



Par Thomas Hachette

Associé de SORGEM Evaluation

Expert de justice en économie et finance près la Cour d'appel de Paris et près les Cours administratives d'appel de Paris et de Versailles

Paru dans Option Finance – 11 septembre 2020 – *graphiques rajoutés*

Point de rentrée

Que dirions-nous à un ami qui sortirait de huit mois de coma ?

Notre ami se souvient que fin 2019, avant l'accident qui l'a plongé dans le coma, de nombreux articles de presse relayaient des propos d'analystes considérant qu'une bulle financière s'était créée. Marc Touati indiquait ainsi que « *les niveaux actuellement atteints par le Dow Jones et le Nasdaq continuent de défier l'entendement* » et que « *le niveau actuel du Cac 40 suppose que les bénéfices des entreprises composant ce dernier augmenteront de 10% en 2020, ce qui paraît très peu probable* »¹. Jean-Jacques Ohana, responsable de la gestion d'actifs chez Ycap AM, considérait que « *les marchés financiers dans[ai]ent sur un volcan* » et l'article de la Tribune « *Les marchés en apesanteur, en attendant la crise ?* » indiquait en chapeau : « *les valorisations sont élevées, donc vulnérables à la moindre déception* »².

Notre ami fraîchement sorti du coma nous pose donc naturellement les questions suivantes : la crise financière attendue a-t-elle eu lieu ? Y a-t-il eu une nouvelle décevante qui a mis le feu aux poudres ?

La réponse : il y a eu une pandémie d'une ampleur

extraordinaire, qui a contraint la plupart des pays à confiner leur population, et qui n'est pas terminée aujourd'hui. Mais ne t'inquiète pas, la plupart des indices actions n'ont pas plongé de manière très significative par rapport à fin 2019, même si les grands indices français s'en sortent moins bien que les autres (le CAC 40 et le SBF120 ont enregistré une baisse d'environ 15%) : le DAX et le Dow Jones sont à peu près à leur niveau de fin 2019, le S&P 500 a progressé de 11% sans parler du Nasdaq-100 qui a progressé de 42%³.

Il y a eu une pandémie d'une ampleur extraordinaire qui n'est pas terminée aujourd'hui, mais la plupart des indices Actions ne sont pas à l'heure actuelle très en-deçà de leur niveau à fin décembre 2019 ou sont même au-dessus.

Notre ami est naturellement étonné et veut en apprendre davantage...

Nous pourrions lui dire que lors de la survenue de la crise, deux théories pouvaient s'opposer. La première se fondait sur l'idée que, même si des

¹ « Bourse : « la bulle sur les actions a pris encore de l'ampleur ! » », Marc Touati, Capital, 15/11/2019.

² Article de Delphine Cuny, 23/12/2019.

³ Progression au 1^{er} sept. des indices en « Total Return », i.e. tenant compte des perceptions de dividendes.

aléas subsistaient, cette crise, impressionnante par son ampleur et impact, est transitoire, car après un pic attendu, le virus devrait décliner dans les mois à venir, et certainement avec l'arrivée de l'été. La deuxième, plus pessimiste, se fondait sur l'idée que cette crise transitoire pourrait être l'étincelle qui allait mettre le feu à l'économie, ou du moins « rebaser » des valorisations qui semblaient à certains trop élevées.

