



J. de DEMANDOLX GESTION
Conseil & Gestion de Portefeuille

Réflexions sur la 8^e correction boursière depuis que je suis gérant de portefeuilles

par Jean de Demandolx-Dedons (*)

Décembre 2007

Sans remonter à la crise hollandaise des tulipes, ni à celle plus dramatique des années 1930, sans non plus vouloir donner des leçons, ni tirer sur des ambulances, je voudrais, en tant que fils, petit-fils et arrière-petit-fils de banquiers et tout en restant pragmatique, réaliste et modeste car le phénomène actuel est très compliqué, vous livrer mes réflexions à la suite des corrections boursières de 1968–1974-1981-1987-1990-1997-2001. (Je préfère le mot correction au mot de crise qui, à mon sens, ne veut rien dire. Les économistes parlent de cycles, les boursiers de corrections, c'est le bon terme).

Le Métier de banquier

J'ai toujours entendu dire dans ma famille que le métier de banquier était le métier le plus dangereux du monde, le moins aimé, le plus craint car le refus d'une échéance entraîne potentiellement la cessation de paiement. C'est aussi le métier le plus passionnant car il est créateur de richesse et réalisateur de rêves. Mais il exige prudence, transparence, courage, confiance, discrétion et contrôle. Si ces conditions ne sont pas remplies, on risque de s'entendre dire par les politiques et par les clients : « *les Banques, je les ferme, les banquiers, je les enferme* » (Vincent Auriol, 1947). La banque risque la faillite encore plus facilement que les autres acteurs de l'économie car son métier est un des plus risqués du monde.

En effet, le métier de banquier traditionnel à la différence du métier de banquier spéculateur ou d'affaires, est un métier risqué et peu rentable. En faisant son métier de base, c'est-à-dire prêter de l'argent, le banquier parie sur l'avenir du projet de l'entreprise, du particulier à qui il fait confiance même s'il prend des garanties qui vaudront ce qu'elles vaudront, s'il veut ou peut les exercer en cas de défaillance. Il parie d'autant plus lourdement que sa marge nette est faible. En effet, s'il prête 100€ à 5% sur 10 ans, qu'il porte ce crédit à l'actif de son bilan, en empruntant sous la forme comptes à vue ou comptes à terme auprès de particuliers, d'institutions, d'entreprises, de confrères ou à la banque centrale, dettes qui sont au passif de son bilan, avec un coût de collecte de son argent admettons de 3%, il gagnera disons 1% net après frais généraux, provisions pour risques, amortissements de ses implantations bancaires et impôts et tout cela avec un bilan composé de 8% de fonds propres et de 92 % de dettes sans parler des engagements hors bilan (Annexe 1).

(*) L'auteur, Chevalier de l'Ordre National du Mérite, est un ancien ESSEC, diplômé MBA de la Business School de Harvard, ancien chargé de cours de Finance et créateur du cours de bourse à l'ESSEC, Ancien Président du Harvard Business School Club de France, Directeur à la Chase Manhattan Bank à Paris, Directeur Général Adjoint de JP Morgan à Paris, et Président fondateur en 1989 de J. de Demandolx Gestion SA, Société de gestion de portefeuille.



Si par malheur (et statistiquement c'est quasiment assuré), il s'est trompé une fois sur 100 sur la qualité de son emprunteur, les conséquences en sont tout de suite très graves. En reprenant notre exemple, toute chose étant égale par ailleurs, d'un prêt représentant 5% du total de son bilan, soit 5 € et que l'entreprise « saute » après 3 ans au début de l'année 4, il lui faudra 33,3 ans pour récupérer sur d'autres très bons clients qui ne lui feront jamais défaut son engagement. Il aura perdu 5 € soit 62,5% de ses fonds propres, c'est considérable et bien sûr dû à l'importance de l'effet de levier dans le bilan des banques. S'il fait et il fera statistiquement de mauvais « paris » donc de mauvais crédits, la probabilité que le banquier perde la totalité de ses fonds propres, 8 € dans notre exemple est malheureusement quasi certaine dans le temps. La mort d'une banque comme la vie des hommes, est dans ses gênes et quasi certaine. C'est pourquoi les banques ne traversent jamais les siècles. Elles sont renflouées, fusionnées, nationalisées. Seules certaines très prudentes, familiales en général où la politique et la rentabilité à court terme ne sont pas les seuls critères, prudence qui leur est souvent reprochée, traversent le temps, en s'adaptant aux circonstances.

