

## CHRONIQUE FINANCE

# La fin des « repas gratuits »

Les opportunités d'investissements très rentables et peu risqués se font rares, car les marchés sont proches de leur « juste prix ».

Ces dernières années, l'instabilité des marchés financiers s'est souvent accompagnée d'une déconjonction spectaculaire entre cours observés et « fondamentaux économiques ». On se souvient notamment de la faiblesse excessive des Bourses en Europe avant la guerre en Irak l'année dernière (30% plus bas qu'aujourd'hui), de la dépréciation exagérée de l'euro face au dollar au début de 2002 (à environ 0,85 dollar pour un euro) ou de la rémunération anormalement faible des obligations du Trésor américain au printemps 2003 (les taux longs chutant jusqu'à 3,3%).

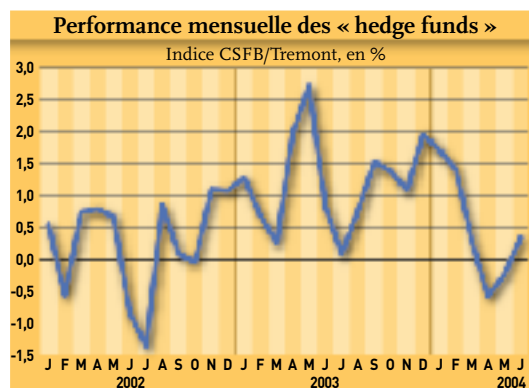
On pourrait ajouter à la liste les dysfonctionnements du marché obligataire en 2001 et 2002, quand de grandes entreprises solides devaient offrir des taux d'intérêt anormalement élevés pour attirer les investisseurs. Et, enfin, les taux d'intérêt réels très attractifs offerts jusqu'en 2003 sur les obligations indexées sur l'inflation, en France ou aux Etats-Unis, avant que les investisseurs ne réalisent l'intérêt de ces nouveaux placements.



Par  
**Olivier Davanne**  
**et Thierry Pujol**  
Associés  
de DPA  
Conseil

Ces anomalies ont offert des opportunités de placement exceptionnelles. Depuis deux ans, le retour vers l'équilibre des cours de Bourse, des taux de change ou de la hiérarchie des taux d'intérêt à long terme a été en effet très favorable aux investisseurs de long terme « fondamentalistes » qui sélectionnaient leurs placements après un examen attentif de leur « valeur ». Les gestionnaires institutionnels qui sont parvenus à mettre en place des stratégies actives d'arbitrage entre actifs mal valorisés (par exemple en vendant à découvert le dollar contre l'euro) ont été particulièrement récompensés.

Mais cette performance, liée au retour assez rapide des marchés vers la normale depuis dix-huit mois, a un prix. On trouve aujourd'hui plus difficilement de tels « repas gratuits », où l'investisseur de long terme peut sereinement arbitrer entre marchés sous et survalorisés. Les performances de nombreux « hedge funds » spécialisés dans l'arbitrage sont d'ailleurs devenues récemment assez médiocres (voir gra-



**Arbitrer entre marchés sous et survalorisés est devenu plus difficile. En témoigne la perte de vitesse de beaucoup de « hedge funds » spécialisés.**

phique). Au vu des perspectives de bénéfices des entreprises, les actions semblent en effet aujourd'hui à peu près au bon prix, peut-être un peu chères aux Etats-Unis. A 1,24 dollar (1), l'euro est sûrement un peu surévalué dans une perspective de long terme, mais cela paraît bien naturel compte tenu de l'endettement extérieur croissant des Etats-Unis. Quant aux différents taux d'intérêt à long terme, on peut discuter à la marge les niveaux actuels – à 4,35% les taux longs sur les obligations du Trésor américain paraissent, par exemple, toujours faibles –, mais il n'y a plus d'incohérence évidente. D'où vient ce retour à une situation proche de la normale, en dépit d'une certaine cherté des actifs américains, et sera-t-il durable ? L'instabilité des années 2000-2003 s'expliquait par la conjonction de plusieurs phénomènes. On mentionne généralement les incertitudes géopolitiques de l'après 11 septembre et l'endettement excessif de nombreuses entreprises, héritage de la bulle « nouvelle économie ». Mais il faut aussi, et peut-être surtout, souligner la fragilisation des principaux investisseurs de long terme, acteurs clefs des marchés : les compagnies d'assurances et les fonds de pension. Face à la baisse des cours, ils ont dû réduire les risques pris, perdant pour un temps l'essentiel de leur pouvoir de stabilisation des marchés. Sur tous ces plans, la situation s'est améliorée depuis le printemps 2003. Mais les risques sont toujours là : l'incertitude géopolitique n'a pas disparu, les craintes sur l'endettement des Etats remplacent peu à peu celles sur la dette des entreprises et les grands investisseurs institutionnels à long terme restent vulnérables à un retournement à la baisse des marchés. Le retour de l'instabilité et de l'irrationalité sur les marchés n'est malheureusement pas impossible. Seule maigre consolation : cela signifierait également le retour de ces « repas gratuits » dont l'investisseur patient à long terme peut tirer profit... ●

(1) Quand ces lignes sont écrites.