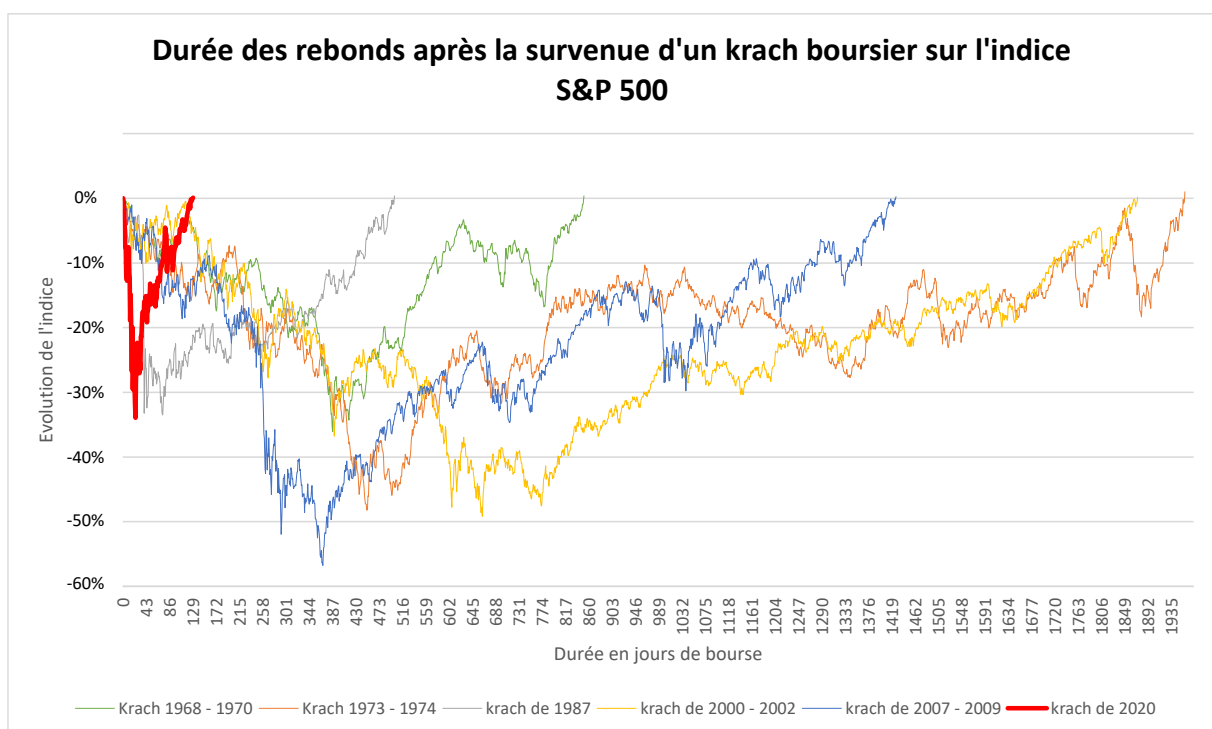
Le rebond de 2020 a été dix fois plus rapide que lors des précédents krachs.

Au début, les marchés financiers semblaient croire en la deuxième théorie : entre le 19 février et le 23

mars, la performance des indices S&P 500, du Dow Jones, du CAC 40 et du DAX a été d'environ -35% et de -28% pour le Nasdaq-100.

Mais le rebond des marchés a été d'une rapidité tout à fait surprenante au vu des précédentes chutes boursières.

Si nous analysons l'ensemble des krachs boursiers⁴ sur l'indice S&P 500 intervenus depuis 1960, la vitesse du rebond est tout à fait inédite : le nombre de jours de bourse intervenus entre le début de la baisse en bourse et celui ayant permis de retrouver le niveau initial de l'indice n'a été que de 129 jours en 2020 contre 1322 en moyenne sur les précédents krachs.



Source : analyses SORGEM Evaluation sur la base de données de Bloomberg.

Note : nous avons analysé les évolutions de l'indice S&P 500 depuis 1960 et défini un « krach » comme une baisse de plus de 30% de l'indice.

Date de survenue du Krach	1968 - 1970	1973 - 1974	1987	2000 - 2002	2007 - 2009	2020
Nombre de jours de bourse entre le début du krach et la date à laquelle l'indice S&P500 a retrouvé son niveau initial	1427	1873	501	1960	851	129
Ampleur du krach (exprimé en pourcentage de baisse par rapport au niveau de l'indice au début du krach)	-36%	-48%	-34%	-49%	-57%	-34%

Source : analyses SORGEM Evaluation sur la base de données de Bloomberg.

Note : nous avons analysé les évolutions de l'indice S&P 500 depuis 1960 et défini un « krach » comme une baisse de plus de 30% de l'indice.

⁴ Krachs définis ici comme une baisse de l'indice supérieure à 30%.

