



17 mars 2011

## POINTS SAILLANTS

- L'évaluation des rendements financiers futurs au moyen d'une approche économique indique que le rendement annuel des portefeuilles diversifiés devrait se situer, en moyenne, entre 5 % et 7 % au cours des 10 prochaines années.
- Compte tenu du rééquilibrage futur de la politique monétaire, le rendement annuel des liquidités devrait être d'environ 3,4 %.
- Les taux des obligations augmenteront par rapport à leur niveau actuel, ce qui engendra des pertes en capital, surtout dans le cas des obligations à long terme. Néanmoins, on s'attend à ce que le rendement annuel moyen de l'indice obligataire universel DEX atteigne 4 %.
- Le rendement annuel des actions mondiales, américaines et canadiennes devrait se situer, en moyenne, autour de 7,5 %. Cette hypothèse ne tient pas compte d'une possible augmentation des ratios cours/bénéfice. Les actions des pays émergents devraient offrir un taux de rendement annuel dans les deux chiffres, mais cette estimation reflète le plus grand risque associé à de tels placements.
- On considère que ces estimations sont prudentes et qu'elles constituent des hypothèses raisonnables à des fins de planification financière à long terme.

## PERSPECTIVE ÉCONOMIQUE SUR LES RENDEMENTS FINANCIERS À LONG TERME

Les portefeuilles financiers ont connu d'énormes fluctuations ces dernières années, minant la confiance des investisseurs et embrouillant les perspectives d'avenir. Pendant ce temps, le nombre de reportages sur les marchés financiers a augmenté en flèche, tant dans les médias traditionnels que dans les nouveaux médias, inondant les investisseurs des plus récentes nouvelles économiques et financières et mettant l'accent sur les différents risques financiers. Pourtant, à l'exception des investisseurs qui effectuent des transactions à haute fréquence et des gestionnaires de portefeuille professionnels, la plupart des épargnants ne devraient pas se concentrer sur les données des derniers mois, ni fonder leurs décisions de placement sur des risques ou des pronostics à court terme. En effet, la grande majorité des épargnants devrait prendre des décisions en fonction des rendements financiers attendus à moyen et à long terme. Le véritable enjeu consiste donc à évaluer ces rendements futurs. Les analyses financières et les produits financiers sont souvent accompagnés d'un avis concernant l'impossibilité de prédire les rendements futurs à partir des rendements passés. Si l'histoire n'est pas révélatrice, quelles sont les hypothèses qui peuvent servir à élaborer un plan de retraite? Dans le présent document, nous évaluons les perspectives de rendement des principales catégories d'actifs (liquidités, obligations, actions) à l'aide de projections des facteurs économiques fondamentaux ainsi que de théories économiques. La principale conclusion est qu'un portefeuille diversifié devrait offrir un rendement annuel moyen de 5 % à 7 % au cours de la prochaine décennie.

### Projections financières sur 10 ans

Instrument financier	Rendement annuel moyen
Liquidités (bons du Trésor de 3 mois)	3,40%
Obligations (indice oblig. univ. DEX)	4,00%
Actions	
Canada (indice comp. S&P/TSX)	7,50%
É.-U. (indice S&P 500)	7,50%
Monde (MSCI EAEO)	7,50%

Source : Services économiques TD

### Les liquidités offriront un rendement de 3,4 %

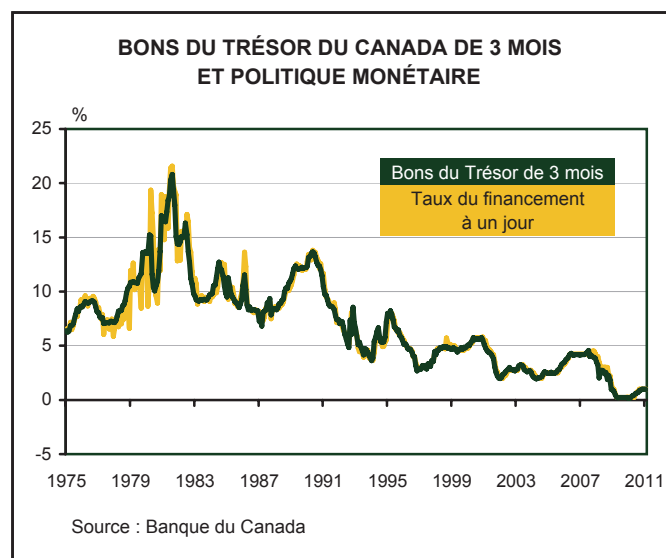
Les bons du Trésor du gouvernement du Canada d'une échéance de trois mois sont la référence en ce qui a trait au rendement des liquidités. Ce placement ne comporte aucun risque et sert de base de comparaison pour évaluer le rendement des autres produits financiers. Le rendement des bons du Trésor de trois mois est fondé sur le taux du financement à un jour de la Banque du Canada, les données historiques ayant démontré que la différence entre les deux, à long terme, est minime. L'analyse économique indique que les taux d'intérêt à court terme devraient se situer, en moyenne, entre 3,25 et 4,00 % si la Banque du Canada maintient sa cible d'inflation à 2 % et que l'économie canadienne croît à un taux de 2 % par année au cours de la prochaine décennie. La règle de Taylor, principe directeur économique courant, stipule les changements de taux d'intérêt que doit apporter

