

# VALEURS AJOUTÉES

Page coordonnée par Christophe Tricaud

## Le pire n'est jamais certain

**A**voir la vitesse des grands indices boursiers pour se relever des crises de 1987, 1990 ou 1998, ils sont nombreux sur les marchés à espérer maintenant un franc rebond. D'autant que les reculs de 36,8 % du CAC 40 et de 30 % du S&P 500 sur leur record de 2000 leur apparaissent comme d'énormes purges. Pour ceux qui croient retrouver un terrain ferme, la seule stratégie envisageable est celle du « acheter et tenir ». Depuis vingt ans, cette méthode s'est avérée gagnante à tout coup : le Dow Jones a été multiplié par 10 et le S&P 500 par 12. Dans ces conditions, le plus simple est de s'en remettre à la gestion indicielle qui progresse d'ailleurs à pas de géant. Mais à ne regarder que les vingt dernières années, ces conclusions sont mal assurées. Il suffit pour s'en convaincre de déplacer le curseur et d'observer ces mêmes indices sur cinquante ans.

**Sélection des valeurs.** Trois grandes périodes se détachent avant celle de 1982-2000. De 1949 à 1965, pendant dix-sept ans, le Dow Jones a été multiplié par 5 (+ 9,25 % par an) et le S&P par 5,3. Ensuite de 1965 à 1982, le Dow Jones fera du surplace et le S&P s'adjugera 30 %. Ceux qui auraient appliqué la stratégie gagnante des années 1980-1990 auraient alors perdu de l'argent, car ils n'ont pas su tirer parti des opportunités du « market timing ». Celles-ci supposent de savoir investir, mais aussi désinvestir au bon moment, la sélection de valeurs prenant toute son importance.

L'étude des ratios de valorisation montre que la première grande période haussière achevée en 1965, est soldée sur un PER moyen du S&P 500 de 18 à l'issue d'une crois-

### Les chiffres clés de valorisation de l'indice américain Standard & Poor's 500 sur cinquante ans

	PER*	Price to Book**	Rendement***	Capitalisation boursière rapportée au PIB américain
1949	6	1	7 %	60 %
1965	18	2,2	3 %	120 %
1982	8	1	5,5 %	40 %
2002 (14 mai)	25	3,5	1,1 %	75 %

\* Price earning Ratio (cours/bénéfices)  
\*\* Ratio de capitalisation de l'actif net comptable  
\*\*\* Des actions américaines

Source : G.T. Finance La Tribune

sance annuelle des bénéfices de 5 % alors qu'en début de période, la Bourse ne payait que 6 fois les résultats. Lors des dix-huit années suivantes, le PER retombe en 1982 à 8 malgré une croissance des bénéfices accélérée (6,5 % par an). Enfin en 2000, le PER du Dow Jones grimpe au niveau impressionnant de 28. La variation du PER est un élément primordial de l'évaluation du marché : un multiple moins généreux peut annuler la hausse des résultats. C'est l'inflation et les taux qui sont les responsables de la variation du PER. La hausse de l'après-guerre s'est déroulée dans un contexte dépourvu d'inflation et les taux d'intérêt des emprunts d'Etat étaient stables, entre 2 et 4 %. La

rupture de la période suivante apparaît avec une inflation grim pant de 0 à 10 %, accompagnée par des taux longs culminant à 14 %. C'est ce mouvement qui a handicapé les actions. Seuls, l'or et l'immobilier permettaient alors un maintien du pouvoir d'achat. De même, les taux sont les premiers responsables de la vigueur des actions depuis vingt ans, leur baisse de 14 à 6 % amplifiant la hausse des bénéfices. Un soutien qui n'existait pas lors de la première période de hausse (1949-1965), moins vigoureuse...

On peut aussi comparer les cours de Bourse et l'actif net comptable de sociétés (« price to book »). Ce ratio est passé de 1, il y a cinquante ans, à 5 en 2000. Il était de 2,2 en 1965 et seulement 1 en 1982. Quant au

rendement des actions américaines il est revenu de 7 à 3 % pendant la première hausse, pour remonter à 5,5 % en 1982 et finir à 1,1 %.

Encore plus objectif est le lien qui unit la capitalisation boursière et le PIB. Le poids de la Bourse double à l'issue de la hausse achevée en 1965 pour représenter 120 % du PIB. Il n'en représente plus qu'40 % en 1982 et culmine à 140 % en 2000. Tous ces indicateurs montrent que les excès de 1965 ont été dépassés en 2000. Pour autant le scénario d'une baisse prolongée est moins évident qu'à partir de 1965 car il suppose une reprise de l'inflation et des taux longs. Gare toutefois à la stagflation ! Mais si l'inflation reste contenue, rien ne s'oppose au retour de la croissance vertueuse de l'après-guerre, en gardant en tête que l'on part cette fois de valorisation bien plus élevée. Hors baisses des taux, la croissance des marchés se cale sur celle des bénéfices. La hausse des indices ne dépassera donc pas 7 à 8 % l'an contre 13,5 % depuis vingt ans.

**Bénéficiaire de la reprise.** La correction n'est sans doute pas terminée, mais déjà les valorisations se rapprochent des moyennes historiques. Le « price to book » est revenu à 3,5, le rendement est à 1,5 % et la capitalisation est redescendue à 100 % du PIB. A comparer à des moyennes de 1,5 fois l'actif net, d'un rendement de 3 % et de 75 % du PIB. Pas encore bon marché, la Bourse bénéficiera de la reprise et de la remontée des bénéfices. Mais ce sera à coup sûr la revanche des gestionnaires assises sur la sélection de valeurs et du « market timing ». Enfin, nos espérances de gains devront s'ajuster bien en deçà du rythme des vingt dernières années.

CHRISTIAN GINOLHAC,  
PRÉSIDENT DU DIRECTOIRE DE GT FINANCE

La correction n'est sans doute pas terminée, mais les valorisations se rapprochent des moyennes historiques.