Différentes explications de l'évolution surprenante, à prime abord, des marchés boursiers, peuvent être apportées. Robert Shiller, prix Nobel d'économie en 2013 avec Eugène Fama et Lars Peter Hansen et défendant l'idée que les décisions des investisseurs ne sont pas uniquement guidées par des calculs rationnels mais majoritairement par des émotions, a suggéré plusieurs raisons expliquant la hausse boursière intervenue durant la pandémie :

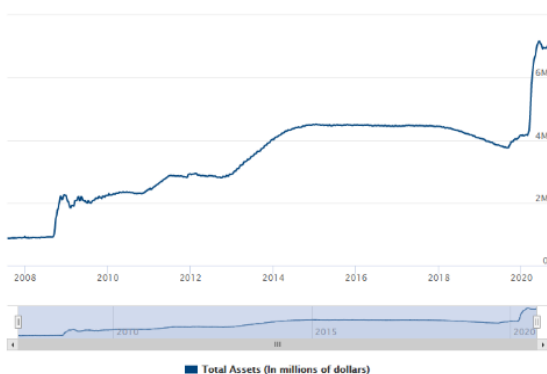
- l'ennui des investisseurs particuliers : un regain d'intérêt pour la bourse a pu être relevé, notamment par l'AMF, avec de nombreux nouveaux investisseurs⁵ ;
- la peur de l'occasion manquée, désignée par l'acronyme « FOMO » (Fear Of Missing Out), qui poussent certains investisseurs à maintenir leur position pour ne pas rater une hausse boursière ou un rebond ;
- le manque d'alternative à l'investissement en actions perçue par les investisseurs ;
- la croyance erronée en la théorie des marchés efficients ;
- les garanties apportées par les Etats et l'impact des politiques monétaires menées, d'une

ampleur très significative : les actifs détenus par la Réserve Fédérale américaine ont été multipliés par huit depuis 2007, et sont passés d'environ 4 billions de dollars à 7 billions en 2020. Le taux des obligations d'Etat américaines à 10 ans est passé d'environ 1,9% fin 2019 à 0,7% début septembre (les taux français et allemands ont également baissé, mais dans une moindre mesure – le taux français est passé de 0,1% à -0,1% et l'allemand de -0,2% à -0,4%).

Les actifs détenus par la Réserve Fédérale américaine ont été multipliés par huit depuis 2007.

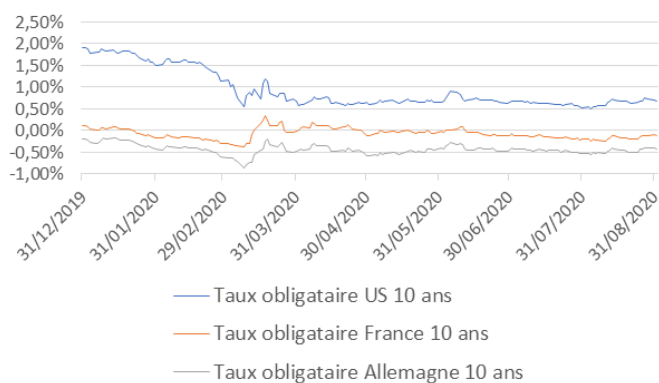
- la croyance dans l'hypothèse selon laquelle cette crise est transitoire et ne va pas porter atteinte à l'économie sur le long terme, et même être bénéfique pour certains secteurs. N'oublions pas que les GAFAM (Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft) ont pu bénéficier de la crise et représentent environ 25% du S&P 500 : la progression de cet indice est donc fortement influencée par ces sociétés et masque des disparités d'évolution de valeur importantes selon les secteurs.

Actifs détenus par la Réserve Fédérale américaine : une détention multipliée par 8 depuis 2007 et fortement accrue en 2020



Source : [Federalreserve.gov](https://www.federalreserve.gov)

Evolution des taux des obligations d'Etat : une baisse significative aux Etats-Unis et un maintien de taux très bas en Europe



Source : [Bloomberg](https://www.bloomberg.com)

Nous laisserons notre ami digérer ces informations pour se faire son avis sur la pertinence des valorisations boursières actuelles et nous lui conseillerions sans aucun doute de mener des analyses différenciées selon les secteurs. Peut-être que cette crise

est un accélérateur de tendances de fonds, avec certaines sociétés vues comme les leaders de demain et qui ont vu leur valeur en bourse fortement augmenter et compenser la baisse de valeur d'autres sociétés durement impactées par la crise... ■

⁵ Voir « Comportement des investisseurs particuliers pendant la crise Covid-19 », AMF, avril 2020.