

L'analyse du jour LA PURGE N'EST PAS TERMINÉE

La Bourse face aux vertiges du plus bas

■ La Bourse se rapproche de niveaux historiquement bas en termes de capitalisation des bénéficiés.

■ Toutefois, le rendement et la valorisation des fonds propres des entreprises cotées restent généreux.

Ce qui distingue la Bourse de la bicyclette, c'est que ce sont les montées qui sont faciles alors que les descentes font souffrir. La souffrance des actionnaires culmine lorsque l'on se rapproche du plus bas ! A tel point que c'est parfois à ce moment-là que les investisseurs abandonnent la partie. Aujourd'hui, il faut une bonne dose d'endurance pour supporter avec flegme les effets ravageurs de la baisse qui déferle depuis deux ans sur les actions. Bien des professionnels ont perdus leurs repères. Dans ce brouillard, il convient de remettre à plat les principaux indicateurs éclairant la valorisation des entreprises cotées en Bourse.

Signes inquiétants. Au regard de l'histoire (voir tableau), il apparaît que l'essentiel de la baisse est derrière nous. Toutefois, tous les ratios ne convergent pas encore pour nous assurer un rebond rapide. A l'aune de l'étude de l'indice S&P 500, on voit que le PER (Price earning ratio ou rapport cours sur bénéfices) estimé de l'année en cours, maintenant à 17 fois les résultats attendus se rapproche du ratio de capitalisation moyen à long terme qui est de 15. De même, à 80 % du PIB américain, la capitalisation des valeurs composant l'indice rapportée à la création de valeur ajoutée aux Etats-Unis tangente maintenant les 75 % de la moyenne à long terme. C'est rassurant. Ce qui l'est moins, c'est de voir que le rendement et la capitalisation des fonds propres des entreprises restent encore sensiblement éloignés des normes historiques. Les dividendes rapportés au cours de Bourse ne représentent encore que 2,1 % au lieu des 3 % constatés sur longue période. Plus inquiétant encore, la Bourse reste généreuse dans la capitalisation des fonds propres des entreprises (2,5 fois) et reste éloignée du ratio normatif de 1,5. Cela reste préoccupant car les deux « annus horribilis » que nous venons de vivre ont déjà confirmé l'analyse du professeur Shiller (université de Yale) qui avait alerté Alan Greenspan sur l'« exubérance irrationnelle » des marchés.

Pour le professeur Shiller en effet le retour à leur moyenne des ratios d'évaluation boursière traditionnels se fait essentiellement par ajustement des cours de Bourse... Il est une constante que les ratios ne peuvent durablement s'éloigner de leur longue période. Ainsi depuis 1872, aux Etats-Unis, le ratio de dividende sur cours a croisé 29 fois sa moyenne de 3 % à des intervalles de un à vingt ans entre deux croisements. Pour remonter au dernier passage de la ligne il faut revenir à... 1983, départ de la grande vague de hausse des vingt dernières années ! Si le retour à cette norme de rendement voit le jour cela signifie que les valeurs du S&P 500 doivent encore perdre près de 30 %. Encore ne s'agit-il là que d'un croisement dont on sait bien en Bourse qu'il ne constitue pas un plancher. Tant il est vrai que la Bourse trouve son équilibre dans la somme de ses déséquilibres et qu'avant de se stabiliser, bien des excès sont commis.

► RETOUR INACHEVÉ VERS DES VALORISATIONS DE LONG TERME

Période	Cours/actif net par action	Dividende/cours	Capi S&P/ PIB US	PER	S&P
HAUT ATTEINT	5	1,1 %	140 %	28	1.540
JANVIER 2002	3,5	1,5 %	105 %	25	1.150
JUIN 2002	3	1,7 %	95 %	21	990
SEPT. 2002	2,5	2,1 %	80 %	17	815
MOYENNE LONG TERME	1,5	3 %	75 %	15	

Source : Brown Brothers Harriman et GT Finance.

DANS CES TEMPS TROUBLÉS, C'EST LE RENDEMENT DES DIVIDENDES QUI OFFRE LE PLUS DE CONSTANCE ET AUQUEL IL CONVIENT D'ACCORDER LE PLUS D'IMPORTANCE.

C'est ainsi que la norme d'un PER historique de 15 s'inscrit dans des bornes de fluctuation comprises entre 8 et 20, avec des pics passagers descendant à 6 et grimpaient à 30. Rien n'assure donc qu'en se rapprochant du PER de 15 le marché américain soit assuré d'en rester-là. D'autant plus qu'on sait bien la fragilité des prévisions bénéficiaires dans le contexte actuel d'incertitudes sur la conjoncture et l'activité économique des prochains mois. Dans ces temps troublés, c'est bien le rendement des dividendes qui offre le plus de constance et auquel il convient d'accorder le plus d'importance. Et malheureusement, il traduit encore une surévaluation de près de 30 % par rapport à la moyenne historique. Peu importe que les taux d'intérêt des emprunts d'Etat soient bas. Quand l'incertitude domine, les actionnaires exigent une juste rémunération du risque.

Cycles incontournables. Pour sévère qu'ait été la correction depuis deux ans, il faudrait être naïf pour croire que les marchés se sont affranchi des cycles longs, compris entre dix-sept et vingt ans et qui voient alterner hausses et baisses des grands indices. Et gare à ceux qui croient échapper à ces cycles, ils connaîtront le sort de ceux qui prédisaient la mort des méthodes classiques d'évaluation pour tenter de crédibiliser les niveaux atteints pendant la bulle. L'analyse fondamentale des ratios historiques illustre au contraire tout le danger de s'en remettre à la gestion indiciaire dans l'espoir d'un rapide rebond, alors que la purge n'est assurément pas terminée.

Christian Ginolhac, GT Finance

— Z O O M —

Encore loin des bénéficiés de 2000

Il convient d'être circonspect quant à l'utilisation du PER en période de forte incertitude sur les résultats à venir. Par exemple, en Europe, le consensus IBES de la croissance annuelle des bénéficiés en 2002 est passé en un an de 16 % à -1 %. Et celui de l'année 2003 a été amputé de moitié (13,8 % contre 30,8 %). De même à propos des bénéficiés récurrents sur les sociétés du CAC 40, le consensus de JCF Group n'attend plus qu'un bénéfice global en 2002 de 40,96 milliards d'euros, en net retrait toujours sur les résultats affichés en 2000 (47,5 milliards). Et il faudra attendre 2003 pour y revenir si les prévisions des analystes tiennent le coup. On peut en douter car la révision baissière n'est pas terminée, elle s'accélère. La progression attendue cette année n'est plus que de 7,9 % après que ce rythme ait été réduit de 8,5 % au cours des trois derniers mois. Sur six mois, la révision a amputé la croissance de 14,06 %. A l'opposé, les résultats de 2003 ont vu leur croissance moins remise en cause pendant l'été que lors du trimestre précédent (-8,06 % sur six mois et -3,8 % sur trois mois). Voilà pourquoi, alors que le ratio de capitalisation des bénéficiés 2002 (14,4) et 2003 (11,2), pour attractifs qu'ils soient, ne suffisent pas à redonner confiance aux investisseurs.