

## La crise annoncée des marchés d'actions

*Les profits futurs ne peuvent justifier les cours actuels. Mais l'ampleur et la date de l'inévitable correction restent imprévisibles.*

Les Bourses européennes et américaine vont de record en record depuis plusieurs années. A l'automne dernier de nombreux intervenants s'attendaient à une correction majeure, comparable éventuellement à celle de 1929. Il n'en a rien été et après une baisse de quelques semaines le mouvement de hausse a repris de plus belle, les premiers mois de 1998 conduisant les indices à des sommets jamais atteints. Sachant que le prix des actions reflète le droit à percevoir les dividendes futurs que les profits des entreprises permettront de verser aux propriétaires, faut-il en induire que la croissance économique des deux cotés de l'Atlantique est entrée dans une ère nouvelle de prospérité sans précédent ? Faut-il au contraire en conclure que les investisseurs à la Bourse font preuve d'une "exubérance irrationnelle" en surfant sur une bulle spéculative et que les lendemains vont s'avérer douloureux ?

### Nouvelle ère

En faveur de la thèse d'une "nouvelle ère économique" les optimistes font valoir que nous sommes entrés dans une période de révolution technologique sans précédent. Le centre de gravité de l'activité se déplace en accéléré de l'industrie aux services. Les transports et les communications subissent une mutation permanente. Les entreprises se réorganisent pour exploiter plus efficacement les technologies de l'information. Les marchés se mondialisent tandis que l'inflation a pratiquement disparu.

Du côté des marchés boursiers, des facteurs nouveaux d'accroissement de la demande et de réduction de l'offre semblent jouer. Les générations du "baby boom" d'après guerre arrivent aux postes de commandes. Elles n'ont pas vécu le krach de 1929 et ne se méfient pas des placements en actions qui ont obtenu de brillants rendements dans les dernières années. Et le déséquilibre de la structure démographique qu'elles engendrent sape les fondements des systèmes de retraites par répartition. Les classes d'âge actuellement en activité doivent impérativement se constituer une épargne supplémentaire pour compenser la faiblesse prévisible des retraites des régimes de répartition au delà de 2010. Or, si l'on en juge par l'expérience financière sur plus d'un siècle, les placements en actions apparaissent comme les plus performants dans le long terme.

Dans le même temps les restructurations d'entreprises et la vague de fusions et acquisitions contribuent à réduire le nombre des actions offertes au public. De ces deux tendances contradictoires doit résulter une hausse des prix qui pourrait être durable si ce n'est permanente.

## Prix et profits

Cependant ces arguments ne suffisent pas à expliquer ni à justifier l'amplitude des hausses de prix de ces derniers mois et des dernières années. Rapportés aux dividendes ou aux bénéfices des entreprises, les cours boursiers se situent au sommet de leur fourchette historique depuis plus d'un siècle, en particulier aux Etats-Unis. C'est-à-dire que les actions sont aujourd'hui très chères pour le flux de revenus qu'elles rapportent. Ces ratios prix/dividendes ou prix/bénéfices, erratiques sur le court terme, tendent, sur des moyennes de quelques années, à retourner vers une valeur centrale lorsqu'ils s'en écartent trop. C'est ce que montrent John Campbell et Robert Shiller dans un intéressant article de mise en perspective ("Valuation ratios and the long run stock market outlook", *The Journal of Portfolio Management*, *Winter* 1998).

En effet des ratios d'évaluation très élevés, indiquent, si les marchés financiers fonctionnent correctement, que les bénéfices futurs attendus des entreprises, qui permettent aussi de payer les dividendes, doivent croître. Des prix élevés aujourd'hui se traduiront alors par une augmentation des profits des entreprises dans les exercices ultérieurs, ce qui fera baisser les ratios d'évaluation et les ramènera vers leur valeur moyenne historique. Ce mouvement n'est pas précisément prévisible, il évolue de façon aléatoire, mais il se produit néanmoins en tendance sur des périodes de quelques années.

