviennent surévaluées, ce qui pourrait accroître la volatilité.

Enfin, selon la théorie financière, un portefeuille ou un indice d'actions optimal devrait permettre de diversifier la plupart des risques propres aux actions. La concentration de la pondération dans quelques actions de croissance surévaluées et risquées va à l'encontre de ce concept. La recherche d'un gain rapide au détriment de la diversification mine généralement les perspectives d'une stratégie de placement. Au lieu de miser sur des portefeuilles qui dépendent d'une poignée de titres vedettes, les investisseurs prudents ont avantage à choisir des stratégies dans lesquelles leurs actifs sont mieux répartis. À long terme, une telle approche, comme les placements à faible volatilité, a produit un rendement ajusté au risque supérieur à celui des indices pondérés en fonction de la capitalisation boursière. ■

Suivez Gestion de Placements TD



Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. Un certain nombre de facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à de tels écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives.

Bloomberg et Bloomberg.com sont des marques de commerce et des marques de service de Bloomberg Finance L.P., une société en commandite simple enregistrée au Delaware, ou de ses filiales. Tous droits réservés. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.