

Lecture de la presse économique

1. Principe de base : la valeur d'un titre

La valeur V_0 d'un actif financier (actions, obligation) est égale à la somme des flux nets de trésorerie futurs (encaissements – décaissements), ou *cash flows*, actualisés au taux i que ce titre va procurer à son propriétaire.

L'obligation est un titre représentatif d'une dette de l'entreprise émettrice. Aussi, les flux de trésorerie attendus par son propriétaire, l'obligataire, sont de deux ordres :

- d'une part des intérêts (ou coupons) payés annuellement ;
- d'autre part le remboursement de l'obligation par l'entreprise émettrice, le jour de l'échéance de sa dette, au bout de n années.

Ainsi :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

Exemple : une entreprise émet une obligation dont les caractéristiques sont les suivantes :

- Nominal : 1000 €
- Taux nominal ou taux facial : 5%
- Durée de vie : 3 ans

Le titre est supposé à taux fixe. Ainsi, quelle que soit l'évolution des taux sur les marchés de capitaux, les intérêts perçus chaque année seront de 5% x 1000 € = 50 €.

Ainsi, le jour de son émission, le prix du titre est de :

$$V_0 = \frac{50}{(1+i)^1} + \frac{50}{(1+i)^2} + \frac{50+100}{(1+i)^3}$$

Si $i=5\%$ alors $V_0 = 1000\text{€}$

Si, à la fin de la première journée de cotation, le taux de référence sur le marché obligataire est porté à 6%, alors le prix de l'obligation s'établit à :

$$V_0 = \frac{50}{(1+6\%)^1} + \frac{50}{(1+6\%)^2} + \frac{50+1000}{(1+6\%)^3} = 973 \text{ €}$$

Une hausse de 1% du taux de référence, porté de 5% à 6%, se traduit donc par une baisse de 2,7% du cours de bourse de l'obligation. Par ailleurs, l'investisseur qui paie 973 €, sur le marché secondaire, une obligation qui va lui procurer, chaque année, des intérêts de 50 € et qui lui sera remboursée 1000 € dans 3 ans, se ménage un taux de rendement interne de 6%, identique au rendement qu'il obtiendrait en souscrivant à l'émission de nouvelles obligations, sur le marché primaire.

2. Anticipation de hausse des taux et risque de krach obligataire

La baisse du taux de chômage aux Etats-Unis, à niveau considéré comme incompressible, fait craindre

1. des tensions inflationnistes sur les salaires ;
2. une augmentation de la consommation permise par les hausses de salaires, susceptibles de générer de l'inflation ;
3. une progression de la confiance des ménages susceptibles d'augmenter leur demande de crédit à la consommation et de crédit auto, alors qu'une partie du crédit auto est considéré comme *subprime*.
En d'autres termes, certains crédits ont déjà été octroyés à des particuliers insolvable.

L'inflation a la vertu d'augmenter les recettes fiscales des états sous forme de TVA, donc de réduire les déficits. La stabilité économique repose toutefois sur une inflation maîtrisée, que les banques centrales (FED et BCE) ont toutefois pour objet de maintenir autour de 2%.

La crainte de poussées inflationnistes conduit les marchés à anticiper des hausses de taux d'intérêt. Cela signifie que les banques centrales pourraient augmenter les taux auxquels elles permettent aux banques de se refinancer. Dès lors, les banques répercutent les hausses de taux à leurs clients, qu'il s'agisse des ménages comme des entreprises.

Dans ce contexte de hausse des taux, les investisseurs susceptibles d'investir dans de nouvelles obligations exigent un taux rémunération plus élevé. Ils exigent, corrélativement, une augmentation du rendement sur les obligations déjà émises, ce qui provoque la baisse de leur cours de bourse. Cette situation est de nature à faire craindre un krach obligataire.

