

Le 17 février 2000

Études économiques

→ <http://www.desjardins.com/economie>

## Dossier spécial sur les crises financières

### L'EUPHORIE FINANCIÈRE : L'HISTOIRE SE RÉPÉTERA-T-ELLE?

#### 2<sup>E</sup> PARTIE DE 3 : OÙ EN SOMMES-NOUS?

SOMMAIRE :

**A**fin d'expliquer la hausse continue du niveau de valorisation des marchés boursiers, deux visions de l'économie s'affrontent. D'une part, les partisans de la nouvelle économie croient que l'appréciation des cours boursiers reflète des changements profonds de l'économie. D'autre part, bien que conscients de certains changements structurels dans l'économie, les sceptiques affirment qu'il s'agit davantage d'une vague spéculative qui ne tardera pas à éclater.

En faveur de la nouvelle économie, nous allons voir que la productivité au niveau de l'économie américaine augmente à un



Alan Greenspan est-il confronté à une bulle spéculative?

rythme plus rapide qu'auparavant, ce qui justifierait une croissance économique forte et soutenue. En effet, l'accélération de la productivité expliquerait, en partie, pourquoi l'économie peut continuer de croître à un tel rythme sans engendrer de pressions sur les indices de prix.

Par contre, notre examen des différents indicateurs de valorisation boursière montre à quel point il devient difficile de justifier les valeurs disproportionnées que le marché boursier accorde à

certaines sociétés en particulier, de haute technologie. Un trop grand nombre de minuscules sociétés Internet ont actuellement des capitalisations boursières de plusieurs dizaines de milliards de dollars américains, comme si le nouveau millénaire allait voir naître des centaines d'entreprises comparables à Microsoft ou Intel.

#### BOURSE AMÉRICAINE : DEUX ÉPOQUES, MÊME DISCOURS?

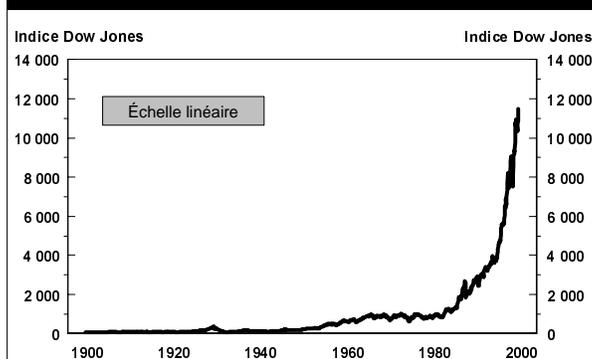
« Le consensus des millions de gens dont les estimations sont à l'oeuvre sur cet admirable marché, la bourse, c'est que les actions ne sont pas actuellement surévaluées... Où est donc le groupe d'hommes auquel son infinie sagesse donnerait le droit d'opposer son veto au jugement de cette multitude intelligente? »

Joseph Stagg Lawrence  
Professeur, Princeton University  
Automne 1929 (avant le krach)

« Prédire l'éclatement imminent d'une bulle signifie prévoir une chute précipitée du cours d'actifs jusqu'à là défini par le jugement de millions d'investisseurs, dont une bonne partie connaissent fort bien les projets et les débouchés des entreprises inscrites dans nos grands indices de marchés. »

Alan Greenspan  
Président de la Réserve fédérale  
27 août 1999

#### États-Unis : la bourse en folie !



## Introduction

L'économie américaine entre dans son 107<sup>e</sup> mois consécutif de croissance, ce qui en fait la plus longue phase d'expansion depuis que ces statistiques sont compilées (1854). Soutenu par la force de l'économie, l'indice Standard and Poor's 500 s'est apprécié en moyenne de 30,9 % depuis 1995 et le sous-indice des

atteint un niveau de surévaluation sans précédent. Cette situation force les investisseurs à faire un choix difficile : délaissier les titres de participations (actions) qui, selon les indicateurs traditionnels de valorisation, sont trop chers ou bien se laisser porter par la vague haussière en s'exposant, bien sûr, à une correction d'envergure ou encore à une longue période de marché baissier. Le texte qui suit a pour but de

renseigner, d'orienter et de conseiller l'investisseur sur les enjeux et les risques inhérents aux tendances récentes sur les marchés, que certains qualifient d'euphoriques.

Au Canada, la situation a suivi une évolution semblable. Le rendement sous forme de dividendes a décliné de 4 % durant les années 1970 à moins de 2 % depuis 1997. Le ratio cours/bénéfices a, de son côté,

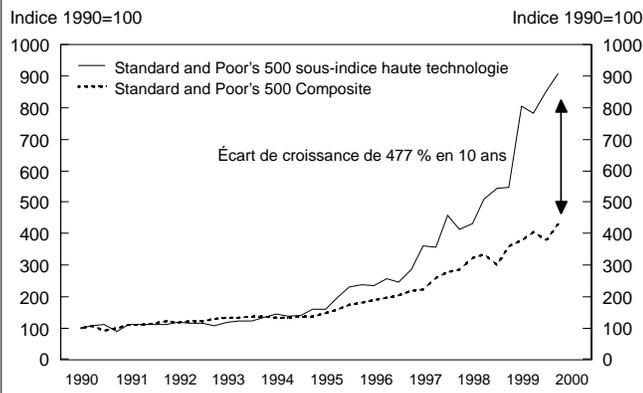
influencé positivement par les profits anticipés (si les anticipations de profits sont élevées, les investisseurs seront prêts à payer plus pour un titre); et, à l'inverse, il diminue lorsque les taux d'intérêt sont élevés (par exemple, une hausse significative des taux d'intérêt ne peut que bonifier les alternatives de placements et inciter les investisseurs à réduire leur détention d'actions). Comme l'inflation et le taux d'intérêt varient ensemble, un faible taux d'inflation aura tendance à faire augmenter davantage le cours/bénéfices. Le ratio cours/bénéfices de l'indice Standard and Poor's 500 est actuellement de 32. Depuis 1945, il n'a jamais été aussi élevé. En fait, depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'à 1990, il n'a excédé 20 qu'en deux occasions, soit d'avril 1961 à avril 1962, puis de mars à septembre 1987. Toutefois, depuis le début des années 90, en raison du contexte de faible inflation, la situation semble avoir changé. Le ratio cours/bénéfices n'a été inférieur à 20 que 48 mois sur 120, soit du début de 1990 à août 1991 et puis de juin 1994 à septembre 1996.

