

57 Analyse Financière

Revue publiée par
la Société Française des Analystes Financiers

LA MONDIALISATION DES MARCHÉS ET DES ENTREPRISES : MYTHE OU RÉALITÉ ?

9	L'ÉMERGENCE D'UNE ÉCONOMIE MONDIALE	Charles-Albert Michalet
16	SITUATION ACTUELLE ET FUTURE DE L'ÉCONOMIE MONDIALE	Alain Cotta
21	L'ENTREPRISE MONDIALE EXISTE-T-ELLE ? ESSAI SUR LES CRITÈRES DE MONDIALISME D'UNE ENTREPRISE ET TEST D'AUTO-ÉVALUATION	Jean Brilman
25	PEUT-ON ÊTRE MULTINATIONALE ET PUBLIQUE ?	Jean-Pierre Anastassopoulos Georges Blanc
32	LA STRATÉGIE DES ENTREPRISES MULTINATIONALES JAPONAISES - PARTICULARITÉS ET TENDANCES	Rainsy Sam
38	LE CARACTÈRE MULTINATIONAL D'UNE ENTREPRISE SYNONYME DE BONNE GESTION ?	Bernard Méheut
41	SOCIÉTÉS MULTINATIONALES ET RELATIONS DE TRAVAIL	Jacques Rojot
48	L'UTILISATION DE L'ECU DANS LE GROUPE SAINT-GOBAIN	Erna Sempere
54	LE DÉVELOPPEMENT D'UN MARCHÉ MONDIAL DES ACTIONS	Barry Riley
58	LE PER, UN INSTRUMENT MAL ADAPTÉ À LA GESTION MONDIALE DES PORTEFEUILLES - COMMENT REMÉDIER À SES LACUNES	Rainsy Sam
64	LA MONDIALISATION DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE : RÉFLEXIONS À PROPOS DE SON IMPACT SUR LES STRUCTURES ET LES MÉTHODES	Bernard Petit Pierre Schoeffler
75	LE DÉVELOPPEMENT ET LES CARACTÉRISTIQUES DES GROUPES INDUSTRIELS PRIVÉS INDIENS	Alain Chevalier Jyoti Gupta Georges Hirsch
84	LE PRIX DE LA DEVISE TITRE	Charles de La Baume
94	L'ARSENURE DE GALLIUM : MATÉRIAU DE BASE POUR L'INDUSTRIE ÉLECTRONIQUE DE DEMAIN	Richard Sadoune

RUBRIQUE PRATIQUE D'ANALYSE FINANCIÈRE

97	Le financement des investissements directs à l'étranger : une nouvelle approche	Pierre Loiret
100	Des taux actuariels	Jean Mermet Jean-Pierre Nebout
104	Les cotations initiales lors de l'introduction des sociétés sur l'USM britannique. Quels enseignements pour le second marché ?	Jean-Claude Gonneau

Le P.E.R., un instrument mal adapté à la gestion mondiale des portefeuilles. Comment remédier à ses lacunes

La gestion mondiale des portefeuilles de valeurs mobilières suppose la recherche d'une diversification géographique des risques la plus étendue possible et une libre répartition des actifs en fonction de l'attrait relatif des différents marchés financiers du monde les uns par rapport aux autres. Dans cette optique, le gestionnaire est amené à apprécier continuellement la « cherté » de chaque marché et de chaque titre par rapport à un autre et à orienter ses investissements en conséquence. Il mesure habituellement le niveau d'un marché et des valeurs qui le composent au moyen du taux de capitalisation du bénéfice par action par le cours ou price/earning ratio (P/E).

Or certains marchés, comme le marché japonais, se trouvent à un niveau de P/E nettement supérieur à celui des autres places mais cela ne les empêche pas de continuer de s'apprécier, toujours en termes de P/E, aussi bien dans l'absolu que par rapport aux autres marchés. Au niveau des valeurs également, les différences de P/E qui s'établissent selon les pays et les secteurs d'activité sont parfois déconcertantes.

Dans ces conditions, le gestionnaire raisonnant sur le seul critère du P/E risque de se limiter inconsiderement le champ d'action, de se figer dans une approche peut-être biaisée, et de se priver de nombreuses opportunités. Au cours de cet article, nous nous attacherons d'abord à souligner les faiblesses du P/E comme instrument de mesure et de gestion, nous proposerons ensuite un autre concept d'évaluation, le « délai de recouvrement », et nous présenterons enfin les premières applications pratiques de ce concept à la gestion des portefeuilles.