une banque centrale pour atteindre une cible d'inflation en fonction des variations de la croissance économique du pays. Cette règle indique que le taux du financement à un jour moyen se situera entre 3,50 % et 4,00 %. Nous sélectionnons la valeur moyenne de cette étendue, soit 3,75 %, comme référence à long terme pour les liquidités.

Toutefois, il faut reconnaître que les taux d'intérêt courants sont anormalement bas et que la Banque du Canada devra, graduellement, les augmenter. Au cours des prochaines années, les taux d'intérêt à court terme seront inférieurs à leur moyenne à long terme. Par la suite, on doit s'attendre à ce que la moyenne des taux d'intérêt sur les liquidités s'approche de son niveau historique. En tenant compte de la faiblesse actuelle des taux, le rendement moyen des liquidités devrait se situer autour de 3,4 % au cours des 10 prochaines années.

#### Les obligations offriront un rendement de 4 %

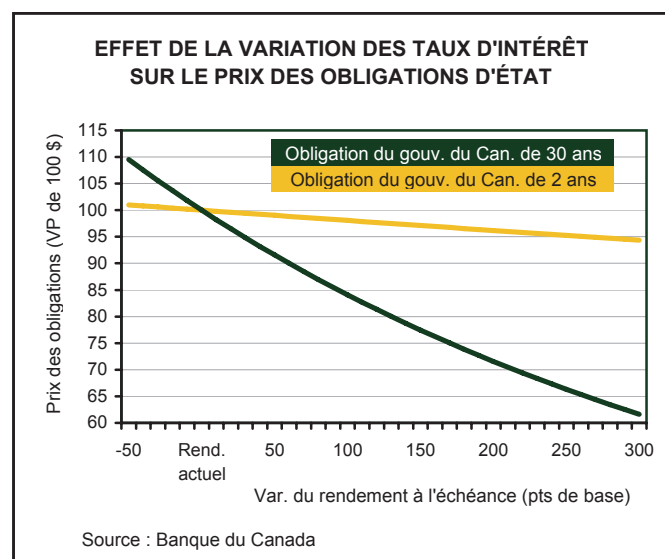
L'indice obligataire universel DEX, composé d'obligations fédérales, provinciales, municipales et de sociétés, sert d'indice de référence en ce qui a trait aux obligations canadiennes. Nous avons d'abord établi la courbe de rendement des obligations du gouvernement fédéral, qui



ne comportent aucun risque, mais qui offrent une prime par rapport aux bons du Trésor de trois mois (c.-à-d. un taux supérieur qui récompense les épargnants pour l'immobilisation de leurs fonds). Les perspectives de croissance modérée, de faible inflation, de réduction graduelle des déficits budgétaires et de forte demande pour les obligations fédérales, tant de la part des caisses de retraite que des autres investisseurs, indiquent que le rendement des obligations du gouvernement

#### Obligations, augmentation des taux d'intérêt et pertes en capital

Nous nous attendons à ce que l'indice obligataire universel DEX offre un rendement annuel moyen de 4 % au cours des 10 prochaines années. Comment est-ce possible quand, à long terme, nous estimons que le rendement annuel moyen de l'indice dépassera 5 %? La réponse réside dans le fait qu'une obligation achetée aujourd'hui, au taux courant, perdra de la valeur quand les taux d'intérêt augmenteront. Les taux et les prix des obligations sont inversement liés : quand leurs taux sont bas, leurs prix sont hauts (et vice-versa). L'incidence d'une variation des taux d'intérêt sur le prix des obligations dépend de différents facteurs, mais plus l'échéance d'une obligation est longue et plus les taux d'intérêt courants sont bas, plus l'effet est important. Par exemple, prenons deux obligations d'État à échéance de 2 et de 30 ans qui se vendent, selon les taux d'intérêt courants, à leur valeur au pair de 100 \$. Si les taux d'intérêt augmentent d'un point de pourcentage, le prix de l'obligation à échéance de 30 ans baisse à 84,09 \$, alors que celui de l'obligation à échéance de 2 ans ne diminue qu'à 98,07 \$. Ces pertes en capital sont d'autant plus importantes quand les taux d'intérêt augmentent et que leur point de départ est faible. Par exemple, la baisse de prix est plus importante quand les taux d'intérêt passent de 2 % à 3



