

## **La Bourse et les vaches maigres**

*Les périodes de grandes corrections boursières  
sont souvent durables et signalent le retour  
à une appréciation plus réaliste des possibilités  
de croissance réelle des économies*

par Jean-Jacques Rosa

Toutes les bourses du monde ont connu de fortes baisses en fin de semaine dernière et au début de celle-ci au point que le lundi 12 mars a pu être qualifié de "journée noire", le Nasdaq perdant plus de 6 % et le Dow Jones 4%. Les places européennes n'ont pas été à l'abri de la correction qui s'est située entre 1,5 % et 2,7 %, à l'exception de la Suède qui a perdu 6%. Au Japon le Nikkei a poursuivi sa dégringolade des derniers mois (que rappelle John Makin dans l'article ci-joint), qui s'inscrivait elle-même dans une baisse décennale : il a encore abandonné 3,62 % de sa valeur en une seule journée.

Cette contraction générale met en doute les perspectives de rebond de l'économie américaine et vient aggraver le pronostic de ralentissement des économies européennes, tandis qu'elle ne fait que confirmer le jugement sur l'entrée en récession, probablement durable, de l'économie japonaise. En effet, les évolutions boursières reposent sur une actualisation des bénéfices futurs anticipés des entreprises, non pas seulement à deux ou trois ans, mais au contraire, d'après la plupart des travaux reconnus en la matière, à horizon long de dix ou quinze ans. Les investisseurs, institutionnels ou non, ont une vue longue du développement des firmes au lieu d'être myopes comme on le leur reproche souvent, pour la simple raison que la possession d'une action donne droit à tous les bénéfices futurs de la firme, aussi longtemps que celle-ci restera en activité, ce qui signifie, pour les plus solides, une période de plusieurs décennies. Et si l'investisseur actuel n'est plus, à une date future, propriétaire de ces actions, il les aura revendues à un autre opérateur qui aura lui-même racheté les droits sur ces bénéfices futurs escomptés, aussi lointains soient-ils. Ce sont ainsi les perspectives proches et lointaines de développement des économies qui font le niveau présent des cours boursiers.

Nombre de commentateurs ont, au vu de cette relation nécessaire, mis en garde, dans ces dernières années de hausses vertigineuses des bourses, les épargnants. Le rapport des cours des actions aux bénéfices courants des entreprises atteignaient des niveaux insoutenables d'après tous les critères historiques. Les droits sur les bénéfices futurs éventuels étaient de plus en plus cher payés au point que la rentabilité escomptée des placements en actions tombait à des niveaux très faibles. Et il aurait fallu une croissance exceptionnelle des bénéfices, jamais obtenue dans le passé et soutenue sans faiblesse dans le long terme, pour justifier les cours sans précédent de la fin des années 90.

C'est ainsi, qu'avec d'autres observateurs, j'ai analysé "la crise annoncée des marchés d'actions" en mars 1998 dans ces colonnes, puis à nouveau en juillet de la même année. Mais après les secousses de l'été et de l'automne 1998 qui ont provoqué un mini-krach sur plusieurs places, les marchés sont repartis encore plus vigoureusement à la hausse en 1999. Cette évolution cependant ne suffisait pas à démentir le diagnostic précédent. Il est impossible, sur des marchés financiers approximativement efficaces, de prévoir à la fois un prix et sa date de réalisation. Celui qui signerait un tel exploit serait, potentiellement et donc réellement s'il prend au sérieux sa propre prévision, infiniment riche. Il est possible de prévoir le sens nécessaire d'une évolution, ou une zone de prix approximative, mais les cheminements des cours et leur calendrier restent, eux, hors d'atteinte pour l'observateur.

Les corrections majeures annoncées, qui ne se sont pas produites en 1998, sont intervenues deux ans plus tard, en 2000. "L'explosion annoncée de la bulle boursière" a été analysée dans ces colonnes par John Makin en février l'an dernier, ainsi que par de nombreux autres commentateurs dans d'autres publications. Depuis son sommet de mars 2000, le Nasdaq a perdu entre 55 et 60 % de sa valeur et le Standard & Poor 20 % environ, tandis que le Dow ne cessait de décliner régulièrement depuis 1999. Les places européennes ont également chuté dans les derniers mois et la bourse japonaise poursuit sur sa lancée d'une décennie désastreuse depuis ses sommets des années 80, au terme d'une hausse exactement semblable à celle des bourses américaines à la fin des années 90. Faut-il y voir un exemple de ce qui attend les bourses américaines et européennes ? Et un avertissement concernant des accidents majeurs de la croissance pour nos économies dans les prochaines années ? S'agit-il au contraire de l'explosion de "bulles" spéculatives, non justifiées par les fondamentaux de l'économie mais résultant de l'irrationalité et des comportements d'imitation grégaire d'investisseurs soumis aux "modes" de la finance ?

La difficulté du concept de "bulle" est qu'il s'agit d'une hypothèse d'irrationalité facile à formuler lorsqu'on ne comprend pas un phénomène, mais très difficile à mesurer rigoureusement. Il est vrai que les cours boursiers ont atteint dans les dernières années du siècle des niveaux donnant un ratio des prix des actions aux bénéfices des sociétés (le P/E ou "price-earnings ratio") qui ont dépassé toutes les références historiques. Ainsi, aux Etats-Unis,

ces ratios de valorisation boursière des profits courants, qui se situent en moyenne sur le vingtième siècle à une valeur de 15 ou 16, ont atteint une valeur de 35 en 1999-2000 et parfois, pour les valeurs technologiques, des niveaux de 50 ou 60 fois les bénéfiques. Des valeurs fortes du ratio de valorisation ont dans le passé été obtenues à la veille des grands krachs boursiers, ou des périodes de baisse durable des marchés d'actions : à la veille de la guerre de 14-18 pendant laquelle la valeur réelle des actions (corrigée pour l'inflation) a perdu 60 %, à la veille de la grande dépression de 1929-1930, suite à laquelle les marchés d'actions ont perdu 75 % de leur valeur réelle, et à la veille de la crise des années 68-74 qui s'est traduite par une baisse de 60 % des bourses, en termes réels.

