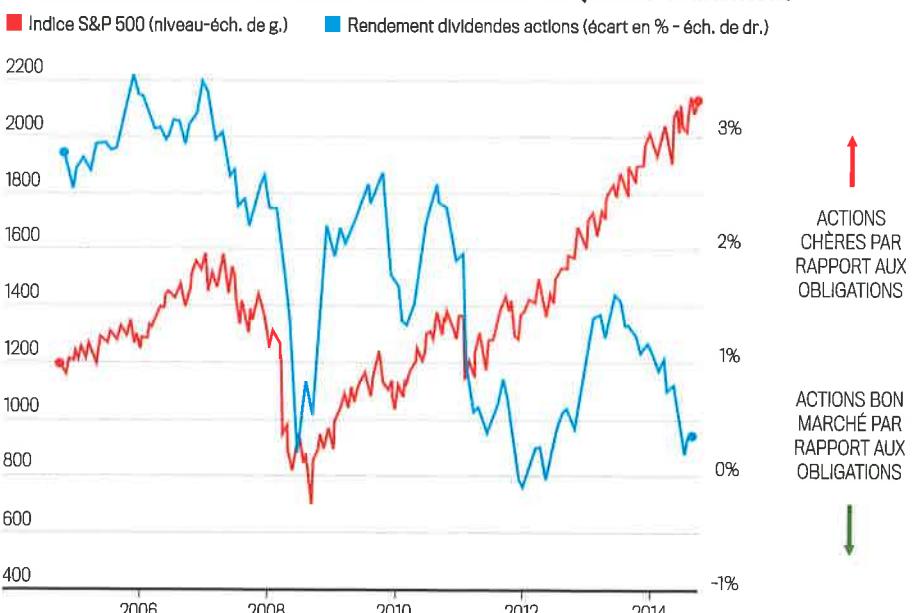


## LA BOURSE AMÉRICAINE EST MOINS CHÈRE AUJOURD'HUI QUE LES OBLIGATIONS



Le mousseux des obligations paraît bien cher, eu égard au champagne des actions.

# La bulle des actions pétille-t-elle plus?

PAR MICHEL GIRARDIN\* Les obligations aujourd'hui sont hors de prix. Mais faut-il pour autant leur préférer les actions? Cela reviendrait à acheter du champagne simplement parce que le mousseux est trop cher.

«**C**HAMPAGNE OU MOUSSEUX?» Cette quête essentielle, je la détaillais dans une chronique de l'été 1999, pour illustrer les dangers qu'il peut y avoir d'acheter des actions si la motivation principale en est que les obligations sont chères. Si vous vous laissez tenter par les bulles pétillantes du champagne simplement parce que celles du mousseux sont hors de prix, mieux vaut succomber aux charmes des bulles d'une bonne eau minérale. Elles seront assurément moins spéculatives, concluais-je, six mois avant l'éclatement de la bulle internet.

Aujourd'hui, nombreux sont les investisseurs qui se tournent vers les actions parce que les obligations sont hors de prix, ce dont témoignent leurs rendements proches de zéro, quand ils ne sont pas carrément négatifs.

Le graphique ci-dessus en témoigne: depuis mars 2009, la Bourse américaine a

plus que triplé. Malgré cette progression fulgurante des actions, elles sont aujourd'hui moins chères vis-à-vis des obligations gouvernementales qu'elles ne l'étaient au début de la hausse. La preuve? En 2009, le rendement des obligations était de 3,2%, alors que le rendement du dividende des actions était de 2,6%, soit un écart de 0,6% en faveur des obligations. Aujourd'hui, cet écart a été divisé par deux.

Le mousseux des obligations paraît donc bien cher aujourd'hui, eu égard au champagne des actions. Mais qu'en est-il de la cherté propre à ces dernières, soit la comparaison de leur évaluation actuelle à leur norme historique?

A près de 18 fois les bénéfices attendus pour les douze prochains mois, l'évaluation de la Bourse américaine n'est pas sensiblement plus élevée que sa moyenne historique, et très inférieure à celle enregistrée durant la bulle internet au début

des années 2000. Il faut toutefois être prudent avec cette mesure, et ce, pour trois raisons. Premièrement, elle repose sur les estimations des analystes, dont on sait qu'ils peuvent être atteints «d'exubérance irrationnelle», pour reprendre l'expression culte de l'ancien président de la Fed, Alan Greenspan. Deuxièmement, la projection des bénéfices sur une période de douze mois est sans doute trop courte, au vu de leur cyclicité importante. Enfin et surtout, les projections des bénéfices s'appuient sur les marges bénéficiaires des entreprises, fortement liées au cycle conjoncturel. Avec le boom que connaît aujourd'hui l'économie américaine, les marges des entreprises sont au plus haut, et les attentes bénéficiaires sont sans doute surestimées.

## Chercher d'autres liquidités

D'autres mesures comme le ratio cours/bénéfices ajusté au cycle («PE de Shiller»), ou la capitalisation boursière ramenée au PIB de l'économie américaine (l'indicateur fétiche de Warren Buffett) sont au rouge, en ce qu'ils ne sont plus très loin du seuil fatidique de deux écarts types au-dessus de la moyenne historique.

Je n'aime pas acheter des actions par manque d'alternative. Lorsque la Banque centrale américaine commencera à monter les taux d'intérêt cet été, nous découvrirons sans doute que certaines liquidités sont plus pétillantes que le champagne... et le mousseux. ■

\* Professeur en macrofinance à l'Université de Genève