I. - LES FAIBLESSES DU P/E

Le P/E nous paraît être un instrument pauvre dans sa conception, limité dans sa portée, inefficace dans son application à la gestion.

1. Pauvre dans sa conception

Le P/E n'est que le résultat de la division d'un cours par le bénéfice par action pour une année

(*) Membre de la S.F.A.F.

donnée. De ce fait, le rythme de croissance des bénéfices n'intervient pas *a priori* dans le calcul mais seulement *a posteriori* dans l'interprétation que l'on fait du résultat obtenu. Celui-ci revêt par conséquent un caractère relatif et quelque peu subjectif. Mais le plus gênant est qu'on ne peut pas intégrer dans un raisonnement basé sur le P/E les *inflexions* du rythme de croissance des bénéfices qui, l'expérience le prouve, déterminent dans une large mesure les fluctuations à court et à plus long terme des cours de bourse et du niveau des P/E eux-mêmes. Par ailleurs, le P/E ne prend pas en compte un autre élément important dans le comportement des marchés boursiers : les taux d'intérêt. Dans la période actuelle où les taux d'intérêt évoluent d'une façon erratique et diffèrent sensiblement d'un pays à l'autre, une approche qui néglige ces données est loin d'être fiable.

2. Limité dans sa portée

De par la relativité de la notion qu'il recouvre, le P/E ne permet des comparaisons significatives ni dans le temps ni dans l'espace. Le cas le plus déroutant pour une comparaison dans le temps est celui d'une valeur cyclique : le fait qu'on achète habituellement une valeur cyclique à un niveau de P/E très élevé (à un moment où les bénéfices sont très bas parce qu'on se trouve au creux du cycle économique) et qu'on la revende à un niveau de P/E très raisonnable (vers le haut du cycle économique) est la négation même du P/E servant à mesurer la « cherté » d'un titre. Quant aux comparaisons dans l'espace, c'est-à-dire entre marchés et titres différents, il est clair que le P/E n'a pas la même signification dans un environnement économique et financier différent puisqu'il ne prend en compte ni les écarts de taux de croissance ni les écarts de taux d'intérêt.

3. Inefficace dans son application à la gestion

Parce qu'il ne saisit pas d'une façon dynamique le contexte économique et financier dans son ensemble, le P/E peut induire le gestionnaire en

erreur dans l'appréciation des marchés et des valeurs et la répartition des investissements. L'exemple le plus typique de cette défaillance concerne le marché japonais : malgré sa réputation d'être « cher » et de décourager les investisseurs habitués à raisonner en termes de P/E, la Bourse de Tokyo a atteint de nouveaux sommets en 1983 et en 1984. Pendant la même période, d'autres marchés et des titres « attrayants » en termes de P/E n'ont cessé de baisser. On peut alors mettre en doute l'efficacité d'un instrument de gestion comme le P/E qui place son utilisateur à contre-pied de la tendance réelle des marchés.

II. - UN CONCEPT MIEUX ADAPTÉ : LE DÉLAI DE RECOUVREMENT

Le concept de délai de recouvrement (DR) est déjà largement utilisé dans la gestion financière interne de l'entreprise, comme un critère de choix des investissements industriels et commerciaux. Il s'agit d'actualiser une série escomptée de recettes futures échelonnées dans le temps et de comparer la valeur actuelle de ce flux de cash flows nets avec le montant initial de l'investissement. En matière de gestion de portefeuilles de valeurs mobilières, le concept de DR peut être aussi utilisé avec profit. Mais il faut pour cela l'adapter aux caractéristiques et conditions de fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et formuler les hypothèses appropriées.

