

Markowitz a-t-il prévu la crise asiatique en 1997 ?

Free-lunch : peut-on avoir un meilleur rendement sans supplément de risque ?

Denis DUPRE¹

La théorie financière explique doctement qu'il n'y a pas de *free-lunch*². Ceci repose sur l'idée que l'on ne peut gagner à coup sûr à partir d'une mise nulle. L'hypothèse s'appuie sur des marchés efficients donc pour lesquels toute l'information sur les rendements et les risques est contenue dans les prix observés sur les marchés. Nous montrons dans un premier temps que la réalité est toute autre et que des profits sans risque (*free-lunch* réel) sont réalisés sur les marchés par ceux qui ouvrent des perspectives d'achats de nouveaux types d'actifs aux investisseurs. Dans un deuxième temps, nous soulignons l'existence de *free-lunch* virtuel comme la bulle financière asiatique. La réalité économique fait que, l'estimation des rendements et des risques répondant à des facteurs psychologiques puissants, des économies moins efficaces coexistent avec des économies performantes. C'est en intégrant une dynamique de retour vers cet équilibre théorique statique défini par Markowitz que nous cherchons à expliquer la crise asiatique.

I. **Free-lunch réel : l'application très discrète et lucrative de la théorie de diversification par les acteurs de la haute finance**

La théorie financière classique suppose qu'il n'est pas possible de gagner de l'argent à coup sûr à partir d'une mise initiale nulle. Cependant, nous allons montrer, qu'en ajoutant une classe d'actif dans un portefeuille constitué, on augmente son rendement à risque identique. Si l'on suppose que certains acteurs ne connaissent pas ou n'ont pas accès à toutes les classes d'actifs, l'acteur, ayant accès, lui, à tout le marché, peut faire profiter aux autres acteurs d'un supplément de rendement qui constitue ce que nous appelons en finance, le dernier "free-lunch". Nous pouvons en citer deux exemples : Goldman Sachs commercialise avec succès son indice sur matières premières et Citibank vend à ses clients une gamme complète de produits de diversification.

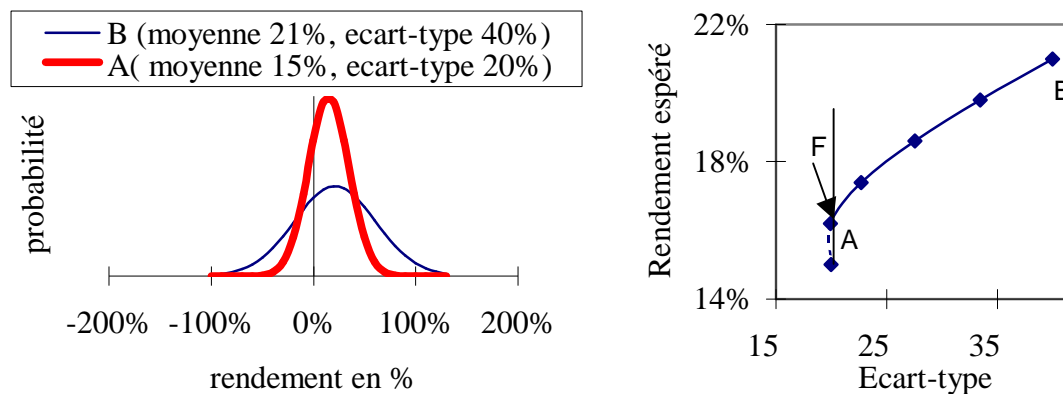
Un investisseur possède un actif A dont le rendement moyen est de 15% avec un écart-type de 20%. Notre investisseur débutant n'a dans son portefeuille que cet actif A. En tant que banque, je vais proposer à mon investisseur débutant un fonds F lui permettant de conserver un écart-type de 20% mais avec un

¹ Consultant, chercheur à l'université Paris-Dauphine (CEREG). Email : denis.dupre@wanadoo.fr

² littéralement "repas gratuit". Ce concept n'a pas de traduction adaptée.

rendement de 16,5%. Mon secret est de trouver le mélange optimal entre l'actif A et un actif B plus risqué que j'ai choisi.