Les dérives bancaires

Que dire des banques qui sortent de leur métier traditionnel par ambition, par cupidité et « font des affaires » ? Elles spéculent sur leurs fonds propres ou sur l'argent de leurs déposants, font des opérations hors bilan qu'elles ne consolident pas dans leurs comptes. Elles transfèrent leurs risques de crédit sur des investisseurs naïfs qui ne comprennent pas toujours les produits financiers toujours plus sophistiqués que les banques de ce type leur proposent, investisseurs aussi soumis à la cupidité de leurs clients, entrepreneurs ou privés désirant toujours une meilleure rentabilité sans vouloir assurer le risque et sans payer le prix de la liquidité journalière de leur placement. Comme toujours, on veut le beurre, l'argent du beurre

Avec Eric Bourdais de Charbonnière, ancien Directeur général de JP Morgan et actuel Président du conseil de surveillance de Michelin, ancien responsable de salle de marché, ayant viré « sa cuti », nous avons vu depuis longtemps arriver cette crise, avons prêché dans le désert, contre les folies de la « désintermédiation » financière (terme barbare pour parler du transfert du risque de crédit des banques au marché) c'est-à-dire aux épargnants investisseurs. Nous avons lutté contre le financement hors bilan non consolidé, ainsi que contre les prises de positions importantes plus ou moins contrôlées des traders des salles de marché et contre les dérives du marché virtuel (options, futures). Nous nous sommes aussi élevés contre l'innovation financière non contrôlée hors des écarts type statistiques acceptables, contre les produits nouveaux innovants incompréhensibles pour la plupart des honnêtes gens, voire même pour les investisseurs dits qualifiés.

Tout cela est très rentable pour les promoteurs, distributeurs de ces produits financiers, mais beaucoup trop risqué pour les épargnants investisseurs, qui en feront les frais.

Poussé par les banquiers commerciaux aux États-Unis, dont malheureusement leur lobby a fait abroger en 1999 le « *Glass-Steagall Act* » de 1933 aux USA, mis en place justement pour éviter la confusion des genres et les conflits d'intérêts et pour freiner la cupidité des banquiers, le dérapage a pris des proportions considérables dans les 10 dernières années. N'était-il pas ahurissant que le Président de la première banque du monde, M. Sandy Weill de Citi Group, se flattait de dire « *qu'il n'avait jamais fait un crédit de sa vie* ». Il en était fier. Il n'avait fait que des « deals ». Quelle tristesse, quand on voit où tout cela a mené.



La spéculation des salles de marché

Le boom économique extraordinaire qu'a connu le monde, grâce, il faut le dire, à toutes ces pratiques financières favorisées par le bas niveau des taux d'intérêt, le laxisme dans les conditions d'octroi de crédit, la fiscalité, est à mettre aussi en exergue. Jamais, sauf, malheureusement pour notre pays, le monde n'a été aussi riche, jamais le commerce international n'a été aussi développé, jamais les producteurs, les cadres et entrepreneurs n'ont été aussi bien récompensés financièrement, dans leurs salaires, stocks-options, bonus etc...Jamais il n'y a eu autant de nouveaux riches dans le monde. Les marchés financiers ont explosé, la bourse a changé de dimension. Non seulement, elle permet de rendre liquide un investissement à long terme (actions) mais elle joue un rôle de complément de financement de l'économie lors des introductions en bourse par augmentation de capital ou lors des augmentations de capital en numéraire ou encore comme indicateur de performance économique. Elle est malheureusement devenue un peu trop « un casino à court terme » comme je l'écrivais dans ma *NewsLetter* de 2001, entre les mains de spéculateurs et non plus d'actionnaires investisseurs. Il me semble que je retrouve sur le marché des actions les mêmes caractéristiques que sur le marché des changes des années 80 c'est-à-dire sur le marché du Dollar-Mark et son corollaire Mark-Franc Français. En effet à cette époque, 80 à 90% des transactions en volume et en nombre étaient des échanges interbancaires spéculatifs, et 10 à 20% seulement étaient réelles et représentaient des échanges commerciaux et financiers (exportations, importations de biens et de services, investissements, désinvestissements, dividendes, intérêts, royalties)

Grâce à l'Euro, toute cette spéculation, rentable pour les banques mais sans intérêt pour l'économie réelle, s'est concentrée sur le Dollar Euro, le Yen-Dollar et sur les autres marchés (dettes, matières premières dont bien sûr le pétrole et le marché des actions). Il apparaît que les investisseurs ont perdu leur pouvoir sur l'évolution du cours des actions et sur sa formation. Le marché est fait par ces nouveaux opérateurs, qui interviennent massivement à travers des indices et des opérations à terme, profitent des variations des cours pour dégager des plus-values. Il est sidérant, par exemple, de penser que 18% du capital de Saint-Gobain ait pu changer de mains, en septembre, sans augmentation du cours.