1. Définition

Plus précisément, le DR des gestionnaires de portefeuilles devrait s'intituler : délai de recouvrement théorique du prix d'une action par le flux futur des bénéfices par action actualisés aux taux de rendement des obligations à long terme. Certains termes de cette définition méritent une explication :

- le terme « théorique » souligne le fait que l'investisseur ne cherche pas à se faire rembourser directement par l'entreprise dont il est actionnaire le prix de l'action qu'il a achetée. Ici, le DR mesure seulement la valeur d'une action en fonction de la capacité bénéficiaire de l'entreprise appréciée à un moment donné. On suppose pour cela que le bénéfice par action croît régulièrement à un rythme que l'on tâchera d'évaluer et que l'entreprise distribue la totalité de ses bénéfices. C'est en ce sens que le recouvrement est théorique et diffère du recouvrement en gestion financière interne de l'entreprise qui, lui, est bien réel ;
- le taux d'actualisation retenu est le « taux de rendement des obligations à long terme ». Étant donné que l'investisseur a le choix, à tout moment, entre un investissement en actions et un investissement en obligations, il renonce implicitement au rendement attaché à un place-

ment obligatoire s'il opte pour un placement en actions. C'est le coût (ou manque à gagner) qu'il doit supporter pour pouvoir bénéficier des gains en capital et dividendes escomptés d'un placement en actions. On retrouve cette notion de coût d'opportunité en gestion financière interne de l'entreprise où le taux d'actualisation retenu dans le calcul du DR pour un projet d'investissement donné est le taux de rentabilité d'autres projets concurrents.

Le DR ainsi défini est à rapprocher du modèle théorique en analyse financière définissant le cours d'une action comme étant la valeur actualisée d'un flux de dividendes à percevoir jusqu'à la fin des temps. Mais le DR pose le problème d'évaluation d'une autre façon : il mesure la cherté d'une action en fonction d'une durée bien déterminée et relativement courte calculée à partir d'un autre modèle d'équilibre mettant l'accent sur la capacité bénéficiaire de l'entreprise et non sur les revenus de l'actionnaire, et faisant appel à des hypothèses moins contraignantes et moins hasardeuses que celles sous-tendant le modèle qui actualise à l'infini le flux des dividendes (hypothèses de taux de croissance successifs du bénéfice par action, de taux de distribution des bénéfices, de taux d'actualisation à utiliser, et cela sur une période illimitée...).

On notera ainsi que dans la formule qui suit et dans les exemples présentés plus loin, la liste des facteurs à prendre en considération a été volontairement réduite, et leur évaluation simplifiée, pour les besoins de la démonstration. La mise en œuvre opérationnelle du DR exigerait bien entendu une analyse plus fine et plus complète de ces facteurs : définition du taux de croissance future du bénéfice, prise en compte de la volatilité de ces bénéfices, etc.

2. Formule

Pour déterminer la formule du DR qui nous concerne, il faut commencer par établir l'égalité qui est à la base de la définition donnée plus haut du DR, à savoir :

$$P = B \frac{\left[\frac{1+C}{1+R} \right]^N - 1}{\frac{1+C}{1+R} - 1} \quad (1)$$

où :

P = cours de l'action.

B = bénéfice par action de l'année 0 (dernier exercice clos).

C = taux de croissance nominale du bénéfice par action.

R = taux de rendement des obligations à long terme.

N = délai de recouvrement en années.

En effet, P doit être égal à la somme des bénéfices par action réalisés au cours des N prochaines années et actualisés au taux R. Comme le bénéfice par action est supposé croître régulièrement de C %

par an, ses montant successifs forment une progression géométrique dont le premier terme est B et la raison $(1 + C)$. Si l'on fait intervenir le facteur d'actualisation, la raison de la progression géométrique constituée par la séquence des bénéfices, devient $\frac{1+C}{1+R}$ (étant entendu que 10 % par exemple pour C ou R s'écrit 0,10).

Dans la formule (1), P est effectivement la somme des N termes d'une progression géométrique ayant comme premier terme B et de raison $\frac{1+C}{1+R}$.

$$\text{Posons } Q = \frac{1+C}{1+R}$$

La formule (1) s'écrit alors :

$$P = B \frac{Q^N - 1}{Q - 1}$$

$$\frac{P}{B} = \frac{Q^N - 1}{Q - 1}$$

Or $\frac{P}{B}$ est le P/E, que nous appellerons X

$$X = \frac{Q^N - 1}{Q - 1} \quad (2)$$

$$Q^N - 1 = X(Q - 1)$$

$$Q^N = X(Q - 1) + 1$$

$$N \text{ Log } Q = \text{Log} [X(Q - 1) + 1]$$

$$N = \frac{\text{Log} [X(Q - 1) + 1]}{\text{Log } Q} \quad (3) \quad \text{où } Q = \frac{1+C}{1+R}$$