3. Anticipation de hausse des taux et impact sur les marchés actions

En règle générale, la désaffectation vis-à-vis des obligations se traduit par un report des investisseurs sur le marché des actions. Ceci n'est toutefois pas automatique :

- la hausse des taux renchérit le coût de la dette d'une part pour les entreprises endettées à taux variables, d'autre part pour les entreprises susceptibles de s'endetter à taux fixe ou à taux variable, auprès des banques ou sur le marché obligataire. Il s'en suit une anticipation de la baisse de leurs profits qui conditionnent leurs cours de bourse. En outre, le renchérissement du coût du crédit à la consommation est de nature à réduire la demande des ménages et à provoquer un ralentissement de la croissance économique ;
- la hausse des taux incite les entreprises à privilégier les acquisitions d'obligations dont les rendements ont augmenté, au détriment d'investissements productifs, de nature à soutenir leur compétitivité et, à terme, leur profitabilité ;
- la hausse des taux soutient la monnaie : la progression de la demande des investisseurs vis-à-vis des obligations les conduit à augmenter leur demande de monnaie dont la parité de change s'apprécie au détriment des autres devises. L'appréciation de la devise d'un pays renchérit le coût des produits à l'exportation, ce qui pèse sur la compétitivité des produits de ses entreprises, donc sur leur profitabilité.

Le cours d'une action dépend de l'anticipation de ses profits futurs. En effet, les investisseurs calculent le PER (price earning ratio) qui correspond au rapport (ou ratio) suivant :

$$PER = \frac{Cours}{BPA}$$

Le BPA est le bénéfice par action c'est-à-dire le profit divisé par le nombre d'actions qui composent le capital de l'entreprise. Ainsi, si le PER est de 20, le cours est égal à 20 fois le BPA. On dit alors que l'entreprise capitalise 20 fois ses bénéfices. Dès lors, à PER constant, toute hausse du BPA se traduit par une progression du cours de bourse de l'action. A noter que, au sein d'un même secteur d'activité, les perspectives de croissance et d'évolution de la rentabilité sont très proches. Les PER des entreprises sont alors voisins.

4. M&A et accélération de la croissance des cours de bourse des actions

Les dirigeants des entreprises sont jugés sur leur aptitude à faire croître la fortune de leurs actionnaires. Celle-ci dépend, en priorité du niveau des cours de bourse de leurs actions.

La formule du PER indique que la croissance du cours de bourse dépend de 2 facteurs : la hausse du BPA, donc des profits de l'entreprise, d'autre part la progression du PER. Les évolutions de ces 2 facteurs ne sont pas antinomiques ; il est possible de les impacter par des opérations de fusions et acquisitions (ou M&A pour Mergers and Acquisitions) :

- le niveau historiquement bas des taux d'intérêt favorise les rapprochements d'entreprises qui font alors jouer l'effet de levier. En effet, l'acquisition d'un concurrent permet de récupérer ses profits une fois que la prise de contrôle a été réalisée. Dès lors, si la rentabilité de l'entreprise visée par la transaction est supérieure au coût de la dette d'acquisition, l'opération est créatrice de valeur actionnariale. De même, plus simplement, un particulier à intérêt à s'endetter à 3% pour acheter des obligations qui procurent un rendement de 5% ;
- l'augmentation du PER suppose une progression des perspectives de croissance et de rentabilité de l'entreprise. Cela suppose une diversification de l'entreprise dans un secteur à plus forte croissance. Ainsi :
 - François Pinault a-t-il transformé, dans un premier temps, son groupe de distribution spécialisée pour les entreprises (B2B), composé des sociétés Pinault Bois et Matériaux, Guilbert (distribution de fournitures de bureau, cédée à Office Dépôt en 2004), Rexel (leader mondial de la distribution de matériel électriques, cédé à un fonds d'investissement puis introduit en bourse), d'abord en un groupe de distribution généraliste (B2C) composé des sociétés Le Printemps, La Redoute, Orcanta, La Fnac). Dans un second temps, il s'est positionné sur le secteur du luxe en prenant le contrôle de Gucci le 10 septembre 2001 ;
 - de même, Lagardère a transformé progressivement son groupe d'aéronautique-espace-défense (Matra devenu Matra Aérospatiale puis EADS) en un groupe de Media.