

Le mégakranch n'aura pas lieu

Face à la flamboyante montée de près de 20 % du CAC 40 en un an, l'optimisme est loin de faire l'unanimité. Certes, les entreprises semblent encore s'échanger à des prix raisonnables comparés à leurs bénéfices – rien à voir avec la frénésie qui avait entouré la bulle Internet. Mais pour les pessimistes, les profits des entreprises n'ont plus autant de marge de progression à la hausse que pendant les années passées. Les taux d'intérêt vont

alourdir le poids de la dette. Les économies émergentes, tout en restant robustes, devraient connaître une croissance plus modérée. Les multinationales, déjà très efficaces, n'ont plus grand-chose à attendre du « cost cutting ». Simultanément, les OPA ne devraient plus autant soutenir les cours que dans la période passée.

Tous ces facteurs devraient concourir à un tassement des marchés d'actions. Les hésitations du marché après le minikranch de la Bourse de Shanghai au printemps témoignent de la nervosité des opérateurs. Si les actions ont repris leur hausse, c'est qu'elles sont venues regarnir les portefeuilles des grands investisseurs institutionnels qui se retirent d'autres classes d'actifs, comme l'immobilier ou les obligations. Quand ces mouvements cesseront, il ne fait guère de doute que les marchés d'actions connaîtront une correction. C'est moins sur son existence que sur son ampleur que porte le débat. Disons-le tout net : celle-ci sera limitée et surtout sans effet sur l'économie réelle.

L'idée que les marchés sont dopés par un excès d'endettement, et sont sur le point d'exploser, est devenue assez banale. Ceux qui croient à ce scénario pessimiste d'une « overdose de dette » pour l'économie mondiale font le raisonnement suivant : sur



les dernières années, un très fort afflux de liquidités, largement dû à l'épargne des pays émergents (Chine, producteurs de pétrole) a permis aux fonds d'investissement des endetter à taux très avantageux, pour acheter des entreprises ou des titres. Or, depuis quelques mois, la remontée des taux a eu le double effet de détériorer la valeur des actifs de certains de ces fonds – que ce soit

des produits de taux ou des entreprises – et d'obérer leur propre situation financière. Récemment, le défaut de deux fonds de Bear Stearns a fait resurgir le spectre de LTCM, qui, en 1998, avait failli entraîner la finance mondiale dans sa débâcle.

Le risque est évidemment celui d'une contagion : la faillite de quelques grands opérateurs pourrait contraindre leurs créanciers à provisionner leur perte et cesser de prêter, précipitant une crise mondiale de liquidité. Nous pensons toutefois que ce scénario de type « trou noir » est exagéré pour deux raisons.

Premièrement, le rôle des fonds d'investissement ne se réduit pas à l'exploitation de conditions de crédit avantageuses mais correspond à une innovation organisationnelle qui génère de la valeur. Dans le « private equity », l'innovation consiste à s'engager à ne détenir les entreprises que pour une durée limitée, à rendre rapidement l'argent des investisseurs et de donner de fortes incitations au management pour engager les restructurations nécessaires. La valeur créée par ces fonds correspond à l'amélioration de la gestion de l'entreprise ou à son développement. Dans les « hedge funds », l'innovation financière est le fait de petites équipes ultra-incitées, sous la surveillance d'un contrôle des risques high-tech.

Contrairement à une idée répandue, ces fonds créent aussi de la valeur car ils fournissent de la liquidité au marché et contribuent à la fixation du juste prix. Le « business model » des fonds d'investissement est donc plus solide qu'il n'apparaît et n'est donc pas condamné à implorer sous la remontée des taux.

Deuxièmement, nous sommes dans une « nouvelle économie financière ». Grâce à des instruments innovants s'échangeant sur des marchés bien plus liquides qu'il y a une décennie, le risque de la dette n'est plus supporté par quelques acteurs (les banques, les assurances), mais réparti dans l'ensemble de l'économie. Parmi ces instruments, la titrisation (qui permet aux banques de revendre par paquets à d'autres investisseurs une grande partie des prêts consentis) et les dérivés de crédit (qui permettent de s'assurer contre le risque de défaut des entreprises). Chaque risque de défaut, au lieu d'être porté par une seule banque, est donc ventilé vers un grand nombre d'acteurs. Certains économistes soulignent que l'anonymat de cette multitude de prêteurs indirects pourrait constituer une source déstabilisante d'opacité et de problèmes de coordination. Mais parce que ces produits sont désormais échangés par une masse critique d'acteurs constituant un marché devenu liquide, leur effet net est une diminution et non un accroissement du risque systémique. Une preuve indirecte du caractère plus sûr de l'environnement financier est la baisse très forte de la volatilité sur les différents marchés depuis 2002.

L'industrie financière a connu de véritables révolutions depuis la fin des années 1990 : sa résistance aux retournements de tendance s'est améliorée, réduisant les risques de système. Le danger d'une explosion financière, et donc le besoin de régulation, n'est peut-être pas si grand qu'on ne le pense.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern). DAVID THESMAR est professeur associé à HEC.