

Vrais et faux risques des actions

Les entreprises sont aujourd'hui sous-valorisées. Dès lors, un investissement sur cinq ans ne peut être une mauvaise affaire.

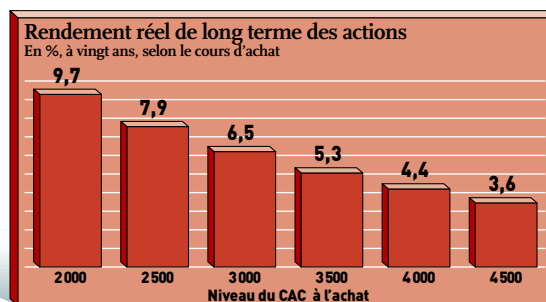
Après les avoir trop adorées, divers conseillers en investissement vouent désormais les actions aux gémonies. Mais, est-ce le triomphe de la raison ou la réaction émotionnelle d'investisseurs déçus ? Pour juger de l'opportunité d'acheter des actions dans une perspective de long terme, il faut évaluer les rendements qu'elles procureront dans la durée, en faisant – dans un premier temps – abstraction des risques de crises géopolitiques, économiques ou financières. Armé de ces rendements de long terme, l'investisseur peut ensuite faire un choix raisonné entre le risque des actions ou la sécurité des obligations.



Par **Olivier Davanne et Thierry Pujol**
Associés de DPA Conseil

La méthode pour estimer les rendements à long terme est bien connue : il faut évaluer les dividendes reçus et réinvestis à l'avenir par les actionnaires et analyser quelle serait la valorisation normale des entreprises en Bourse dans dix ou vingt ans. Mais sa mise en œuvre est lourde et beaucoup d'investisseurs ou de conseillers en investissement reculent devant l'obstacle. Dans le passé, les moins sophistiqués se contentaient d'extrapoler les performances boursières observées historiquement et étaient alors d'autant plus enclins à acheter des actions qu'elles avaient beaucoup monté au cours des dix ou vingt ans précédents. Les pertes des trois dernières années illustrent tous les risques d'une telle approche qui conduit trop souvent à acheter au plus haut et à vendre au plus bas !

Une approche moins simpliste consiste à supposer que, dans la durée, la valeur des entreprises progresse au rythme de la croissance économique. Le rendement de long terme des actions est simplement égal à la croissance économique tendancielle, à laquelle s'ajoute la rémunération reçue sous forme de dividendes (c'est la fameuse « formule de Gordon »). Aux cours actuels (CAC 40 à 2 700 début avril), les dividendes versés par les grandes entreprises françaises non financières représentent environ 2,5% (hors avoir fiscal). Avec une croissance de long terme de l'ordre de 2,5%, le rendement réel à attendre des actions serait ainsi voisin de 5%. C'est certes mieux que les obligations, qui offrent, après inflation, de



Nous estimons à environ 7,5 % le rendement réel de long terme que l'on peut espérer en achetant des actions françaises au cours actuel.

l'ordre de 2%, mais ce n'est guère mirobolant au vu des risques supportés par l'actionnaire ! Mais cette approche traditionnelle conduit à être indûment pessimiste pour diverses raisons. D'une part, les dividendes versés sous-estiment fortement la capacité des entreprises à rémunérer leurs actionnaires après financement de leur croissance interne. Il est bien connu qu'il faut aussi tenir compte des rachats de leurs propres actions par certaines entreprises, mais on oublie souvent que les profits générés servent aussi, à des degrés divers, à financer la croissance externe de l'entreprise et peuvent lui permettre de croître plus vite que l'activité économique dans son ensemble. D'autre part, si les entreprises sont sous-évaluées, l'investisseur de long terme bénéficiera d'un rattrapage un jour ou l'autre et les cours progresseront plus vite que la croissance économique. Or nous sommes dans une telle situation de sous-valorisation : la valeur boursière de nombreuses entreprises, en particulier dans les industries classiques, est inférieure à celle de leurs investissements matériels (immeubles, machines) et immatériels (brevets, etc.). Dès lors, la méthode de Gordon utilisée de façon mécanique sous-estime le rendement que l'on peut espérer dans la durée d'un placement en actions (symétriquement, elle le surestimait quand les cours étaient élevés en 1999-2000). En tenant compte des mécanismes précédents, nous estimons ainsi à environ 7,5% le rendement réel de long terme (à un horizon de vingt ans) que l'on peut espérer en achetant des actions françaises aux cours actuels. Cette estimation dépend naturellement des cours d'achats supposés (voir graphique).

Certes, les risques sur les actions sont plus élevés qu'à l'accoutumée (crise irakienne, impact de la faiblesse du dollar, risque de nouvelles ventes d'actions des assureurs et fonds de pension en difficulté...). Mais, en achetant des actions aux cours actuels, un investisseur avec un horizon de placement supérieur à cinq ans risque peu de faire une mauvaise affaire. ●