Une deuxième approche est utilisée pour évaluer le degré de valorisation des marchés boursiers. C'est d'ailleurs un modèle auquel a déjà fait référence le président de la Réserve fédérale américaine, M. Alan Greenspan. Il s'agit du ratio cours/bénéfices calculé à partir des bénéfices projetés pour l'année suivante, en fonction du taux d'intérêt des obligations de 10 ans. Ce modèle fait donc l'hypothèse que l'investisseur choisit entre investir à la bourse ou acheter des titres à revenus fixes, par exemple, des obligations du gouvernement fédéral.

Depuis le début de 1997, cet indicateur illustre sans équivoque la surévaluation importante du Standard and Poor's 500. De plus, celui-ci atteint présentement un sommet inégalé, soit un niveau de plus de 50 %. Comme le ratio cours/bénéfices traditionnel, ce modèle indique que jusqu'à tout récemment, il n'y a eu que de brèves périodes de surévaluation, soit en 1987 et au début des années 90. Mais depuis le début de 1997, seules la tourmente asiatique et la crise politico-financière russe l'ont brièvement ramené à un niveau plus raisonnable.

Une troisième approche a été dérivée à partir du modèle des dividendes escomptés. On l'appelle la formule de Gordon.

## États-Unis : envolée boursière du secteur de la haute technologie



titres technologiques a augmenté pour sa part de 154,8 % par an, en moyenne. Selon les critères traditionnels d'évaluation des cours boursiers, le marché aurait

atteint un niveau de surévaluation sans précédent. Cette situation force les investisseurs à faire un choix difficile : délaissier les titres de participations (actions) qui, selon les indicateurs traditionnels de valorisation, sont trop chers ou bien se laisser porter par la vague haussière en s'exposant, bien sûr, à une correction d'envergure ou encore à une longue période de marché baissier. Le texte qui suit a pour but de

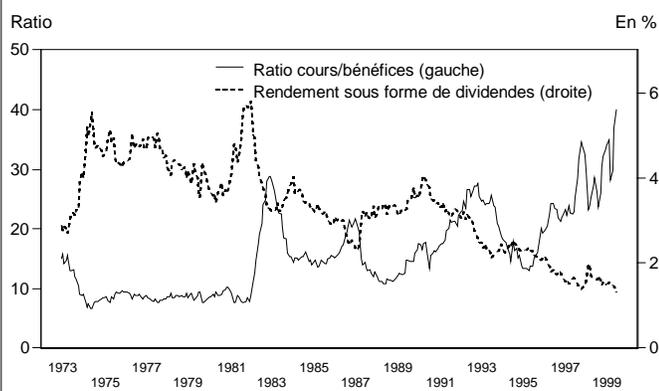
renseigner, d'orienter et de conseiller l'investisseur sur les enjeux et les risques inhérents aux tendances récentes sur les marchés, que certains qualifient d'euphoriques. Au Canada, la situation a suivi une évolution semblable. Le rendement sous forme de dividendes a décliné de 4 % durant les années 1970 à moins de 2 % depuis 1997. Le ratio cours/bénéfices a, de son côté,

Pays	Ratio cours/bénéfices		Rendement sous forme de dividendes (en %)	
	1990	2000	1990	2000
Canada	14,8	40,0	3,25	1,31
France	11,5	24,5	2,83	1,76
Allemagne	14,3	26,8	1,96	1,25
Royaume-Uni *	20,2	22,5	4,15	2,46
Japon **	43,7	(négatif)	0,67	0,64

\* Les données du ratio cours/bénéfices au Royaume-Uni ne sont disponibles qu'à partir de juillet 1993.

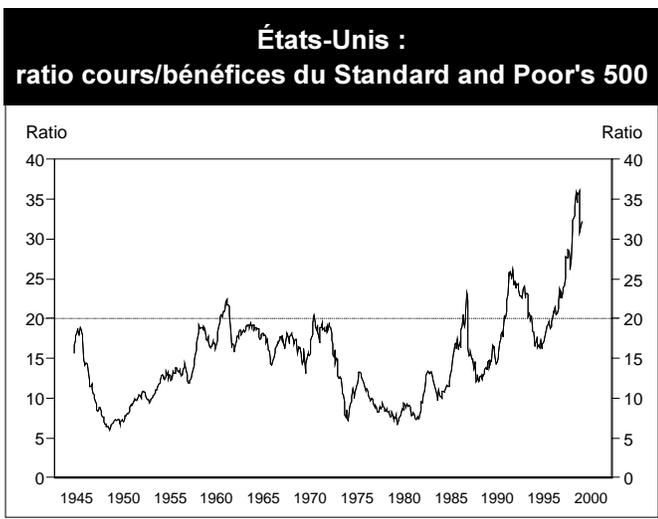
\*\* Les données pour le Japon ne sont disponibles qu'à partir de février 1991.

