

POURQUOI LES BOURSES ONT-ELLES CHUTE ?

Félix BOGLIOLO

Le krach rampant que connaissent presque toutes les Bourses depuis cet été mérite que l'on y réfléchisse pour essayer d'en déterminer les causes.

Rappelons avant tout que la théorie financière a déterminé depuis plusieurs décennies que le prix d'un actif financier est égal à la valeur présente des flux monétaires qu'il dégagera à l'avenir, actualisation financière qui s'effectue au coût du capital du dit actif et qui inclut le nombre pertinent de flux en fonction de l'analyse à réaliser. Ce coût du capital dépend d'une part du niveau général des taux d'intérêt (représentatif de l'offre et de la demande de capitaux - le prix du temps) et d'autre part d'une prime de risque (représentative du risque non-diversifiable du dit actif - le prix du risque).

Voyons maintenant comment ces quatre éléments ont, tous, évolué ces derniers mois dans le sens d'une baisse du marché des actions.

1. Tous les consensus d'analystes financiers l'indiquent sans équivoque : les flux monétaires futurs générés par les entreprises ont été revus à la baisse. La récession sévère subie par de nombreux pays, entraînant au mieux un ralentissement de la croissance mondiale (nous découvrirons le pire quand il se présentera), en est la cause tellement évidente qu'il serait oiseux que nous nous y attardions ici.

2. La durée sur laquelle l'actualisation de ces flux futurs va porter a été réduite, elle aussi.

Cette durée est nommée durée d'avantage compétitif dans la littérature financière. En effet, un flux futur ne contribuera à créer de la valeur aujourd'hui qu'à une condition : le rendement ainsi généré est supérieur au coût du capital, c'est-à-dire le profit économique correspondant est positif. Une entreprise génère un profit économique positif si et seulement si elle dispose d'un avantage compétitif. Or dans une économie concurrentielle, on est obligé de faire l'hypothèse que cet avantage compétitif est nécessairement limité dans le temps. De nouveaux entrants sur le marché, l'introduction de produits de substitution, des pressions consuméristes ou réglementaires (antitrust) réduiront cet avantage compétitif. Cette réduction ira jusqu'au niveau qui produit un rendement des capitaux investis leur offrant la juste rémunération pour le risque qu'ils assument ce qui est la définition même du coût du capital. Cette entreprise sera alors en situation de profit économique nul. Ces flux n'ajouteront donc plus rien à la valeur d'aujourd'hui de cette entreprise. Voilà pourquoi, l'actualisation financière portera sur la seule période de l'avantage compétitif, la période au-delà ne contribuant plus à la valeur.

La plupart des économies occidentales ont atteint un stade de développement tel qu'il est assez difficile d'y générer un profit économique positif durablement prolongé. Fort logiquement, les entreprises ont vu l'ouverture du marché mondial comme une opportunité de sortir de ce cadre restrictif pour leur rentabilité. « *Go West, young man* » disait-on au siècle passé aux U.S.A. pour indiquer aux plus dynamiques où leurs talents trouveraient à s'exprimer de manière profitable. Ces nouveaux marchés devaient prendre le relais à terme de nos économies saturées, contribuant à allonger la durée de l'avantage compétitif. Or la perspective de ce relais semble s'éloigner et/ou s'affaiblir. Les analystes ne peuvent en tirer qu'une conclusion : raccourcir la durée d'avantage compétitif sur laquelle ils basent leurs calculs de valorisation.

3. Le mouvement baissier du niveau général des taux d'intérêt a été arrêté. Cette baisse aurait pourtant depuis plusieurs années déjà et son amplitude avait été très importante (cinq pour cent environ). Dans ce genre de situation, on constate souvent comme une sorte d'hystérésis : les acteurs des marchés financiers semblent considérer que le *trend* ne va jamais cesser ; ils semblent avoir du mal à envisager une rupture du *trend*, encore moins un renversement de tendance. Or c'est bien à cela que nous avons assisté ces derniers mois sur les taux d'intérêt, et les marchés ont bien dû finir par intégrer cela dans leurs analyses. Non seulement les taux ont cessé de baisser mais ils sont même remontés d'environ cinquante centimes.

4. La prime de risque a augmenté sous l'influence conjuguée de ses deux facteurs constitutifs : la prime de risque générale du marché pris dans sa globalité et l'indice de risque spécifique à cet actif (appelé bêta dans le cadre du MEDAF Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers - *CAPM Capital Asset Pricing Model*). La prime de risque du marché est essentiellement dépendante de sa volatilité. En termes statistiques, on parlerait de variance ou écart-type. L'indice de risque d'un actif dépend, lui, de la propension de cet actif à évoluer en consonance (ou dissonance) avec le marché en général. En termes statistiques, on parlerait de covariance.

Or la volatilité du marché a clairement eu tendance à augmenter. C'est-à-dire que même si la moyenne des rendements restait inchangée, elle serait le résultat de données beaucoup plus dispersées. L'espérance mathématique des rendements futurs est donc beaucoup plus risquée. Ramenée en valeur présente lors d'un calcul d'actualisation financière, elle doit logiquement être moins valorisée. C'est ce à quoi on aboutit en imputant une prime de risque plus importante dans le coût du capital ou taux d'actualisation.

Par ailleurs la globalisation des marchés ou la mondialisation des économies aboutit à une interdépendance accrue des entreprises (effet domino). Aujourd'hui, encore moins qu'hier, l'indice de référence pertinent n'est pas le CAC 40 ou l'un quelconque des indices boursiers nationaux mais plutôt celui qui représenterait le marché unique mondial. Dans une économie morcelée comme nous la connaissions dans le passé, une entreprise pouvait légitimement prétendre ne pas être affectée par telle ou telle évolution, favorable ou défavorable, de l'économie mondiale, en particulier si cette évolution trouvait sa source à l'autre bout de la planète. Les analystes acceptaient alors bien volontiers de créditer cette entreprise d'un indice de risque faible pour refléter cet état de fait. Aujourd'hui cette bienveillance n'est plus de mise. Les entreprises semblent en effet beaucoup plus alignées sur un cycle mondial qu'elles ne l'étaient par le passé. Les facteurs contra-cycliques d'ordre géographique semblent avoir disparu, conduisant ainsi à une augmentation des indices de risque spécifiques aux entreprises.

Ces quatre facteurs jouant concomitamment dans le même sens celui de la baisse et leurs effets se cumulant, les Bourses ne pouvaient que plonger dramatiquement. *A posteriori*, une telle analyse est relativement évidente. La réaliser préalablement aurait été beaucoup plus intéressant. Mais ceci est le métier des prévisionnistes et non celui des chroniqueurs. Or je me compte parmi ces derniers et non parmi les premiers.

F.B.