3. Caractéristiques

Sur la structure, les conditions d'utilisation et les possibilités d'application de la formule (3), on peut émettre les remarques suivantes :

A) Le DR est un instrument d'évaluation plus puissant que le P/E puisque sa formule englobe le P/E (N varie d'ailleurs dans le même sens que X) mais elle contient également d'autres facteurs qui ne figurent pas dans le P/E, à savoir le rythme de croissance des bénéfices (C) et les taux d'intérêt (R).

B) N ne peut être calculé par la formule (3) que si $Q > 0$, $Q \neq 1$ et $[X(Q - 1) + 1] > 0$.

Dans les cas les plus courants, le calcul s'effectue sans problème et l'on voit que N varie en sens inverse de C et dans le même sens que R. Même sans passer par le DR, on conçoit intuitivement que, toutes choses étant égales d'ailleurs, plus la croissance des bénéfices s'accélère, plus un titre devient bon marché, et plus les taux d'intérêt montent, plus le titre devient cher, et inversement. Cependant, le DR permet de formaliser ces relations et de les quantifier grâce à une formule mathématique relativement simple.

C) Logiquement, C dans la formule (3) doit correspondre au taux de croissance à long terme des bénéfices par action car N est rarement inférieur à 5 ans. Mais en pratique, il peut être préférable de prendre un taux de croissance sur une plus courte période, disons 3 à 12 mois, correspondant à « l'horizon de travail » du marché. En effet, les prévisions à long terme devenant de moins en moins fiables, le marché ne prend en compte que ce qu'il perçoit (ce qui suppose un horizon pas trop éloigné) et il tend à extrapoler une indication à court terme dans le long terme, quitte à rectifier le tir du jour au lendemain en fonction de ses nouvelles perceptions. Ainsi s'expliqueraient les fluctuations parfois sensibles et brutales des P/E en fonction des inflexions du rythme de croissance des bénéfices dues soit à des phénomènes conjoncturels soit à des changements structurels. La formule (2) montre comment X subit le contrecoup des variations momentanées ou plus durables de C (à travers Q).

D) Le DR est un outil de gestion plus simple à utiliser que le P/E. L'hypothèse du taux de croissance ayant été formulée dès le départ, c'est un outil directement et immédiatement opérationnel : le chiffre obtenu a une signification concrète même dans l'absolu alors que le P/E peut ne pas signifier grand-chose en lui-même. Comme on le verra par la suite, la valeur du DR varie, dans la très grande majorité des cas, entre 5 et 15 années, ce qui constitue une fourchette relativement étroite et commode, alors que le P/E peut atteindre des niveaux astronomiques et présenter des disparités aberrantes selon les pays, les secteurs d'activité et les phases du cycle économique.

E) Le DR a une portée plus universelle que le P/E en ce sens qu'il permet des comparaisons dans le temps et dans l'espace. Dans le temps : même une société dont les bénéfices fluctuent très sensiblement, voit les variations de son DR nettement amorties par rapport aux variations de son P/E, ce qui permet d'avoir à tout moment une mesure cohérente de la valeur d'un titre. Dans l'espace : le DR permet de dire plus objectivement que le P/E si un marché ou un titre est plus ou moins « cher » qu'un autre du fait qu'il intègre en plus du P/E, les deux éléments fondamentaux que sont le taux de croissance des bénéfices et les taux d'intérêt.

F) Le DR est d'une grande souplesse d'utilisation. Les hypothèses peuvent être facilement et rapidement modifiées. Les inflexions du taux de croissance des bénéfices peuvent être immédiatement prises en compte. On peut faire une multitude de simulations sur une ou plusieurs variables. En particulier, une fois le DR déterminé par la formule (3) avec des données réelles, on peut, par la formule (2), mesurer la sensibilité du P/E (c'est-à-dire des cours en Bourse) à une variation projetée du taux d'intérêt et/ou du rythme de croissance des bénéfices. Ces calculs peuvent s'appliquer aussi bien à

une valeur donnée qu'à un marché dans son ensemble.