## Canada : ratio cours/bénéfices et rendement sous forme de dividendes du TSE 300



## Les mesures de valorisation des marchés boursiers

Il existe plusieurs méthodes pour évaluer le niveau de valorisation des marchés boursiers. Une des plus simples et des plus connues est le ratio cours/bénéfices, c'est-à-dire le taux de capitalisation des bénéfices. Le numérateur est le prix courant de l'action et le dénominateur est le bénéfice par action de la compagnie. Ce ratio est



**Dividendes/Cours = taux d'intérêt réel d'une obligation à 10 ans + prime de risque - taux de croissance à long terme de l'économie**

Compte tenu du rendement actuel de 1,6 % des dividendes du Standard and Poor's 500, d'un taux d'intérêt réel (après inflation) de 3,9 % aux États-Unis et d'un taux de croissance à long terme de l'économie américaine de 2,5 %, ces résultats impliqueraient une prime de risque de

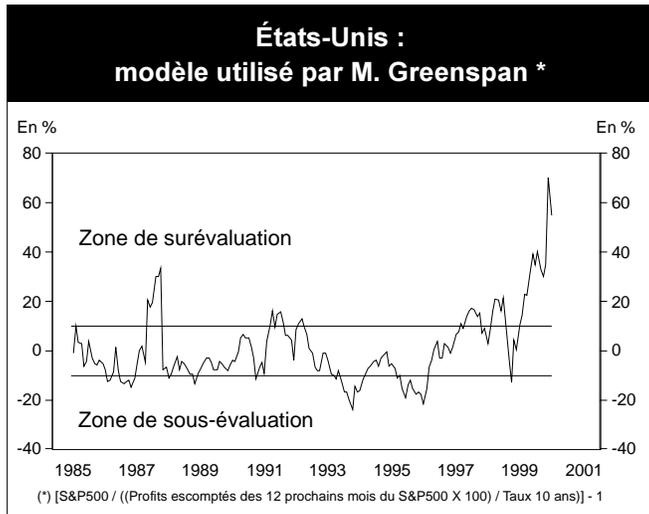
L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) l'a utilisée en décembre 1998 pour comparer l'évaluation des marchés dans plusieurs pays. Cette formule suppose que le rendement boursier ou rendement sous forme de dividendes varie en fonction du taux d'intérêt en vigueur, du taux de croissance des bénéfices et d'une aversion au risque. Cette aversion est exprimée sous forme d'une prime de risque. Un taux d'intérêt élevé et une plus grande prime de risque font augmenter le rendement boursier exigé. Le taux de croissance des bénéfices diminue le rendement boursier demandé. Dans l'application de l'OCDE, la formule était appliquée à des économies nationales plutôt qu'à une société particulière, le taux de croissance des bénéfices est donc remplacé par le taux de croissance potentiel de l'économie. Cette formule s'exprime comme suit :

0,2 %. Selon la même étude de l'OCDE,

potentiel de l'économie est le même historiquement, les investisseurs n'exigent pratiquement pas plus de rendement pour détenir des actions que des obligations, ce qui défie toute logique. Face à cette situation, certains observateurs affirment que la prime de risque a effectivement diminué et, en plus, que le potentiel de croissance de l'économie de nos voisins a augmenté, de sorte que les cours boursiers ne seraient pas surévalués. C'est ce que plusieurs appellent depuis quelques années la *nouvelle économie* ou la *nouvelle ère technologique*.

**La nouvelle ère**

Aujourd'hui, comme en 1929, les analystes sont divisés quant à savoir si les mesures traditionnelles d'évaluation des marchés s'appliquent toujours. Comme nous l'avons dit, les modèles traditionnels supposent que pour détenir des actions plutôt que des titres à revenus fixes, un investisseur exige une prime de risque. Certains proposent donc l'idée que les marchés ne sont pas surévalués, mais plutôt que la prime de risque exigée pour investir en actions aurait diminué en raison d'une *nouvelle ère* de prospérité fondée sur les technologies de l'information. Parallèlement, on suppose aussi que la croissance potentielle de l'économie, et par le fait même des bénéfices, est accrue par de nouveaux gains de productivité liés à l'apparition de ces technologies. Si on insère ces hypothèses dans la formule de Gordon, on voit que le rendement sous forme de dividendes pourrait être encore plus faible, ce qui justifierait des cours boursiers plus élevés.

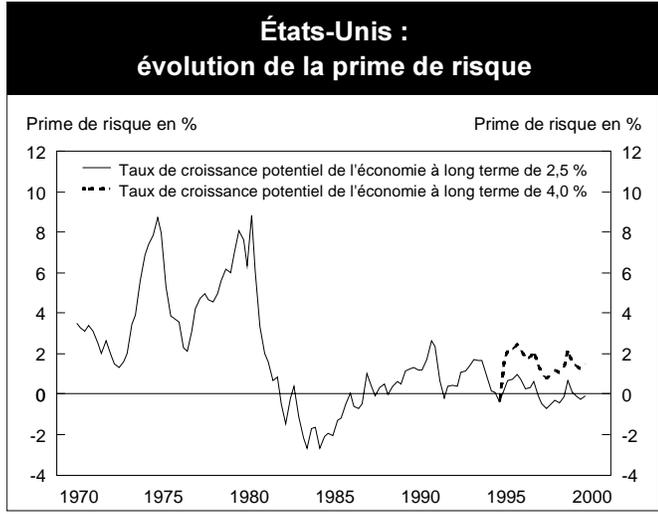


(\*) [S&P500 / ((Profits escomptés des 12 prochains mois du S&P500 X 100) / Taux 10 ans)] - 1

la moyenne historique de la prime de risque était de 1,7 %. Pour maintenir la prime de risque à ce niveau, la croissance du PIB potentiel devrait être d'environ 4 % par année. Un tel rythme de croissance n'est habituellement possible que pour de courtes périodes occasionnées par des transitions économiques majeures.