L'incompréhension des patrons d'entreprise devant l'évolution du cours de leurs titres est justifiée car même s'ils publient de magnifiques résultats, font de brillantes présentations aux analystes financiers de ces mêmes banques d'affaires, leurs cours sont en fait déterminés par les fonds spéculatifs (*hedge funds*), par les traders pour compte propre maison, par les programmes informatiques automatisés, par la multigestion et les traders d'options et d'indices type Kerviel, qui ne s'intéressent pas à l'entreprise mais aux mouvements journaliers du cours de bourse, à sa volatilité, pour gagner de l'argent pour le compte de leur maison et indirectement d'eux-mêmes.

Les corrections boursières

Toutes les corrections boursières ont des caractéristiques communes. Elles sont plus ou moins annoncées par certains gourous ou visionnaires, en général beaucoup trop tôt. Il y a plus de trois ans pour certains dans cette présente correction. Elles se déclenchent à partir d'un incident pas toujours prévisible, pas toujours celui qu'on attendait. Elles ne sont pas considérées comme très graves au début et comme dans le cas d'un incendie, on pense qu'elles peuvent s'éteindre d'elles-mêmes sans intervention des pompiers, type banques centrales, jusqu'au jour où les opérateurs spéculateurs, « voyous » pour certains, visionnaires avisés pour d'autres, ou simplement gestionnaires prudents décident d'alléger leurs positions. Elles s'accroissent ensuite quand ces opérateurs prennent des positions à la vente, à découvert, pour eux-mêmes ou pour leurs clients en empruntant des titres aux institutions qui les leur prêtent naïvement, sciant la branche de l'arbre sur laquelle elles sont assises, tout cela pour une faible rémunération. Les mains faibles vendent leurs titres, ce qui entraîne encore plus la baisse voire un vent de panique qui fait alors la une des journaux grand public. Le phénomène est amplifié comme on l'a vu par les différents systèmes et par l'interdépendance, l'interconnexion des marchés mondiaux.

Dans le cas de l'actuelle correction de 2007-2008, le signal de fin de partie n'a pas encore été sifflé car la crise bancaire à l'origine de cette correction n'est pas terminée.



La correction boursière actuelle

Les raisons de cette correction commencent à être connues.

Contrairement à celle de 2001-2002, la crise est bancaire et non pas économique. Elle a pour origine l'innovation financière des banques américaines et européennes et la titrisation qui a eu pour conséquence de transférer le risque de crédit au marché. Il n'y a pas de bulle des actions des entreprises cotées, peut-être sont-elles marginalement surévaluées, mais les entreprises sont bien gérées, les bilans sont sains, les dividendes confortables, la croissance au rendez-vous. Il y a un début de surchauffe pouvant amener une reprise de l'inflation, les prix des matières premières y compris le prix du pétrole bien sûr explosent, la productivité est toujours au rendez-vous, le système tourne à plein régime. En moyenne sur les cinq dernières années 6% de croissance dans le monde, 12% en Chine, 4% aux USA.

Qu'est-ce qui a dérapé ? Contrairement aux articles de la presse économique française qui consacre ses pages aux seuls crédits *subprimes*, la crise actuelle est bancaire et para-bancaire. Elle concerne l'octroi de crédits hors contrôle du système bancaire, par le biais de repackaging de crédits immobiliers, résidentiels (qui peuvent inclure des *subprimes*), commerciaux, crédits à la consommation, crédits à l'entreprise, (RMBS, CMBS, ABCP, *Subprime*, CLO), réalisés par les banques sous la forme de structures spéciales (CDO, SPV, SIV) et revendus par tranches de dettes sur le marché du gré à gré à des investisseurs finaux directs ou indirects (fonds de pension, FCP, SICAV, banques, assureurs, associations, *hedge funds*), qui peuvent être soumis à des règles prudentielles d'investissement différentes, voire à l'absence de règles.

Ces investisseurs ont commencé à prendre peur en 2007 en s'interrogeant sur la qualité des crédits consentis et des titres détenus.

Quand cette inquiétude est apparue en avril-mai 2007, certains investisseurs finaux, trésoriers d'entreprises en particulier, ont commencé à demander le remboursement de leurs FCP et SICAV de trésorerie monétaire dit dynamique, entraînant une demande de remboursement de certains papiers sophistiqués récemment achetés.