G) Malgré la relative complexité de la formule (3) qui ne permet pas de calculer facilement N « à la main » ni même à l'aide d'une petite calculatrice ordinaire, il est aisé d'introduire un petit programme de calcul du DR dans un micro-ordinateur, ce qui permettra par ailleurs de procéder presque instantanément à toutes les simulations que l'on voudra.

III. - QUELQUES APPLICATIONS PRATIQUES

1. Comparaison de deux marchés

Nous avons cherché à appliquer le concept du DR tout d'abord aux marchés américain et japonais qui constituent les deux plus grands marchés financiers du monde et qui présentent des disparités intéressantes au niveau des taux de croissance des bénéfices et des taux d'intérêt à long terme.

La Bourse de Tokyo a la réputation d'être « chère ». Le tableau ci-dessous donne le P/E moyen respectif des marchés américain et japonais à la fin des cinq dernières années.

	1979	1980	1981	1982	1983
P/E New York (S & P 500 Composite) ...	7,3	9,2	8,0	11,2	11,7
P/E Tokyo (NRI 400 Composite)	20,3	17,1	23,7	23,1	28,2
P/E Tokyo corrigé ...	12,7	10,7	14,8	14,5	17,6

Sources : A.G. Becker Paribas, Nomura Research Institute.

Les P/E officiels japonais ne sont pas pleinement significatifs dans la mesure où les bénéfices des sociétés japonaises ne sont pas calculés de la même façon que les bénéfices des sociétés américaines. Si on harmonisait les méthodes comptables et notamment si on utilisait les mêmes méthodes de consolidation, on constaterait que les bénéfices japonais sont, en moyenne, supérieurs d'environ 60 % aux chiffres publiés (1). Nous avons corrigé les P/E japonais en conséquence pour procéder à des comparaisons valables.

Cependant, même après correction, les P/E japonais sont encore nettement supérieurs aux P/E

(1) Voir à ce sujet les études suivantes :

- « Analyse des taux de capitalisation de la Bourse de Tokyo », par Gian-Paolo Cossu. Analyse Financière. Revue publiée par la S.F.A.F. 4^e trimestre 1982.
- « Are Japanese P/E multiples too high ? », par Paul Aron. Daiwa Securities Inc., New York. April 1981.
- « Growing importance of consolidated earnings ». Pacific Perspectives. Daiwa Securities Research Institute. April-May 1984.
- « Japan-US comparison of P/E ratio ». Nomura Securities. Document non publié. Août 1983.
- « L'évolution du comportement financier des entreprises japonaises par Emmanuel Anguis. Analyse Financière. Revue publiée par la S.F.A.F. 3^e trimestre 1983.

américains. Peut-on en conclure que la Bourse de Tokyo est décidément plus « chère » que la Bourse de New York ?

CALCULONS LE DR RESPECTIF DES DEUX MARCHÉS

	FIN DÉC. 1983		FIN MARS 1984	
	U.S.A.	Japon	U.S.A.	Japon
Indices des marchés (1)	164,93	405,5	159,18	475,9
Bénéfices par action (1) (corrigés pour le Japon)	14,06	23,0	14,06	23,0
P/E	11,7	17,6	11,3	20,7
Taux de croissance des bénéfices en 1984 en % (E)	20	30	20	30
Taux de rendement des obligations à long terme	12,6	7,4	12,6	7,2
DR en années	9,0	8,1	8,7	8,7

(1) Indices et bénéfices S & P 500 Composite et NRI 400 Composite.

Nous avons formulé l'hypothèse qu'en 1984, avec la poursuite de la reprise économique, les bénéfices américains croîtront de 20 % et les bénéfices japonais de 30 %. Cet écart provient en partie du fait qu'en 1983, les bénéfices américains ont déjà progressé de 11,9 % alors que les bénéfices japonais ont baissé de 1,2 %. Mais sur longue période, le taux de croissance des bénéfices japonais reste supérieur à celui des bénéfices américains du fait du plus grand dynamisme de l'économie japonaise et des progrès de productivité plus importants réalisés par les entreprises nippones. Si on retenait les taux de croissance à moyen terme des bénéfices américains et japonais, que l'on peut estimer à 10 % et 15 % respectivement, les conclusions d'une approche basée sur le DR seraient les mêmes, à savoir :

- à la fin de 1983, la Bourse de Tokyo était **moins chère** que la Bourse de New York ;
- à fin mars 1984, Tokyo a rattrapé son retard par suite d'une évolution complètement divergente des deux marchés au cours du premier trimestre 1984 (- 3,5 % pour New York, + 17,4 % pour Tokyo).