Le raisonnement relié à la réduction de la prime de risque et à la hausse du potentiel de croissance de l'économie est clairement exprimé par M. Alan Greenspan, lui-même. Dans son discours prononcé devant le Sénat américain, le 13 janvier dernier, on peut résumer en trois étapes sa vision quant à l'ère nouvelle :

- les développements rapides des technologies de l'information ont permis d'améliorer les processus des prises de décisions dans le milieu des affaires. Pensons à la gestion des stocks ou des ressources humaines. L'accélération de la transmission des informations permet aux gestionnaires de baser leurs décisions sur des informations plus récentes et donc de meilleure qualité;



Donc, dans les trois cas les marchés semblent surévalués. En effet, la prime de risque associée aux marchés boursiers américains est presque nulle. C'est-à-dire que, si le

- l'amélioration de l'information conduit à de meilleures analyses et, ainsi, mène à des décisions plus éclairées, ce qui réduit le risque lié aux affaires. Par le fait même, il y a moins de variations dans l'économie que ce soit au niveau des profits, des revenus ou des stocks; et

- cette réduction des variations se traduit sur les marchés financiers par une diminution de la prime de risque exigée par les investisseurs. Si par exemple, le retour espéré sur un investissement pouvait aller de -10 % à +20 % avant la révolution de l'information, à cause des imprécisions à divers niveaux des processus décisionnels dans les sociétés, il varierait maintenant de -5 % à +15 %. Même à rendement égal, la diminution de la probabilité de perte fait donc en sorte que les investisseurs sentent moins de risques à investir en titres de participations (actions).

Ces hypothèses ont, selon M. Alan Greenspan, des conséquences économiques importantes. On devrait observer un accroissement de la productivité dû à la réduction des variations et des imprévus dans l'économie que permettent les nouvelles technologies de l'information. Une augmentation de la productivité permet à son tour d'accroître la production sans générer de pressions inflationnistes. Au contraire, l'inflation semble baisser et donc également profiter de cette augmentation de la productivité. La hausse de la productivité rend les investissements plus profitables et fait en sorte qu'ils s'accélèrent aussi davantage.

Sous les hypothèses de la *nouvelle ère*, le modèle utilisé par la Réserve fédérale américaine donne une évaluation bien différente des actions. On doit souligner que plusieurs économistes reprochent à ce modèle de ne considérer que les bénéfices d'une seule année. En effet, lorsqu'un investisseur considère une opportunité de placements, le prix qu'il est prêt à payer pour un titre doit varier en fonction du taux de croissance des bénéfices durant son horizon de placements. Certains avancent que les bénéfices devraient croître de près de 15 %, par année, au cours des cinq prochaines années. Si cette prévision s'avérait juste, le ratio cours/bénéfices calculé à partir des bénéfices projetés dans cinq ans serait seulement de 16, ce qui est un taux de capitalisation comparable avec le rendement actuel des obligations à 10 ans, soit de 6,3 %.

Toutefois, M. Greenspan met en garde les analystes, les investisseurs et les boursicoteurs face à une surestimation potentielle des profits liés à la technologie. Ainsi, lorsqu'une innovation voit le jour, une firme jouit d'une avance technologique sur ses concurrents. Toutefois, rapidement, ses concurrents adopteront cette technologie sans avoir à supporter les coûts de la recherche et du développement. Il y a également des firmes qui entreront dans l'industrie par fusion ou acquisition ou tout simplement pour profiter d'un nouveau marché. Il en résulte une baisse rapide des prix et une compression des marges bénéficiaires (ex. : les microprocesseurs). Cette compression éventuelle n'est généralement pas prise en compte par les analystes, ce qui cause une surestimation potentielle des bénéfices liés au progrès technologique. Ainsi, lors de périodes d'accélération du progrès technologique, l'inflation baisse mais les profits ne sont pas généralement en forte hausse. En fait, c'est le consommateur qui ressort habituellement grand gagnant de ces périodes.

Un autre aspect de la *nouvelle ère*, moins facilement quantifiable, est lié aux changements dans les institutions. Au cours des 20 dernières années, il y a eu une libéralisation considérable du commerce international. Les importations et les exportations ont pris une importance croissante dans les PIB de la plupart des pays développés, des nouveaux pays industrialisés et même des pays en voie de développement. Ceci a sans doute augmenté la croissance en stimulant les échanges de biens entre pays. Parallèlement, plusieurs marchés auparavant réglementés au niveau national ont été déréglementés, notamment les télécommunications. Ces changements ont amené de nombreuses fusions et acquisitions, afin de bénéficier de plus grandes économies d'échelle qui, à leur tour, ont stimulé davantage le commerce mondial. Encore une fois, une plus grande concurrence à l'échelle de la planète peut signifier une plus forte croissance économique, mais pas né-

cessairement une hausse substantielle des profits.

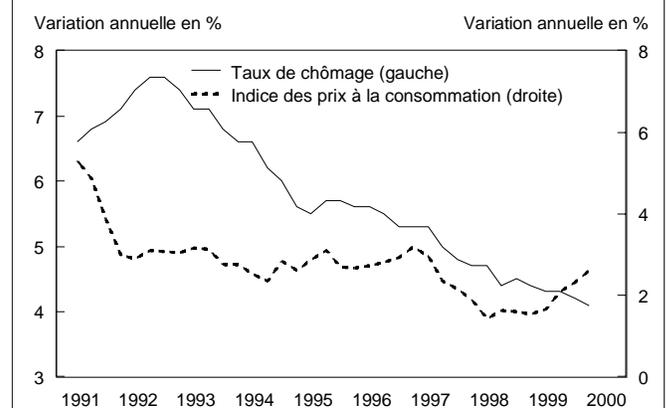
On sait pourtant que les bulles financières sont alimentées par de prétendues révolutions du processus de production qui viennent gonfler, souvent de façon spectaculaire, le prix des actions. Bien que M. Greenspan exprime très bien les arguments de la *nouvelle ère* dans son récent discours, il faut dire que ses propos sont aussi pondérés par certaines inquiétudes. En effet, il ajoute en conclusion que personne ne peut affirmer avec certitude que les récents gains de productivité continueront à stimuler la croissance économique pour plusieurs années encore.

