

La volatilité des cours des Gafam devrait inciter à la prudence

Pierre Gruson, professeur de finance, met en garde sur le risque systémique que représente désormais la valorisation atteinte par les actions des géants du Net

Par PIERRE GRUSON

La capitalisation boursière globale des Gafam (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft) dépasse 4000 milliards de dollars, plus de deux fois le total des valeurs du CAC 40 français, ou encore l'équivalent de la dette publique cumulée de la France et de l'Allemagne. Quant aux «BAT» chinois (Baidu, Alibaba, Tencent), ils totalisent près de 1000 milliards de dollars de capitalisation. Les poids lourds des cotes actuelles ne sont plus des sociétés pétrolières ou automobiles, avec leur prépondérance d'actifs réels et «immobilisés».

Quels sont les «fondamentaux» de telles valeurs? L'économie du Net porte au pinacle des modèles économiques «sortis de nulle part» qui peuvent s'écrouler aussi vite qu'ils inondent la planète et engloutissent les entreprises du vieux monde. Facebook a été créé en 2004, introduit en Bourse en 2012 au cours de 38 dollars. Jeudi 11 octobre, l'action cotait 151 dollars. Sa valeur boursière avoisine les 500 milliards de dollars!

Comment retrouver dans le bilan une justification de ce prix? Le total des actifs, 84 milliards de dollars, comporte essentiellement 18 milliards d'actifs immobilisés (machines, équipements, bâtiments), 33 milliards de placements à court terme et 18 milliards de «goodwill» (la survaleur virtuelle en cas de rachat de l'entreprise). La valeur boursière de Facebook représente donc six fois sa valeur comptable; ce même ratio est de 9,56 pour Apple.

Il n'est certes pas pertinent d'opposer frontalement valeur en Bourse et valeur comptable. Cette approche patrimoniale est d'ailleurs à juste titre contestée, et pas seulement pour les Gafam. Car l'investisseur achète en réalité le futur – et une machine à «cash». Mais on sait que, en période de doute, les investisseurs ont tendance à considérer que la valeur comptable de l'actif net peut constituer un plancher solide, à condition de ne pas tomber de trop haut.

PRÉVISIONS INCERTAINES

De plus, les prévisions de cash-flow des Gafam sont incertaines.

Le recours à la méthode des «multiples» ou des «comparables» n'est pas justifié. A titre d'exemple, les analystes raffolent de l'excédent brut d'exploitation (Ebitda). Une société est généralement valorisée 7 à 10 fois son Ebitda. Mais c'est 20 fois dans le cas de Facebook et 30 fois dans le cas d'Amazon.

En fait, la plupart des fonds d'investissement possèdent des titres des Gafam parce qu'ils sont en quantité suffisante pour leurs besoins d'investissement et que leur liquidité leur permet d'engager d'importants mouvements de fonds. Parmi ces investisseurs institutionnels (qui détiennent par exemple 74 % du capital de Facebook), on trouve des banques, des compagnies d'assurances, des fonds de retraite.

On imagine sans peine la déflation que causerait une rumeur de faillite, d'autant que les variations de prix sur les titres échangés au cours d'une journée s'étendent à l'ensemble des actions de la société. Apple a été fondée il y a moins de quarante ans, et elle a frôlé la faillite il y a un peu plus de vingt ans. Après avoir offert une

LA VALEUR BOURSIÈRE DE FACEBOOK REPRÉSENTE SIX FOIS SA VALEUR COMPTABLE; CE MÊME RATIO EST DE 9,56 POUR APPLE

progression de 23 % en 2018, la valeur boursière de Facebook a par exemple chuté de 100 milliards de dollars le 26 juillet [à la suite de résultats jugés décevants].

Ces deux épisodes extrêmes devraient nous conduire à revoir la notion de volatilité des titres et des portefeuilles. Traditionnellement, on évalue la volatilité selon deux principes. La volatilité historique mesure la perturbation moyenne journalière passée, qui est ensuite annualisée. La volatilité implicite, quant à elle, est évaluée sur les marchés d'options, où l'on utilise des modèles mathé-

matiques pour extraire l'opinion des intervenants quant à la volatilité à partir des primes cotées.

La volatilité implicite des Gafam est de l'ordre de 25 % à 30 %. Cela signifie grossièrement que la probabilité sous un an de voir Apple varier de plus ou moins 25 % est de 70 %. Au mois d'août, la valeur d'Apple a franchi la barre symbolique des 1000 milliards. Est-ce que les institutions financières seraient en mesure de supporter une perte de valeur de 250 milliards de dollars? On peut en douter. Face à ce choc, elles vendraient leurs autres actifs pour honorer leurs engagements. La contagion pourrait être fulgurante. Les contrats dérivés sur les marchés à terme offrent une protection tant que votre contrepartie (l'assureur) n'est pas elle-même en faillite. On peut apporter des garanties sous la forme de titres financiers. Il reste à espérer que la protection contre la baisse de valeur de Facebook n'aura pas été garantie avec des titres d'Alphabet (Google)!

Les investisseurs apprécient le risque qu'ils ont endossé avec ces indicateurs classiques de volatilité. Pourquoi ne pas généraliser une approche de type «value at risk» (VaR), qui fournit l'information suivante: «Nous sommes certains à X % que nous ne perdrons pas plus de Y euros dans les Z prochains jours.» C'est la démarche retenue par les organismes de réglementation (Bâle) pour évaluer les risques auxquels sont confrontées les institutions financières et les contraindre à disposer de fonds propres suffisants. La VaR répond avec efficacité à la question suivante: dans quelle mesure la valeur d'un titre ou d'un portefeuille peut-elle se dégrader?

En résumé, l'instabilité affichée par les actions cotées des géants du Net est spécifique par ses mouvements, son ampleur et son impact systémique. Nous devons nous préparer à affronter des turbulences et rechercher d'autres indicateurs du risque encouru par les investisseurs. ■



Pierre Gruson
est professeur de finance à Kedge Business School (Bordeaux)