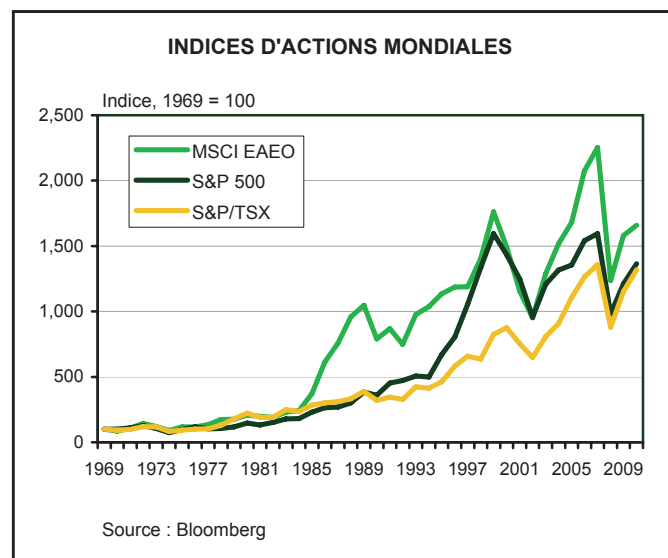
% que lorsqu'ils passent de 4 % à 5 %. Par conséquent, comme les taux d'intérêt sont à leur plus bas niveau en 10 ans et augmenteront éventuellement, les perspectives de pertes en capital sur les obligations sont très pertinentes quelle que soit la projection.

du Canada de 10 ans devrait dépasser celui des liquidités par 100 points de base (un point de pourcentage). Ainsi, la courbe de rendement moyen (qui représente les rendements de titres à revenu fixe à échéances diverses) présentera une pente positive, passant de 3,75 % pour les liquidités à 4,75 % pour les obligations fédérales de 10 ans. Nous avons ensuite ajouté des primes de risques de 20, 50 et 95 points de base pour les obligations provinciales, municipales et de sociétés, respectivement. Compte tenu de la pondération de l'indice obligataire universel DEX, nous évaluons le rendement moyen à long terme des obligations à 5,1 %.

Encore une fois, il faut reconnaître que le rendement actuel des obligations est bien inférieur à la moyenne à long terme. La croissance des taux d'intérêt entraînera des pertes en capital liées aux obligations, surtout celles à longue échéance. Si, au cours des deux ou trois prochaines années, les taux d'intérêt retournent graduellement à des niveaux plus normaux, le rendement annuel moyen de l'indice obligataire universel DEX au cours de la prochaine décennie ne sera que d'environ 4 %. Les investisseurs qui négocient activement des obligations peuvent miser sur une sous-pondération des obligations à long terme afin de réduire leurs pertes en capital. Nous croyons tout de même qu'un rendement de 4 % devrait être présumé dans le cadre d'une planification financière prudente.

### Les actions offriront un rendement de 7,5 %

L'indice composé S&P/TSX est utilisé comme indice de référence en ce qui a trait aux actions canadiennes. Deux méthodes ont servi à évaluer le rendement à long terme. Premièrement, nous avons appliqué un modèle de croissance des dividendes. Deuxièmement, nous avons évalué la prime de risque des actions par rapport aux bons du Trésor de trois mois, qui ne présentent aucun risque. La méthode



de croissance des dividendes s'appuie sur des hypothèses de croissance économique à long terme (moyenne de 2 %), d'inflation (moyenne de 2 %) et de ratios dividendes/cours des actions (moyenne de 1,9 %). De façon générale, on s'attend à ce que le rendement global des actions s'aligne sur la croissance des bénéfices réalisés au pays et des bénéfices d'exportation réalisés à l'étranger. Bien qu'on s'attende à une croissance annuelle de 4 % des bénéfices réalisés au pays, des hypothèses prudentes laissent croire qu'à l'échelle mondiale, la croissance supérieure des revenus et la forte demande pour les produits de base permettront aux bénéfices d'exportation (qui comptent pour environ 50 % de l'indice S&P/TSX) de croître d'environ 7,9 % par année. Cette perspective sur les bénéfices, à laquelle nous ajoutons un rendement de 1,9 % attribuable aux dividendes, permet d'envisager un rendement annuel moyen de 7,9 % pour les actions canadiennes.