En fait, lors d'une bulle financière, au-delà de la rhétorique, on devrait observer un accroissement monétaire et du crédit qui alimentent la montée des cours boursiers. De plus, les cours devraient atteindre des niveaux difficilement explicables. Nous allons donc, tour à tour, examiner certaines de ces variables qui influencent le processus de valorisation des marchés boursiers.

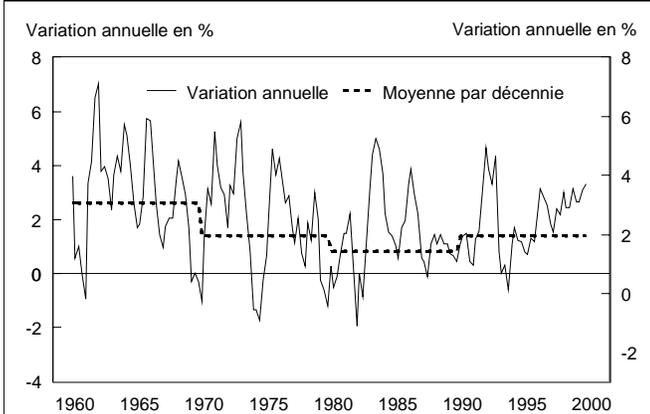
### L'expansion économique des années 90 aux États-Unis

Le taux de croissance de la productivité est passé de 1 % en 1980 à plus de 3 % en 1999. Ce taux annuel de croissance est d'autant plus significatif qu'il se maintient à un niveau élevé depuis 1996. Auparavant, la croissance de la productivité procédait par bonds irréguliers, alors que maintenant, elle semble afficher une plus grande stabilité.

### États-Unis : diminution simultanée du taux de chômage et de l'inflation



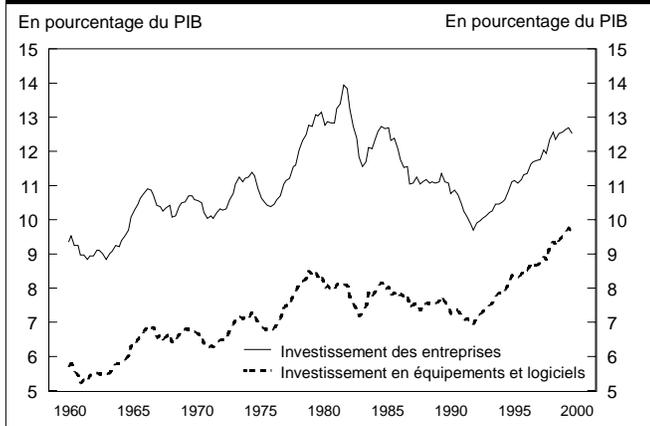
## États-Unis : accélération de la croissance de la productivité depuis 1996



Le paradoxe inflationniste de la fin du XX<sup>e</sup> siècle est le principal argument soutenant l'hypothèse de la *nouvelle ère*. Alors que le taux de chômage aux États-Unis est tombé de 7,5 % en 1992 à près de 4 % en 1998-1999, l'inflation demeure toujours sous les 3 %. Et même si on observe une accélération de celle-ci, elle ne reflète présentement que le rebondissement du prix du pétrole et non une tendance interne de l'économie américaine. Ce développement inattendu a contribué à fausser les prévisions des économistes depuis 1995 qui associaient taux de chômage faible et hausse de l'inflation, ce qui, par ricochet, devait nécessiter une augmentation plus soutenue et rapide des taux d'intérêt.

Parallèlement à cette croissance de la productivité, la part des investissements en équipements et logiciels est passée de 64 % des investissements totaux des entreprises durant les années 60 et 70 à 74 % durant les années 90. L'accroissement du capital productif engendré par

## États-Unis : croissance de l'investissement



ces investissements a contribué à hausser la productivité, et, aussi, à accroître régulièrement les capacités productives de l'économie. Cette augmentation a réduit considérablement les pressions sur les prix en général.

Bien que sommaire, cette analyse nous permet de voir que si la *nouvelle ère* ne durera sans doute pas indéfiniment, il s'agit tout de même d'un phénomène réel dont l'économie de nos

voisins va bénéficier pendant une certaine période bien qu'il soit difficile aujourd'hui d'en établir la durée.

### L'expansion financière des années 90

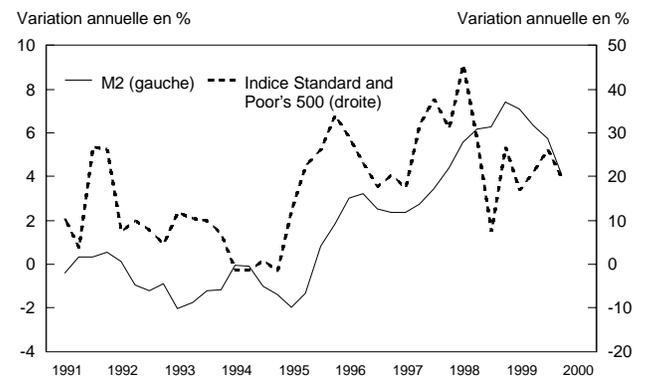
Les indicateurs financiers associés aux crises financières nous renseignent également. Par exemple, l'expansion monétaire aux États-Unis a été particulièrement forte depuis 1996. La croissance de la masse monétaire a atteint plus de 7 %, à rythme annuel, en 1999. Le crédit aux entreprises a augmenté de plus de 10 % par an, en moyenne, au cours des deux dernières années. Cette hausse des emprunts des entreprises a été accompagnée

d'une réduction importante des liquidités bancaires. Ces tendances sont celles qui s'observaient lors des crises du crédit des années 60. En effet, la demande globale est gonflée par des investissements qui sont financés de plus en plus par emprunts bancaires.