Frontière efficiente d'un portefeuille composé de deux actifs A et B



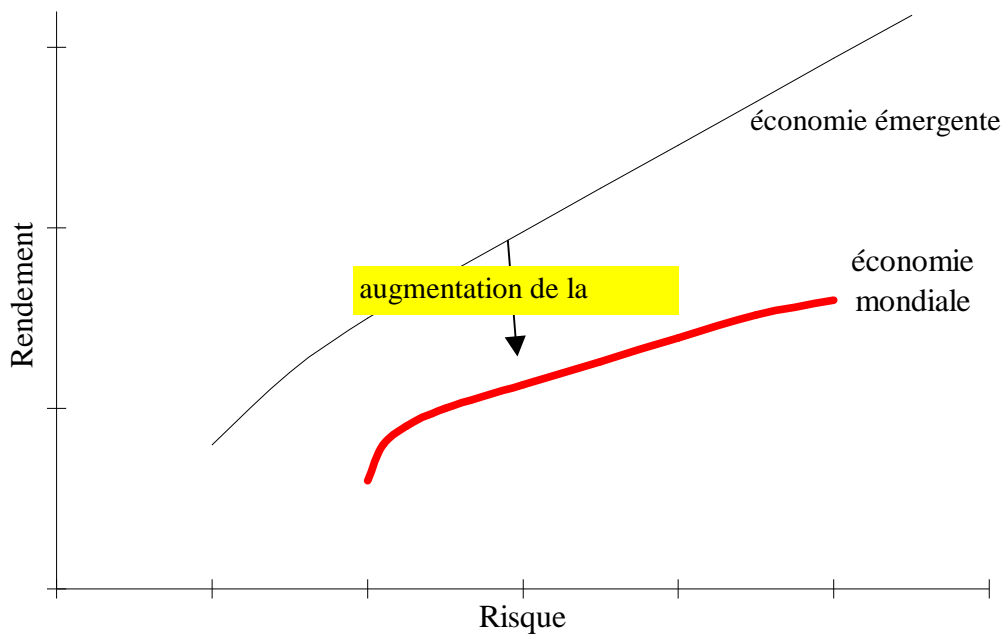
La frontière efficiente des portefeuilles composés avec les actifs A et B montre que le portefeuille composé uniquement de A n'est pas efficient puisque le portefeuille F (21% de A et 79% de B) obtient, avec le même risque, un rendement supérieur. Il y a donc un repas gratuit qui correspond à ces 1.5% de supplément de rendement que moi, banque, je vais partager plus ou moins équitablement avec mon client suivant mon appétit.

II. *Free-lunch* virtuel : mythe et réalité du festin asiatique

Nous allons ici appliquer à une économie ce qui est communément appliqué à des actifs. Cette hypothèse simpliste cherche à faire comprendre certaines forces gravitationnelles économiques puissantes. Une économie B de même risque et de rendement supérieur à l'économie A ne peut exister durablement. En effet l'arbitrage simple consisterait à vendre à découvert l'économie A pour acheter de l'économie B. Pour fixer les idées, on caractérisera l'économie par son indice boursier. Le prix des indices boursiers des économies A et B vont se modifier de telle sorte qu'elles aient même rendement et même risque. Ces hypothèses d'efficience de marché correspondent à un modèle d'équilibre. Les soubresauts actuels des pays asiatiques émergents soulignent que des états de déséquilibre existent fortement et que les modèles théoriques d'équilibre sont plutôt des états vers lesquels reviennent ces économies. Ces déséquilibres correspondent à des "free-lunch" virtuels. Dans le cas de la crise asiatique, il convient de ne pas se laisser étourdir par cette valse à trois temps.