Peu de recherche a été effectuée concernant les primes de risques sur les actions du marché canadien. Toutefois, on peut présumer que la différence de rendement attendue par les épargnants canadiens pour les actions par rapport aux bons du Trésor de trois mois sans risque soit comparable à celle des épargnants américains. Les études américaines indiquent que la prime de risque sur les actions par rapport aux liquidités peut se situer entre 3 % et 6 %. Toutefois, les plus récentes estimations la situent entre 3 % et 4 %. Encore une fois, en adoptant une approche prudente qui préconise le niveau inférieur de la fourchette, les investisseurs peuvent s'attendre à ce que les actions offrent un rendement de 7-8 %. Les deux méthodes produisent donc des résultats semblables. Plus loin, nous présumerons un rendement annuel

Modèle de croiss. dividendes : hypothèses écon.				
Pays	Croiss. PIB réel	Inflation	Ratio D/C	Taux - pol. mon. neut.
Canada	2,00%	2,00%	1,90%	3,75%
États-Unis	2,25%	2,50%	1,80%	4,00%
Monde	4,40%	3,50%	--	--
EAEO	--	--	2,50%	--
Japon	1,20%	1,00%	--	--
R.-U.	2,40%	2,00%	--	--
France	1,90%	2,00%	--	--
Allemagne	1,50%	2,00%	--	--
Australie	2,70%	2,50%	--	--
Hong Kong	3,70%	4,10%	--	--
Singapour	4,20%	1,50%	--	--

Source : Services économiques TD

moyen de 7,5 % sur les actions afin d'évaluer les rendements des portefeuilles.

Quant aux actions étrangères, les bénéficiers des sociétés américaines représentent une part stable du PIB nominal, et ces deux éléments devraient donc continuer à croître de façon parallèle. Encore une fois, selon l'hypothèse de gains des actions alignés sur la croissance des bénéficiers réalisés au pays et des bénéficiers d'exportation réalisés à l'étranger, le modèle de croissance des dividendes indique que l'indice S&P 500 devrait offrir un rendement de 7,8 %. La méthode de la prime de risque sur les actions indique quant à elle un rendement de 7 à 8 %. Les actions américaines devraient donc offrir un rendement semblable à celui des actions canadiennes.

L'indice Morgan Stanley Capital International pour l'Europe, l'Australasie et l'Extrême-Orient (MSCI EAE0) est l'indice de référence en ce qui a trait aux actions mondiales. Les projections découlant du modèle de croissance des dividendes, qui indiquent une croissance faible au Japon, modérée en Europe et forte en Asie, permettent d'évaluer à 5 % la croissance des bénéficiers en fonction de la pondération de l'indice MSCI EAE0. La croissance des bénéficiers est donc inférieure à celle prévue en Amérique du Nord, mais le ratio dividende/cours est de 2,5 %. Ainsi, les estimations de rendement à long terme des actions mondiales sont sensiblement les mêmes que pour les indices S&P/TSX et S&P 500. Les données historiques démontrent qu'un indice peut en surpasser un autre au cours d'une période donnée, mais que les différences s'estompent généralement à long terme.

Par conséquent, le rendement annuel moyen offert par les actions à l'échelle des pays industrialisés devrait être de 7 % à 8 %. Toutefois, cette estimation s'accompagne de nombreuses réserves. Premièrement, la valorisation des actions connaîtra de grandes variations au cours de la prochaine décennie. En effet, l'histoire économique porte à croire qu'un autre cycle de récession/reprise se produira et entraînera des fluctuations importantes des valorisations. Il est important de souligner que les projections sont des moyennes pour les dix prochaines années. Deuxièmement, il