C'est ainsi que les cours boursiers ont atteint des niveaux de valorisation excessifs. Bien que ce constat soit sous-en-

tendu par les ratios examinés plus haut, il est intéressant de se pencher un instant sur une comparaison plus détaillée par type de sociétés ou par secteurs. Pour ce faire, nous allons examiner les ratios cours/bénéfices et cours/ventes de trois groupes de compagnies. Le ratio cours/ventes, comme son nom l'indique, est le ratio de la capitalisation boursière divisé par le chiffre d'affaires ou les revenus d'une société. Étant donné que plusieurs compagnies liées à l'Internet n'ont pas de bénéfices, ce ratio est souvent utilisé pour les évaluer. Le premier groupe de compagnies sera constitué de 10 compagnies Internet dont l'émission initiale est récente (après 1997) et qui n'ont pas encore réalisé de profits. Il s'agit du type de firmes dont on parle souvent, mais que relativement peu d'investisseurs détiennent. Le second groupe contiendra 10 firmes qui font partie du sous-indice haute technologie du Standard and Poor's 500. À ce titre, ce sont des firmes très connues et elles se retrouvent dans de nombreux fonds mutuels. Finalement, le dernier groupe sera composé

## États-Unis : l'expansion monétaire alimente la montée des cours boursiers

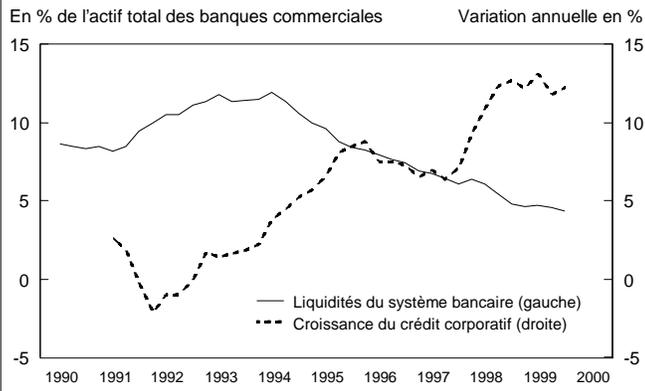


de 10 sociétés tirées de l'indice Dow Jones. Il s'agit des plus grandes compagnies en Amérique. Il est à noter que même si nous utiliserons ce groupe comme de référence, plusieurs argumenteraient que ces sociétés sont aussi considérablement surévaluées (voir le tableau en annexe).

### Secteur Internet

Le ratio cours/ventes moyen pour les sociétés du groupe Internet est de 44. Pour les firmes de haute technologie, il est de 15 et pour celles traditionnelles de 2. À partir de ce ratio, on peut calculer le chiffre d'affaires implicite nécessaire pour justifier leur capitalisation boursière. Dans le cas des firmes Internet, une telle capitalisation implique que les investisseurs s'at-

## États-Unis : croissance du crédit et diminution des liquidités bancaires



tendent à ce que le chiffre d'affaires ou les revenus de ces firmes croissent de 36 % à rythme annuel pendant 10 ans, ou encore, de 86 % par an pendant 5 ans <sup>NOTE 1</sup>. De plus, si le cours de l'action continue de monter, alors la croissance des revenus nécessaires pour maintenir une telle capitalisation doit-elle aussi augmenter? Avec une telle progression, les firmes sous-jacentes, dont plusieurs oeuvrent dans le commerce électronique, et les systèmes d'implantation de commerce électronique atteindraient en moyenne la taille d'une entreprise comme McDonalds. Autre exemple, les revenus de Sycamore Networks devraient passer de 58 millions \$US en 1999 à 11 milliards \$US en 2004! Cette croissance incroyable en ferait une entreprise aussi importante que Dell ou McDonalds, supplantant les firmes établies dans le même secteur comme EDS ou Compuware. On voit tout de suite que cela n'est vraisemblablement possible que pour une ou deux d'entre elles mais certainement pas pour tout le secteur Internet.

### Secteur de la haute technologie

Le ratio cours/bénéfices est de 31 pour les entreprises traditionnelles et de 81 pour les firmes technologiques. Pour les compagnies Internet, les pertes encourues ne permettent pas de calculer ce ratio. Ici encore, à partir du groupe de référence, on peut calculer les revenus nécessaires pour justifier les capitalisations boursières de ces 10 sociétés de hautes technologies. Si on suppose que la marge bénéficiaire du secteur reste la même, soit de 18,3 %, les revenus implicites doivent être de 362 milliards \$US <sup>NOTE 2</sup>. Étant donné

que la marge du groupe est très élevée parce que ces sociétés et cette industrie sont en période d'expansion initiale et aussi parce que celle-ci est fortement influencée par Microsoft, dont le taux de profits est extrêmement élevé (39 %), on peut utiliser la marge moyenne dans l'économie (9 %) pour avoir une estimation des revenus implicites nécessaires pour justifier la capitalisation boursière du groupe lorsque ces in-

dustries seront plus matures. Ces revenus sont de 736 milliards \$US <sup>NOTE 3</sup>. De tels revenus représentent plus de 8,1 % du PIB américain. Les revenus de Yahoo!, par exemple, de 584 millions \$US en 1999, devraient atteindre plus de 33 milliards \$US en 2004, soit plus que ceux de Time Warner en 1999, soit avant sa fusion avec AOL (14,6 milliards \$US).