D'autres investisseurs de type *hedge funds* ont cherché à revendre dans le marché (notamment aux banques qui leur avaient vendu les titres) les tranches de dettes émises par les CDO, les SPV et SIV qu'ils avaient souscrits (voir tableau Annexe 2). Ces véhicules étaient très bien notés AAA par les agences de notation du type Standard & Poors et Moodys, elles-mêmes rémunérées par les banquiers arrangeurs. Lorsque les inquiétudes concernant ces produits sont apparues, les investisseurs qui ont voulu les vendre n'ont pu trouver de contrepartie ou se sont vus proposer des conditions de rachat inacceptables. D'où la crise, car la liquidité de ces produits s'est avérée inexistante. Certaines sociétés de gestion, pour maintenir leur image de marque, (les grands réseaux), ont repris sur leurs livres ou ont fait reprendre par leurs maisons mères ces instruments financiers illiquides. Compte tenu des normes comptables, (évaluation au cours du marché), elles ont dû passer des provisions en fin d'année pour tenir compte de la perte de valeur de ces instruments financiers. D'autres institutions ont fait supporter à leurs clients leurs pertes, d'autres ont fermé et liquidé leurs fonds, d'autres enfin, pour toujours les mêmes raisons, ont dû s'adosser pour faire face aux demandes de rachat. À ce jour le système bancaire annonce des pertes et passe des provisions pour risques considérables. Le potentiel de provisions à passer est évalué à 400 Milliards d'€, mais personne ne sait vraiment si cela sera suffisant. Le très bon management de la crise par les autorités bancaires du monde, qu'il s'agisse de la FED (baisse des taux, mise à disposition de liquidités), de la BCE (liquidités), de la Banque d'Angleterre, de Suisse et du Japon et par les autorités de marché (SEC, FSA, AMF), a permis d'éviter la crise majeure dite systémique. Mais devant nous se profile peut-être un effet de domino si le système bancaire, qui ne le peut, doit potentiellement reprendre sur ses livres à l'actif de son bilan tout ou partie des crédits et engagements qu'il a syndiqués en les vendant au marché.

Citi Group, Merrill Lynch, UBS, Commerzbank, Société Générale, Crédit Suisse ont déjà annoncé d'énormes provisions pour dépréciation de leurs créances en CDO, SPV, et autres SIV renforçant l'inquiétude dans le système. D'autres annonces sont à venir qui ne devraient pas rassurer, créant un climat de défiance par effet collatéral sur le marché des actions.



Il faut féliciter les autorités de tutelle, « *Office of the Comptroller of the Currency* » aux États-Unis, Commission bancaire en France, SEC, FSA, AMF pour les autorités de marché, car le système est sous contrôle, bien coordonné au niveau mondial et a bien fonctionné.

Il faut que le marché actions indirectement impacté, qui est le plus nerveux et le plus liquide, digère toute cette crise. Le système mondial s'est en fait très bien comporté, la correction en cours est la bienvenue, n'ayant pas nécessité une intervention disproportionnée des banques centrales pour calmer le jeu. Est-ce reculer pour mieux sauter, les marchés ont corrigé, ont-ils assez corrigé ? Trop corrigé ? Les comptes des banques reflètent-ils la vérité ? Si vérité il y a. Il faut un peu de temps, quelques mois, pour y voir plus clair.

En gardant raison, en gardant son sang-froid, en restant discrètes, en communiquant peu, en étant transparents vis-à-vis des autorités politiques, les autorités de tutelle et de marché ont évité la panique contrairement à ce qui s'est passé à Londres avec Northern Rock et en 1721 avec la faillite de la banque Law lorsque les carrosses du Prince de Condé et du Prince de Conti sont venus rue Quincampoix retirer leurs lingots d'or et leurs dépôts en espèces au siège de la banque soutenue par le Régent.

Les leçons à tirer

L'avenir nous dira si cette correction sera porteuse d'un message et s'il en sera tenu compte.

L'histoire qui est un éternel recommencement nous apprend malheureusement que la nature humaine est cupide et oublie vite.

S'il y a une leçon à tirer de cette crise bancaire qui n'est pas finie, c'est de prévenir la suivante, et quitte à me faire mal voir par certains professionnels de la banque et de la finance, je dirai que « les notes et produits structurés sophistiqués », les fonds à formule, les fonds dits garantis, les FCP ou SICAV de certains pays émergents, les FCP ou SICAV de certains secteurs économiques trop spécifiques, (énergie, distribution, finance, eau) risquent d'être les prochains problèmes. Comme toujours, les victimes seront les épargnants- investisseurs s'ils ne sont défendus par de véritables sociétés de gestion de portefeuille sous mandat, respectueuses de leurs clients et par l'AMF dont c'est la mission.