Ces simples précédents historiques laisseraient, à eux seuls, présager une baisse massive de tous les marchés d'actions qui ne serait pas encore complète aujourd'hui. Qui plus est, et plus préoccupant peut-être, ces sommets de la valorisation boursière sont suivis de périodes longues de "vaches maigres" pour les marchés d'actions. Il y a dans ces épisodes de marchés baissiers succédant à des hausses exceptionnelles, des intervalles de dix ou quinze années pendant lesquelles les cours boursiers stagnent. Ce n'est pas vrai, aux Etats-Unis, des années 20 pendant lesquelles la hausse a été maximale, atteignant 500 % entre la crise de la guerre et le nouveau sommet de 1929. Mais c'est ce que l'on a observé dans tous les pays dans les années 30 et 40, à l'issue de la crise de 29, et à nouveau pendant les années 70 et pratiquement jusqu'au milieu des années 80 pendant lesquelles les bourses restaient principalement stagnantes, à l'exception du Japon comme nous l'avons rappelé plus haut.

Il se pourrait donc que la baisse se poursuive encore quelques temps encore et cède ensuite la place à plusieurs années de stagnation ramenant et maintenant le ratio de valorisation dans le voisinage des normes historiques. Il faudrait alors, pour déterminer une nouvelle hausse boursière significative, que de nouvelles et fortes perspectives de profit apparaissent dans les entreprises, suite à une nouvelle accélération de la technologie. En effet, si la révolution de l'information des dernières années reste inscrite dans les pratiques d'entreprises et ne va nullement disparaître, ses effets boursiers ont été exagérés dans les prix des actions. C'est que les cours boursiers des années 90 n'ont pas simplement enregistré une augmentation des profits courants, résultant de la révolution technologique. Ils les ont projetés dans le futur, indéfiniment, comme si le miracle des innovations de la fin du vingtième siècle devait se renouveler chaque année pendant toutes les premières décennies du XXIème.

C'est cette projection linéaire que les marchés sont en train de démentir en corrigeant massivement les cours à la baisse, au vu des résultats effectifs des entreprises qui donnent lieu à des projections plus réalistes et plus modestes. L'exemple typique de ce retour à des évaluations mieux fondées est celui d'Amazon, entreprise de mieux en mieux valorisée dans le grand marché haussier, dont on s'est progressivement aperçu qu'elle ne pouvait pas dégager de bénéfices à horizon prévisible.

Dans cette interprétation, les marchés et les opérateurs ne sont pas irrationnels : ils sont confrontés à un avenir très difficilement connaissable. Dans un article classique de Juin 1990 du Journal of Economic History, Robert B. Bradsky et J. Bradford De Long, ont rendu compte de ces cycles longs des marchés boursiers. Ils partent de la formule habituelle d'évaluation qui donne le prix actuel des actions comme la valeur du dividende divisée par le taux d'intérêt moins le taux de croissance sur toutes les périodes futures de ces dividendes. C'est ce dernier taux qui est évidemment la variable la plus difficile à déterminer. On peut raisonnablement penser que les investisseurs l'estiment à partir de l'expérience récente des entreprises. Ainsi dans les périodes de forts profits il est raisonnable de penser que les entreprises ont trouvé de nouveaux marchés et de nouvelles techniques et que cette passe heureuse va se poursuivre dans les années à venir. Ce qui nous donne une forte valorisation des actions.

En effectuant une telle mesure sur le siècle écoulé, les auteurs arrivent à retracer très exactement les grands cycles boursiers aux Etats-Unis avec la grande baisse de la première guerre mondiale, l'expansion extraordinaire des années 20, la chute et la stagnation des années 30 et 40, la reprise majeure des années 50 et 60, la baisse de la décennie 70 et la reprise des années 80.

La leçon pour 2001 est claire : les marchés boursiers projettent dans le futur l'expérience des profits récents, ce qui n'est pas irrationnel mais probablement la seule façon de faire, en pratique. Dans cette perspective la phase de vaches maigres dans laquelle nous nous engageons sans doute, signifierait que les prouesses technologiques des dernières décennies ont déjà produit leur impact le plus fort. Il est enregistré dans les taux de croissance exceptionnels des entreprises américaines au cours des années 90, et à un moindre degré dans celui des entreprises européennes qui ont moins su en profiter. Mais il ne peut pas se poursuivre en un régime permanent. La croissance de la "nouvelle économie" serait ainsi terminée. Elle doit céder la place dans l'immédiat à une récession, pas nécessairement grave mais inévitable, puis, par la suite, à une reprise d'une croissance plus "ordinaire". Ce qui nécessite un réajustement important des valeurs boursières, mais ne débouche pas sur des catastrophes. Après tout les baisses des années 14-18, 29-32, 68-74 ont bien été suivies d'années de croissance économique soutenue, puis de reprises boursières significatives et parfois massives.