2. Comparaison de valeurs entre elles

Nous avons établi deux tableaux (présentés en annexe), l'un pour le marché américain (taux d'intérêt à long terme R = 12,5), l'autre pour le marché japonais (R = 7), donnant le DR en fonction du P/E des valeurs (X) et du taux de croissance correspondant des bénéfices par action (C).

A titre d'exemples, nous avons choisi trois valeurs américaines (I.B.M., General Electric, M.M.M.) et trois valeurs japonaises (Fujitsu, Matsushita, Canon) qui peuvent se prêter à des comparaisons compte tenu de leurs secteurs d'activité respectifs.

Le PER, un instrument mal adapté à la gestion mondiale des portefeuilles

	I.B.M.	FUJITSU	GENERAL ELECTRIC	MATSU-SHITA	M.M.M.	CANON
P/E.....	12	25	12	16	13	22
C.....	14	20	14	16	14	18
R.....	12,5	7	12,5	7	12,5	7
DR.....	11,2	12,2	11,2	10,6	12,1	12,1

Les P/E ont été calculés d'après les cours au 25 avril 1984 et les bénéfices par action les plus récents. Ils sont nettement plus élevés pour les sociétés japonaises que pour les sociétés américaines. Sur la base du DR, Fujitsu reste plus cher que I.B.M., mais Matsushita devient moins cher que General Electric tandis que Canon et M.M.M. sont pareillement appréciés.

Certaines valeurs japonaises considérées comme excessivement chères, leur P/E variant de 35 à 100, paraissent plus raisonnablement appréciées en termes de DR. Nous en avons sélectionnées quatre situées dans des secteurs variés.

	NITSUKO	FANUC	TAKEDA RIKEN	SEVEN-ELEVEN
P/E.....	36	44	88	100
C.....	30	30	40	30
R.....	7	7	7	7
DR.....	11,1	12,1	12,4	16,0

Les valeurs de ce type ont fréquemment vu leurs cours doubler ou tripler en 1983 et au début de 1984. Comme leur DR actuel n'est pas, à quelques exceptions près, sensiblement supérieur à celui des autres valeurs du marché, elles étaient nettement sous-évaluées avant la hausse qu'elles viennent de connaître alors qu'elles avaient déjà des P/E relativement élevés.

3. Le cas d'une valeur cyclique

Une approche basée sur le DR permet d'expliquer pourquoi il est justifié d'acheter une valeur cyclique à disons 100 fois les bénéfices et de la revendre à seulement 5 fois les bénéfices deux ans plus tard. En effet, on achète habituellement une valeur cyclique au creux du cycle économique, à un moment où les bénéfices sont presque nuls (P/E élevé) mais en redressement très sensible (pouvant par exemple doubler l'année suivante). On vend la même valeur au sommet du cycle économique, à un moment où les bénéfices sont historiquement élevés (P/E faible), c'est-à-dire quand ils commencent à plafonner ou même à baisser légèrement (par exemple - 10 % d'une année sur l'autre). On voit

qu'au moment de l'achat, le DR est nettement plus faible qu'au moment de la vente, ce qui reflète une appréciation plus logique de la valeur dans le temps.

	ACHAT	VENTE
P/E.....	100	5
C.....	100	- 10
R.....	10	10
DR.....	7,4	11,9

4. Une simulation

Quel serait en mai 1984 l'impact sur Wall Street d'une hausse d'un point du taux d'intérêt à long terme (R) aux États-Unis ?

La formule (2) avec $N = 8,7$ (DR du marché américain à fin mars 1984), $C = 20$ (taux de croissance des bénéfices en 1984) et $R = 13,6$ (hausse d'un point par rapport au taux actuel de 12,6), donne $X = 10,8$, ce qui représente une baisse du P/E du marché de 4 % (le P/E actuel étant de 11,3). Si par ailleurs C passe de 20 à 18 du fait d'une réduction des charges financières des entreprises, on a $X = 10,1$. Le marché des actions baisserait alors de 10 %, toutes choses étant égales par ailleurs.