Des analyses similaires ont été appliquées à l'économie des pays de l'OCDE et ont indiqué des résultats similaires. Le taux de croissance implicite des bénéfices est de 15,9 % pour le marché en général et de 24,9 % pour le secteur des technologies des communications et de l'information. Durant les dix dernières années, ces taux ont été de 12,7 % pour le secteur technologique et de 4,8 % pour le marché dans son ensemble. La forte accélération des profits prévue par les analystes est difficile à concilier avec un taux de croissance annuelle typique du PIB de l'ordre de 3 % à 5 %. La réalisation de telles prévisions implique que la part des profits dans l'économie devrait atteindre des proportions inégalées.

Malgré l'importance croissante indéniable de ce secteur, il faut bien se rendre compte que ces chiffres sont invraisemblables. Et de plus, ils supposent ici encore une période d'attente durant laquelle ces entreprises grandissent assez pour justifier leur capitalisation boursière. À un taux de croissance de 40 % par an, il faudrait cinq ans pour que ces firmes atteignent une taille qui justifie leur capitalisation boursière actuelle, si bien sûr les cours restaient stables entre-temps <sup>NOTE 4</sup>.

Les tailles finales de ces secteurs et les taux de croissance extrêmement élevés nécessaires pour y arriver nous montrent que « l'optimisme a bâti sur l'optimisme pour faire monter les cours », selon les mots de John Kenneth Galbraith, auteur de plusieurs livres sur les crises financières. Si nous avons ici joué le jeu, en calculant les revenus futurs implicites par rapport aux cours actuels, on ne doit pas oublier que le rééquilibrage peut aussi se faire avec des taux de croissance plus faibles des bénéfices et par une chute des cours boursiers. Le secteur Internet pourrait ainsi retrouver l'équilibre par une diminution de 95 % de sa capitalisation boursière, soit de 63 milliards \$US pour notre échantillon d'entreprises. De la même manière, si les taux de croissance de profits des sociétés technologiques décevaient, et que le marché diminuait leur ratio cours/bénéfices à celui du marché des « blue chips », la capitalisation boursière tomberait de 63 % ou de 126 milliards \$US.

### Juste valeur ou spéculation?

Ces hausses spectaculaires des valeurs boursières touchent maintenant tous les agents économiques et sont partie intégrante de notre économie. Ainsi, à l'heure actuelle, près de 50 % des ménages américains détiennent des actions. De plus, les hausses de valeur des cours boursiers les ont incités à diminuer leur taux d'épargne. L'accroissement des valeurs boursières a aussi eu pour impact de leur permettre d'augmenter leur endettement plus rapidement que leurs revenus, puisque cet endettement se trouve justifié par l'accroissement de leur richesse (valeur nette).

Du côté des sociétés, plusieurs entreprises de haute technologie ont maintenant des filiales dédiées au financement de sociétés Internet en démarrage. Intel, notamment, a un portefeuille de 8,2 milliards \$US investi dans 350 compagnies, dont VA Linux et eToys. Au dernier trimestre de 1999, Intel a encaissé 327 millions \$US en revenus de placements et en gains de capital sur 2 108 millions \$US de bénéfices totaux. Microsoft a pour sa part déclaré un profit de 773 millions \$US sur ses investissements. La proportion des bénéfices d'investissements de Microsoft était de près de 32 % de ses bénéfices déclarés au quatrième trimestre. Le portefeuille de Microsoft est évalué à 19,8 milliards \$US.

Période de détention moyenne de différents titres sur les marchés boursiers américains

Compagnie	Période de détention moyenne
Priceline.com	4 jours
Doubleclick	5 jours
Amazon.com	7 jours
Yahoo!	8 jours
Dell Computer	3,7 mois
Abercrombie & Fitch	3,8 mois
Delta Air Lines	6,3 mois
Microsoft	6,3 mois
Cisco Systems	8,5 mois
Gillette	11,1 mois
IBM	13,8 mois
Wal-Mart	18,5 mois
McDonald's	22,1 mois
Procter & Gamble	25,1 mois
Emerson Electric	25,6 mois
Bell Atlantic	25,9 mois
Coca-Cola	26,4 mois
Exxon	29,4 mois
Johnson & Johnson	30,2 mois
General Electric	33,1 mois

Un autre point mérite notre attention concernant l'attitude spéculative des investisseurs. Les périodes de détention des actions de titres Internet sont très courtes. Puisqu'on sait qu'à court terme la performance d'un titre n'est pas fortement liée à celle de la firme qui l'a émis, une période de détention très courte implique une intention de spéculation plus que de placement. Au contraire, sur une période de plusieurs années, les mouvements de prix d'une action dépendront en grande partie de la réussite de la société, soit de sa capacité à générer des profits. On observe donc que les titres des entreprises du secteur de la technologie sont détenus bien moins longtemps que ceux des sociétés traditionnelles. À l'été 1999, la période de détention moyenne des actions de Yahoo! était de 8 jours. Pour celle

d'Amazon.com, la période de détention moyenne était de 7 jours. Pour les titres plus traditionnellement conservateurs, la période de détention moyenne était de 29 mois pour Exxon et de 33 mois pour General Electric. Cet écart est révélateur.

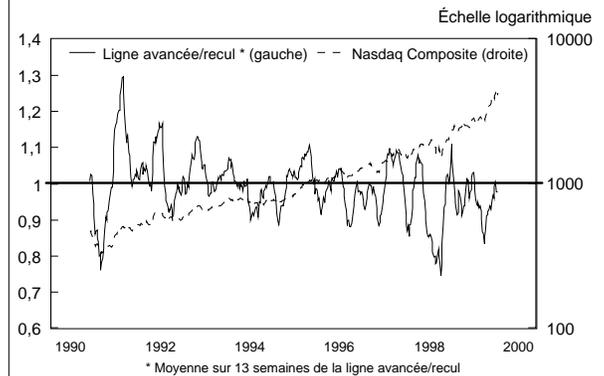
Un autre trait des marchés spéculatifs est l'utilisation accrue du levier. Les achats sur marge ont augmenté régulièrement durant la phase haussière des dernières années. La dette liée aux transactions sur marge en pourcentage du PIB a atteint cette année 2,0 %, un niveau inégalé depuis les années 30.

