

Risques, bulles et f

Michel Fleuriet *

Le marché des actions, plus encore que le marché immobilier ou le marché de l'art, est souvent considéré dans la psychologie collective comme un casino. La variabilité actuelle des cours renforce cette perception. Pourtant, le marché boursier se distingue des jeux d'argent par son utilité sociale pour la gestion des risques. Les jeux d'argent donnent le frisson, mais sont socialement inutiles, voire nuisibles.

La spéculation a toujours eu mauvaise presse dans l'opinion des Français. Le mot spéculateur possède deux sources en latin. Le *speculator* est l'observateur de phénomènes naturels ; au pluriel, les *speculatores* sont les éclaireurs, ceux qui cherchent à savoir. Le mot vient de *specula*, un lieu d'observation en hauteur, qui signifie aussi être aux aguets. Mais on peut faire également remonter le mot *speculator* à *speculum*, qui signifie un miroir, une reproduction fidèle, une image. Le spéculateur est-il celui qui observe pour agir (*specula*) ou bien celui qui essaie de deviner ce que va faire l'autre, son miroir (*speculum*) ? Les deux types de spéculateurs existent sur le marché.

Le premier, celui qui observe pour agir, est un investisseur de long terme. L'investisseur américain Warren Buffet en incarne une parfaite illustration. Il gère un portefeuille dans lequel on trouve 8 % de Coca-Cola, 8,5 % de Gillette, 11 % d'American Express, 3 % de Disney et 17 % de *Washington Post*. Le taux de rentabilité annuel moyen des capitaux gérés par son fonds, Berkshire Hathaway, a été de 24 % au cours des trente dernières années. Ayant commencé sans rien, Warren Buffet se trouve aujourd'hui à la tête de la deuxième fortune des Etats-Unis.

Ses principes d'investissement apparaissent très simples : dénicher des actions dont les cours sont temporaire-

ment inférieurs à leur valeur fondamentale (ou intrinsèque). Il considère que tout instrument financier a une valeur intrinsèque qui peut être déterminée à partir de la prévision des flux futurs qui s'y attachent. Pour des actions, par exemple, la valeur intrinsèque reflète la série de dividendes à venir, telle que les observe l'investisseur.

L'investisseur spéculé au sens de *specula*. Il observe pour agir. Mais cette observation suppose une imagination, une prévision, une interprétation des phénomènes. La détermination de la valeur intrinsèque s'appuie sur une prévision de l'avenir qui reste subjective.

La Bourse se distingue des jeux d'argent par son utilité sociale pour la gestion des risques

Les opérateurs se trouvent toujours en désaccord sur ce qu'est la valeur intrinsèque, et le cours fluctue autour de cette valeur, qui demeure cachée. Pour les actions de technologie, le désaccord peut atteindre des sommets ; la volatilité aussi.

L'autre type de spéculateur fonde tout sur la psychologie. Il essaie de deviner la psychologie des foules. Il opère en fonction de l'anticipation du comportement des autres. C'est en cela que ce spéculateur se relie au miroir. Il reflète l'autre. John Maynard Keynes a consacré un chapitre entier de *The General Theory of Employment, Interest and Money*, à la Bourse et à l'importance des anticipations des investisseurs. Pour lui, l'investisseur devrait anticiper la façon dont le marché valorisera l'instrument financier plutôt que s'attacher à la valeur intrinsèque et aux fondamentaux. « *Cela n'a pas de sens de payer vingt-cinq pour un actif financier dont le rendement escompté justifie une valeur de trente, si vous pensez en même temps que le marché va l'éva-*

luer à vingt dans trois mois. » Mais, s'il cherche avant tout à prévoir le cours de revente, l'investisseur devra prévoir la psychologie collective au moment de la transaction. Cela se révèle analogue, d'après Keynes, aux concours de beauté organisés dans les années 20 par certains journaux qui donnaient aux participants une centaine de photos de jeunes personnes, en leur demandant de choisir les six plus belles. Comme il n'y a pas vraiment de critère objectif pour la beauté, le gagnant était celui qui trouvait les photos choisies par le plus grand nombre de participants. Cela conduisait les participants non pas à porter un

jugement sur la photo elle-même, mais plutôt un verdict d'ensemble : la photo qui a des chances d'être jugée la plus belle par le plus

grand nombre. Et le plus grand nombre fait le même raisonnement : il va falloir prévoir quels vont être les critères du plus grand nombre. Miroir, miroir...

Regarder dans le rétroviseur plutôt que devant soi est l'autre jeu de miroir dans l'investissement boursier. Les investisseurs ont la mauvaise habitude de projeter dans l'avenir ce qui vient tout juste de se passer. Cela conduit les cours à s'éloigner considérablement de leur valeur intrinsèque.

