

## Les Bourses ne peuvent pas s'affranchir durablement de l'évolution des bénéfices des sociétés

### Les conséquences récurrentes de « l'économie de bulles »

Dans la revue des scénarios économiques, exercice assez naturel en début d'année calendaire, le cycle fort et synchrone sur un rythme de 4 % au niveau mondial est le sujet : l'analyse des risques met en bonne place la valorisation des actifs. Chacun semble s'être fait à l'idée de l'installation d'une « économie de bulles » depuis le milieu des années 1980. Mais chacun a aussi pu observer les conséquences de cette donne économique dictée par la finance : les éclatements de bulles ont des répercussions sur l'activité réelle. Les bulles soutiennent les cycles quand elles se constituent, et inversent presque mécaniquement la tendance quand on les efface.

### Les marchés sont chers : une bulle obligataire entraîne beaucoup d'actifs

Le thème des risques sur les Bourses va ainsi bien au-delà de la gestion de portefeuille et revêt une dimension presque systémique.

Les marchés sont chers sur des bases historiques.

Ce qui est cher de la façon la plus évidente, ce sont les produits de taux. Les efforts des banques centrales pour créer de l'inflation, les relèvements de taux directeurs de la Réserve Fédérale américaine, ont au total un impact très limité. La hiérarchie des taux d'intérêt en fonction de la durée fait apparaître une courbe très plate jusqu'aux échéances à 10 ou 12 ans : la recherche de rendement à tout prix exprime des anticipations d'inflation et même de taux à court terme en net décalage avec la communication des grands argentiers. L'ensemble de la classe des taux est chère. On doit se contenter de 1,2 % de rendement sur le crédit de notation de bonne qualité (Investment Grade) en zone euro et de 3,6 % aux États-Unis. Pour le rendement des dettes spéculatives (High Yield) on obtient 3,8 % en zone euro et 5,2 % aux États-Unis. Les placements seraient très vulnérables à une tension même réduite sur les rendements des emprunts des États.

Cette surévaluation en crée pas mal d'autres. La plus spectaculaire concerne les placements de luxe, y compris l'immobilier, mais des actifs aussi divers que les joueurs de football ou le marché de l'art. Mais l'encours qui compte, ce sont les Bourses. C'est la comparaison de rendement avec les obligations, et les calculs de prime de risque qui justifient les ratios élevés. Les bénéfices des compagnies américaines se paient 18 fois, pour une moyenne de 14,5 depuis 2002. Si les actions européennes et les japonaises font apparaître un multiple sensiblement plus bas, voisin de 15, on est dans la moyenne à Tokyo alors que celui de l'Europe dépasse de 2,5 points la norme passée.

## Les cours ne peuvent pas monter indéfiniment plus vite que les bénéfices en réévaluant les PE

---

L'Europe, le Japon, les émergents (PE inférieur à 13 fois) sont en retard sur les américaines. Cela ne les mettrait pas à l'abri d'une baisse de Wall Street : la décote peut se réduire dans la hausse, mais ne pourrait effacer une baisse et risquerait même de l'amplifier.

Les bulles ont leur vedette comme celle du Bitcoin, mais la question centrale est bien celle des marchés obligataires, celle de la dette en général – par exemple celle logée dans les dossiers à levier du private equity – et, finalement pose celle des ratios de valorisations des actions cotées ou non cotées. Le vrai effet récessif d'un éclatement de bulle, l'effet pauvreté (l'effet richesse négatif) viendrait des Bourses et, presque par définition des actions américaines.

Il y a une vérité de long terme à laquelle il ne peut être possible d'échapper : ce sont les bénéfices qui font la valeur d'une société. En d'autres termes, les cours ne peuvent pas progresser indéfiniment sur un rythme supérieur à celui des profits. La baisse des taux a pu justifier un moment cette décorrélation, mais chacun conviendra que le potentiel n'est plus de ce côté.

Les progressions moyennes des profits attendus autour de 10 % en Europe et au Japon cette année et, aux États-Unis à 12% en raison d'un effet fiscal évalué à 2 % sont sans doute intégrées dans les cours de Bourse actuels. Ils ne peuvent justifier une nouvelle phase de hausse des cours et, à l'inverse, ils extériorisent à Wall Street un vrai risque de rupture dans les mois ou trimestres qui viennent.

## Le cycle est à l'abri des risques d'inflation des prix, des salaires ou des matières premières. Mais les actions devront rentrer dans le retour sur investissement moyen de 7 %

---

Le risque d'éclatement de bulle qui frapperait le cycle économique mondial semble être à l'abri d'excès d'inflation et de pression sur les marges des entreprises. Il est assez à l'abri aussi d'un emballement sur les cours des matières premières et en particulier du pétrole. Il est en revanche exposé aux excès de valorisations obligataires (taux trop bas et manque de hiérarchisation en fonction de la durée et des risques). Et la conséquence la plus importante d'une correction des marchés de taux – même limitée et pas forcément liée à des pressions d'inflation – concerneraient les actions américaines pour lesquelles le retour global sur l'investissement ne pourra rester très longtemps largement au-dessus de sa performance moyenne de long terme de 7 %.