A. *Au premier temps de la valse : l'eldorado*

L'économie B ayant un rendement supérieur en bourse estimé de 1% par rapport celui de l'économie A (5% par exemple), un investisseur "avisé" va acheter massivement B en annonçant un rendement supérieur de 1%. Cette marge supplémentaire de 1% sur les profits futurs, va être actualisée par les investisseurs ce qui entraîne une augmentation de 20% du prix de B. Ainsi les bourses des économies A et B ont le même rendement. Un nouvel équilibre économique est maintenant atteint.

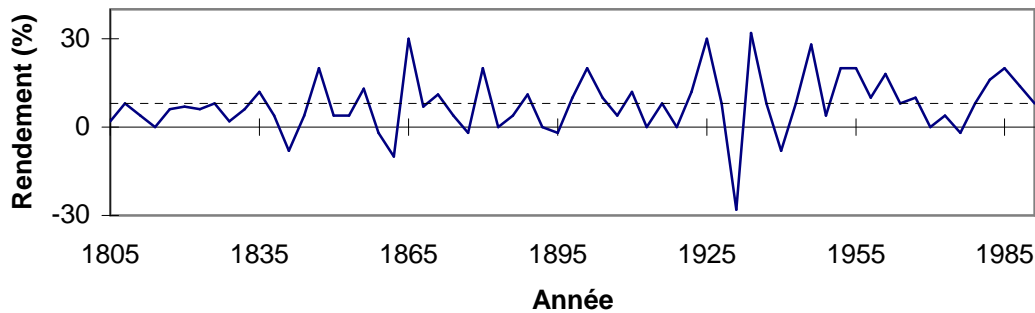


B. Au deuxième temps de la valse : la bulle spéculative

C'est oublier les moutons de Panurge qui lorgnent avec envie ce 25% de rendement de B (20% de plus-value et 5% de rendement) qu'ils comparent à leur maigre 5%. La confusion vient alors du fait que ce 25% correspond à un réajustement et non à une tendance de l'économie qui reste celle estimée initialement. Croyant au mythe du rendement sans risque, les plus mauvais gestionnaires voient là le remède à leur piètre gestion financière. De plus l'investisseur " avisé " peut être " malin " en poussant à la hausse, dans un jeu de poker psychologique, pour finir de tondre les moutons. Du rendement, il annonce alors que sa première estimation à 6% est sous-évaluée et que la réalité est plus proche de 9%. Le rendement affiché sur l'année de 25% apporte foi à ses dires et l'actualisation des profits futurs provoque mécaniquement une flambée de bourse de 50%. La bulle spéculative se gonfle et va détruire l'équilibre précédemment obtenu par une juste estimation du rendement réel. On voit ici l'importance des annonces médiatiques des gourous de la finance.

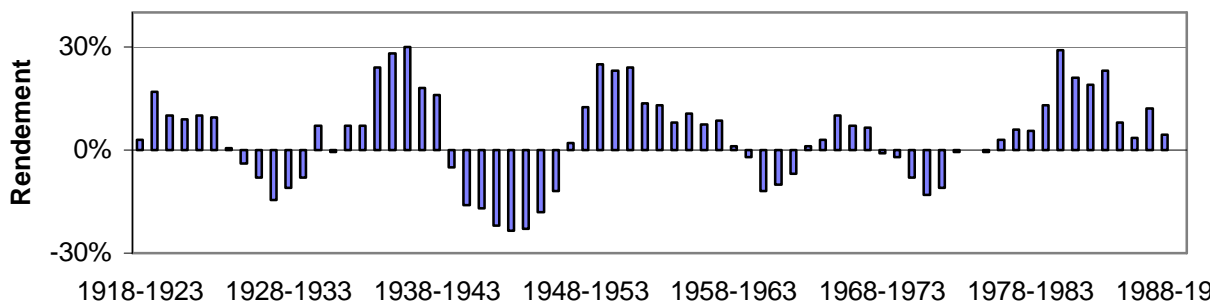
A ces rendements sur-estimés se rajoute le fait que l'historique boursier de ces pays émergents par définition est fait sur le cycle de démarrage de ces économies qui par principe est haussier. Or, nous pouvons voir sur des pays, comme la France ou les USA, ayant connu plusieurs cycles boursiers que les erreurs commises sur le rendement et le risque seraient importantes si l'on ne prenait en compte qu'un cycle haussier.

