

La communauté financière face à la bulle chinoise

L'indice qui mesure les performances boursières du pays a progressé de 72 % depuis un an et de 227 % en deux ans

CHRISTOPHE BOUCHER

Après la bulle japonaise, qui éclata en 1989, celle du Sud-Est asiatique, en 1997, et la bulle Internet, en 2000, pour ne citer que les principales, la « bulle chinoise » vient de faire son apparition dans la communauté financière.

L'indice MSCI Chine – qui mesure les performances boursières du pays – a progressé de 72 % depuis un an et de 227 % en deux ans. Cet indic, qui regroupe les actions B (actions cotées à Shanghai et Shenzhen ouvertes aux étrangers), les actions H (actions chinoises cotées à Hongkong) et les « Red Ships » (sociétés cotées à Hongkong, mais dont au moins 30 % des actions sont détenues par des entités publiques résidentes de Chine continentale), représente les actions chinoises accessibles aux investisseurs étrangers. En raison du contrôle des changes, la participation d'investisseurs étrangers sur les marchés financiers continentaux est limitée à certains segments. Les actions A cotées à Shanghai et Shenzhen réservées aux investisseurs locaux et aux investisseurs internationaux, qui bénéficient d'un accord avec le gouvernement, ont, elles aussi, progressé à des rythmes vertigineux : de 138 % depuis le début de l'année et de 471 % en deux ans.

Les corrections opérées depuis deux semaines en phase avec celles des autres places mondiales n'ont pas modifié la donne, le marché boursier chinois reste le marché le plus cher au monde, avec des actions se valorisant, en moyenne, à trente fois les bénéfices réalisés pour les segments ouverts aux investisseurs internationaux, soit le double des valorisations observées en Europe et aux Etats-Unis. Même s'il existe des raisons fondamentales à ces écarts de valorisation entre des pays qui se trouvent sur des trajectoires de croissance très différentes, la majorité des analystes et investisseurs s'accorde à considérer les actions chinoises comme surévaluées. Certains commentateurs comparent ainsi la progression parabolique des indices chinois depuis deux ans à celle de l'indice Nasdaq entre 1998 et 2000. Si tous ou presque s'accordent sur la surévaluation des actions chinoises, comment se fait-il que celle-ci ne se corrige pas d'elle-même ?

Selon le principe d'arbitrage, Milton Friedman, Prix Nobel d'économie en 1976,

considérerait la spéculation comme intrinsèquement stabilisante, car des investisseurs qui achètent des titres surévalués et vendent des titres sous-évalués sont nécessairement amenés à perdre de l'argent et donc à disparaître. La théorie financière moderne s'est fondée sur ce principe et son corollaire : le prix d'un actif reflète toute l'information disponible. Jusqu'à relativement récemment, les économistes considéraient ainsi les bulles comme théoriquement impossibles ou alors sous des conditions peu réalistes.

Mais, depuis quelques années, les économistes ont redécouvert les bulles et les raisons qui conduisent les prix à s'écarter dura-

Si les investisseurs professionnels agissaient selon leurs propres convictions et surtout à l'encontre du reste du marché en prenant des positions vendeuses alors que les cours continuent à monter, ils perdraient des clients

blement des valeurs fondamentales. Les travaux de Markus Brunnermeier, de l'université de Princeton, permettent de comprendre pourquoi certains investisseurs professionnels supposés informés et rationnels hésitent à vendre des titres surévalués. S'ils agissaient selon leurs propres convictions et surtout à l'encontre du reste du marché en prenant des positions vendeuses alors que les cours continuent à monter, ces investisseurs perdraient des clients. En effet, un investisseur qui identifie un ou des titres surévalués restera sur le marché tant qu'un nombre suffisamment important d'investisseurs n'a pas pris de position vendeuse. Il ne suffit pas que le diagnostic de surévaluation soit partagé par tous les investisseurs pour

faire éclater la bulle, il faut que la surévaluation soit de connaissance commune c'est-à-dire que tous les investisseurs savent que tous savent que tous savent... Seul un événement majeur susceptible de cristalliser les opinions contraires permettra de faire éclater la bulle. Celle-ci peut donc continuer à se développer pendant plusieurs jours ou plusieurs années.

Tous les investisseurs peuvent ainsi reconnaître que le marché est surévalué, et tous les investisseurs peuvent savoir que tous savent que le marché est surévalué, cela n'entraîne pas de correction. Personne n'est incité à sortir de ce jeu en premier, même si tous savent qu'il se terminera tôt ou tard. Les « gourous » de marché entrent alors dans la danse, car ces personnalités charismatiques, écoutées des investisseurs, peuvent tenter de réduire ou accroître les problèmes de coordination par de simples déclarations publiques. Malgré les problèmes de réputation qui peuvent en découler, la tentation de manipuler l'information pour en tirer profit est forte. Mais discerner un discours stratégique d'une analyse raisonnée devient particulièrement délicat lors de ces épisodes, d'autant que la bulle porte généralement sur des actifs difficiles à valoriser.

Ainsi, après avoir annoncé le retrait progressif de sa société d'investissement du capital de Petrochina, le milliardaire Warren Buffet mettait en garde les investisseurs contre l'achat de titres chinois devenus excessivement chers. Les réactions n'ont pas tardé. Mark Mobius, « gourou » des marchés émergents, n'a pas hésité à conseiller publiquement le titre à l'achat, et les analystes de Morgan Stanley et de Lehman Brothers ont rehaussé le prix cible du titre. Alan Greenspan n'a pas manqué de participer au débat. Il y a quelques jours, l'expert président de la Réserve fédérale américaine a diagnostiqué la formation d'une bulle sur les actions chinoises tout en restant évasif quant au moment où le retournement se produirait. On le comprend, après avoir dénoncé l'« exubérance irrationnelle » du marché américain en décembre 1996, les cours ont continué de progresser vigoureusement pendant plus de trois ans. La bulle chinoise n'a donc pas fini de faire parler d'elle. ■

Christophe Boucher est maître de conférences à l'université Paris-I et analyste quantitatif chez AAAdvisors (ABNAMRO).