

"La valorisation des marchés d'actions à l'horizon 2020" (Bertrand Jacquillat)

Après la décennie 2000-2010, la pire de l'histoire boursière, la croissance économique mondiale devrait au final soutenir les marchés actions pour la période 2010-2020 analyse Bertrand Jacquillat, président d'Associés en Finance.



C'est une gageure de prétendre annoncer un niveau de valorisation des marchés d'actions à un horizon de 10 ans. Et dangereux pour celui qui s'y essaie ! On se souvient du titre racoleur de l'ouvrage de Glassman et Haskett paru en 1999 « Dow 36,000 », ce qui constituait leur prévision du niveau de l'indice Dow Jones à un horizon rapproché, au moment où celui-ci évoluait autour de 10000. Il n'a jamais atteint le niveau 15000, 14164.53 fut son plus haut observé le 9 octobre 2007. Deux ans après la crise financière, il a fortement remonté, mais il n'est toujours qu'aux alentours de 12 000 ! Leur prévision était fondée sur la disparition de la prime de risque, c'est-à-dire sur leur conviction que les actions ne constituaient pas un placement plus risqué que celui en bons du Trésor. Quelle préscience lorsqu'on a pu constater que la prime de risque des actions en mars 2009, soit dix ans après cette prédiction, était à son plus haut historique, à quatre écarts type au-dessus de sa moyenne historique, selon les estimations d'Associés en Finance.

L'exercice est donc périlleux, encore que l'histoire financière et boursière puisse fournir quelques repères.

Sur données américaines, **la dernière décennie 2000-2010 a été la pire de toute l'histoire boursière depuis 1830 avec une performance annuelle nominale totale (incluant les dividendes) de -0.5%** . Cette performance est pire que celle de la décennie qui avait suivi immédiatement la crise de 1929. En fait, suite à deux décennies de performance spectaculaire des actions américaines, 16.6% l'an entre 1980 et 1990 et 17.6% l'an entre 1990 et 2000, ces deux décennies ayant été marquées par une forte désinflation, la dernière décennie a été marquée par deux crises majeures : l'éclatement de la bulle internet au début de celle-ci et la grave crise financière de 2007-2009.

Mais jamais ne s'est produit dans l'histoire boursière américaine le phénomène de deux décennies successives négatives, mais un rebond en général significatif dans la décennie qui suivait une décennie négative ou faiblement positive.

Sur l'ensemble de la période 1830-2010, la moyenne arithmétique des rentabilités s'établit à environ 9% l'an. Evidemment cette moyenne cache des fluctuations importantes, grosso modo entre 0% et 20%. Si cette moyenne correspondait

à la réalité de la présente décennie, le Dow Jones n'aurait pas encore atteint le niveau 36000 en 2020 mais s'en rapprocherait à 27000. Quant au CAC 40, il aurait dépassé son plus haut de mars 2000, et se situerait au-delà de 9000...

Quelques considérations macro-économiques permettent de compléter ce référentiel historique.

Si la dernière décennie a été la pire pour les actions aux Etats-Unis, mais aussi dans la plupart des autres pays, elle a représenté une période bénie pour les placements obligataires. **Les taux obligataires n'ont jamais été aussi bas en France en 2010 depuis Louis XV !** Ils ont aussi atteint, à près de 2%, un plus bas historique à la fois aux Etats-Unis et en Allemagne. Le fait que les anticipations correspondantes d'inflation se situaient dans ces trois pays autour de 2% (mesurée par la différence de taux de rendement actuariel entre les OAT et les OATi) implique que les taux d'intérêt réels étaient voisins de zéro.

Ce long déclin des taux nominaux et réels depuis une quinzaine d'années n'était pas tant la conséquence d'une saturation ou d'un excès d'épargne (le fameux savings glut d'Alan Greenspan) que d'une pénurie d'investissements dans les pays développés. **Ce long déclin devrait se renverser et les taux d'intérêt réels remonter, au fur et à mesure que le développement économique des pays émergents se prolonge et s'étend.** Par ailleurs, l'excès d'épargne est susceptible de se résorber, avec le vieillissement démographique dans les pays développés et l'augmentation de la consommation dans les pays émergents.

Les taux d'intérêt réels, historiquement de 3% en moyenne, pourraient atteindre 4%, soit des taux nominaux de l'ordre de 6% (à taux d'inflation anticipé inchangé) sur les obligations de première qualité, ce qui mécaniquement ne serait pas favorable à la valorisation des actions.

Mais dans un tel scénario, où la croissance économique mondiale se poursuivrait à des niveaux élevés, **les primes de risque, actuellement encore élevées, pourraient se résorber.**

L'un dans l'autre, ces deux phénomènes se compenseraient sans doute et conforteraient les chiffres évoqués plus haut à partir de repères historiques.