

Y aura-t-il une bulle boursière mondiale ?

PAR JEAN-PIERRE PETIT

Qu'est-ce qu'une bulle ? Un état du marché dans lequel la déviation durable et forte du prix d'un actif par rapport à ses fondamentaux ne peut s'expliquer et se prolonger que parce que les investisseurs pensent que le prix sera plus élevé dans le futur. Cette définition de l'économiste américain Joseph Stiglitz nous a toujours paru pertinente.

Les bulles d'actifs, loin d'être des anomalies, constituent un élément régulateur essentiel du capitalisme dans lequel nous vivons depuis une trentaine d'années. Se poser la question de l'existence ou de la perspective d'une bulle boursière est donc tout à fait naturel après un marché d'actions haussier qui a désormais soixante-quinze mois, si l'on part du marché directeur mondial que constitue le marché américain (avec une hausse cumulée de l'indice S & P 500 de plus de 215 %). Regardons d'abord les valorisations absolues actuelles du marché des actions.

Le PER (*price/earning ratio*, soit le rapport cours sur bénéfices, à un an) se situe aujourd'hui légèrement au-dessus de sa moyenne historique, à 17 (contre une moyenne historique de 15 depuis trente ans). Mais c'est le CAPE (*cyclically adjusted price earnings/ratio*, c'est-à-dire le PER calculé sur les bénéfices des dix dernières années) qui apparaît comme le plus préoccupant. Il se situe très nettement au-dessus de la moyenne historique (27,3 contre une moyenne très longue de 16,6, depuis 1870 !). Il se situe même au-dessus des niveaux qui ont correspondu à quasiment tous les démarrages de marchés baissiers depuis un siècle (1946, 1948, 1951, 1956, 1962, 1966, 1968, 1973, 1987, 2007). Seules les fins de bulle boursière se situaient à un niveau supérieur (1929, 2000), à un niveau de l'ordre de 45.

Il y a cependant au moins trois

nuances à apporter à ce ratio. D'abord, selon Jeremy Siegel, professeur de finances à Wharton (Etats-Unis), les normes comptables américaines (US GAAP), introduites dans les années 1990, poussent plus fortement aux dépréciations d'actifs des entreprises en cas de baisse des portefeuilles : la forte chute des résultats de 2007-2009 est donc, selon lui, biaisée à la baisse. En s'appuyant sur les données économiques des entreprises, le CAPE ratio ne montre alors pas de forte surévaluation.

UN DEGRÉ DE SURVALORISATION

Ensuite, le niveau des taux d'intérêt de long terme, même s'il a vocation à remonter graduellement, se situe sous sa moyenne historique. Il réduit à l'évidence la signification de ce ratio. Enfin, le niveau aujourd'hui très élevé des marges tient aussi à des considérations structurelles puissantes (internationalisation des profits américains, baisse de la fiscalité sur les entreprises, oligopolisation de certaines industries, poids du secteur high-tech dans les indices), ce qui biaise la comparaison historique.

Au total, il n'y a vraisemblablement pas de bulle actions, tout au plus un certain degré de survalorisation qui peut perdurer, notamment grâce au bas niveau de taux d'intérêt, c'est-à-dire par une bulle obligataire en large partie contrôlée par la Réserve fédérale.

Une bulle boursière suppose, historiquement, la réunion de quatre éléments : un long cycle de croissance forte ; des innovations majeures comme les chemins de fer, l'électricité, l'automobile, la radio, Internet... de nature à ancrer des convictions optimistes ; un climat d'optimisme ; le maintien de conditions financières favorables, à l'origine d'une dynamique en faveur des actions. Rien de tel aujourd'hui. La croissance est modeste (2,2 % aux Etats-Unis depuis la reprise de l'été 2009 et environ 3 % à l'échelle mondiale), les innovations numériques ne se retrouvent pas – loin s'en faut – dans les gains de productivité (0,6 % par an depuis 2011). Et on est loin de l'optimisme des années 1920 et 1990. Enfin, la Réserve fédérale va resserrer progressivement les conditions monétaires au second semestre.

Cela n'empêche pas qu'à des échelons locaux des bulles émergent, notamment sur le marché domestique chinois. Mais on ne peut pas parler de bulle boursière mondiale. ■

J

Jean-Pierre Petit

est économiste

et président

de la société de conseil

Les Cahiers verts

de l'économie