C'est la durée de l'investissement qui distingue le spéculateur de l'investisseur. Le Petit Robert définit la spéculation comme une « *opération financière et commerciale qui consiste à profiter des fluctuations naturelles du marché* ». Dans les marchés, les deux types d'acteurs coexistent. Ceux qui jouent la prudence et qui investissent sur le long terme ; et les joueurs, qui sont sans arrêt en train d'acheter et de vendre. Par moments, les spéculateurs sont plus actifs ; ils entraînent le marché à l'excès, et une bulle spéculative se forme. Le passé

Fondamentaux

montre que le marché finit toujours par corriger lui-même ses excès. Comme dans les boisons gazeuses, des bulles naissent tout le temps, et elles finissent par éclater à la surface. Le jeu, le pari, ne réussissent pas durablement en Bourse : parier, c'est fou. En général, les investisseurs à long terme sont gagnants : quelqu'un qui aurait investi 10 000 dollars en 1969 dans le Standard & Poor's 500 - Stock Index Fund aurait vu son investissement atteindre 310 000 dollars à la mi-1998, soit trente et une fois son investissement en trente ans. Sur deux cents ans, la rentabilité d'un investissement en actions aux Etats-Unis a été de 7 % par an, soit un doublement tous les dix ans, alors que le produit national brut (PNB) américain n'a doublé que tous les vingt-trois ans. En vingt-trois ans, les actions quadruplent !

Un professeur de Wharton, Jeremy Siegel, a publié récemment la nouvelle version de son ouvrage *Stocks for The Long Run*. Sur deux cents ans d'expérience, un investisseur américain n'a jamais perdu de pouvoir d'achat en détenant des actions, à condition de les garder dix-sept ans ou plus. Même après le krach de 1929 ! Entre le 23 septembre 1929, où il atteignait 381,17, et le 8 juillet 1932, où il était tombé à 41,22, le Dow Jones avait perdu près de 89 % de sa valeur. En moins de trois ans !

Certes, Wall Street a dû attendre le milieu des années 50 pour revenir à son niveau de 1929 en monnaie constante. Pourtant, un investisseur ayant investi en actions au sommet du *bull market* en 1929 aurait retrouvé son investissement en quinze ans par les revenus, en dividendes et en plus-values, et il n'aurait pas perdu en pouvoir d'achat. La seule période de quinze ans pendant laquelle un investissement en actions américaines n'a pas dégagé de rentabilité réelle est la période qui a précédé le *bull market* de la fin du siècle, entre 1966 et 1981, où les actions américaines ont

perdu près de 0,5 % par an de pouvoir d'achat. Mais, en deux ans, elles se sont redressées.

Le paradoxe est que, si ce raisonnement se tient pour quinze ans, il ne se tient pas pour un an. Sur un an de détention, les actions battent les bons du Trésor deux fois sur cinq seulement : d'où la difficulté psychologique. Pour préparer sa retraite à 40 ans, le choix des actions est excellent. En revanche, si vous voulez mettre de l'argent de côté pour acheter une maison dans un an, il est clair qu'il ne faut pas investir en actions ; rien ne bat 2,25 % sans impôts à la Caisse d'épargne. Le risque pour un portefeuille peu diversifié à court terme est grand. C'est ce paradoxe qui conduit les Français à avoir une aversion viscérale à l'égard de la Bourse. Ce qui amène un certain nombre d'écrivains à considérer que tout cela, c'est le casino. Sur le long terme, et pour un portefeuille diversifié, c'est entièrement faux, c'est même l'inverse : c'est le placement le plus sûr qui soit à ce niveau de rentabilité.

Avec un portefeuille d'actions diversifiées on ne peut pas s'enrichir sur le long terme

Une étude publiée au début de 2000 par la London Business School, en collaboration avec ABN Amro, ouvre la perspective de long terme aux douze principaux marchés financiers du monde. Sur l'ensemble du XX^e siècle, la rentabilité moyenne des actions ressort à environ 5,5 %, contre 1,5 % pour les obligations. Dans quatre pays sur douze (Allemagne, Japon, France et Italie), les obligations ont même exposé l'investisseur à une perte annuelle de l'ordre de 1,5 %. Ces nations partagent une même expérience : une inflation galopante à certaines périodes dans le siècle et des des-

tructions massives de leur appareil productif au cours des deux guerres mondiales. Ces quatre pays affichent également une rentabilité médiocre des actions, bien meilleure, cependant, que celle des obligations. La guerre toujours.

Entre 1950 et la fin de 1995, les actions françaises ont dégagé une rentabilité réelle annuelle (corrigée de l'inflation) de 7 % ; alors que, sur cette même période, les obligations n'ont réalisé que 1,8 % par an. Quant aux titres monétaires, ils n'ont pas rapporté plus de 1 % sur la même période. Un épargnant qui aurait investi 100 francs en 1951 en actions se retrouverait à la tête d'une somme vingt et une fois plus importante quarante-cinq ans plus tard (soit 2 096 francs, inflation déduite, hors avoir fiscal et crédit d'impôt). De son côté, un porteur de titres monétaires ne récupérerait que la valeur de son investissement. Quelle que soit l'entrée du souscripteur sur le marché boursier, il ressort que les actions conservées quatre ans ont offert des rentabil-

ités comprises entre - 10 % et + 40 %. Sur une période de conservation de dix ans, les performances sont comprises entre - 2,4 % et

+ 17,10 %. Et, sur vingt-cinq ans, la rentabilité du placement est forcément positive. (*Fidelity Investments in Mieux vivre votre argent*, Guide retraite 1999.)

On peut tromper tout le monde quelque temps, tromper quelqu'un tout le temps, on ne peut pas tromper tout le monde tout le temps.

On peut se tromper avec un portefeuille diversifié quelque temps, on peut se tromper tout le temps avec peu d'actions, on ne peut pas se tromper sur le long terme avec un portefeuille diversifié.