Il serait bon de procéder à une grande étude sur cette correction boursière.

Elle devrait porter sur les conflits multiples d'intérêt entre les activités pour compte propre des banques et leurs autres pôles d'activité voire de leurs clients, sur les agissements des agences de Notation, tout à la fois juge et partie, sur les agissements des salles de marché, sur les vendeurs à découvert des grandes, moyennes et petites capitalisations boursières, sur les prêteurs de titres, sur les conseillers en multigestion et sur les programmes informatiques automatisés sans oublier les conseillers en gestion de patrimoine (CGP et CIF) pour s'assurer qu'ils n'ont pas fait arbitrer au pire moment les portefeuilles de leurs clients, faisant en réalité acte de gestion, ce qui leur est interdit.

De même l'étude devrait porter sur le comportement des trésoriers d'entreprises et des autres institutionnels qui ont poussé les gérants de FCP et SICAV de trésorerie à faire de la surperformance.

Elle devrait aussi s'intéresser aux gérants de FCP et SICAV de valeurs moyennes qui ont changé de métier en faisant de la banque d'investissement ainsi qu'aux banquiers intermédiaires, vendeurs de produits, intéressés à ce que les clients arbitrent pour toucher leurs commissions de mouvement.



L'avenir

Plusieurs pistes de réflexion sont à mener.

Non seulement elles doivent être étudiées et les mesures à prendre traitées au niveau mondial (G8, FMI) mais elles pourraient se concentrer sur les points suivants :

- Faut-il revenir à la répartition stricte entre banques commerciales (dépôts) et banques d'affaires, comme cela existait aux États-Unis de par le « *Glass-Steagall Act* » de 1933 jusqu'en 1999 ? Personnellement, je le crois.
- Faut-il renchérir le coût des opérations spéculatives sur les marchés à terme (LIFFE, EUREX, CBOE, NYMEX, LME etc.) en augmentant fortement le niveau (taux) des dépôts qui devrait s'appliquer à tous les intervenants quelque soit leur taille ? Personnellement j'en suis convaincu.
- Faut-il instaurer, une taxe fiscale spécifique sur les transactions de ces mêmes marchés à terme pour en renchérir le coût et rendre ces opérations spéculatives plus onéreuses ? Personnellement je pense que cela serait une bonne idée, mais je crains que ce soit impossible dans le contexte actuel.
- Faut-il, non par la contrainte mais par une bonne gouvernance, limiter les bonus des directions et des traders des salles de marché, car les gains ne sont réalisables que grâce à la réputation de la banque qui leur alloue des ressources qui ne leur appartiennent pas et en faisant prendre à la banque des risques accrus ? Personnellement je le crois.
- Faut-il regrouper en France les autorités de tutelle comme en Angleterre sous une même et seule autorité regroupant le contrôle des banques, des assurances et du marché ? Personnellement je ne le pense pas.
- Faut-il au niveau européen, 3 autorités distinctes, (banques, assurances, marchés)? Personnellement, je n'en suis pas persuadé ?
- Faut-il au contraire une autorité européenne globale distincte regroupant banques, assurances et marchés et des autorités locales spécifiques (banques, assurances, marchés) ? Personnellement, je penche sur cette solution.

Beaux sujets de réflexion à la hauteur des enjeux.

Une grande certitude : « la confiance des intervenants du marché, qu'ils soient investisseurs, émetteurs ou intermédiaires, doit être restaurée. Elle est essentielle pour que le système perdure. »

Définitions

ABS :	<i>Asset-Backed Securities</i> (Titres adossés à des actifs)
ABCP :	<i>Asset-Backed Commercial Paper</i> (Papier commercial adossé à des actifs)
CDO :	<i>Collateralized Debt Obligation</i> (Dette garantie par des obligations)
CLO :	<i>Collateralized Loan Obligation</i> (Dette adossée à des prêts entreprises)
CDS :	<i>Credit Default Swap</i> (Swap de défaut de crédit)
CMBS :	<i>Commercial Mortgage Backed Securities</i> (Titres adossés à des prêts immobiliers commerciaux)
RMBS :	<i>Residential Mortgage Backed Securities</i> (Titres adossés à des prêts immobiliers d'habitation)
SIV :	<i>Structured Investment Vehicle</i> (Véhicule d'investissement structuré)
SPV :	<i>Special Purpose Vehicle</i> (Véhicule d'investissement à objectif spécifique)
<i>Subprime Mortgages</i> : (Prêt hypothécaire d'habitation à risque)	