s'agit d'une estimation prudente qui n'intègre aucun changement sous-jacent des valorisations. En d'autres termes, nous présumons que les ratios cours/bénéfice n'augmenteront pas. Troisièmement les projections sont pour les indices de référence majeurs et la performance individuelle des gestionnaires de portefeuilles variera donc. Quatrièmement, nous nous sommes concentrés sur les principaux indices des pays industrialisés. Il existe de nombreux placements sectoriels pouvant offrir un rendement bien différent de celui des indices prédominants. De plus, nous n'avons pas tenu compte de la possibilité d'effectuer des placements dans les marchés émergents. Si les pays émergents connaissent une forte croissance économique au cours de la prochaine décennie, l'indice MSCI Marchés émergents pourrait offrir un rendement annuel de 11 % à 12 %. Toutefois, la prudence s'impose, car ce rendement supérieur reflète la volatilité et les risques plus importants associés aux placements dans ces marchés. Cinquièmement, nous avons écarté l'incidence des variations du taux de change sur les portefeuilles. Compte tenu des perspectives d'une forte demande pour les produits de base et de défis budgétaires dans les pays industrialisés autres que le Canada, nous présumons que le dollar canadien conservera sa vigueur. Même si notre devise devrait connaître certaines variations, les Services économiques TD estiment que l'incidence moyenne sur les portefeuilles sera limitée au cours des 10 prochaines années.

#### Les portefeuilles offriront un rendement de 5 % à 7 %

La dernière étape consiste à évaluer le rendement de certains portefeuilles représentatifs. Le tableau ci-joint présente des données pour trois portefeuilles : un portefeuille à revenu, avec une forte pondération en liquidités et en titres à revenu fixe, un portefeuille de croissance, avec une forte pondération en actions, et un portefeuille équilibré. À partir de nos projections concernant les liquidités, les obligations et les actions, nous estimons que ces portefeuilles produiront un rendement de 5 % à 7 %. La conclusion principale est que les investisseurs ne devraient pas compter sur un rendement avoisinant les 10 % pour leurs portefeuilles. Bien

Projection des rendements annuels moyens de portefeuilles représentatifs sur 10 ans						
Portefeuille	Pondération des actifs dans le portefeuille (%)					Rendement (%)
	Liquidités	Obligations	Actions CA	Actions US	Act. intern.	
Revenu	10	60	15	8	7	5,0%
Équilibré	5	45	25	13	12	5,7%
Croissance	5	15	40	20	20	6,8%

Source : Services économiques TD

sûr, cela se produira au cours de certaines années, comme l'an dernier d'ailleurs, mais des périodes de rendement plus faible abaisseront la moyenne. Le faible rendement des titres à revenu fixe, en particulier lorsque les banques centrales augmentent les taux d'intérêt et que les obligations entraînent des pertes en capital, signifie que les investisseurs devront se tourner vers les actions pour stimuler le rendement de leurs portefeuilles.

Certaines personnes peuvent être déçues par les perspectives d'un rendement de 5 % à 7 %, mais il est important d'avoir des attentes réalistes au moment d'élaborer un plan financier. Après tout, l'incidence d'avoir des attentes erronées lors de la planification est inverse à ces attentes. En effet, si le rendement obtenu dépasse des attentes trop modestes, le revenu de retraite sera plus élevé que prévu. Par contre, si le rendement est inférieur en raison d'attentes trop élevées, le niveau de vie à la retraite sera plus faible.

*Craig Alexander*  
*Vice-président senior et*  
*Économiste en chef*  
*416-982-8064*  
*craig.alexander@td.com*

*Francis Fong*  
*Économiste*  
*416-982-8066*  
*francis.fong@td.com*

*Alistair Bentley*  
*Économiste*  
*416-307-5968*  
*alistair.bentley@td.com*

Ce rapport est présenté par les Services économiques TD pour les clients du Groupe Financier Banque TD. Il est à des fins d'information seulement et peut ne pas convenir à d'autres fins. Le rapport ne fournit pas de matériel d'information sur les activités et les affaires du Groupe Financier Banque TD et les membres des Services économiques TD ne sont pas les porte-parole de Groupe Financier Banque TD à l'égard de ses activités et ses affaires. Les informations contenues dans ce rapport ont été établies à partir de sources considérées comme fiables, mais leur exactitude n'est pas garantie. Le rapport contient une analyse et des points de vue économiques, y compris sur l'avenir économique et la performance des marchés financiers. Celles-ci sont fondées sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont assujettis à des incertitudes et risques inhérents. Les résultats actuels peuvent être sensiblement différents. La Banque Toronto-Dominion et les filiales et entités qui composent le Groupe Financier Banque TD ne sont pas responsables d'éventuelles erreurs ou omissions dans l'information, analyse ou de points de vue contenus dans le présent rapport, ou de toute perte ou dommage subi.