Rendement des actions américaines depuis 1805



source : Berstein (1997)

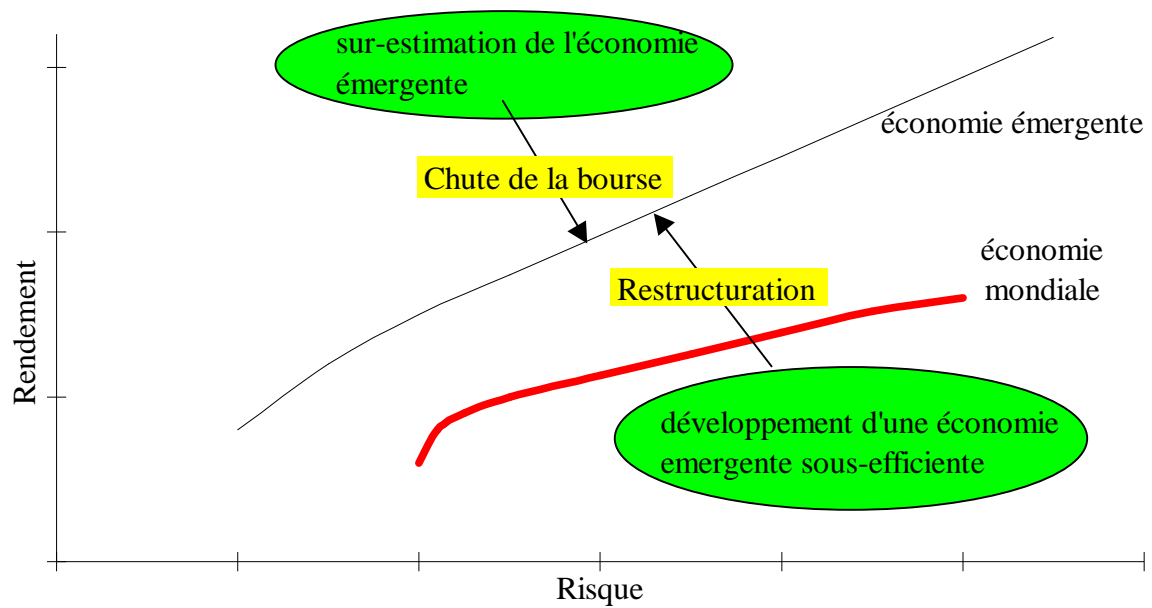
Rendement réel des actions en France sur 5 ans glissants depuis 1918