## Jamais vu

Pour le marché américain les données sont disponibles depuis plus d'un siècle et le ratio dividendes/cours (ou dividendes/ prix, D/P) s'est situé en moyenne à 4,73 %. Il a évolué dans une fourchette comprise pour l'essentiel entre 3 et 7 % avec des pointes occasionnelles à 10 %. Or il est tombé récemment en dessous de 2 %, du jamais vu.

Pour le ratio cours/ bénéfices (Price/Earnings ou P/E), la moyenne séculaire a été de 14,2, les fluctuations se situant entre des valeurs de 8 et 20 et pouvant atteindre des valeurs extrêmes de 6 et de 26. Au début de 1997 il se situait à 20, mais les cours ont encore beaucoup augmenté depuis, sans commune mesure avec les profits. Or on observe que les pointes de ce ratio se produisent lorsque le ralentissement de l'activité macro-économique réduit les profits des entreprises. Ainsi des récessions de 1921, 1933 et 1991 qui ont fait monter les P/E des années suivantes en 1922, 1934 et 1992.

On objectera que les profits varient beaucoup d'une années sur l'autre et qu'un P/E calculé sur une seule année n'a guère de signification, de même que le ratio des dividendes au cours. Aussi les auteurs ont fort justement calculé des moyennes de ces ratios sur une dizaine d'années, ce qui correspond approximativement à l'horizon d'anticipation des investisseurs en actions. Dans ce cas la moyenne séculaire du P/E moyen est un peu plus élevée: elle s'établit à 15,3. Et elle se situait au début de 1997 au niveau record de 28 qui n'a été atteint qu'une seule fois précédemment, en 1929.

## Deux mécanismes

La thèse de la "nouvelle ère économique" est-elle compatible avec ces données ? Si c'était le cas cela correspondrait au mécanisme que nous avons évoqué plus haut : des ratios élevés annonceraient une hausse des profits au cours des années suivantes. Et c'est bien ce que nous annoncent les optimistes de la nouvelle ère.

Mais le retour des ratios vers leur moyenne peut aussi se produire par une baisse des prix, une réduction du cours des actions, comme en 1929. Il est donc crucial de savoir si en général le réajustement des ratios qui ont atteint le haut de la fourchette se fait par augmentation des profits ou par baisse des cours. L'examen des données historiques ne laisse malheureusement guère de doute. Les périodes de forts P/E et de faibles D/P sont suivies en l'espace de dix ans par des baisses du prix des actions qui ramènent ces ratios vers leur valeur moyenne, tandis que les profits continuent en moyenne à fluctuer au hasard.

Les période de forte appréciation des actions n'annoncent pas, depuis plus d'un siècle, des périodes de forts profits, mais bien plutôt de corrections de cours à la baisse.

Les données internationales disponibles, moins riches que celles des Etats-Unis, ne concernent que des périodes plus courtes de l'ordre de 30 ou 40 ans. Elles confirment cependant les résultats américains pour l'Australie, le Canada, la Grande-Bretagne, les Pays-Bas, l'Espagne, la Suède et la Suisse. Cependant la France, l'Allemagne et l'Italie se singularisent en ce sens que ce sont plutôt les dividendes qui s'ajustent pour ramener les ratios vers la moyenne. Mais sur des périodes d'observations plus brèves la fiabilité du mécanisme est plus incertaine. On remarque ainsi que le comportement atypique de ces trois pays semble correspondre à un seul épisode très particulier, celui de la crise pétrolière des années 70. L'analyse de ces circonstances spécifiques reste à faire mais il apparaît dès maintenant que les données internationales confirment dans leur ensemble les conclusions de l'étude américaine.

La leçon en est très claire. Les cours exceptionnellement élevés qu'atteignent aujourd'hui les actions vont appeler une correction de grande amplitude à la baisse dans les cinq à dix années qui viennent ! N'oublions pas en effet que les marchés efficients sont des marchés où la prévision profitable est impossible. On peut anticiper le sens de l'évolution mais non son ampleur exacte ni sa date. Dans ces conditions les optimistes peuvent continuer à jouer dans l'immédiat l'engouement pour les bourses occidentales. Mais ils le font, à moyen terme, à leurs risques et périls.

JJR