*
**

L'approche par le DR donne des résultats surprenants en gestion de portefeuilles et remet en question beaucoup d'idées reçues. Elle incite notamment à remettre en cause la dictature des P/E sur la communauté financière.

Cependant, ici comme ailleurs, il n'y a pas de formule magique. Le concept du DR nécessite dans son application à la gestion des portefeuilles du discernement, du bon sens et ... de bonnes informations. En particulier, le choix du taux de croissance des bénéfices par action peut s'avérer délicat en fonction des variations de ce taux et de l'horizon auquel il faut se placer, qui dépend de la visibilité et de la qualité de la croissance, problème que l'on retrouve dans tout modèle d'évaluation.

Nous espérons néanmoins avoir ébauché un modèle qui, par rapport à l'approche fondée sur le P/E, permet de mieux tenir compte de l'environnement économique et financier dans son ensemble, de faire des comparaisons plus significatives et de bâtir de meilleures prévisions boursières, tout en étant facile à manier avec l'utilisation généralisée de l'ordinateur.

Achévé de rédiger le 27 avril 1984.

Le PER, un instrument mal adapté à la gestion mondiale des portefeuilles

ANNEXE

LES DR AUX ÉTATS-UNIS ET AU JAPON
(Avril 1984)

ÉTAT-UNIS

R = 12,5

C \ X	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55	60
5	5,9	15,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10	5,2	11,2	18	26,2	36,1	48,9	66,9	97,8	834,2	-	-	-
15	4,8	9,1	13,1	16,7	20,1	23,2	26,2	28,9	31,5	34	36,3	38,6
20	4,5	7,9	10,7	13,1	15,2	17	18,7	20,1	21,5	22,7	23,9	24,9
25	4,2	7,1	9,3	11,1	12,6	13,9	15,1	16,1	17	17,8	18,6	19,3
30	4	6,5	8,3	9,8	11	12	12,9	13,7	14,4	15	15,6	16,2
35	3,8	6	7,6	8,8	9,8	10,7	11,4	12,1	12,6	13,2	13,6	14,1
40	3,7	5,7	7	8,1	9	9,7	10,3	10,9	11,4	11,8	12,2	12,6
45	3,5	5,4	6,6	7,5	8,3	8,9	9,5	10	10,4	10,8	11,1	11,5
50	3,4	5,1	6,2	7,1	7,8	8,3	8,8	9,3	9,6	10	10,3	10,6
55	3,3	4,9	5,9	6,7	7,3	7,8	8,3	8,7	9	9,3	9,6	9,9
60	3,2	4,7	5,7	6,4	6,9	7,4	7,8	8,2	8,5	8,8	9	9,3

JAPON

R = 7

C \ X	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50	55	60
5	5,2	11	17,4	24,8	33,4	43,6	56,3	73	97,5	144,5	-	-
10	4,7	8,9	12,7	16,1	19,2	22,1	24,7	27,2	29,5	31,7	33,7	35,7
15	4,4	7,7	10,4	12,7	14,6	16,3	17,8	19,2	20,4	21,6	22,6	23,6
20	4,1	6,9	9	10,7	12,2	13,4	14,5	15,4	16,3	17,1	17,8	18,4
25	3,9	6,3	8,1	9,5	10,6	11,6	12,4	13,2	13,8	14,4	15	15,5
30	3,7	5,9	7,4	8,6	9,5	10,3	11	11,6	12,2	12,7	13,1	13,5
35	3,6	5,5	6,9	7,9	8,7	9,4	10	10,5	11	11,4	11,8	12,1
40	3,5	5,2	6,4	7,3	8,1	8,7	9,2	9,6	10	10,4	10,7	11,1
45	3,4	5	6,1	6,9	7,5	8,1	8,5	9	9,3	9,6	9,9	10,2
50	3,3	4,8	5,8	6,5	7,1	7,6	8	8,4	8,7	9	9,3	9,5
55	3,2	4,6	5,5	6,2	6,8	7,2	7,6	7,9	8,2	8,5	8,8	9
60	3,1	4,4	5,3	5,9	6,4	6,9	7,2	7,5	7,8	8,1	8,3	8,5