source : Cardif, Paribas

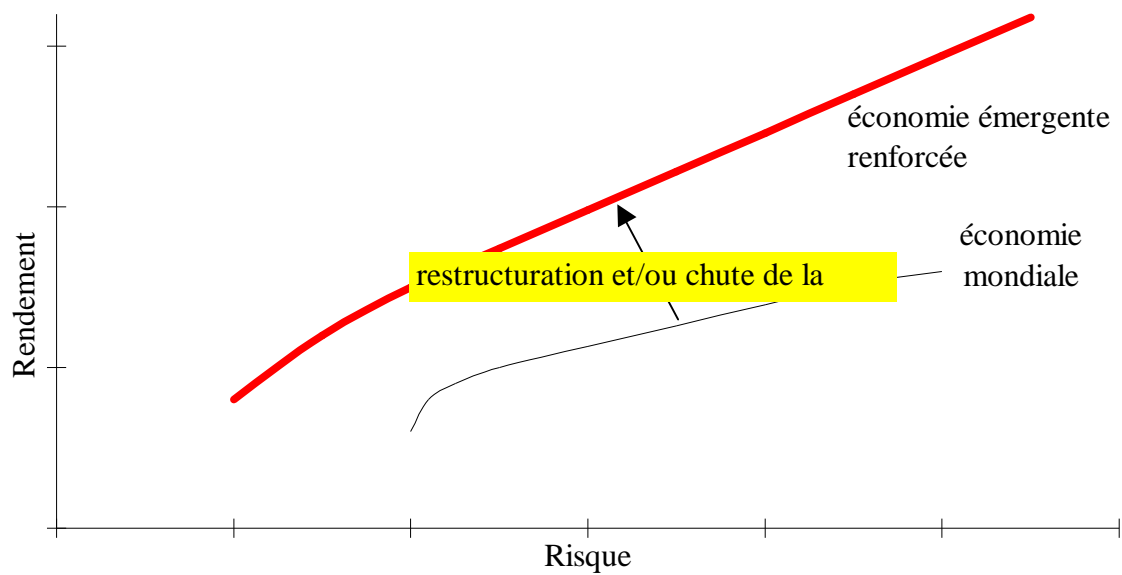
Les moutons peuvent être tondus une deuxième fois. Ils apportent leurs capitaux pour développer également des activités non efficaces dont la rentabilité s'avère en dessous de celle des activités qu'ils auraient trouvées dans leur zone géographique : l'herbe paraît toujours plus verte dans le pré d'à côté.

L'investisseur "malin" s'est dégagé du marché et vante déjà les mérites d'un nouvel Eldorado comme aujourd'hui, certains vantent les pays de l'Europe de l'Est. Dès l'éclatement de la bulle, le retour à l'équilibre va être brutal. Les capitaux des activités inefficaces cherchent à se dégager entraînant pertes massives pour les investisseurs et chômage dans l'économie émergente. Les activités efficaces, surestimées en bourse voient alors leur valeur boursière chuter. La crise est aujourd'hui en Asie. L'investisseur "malin" peut même tondre une dernière fois les moutons apeurés qui bradent leurs actifs.



C. *Au troisième temps de la valse : chute des bourses européennes*

La purge asiatique réalisée, et si la déstabilisation politique n'est pas au rendez-vous, la corruption réduite et le volant de main d'œuvre bon marché renforcé par la crise, vont conduire l'économie asiatique à être plus performante. En raison de son potentiel humain et technique, cette économie peut devenir dominante, et le dernier pas de valse doit ramener alors les autres économies au niveau rendement-risque de ces économies émergentes renforcées. **La crise en Europe est pour demain.** Si les restructurations entraînant une montée provisoire du chômage peuvent encore s'appliquer aux USA, l'Europe, elle, semble avoir atteint les limites de tolérance maximum admissibles pour le maintien de la démocratie : l'ajustement se fera par les cours de bourse.



Toute économie moins efficiente qu'une autre, c'est à dire qui offre un rendement corrigé du risque inférieur par rapport à ses concurrentes, est appelée, désertée par les investisseurs, à végéter. Le retour sur la frontière efficiente se fait de deux manières : soit le renforcement de l'efficacité par une restructuration qui entraîne pour un laps de temps une augmentation du chômage, soit une chute de la bourse qui mécaniquement augmente le rendement.

CONCLUSION

La méthode française incantatoire appliquée à Tchernobyl pour que le nuage radioactif ne passe pas les frontières s'applique aujourd'hui à la crise asiatique. La vision rendement-risque développée en 1952 par Markowitz éclaire utilement la crise asiatique et ses possibles conséquences sur la crise à venir en Europe. Une méthodologie d'allocation d'actifs intégrant le biais lié à l'imprécision du rendement et du risque pour les pays émergents apparaît aujourd'hui fort utile. Elle reste à inventer et à tester pour mieux prendre en compte les mirages de rendement de demain qui ne manqueront pas d'apparaître.