La concentration du marché haussier autour d'un petit nombre de titres, le plus souvent technologiques, peut aussi être illustrée par le ratio avancé/recul. Ce ratio mesure le nombre de titres dont le prix a augmenté relativement au nombre de titres dont le prix a diminué. Lorsque le marché enregistre de fortes hausses, l'intuition nous dit qu'un grand nombre de titres devraient avoir augmenté et que le ratio devrait être supérieur à 1. Pourtant, sur le NYSE, le ratio moyen des 13 dernières semaines est inférieur à 1 depuis le mois d'août 1999, alors que l'indice continue sa croissance. Pour le NASDAQ, la situation est encore plus extrême. En effet, depuis le printemps 1998, il est la plupart du temps inférieur à 1. C'est-à-dire que la hausse de l'indice est le produit de la hausse de seulement un petit nombre de titres.

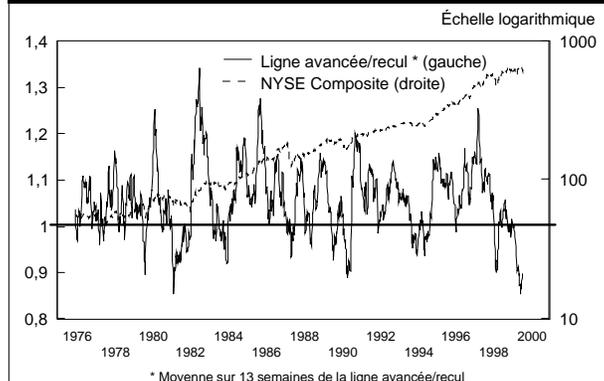
### Nouvelle ère ou bulle financière?

En résumé, on constate que l'hypothèse de la *nouvelle ère* ne peut pas être infirmée facilement. L'économie bénéficie d'une croissance de la productivité accrue probablement liée aux technologies de communications et de l'information. Pourtant, il est aussi

### États-Unis : Ratio avancé/recul et progression boursière sur le NASDAQ



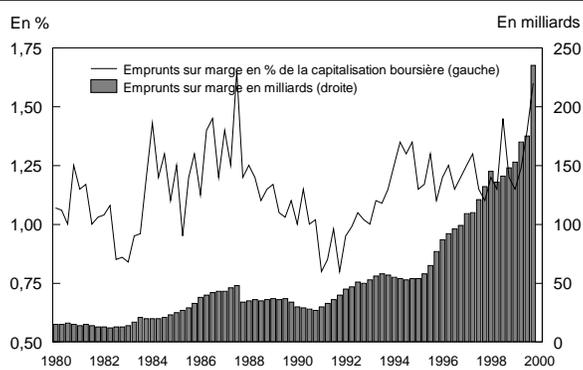
### États-Unis : Ratio avancé/recul et progression boursière sur le NYSE



évident qu'il y a surévaluation importante des cours boursiers, particulièrement dans le secteur des hautes technologies. Il semble raisonnable de supposer que les deux phénomènes ont lieu simultanément et sont interreliés. Les nouvelles technologies rendent possible l'augmentation du taux de croissance de la productivité et de l'économie. Ces nouvelles possibilités d'investissements alimentent à leur tour la bulle financière. Certains iraient même jusqu'à dire que l'envolée des prix des actions facilite à son tour le financement des entreprises privées (surtout les émissions initiales de très petites firmes) et enrichit les ménages (l'effet de richesse provenant du marché haussier qui stimule la consommation des ménages).

Dans les semaines à venir, nous essaierons de voir si la bulle financière liée à la nouvelle économie prendra fin avant que la hausse de productivité ne retombe à son niveau historique. Et si oui, quels pourraient en être les événements déclencheurs?

### États-Unis : les emprunts pour acheter des actions augmentent



**NOTE 1**

Sous l'hypothèse que le ratio cours/ventes doit revenir à sa moyenne lorsque ces firmes seront matures, on divise la capitalisation boursière du secteur Internet par le ratio cours/ventes des sociétés traditionnelles. Le marché s'attend donc à des ventes éventuelles de l'ordre de 55 milliards de \$US par an pour ce groupe d'entreprises. Relativement à leurs ventes actuelles de 2,5 milliards, il s'agit d'une hausse de 2 143 %. La racine cinquième de 22,43 ( $55/2,5 = 1 + \text{le taux de croissance}$ ) nous donne le taux de croissance annuel nécessaire pour atteindre une telle croissance en 5 ans, soit 86 %. La racine dixième de 22,43 nous donne le taux de croissance annuel nécessaire pour obtenir ce taux en 10 ans, soit 36 %.

**NOTE 2**

La capitalisation boursière divisée par le ratio cours/bénéfices des sociétés traditionnelles nous donne une estimation des bénéfices attendus, lorsque ce secteur sera mature.  $2\,022\,792,55/30,53 = 66\,255,9$  milliards de \$US. Si on divise les bénéfices par la marge de profits, on obtient le montant des revenus qui les ont générés.  $66\,255,9/0,183 = 362$  milliards \$US).

**NOTE 3**

$(66\,255,9 / 0,089 = 736$  milliards de \$US).

**NOTE 4**

Ici encore, on prend les revenus futurs divisés par les revenus actuels pour obtenir la croissance totale.  $736/135,9 = 5,41$ . La racine cinquième de 5,41 nous donne le taux de croissance annuel nécessaire pour atteindre ces revenus.

---