

## **Les marchés financiers sous pression : entre crises politiques et réglementations plus contraignantes**

*Participaient à la conférence :*

*Karine BERGER, Economiste, Associée de EcoMining*

*Dominique CERUTTI, Président et Directeur Général Adjoint, NYSE Euronext*

*Marc FIORENTINO, Montfinancier.com*

*Les débats étaient animés par Hubert TASSIN, Directeur Général, Directeur de la Rédaction, BFM Business.*

### **Hubert TASSIN**

Avant d'ouvrir les débats, Jean-Marc Bourmault, responsable de l'organisation de ce congrès, m'a demandé de revenir sur une année 2011 qui, pour Patrimonia, a été marquée par la disparition de deux personnes ayant beaucoup compté pour votre profession et sans lesquelles Patrimonia n'existerait pas. Je veux bien évidemment parler d'Alain Metternich et de Jean-Luc Bengel.

Alain Metternich, qui a été mon patron pendant une dizaine d'années et dont j'étais très proche, nous a quittés en avril dernier après avoir lutté pendant cinq ans contre sa maladie. Il a été l'instigateur, avec Michel Girardet, de cette convention, croyant, dès le début des années 90, à l'émergence du métier de conseiller en gestion de patrimoine. Discret et d'une très grande efficacité, il était heureux dans les salons. Il a dirigé DI Group qui, à l'époque, comprenait la *Tribune*, *Investir* et *Radio Classique*.

Jean-Luc Bengel, fondateur de la revue *Gestion de Fortune*, nous a quittés à la fin du mois de juillet à l'issue d'une longue maladie. Le soutien de son magazine a été déterminant dans la promotion de vos métiers. Je vous remercie d'avoir une pensée pour Brigitte, l'épouse d'Alain, et Eliane et Eric, épouse et fils de Jean-Luc. Ils ont tant donné pour nos métiers qu'ils resteront dans nos mémoires.

### **Hubert TASSIN**

Le thème de la présente conférence est le suivant : « *Les marchés financiers sous pression : entre crises politiques et réglementations plus contraignantes* ». Lorsque nous l'avons choisi en début d'année avec Alain Metternich, nous ne nous attendions pas à ce qu'il soit à ce point au centre de l'actualité. L'objectif de cette conférence est de vous donner des clés pour vous aider à comprendre la situation, afin de vous placer en capacité d'apporter davantage d'explications à vos clients.

## **I. Récession ou affaiblissement de la croissance ?**

### **Hubert TASSIN**

Karine Berger, sommes-nous entrés dans une période de récession ?

### **Karine BERGER**

Il est aujourd'hui indispensable de garder la tête froide et de ne pas se laisser emporter par les torrents de commentaires qui affluent, dans un sens ou dans l'autre.

En mars ou en avril 2011, les responsables gouvernementaux se félicitaient du taux de croissance français du premier trimestre, à 0,9 %. A cette époque, chacun pensait que la crise était dernière nous. Seuls les économistes insistaient sur le caractère particulier du premier trimestre, dont les résultats étaient en partie le fruit de rattrapages techniques. Le ralentissement que nous connaissons, malheureusement, dépasse ce que nous avons imaginé. A ce stade toutefois, il ne s'agit encore pas d'une récession.

Au début de l'été 2011, la crise de 2008 et 2009 n'était toujours digérée au plan économique, se traduisant par des niveaux de production industrielle, au sein des pays de l'OCDE, toujours inférieurs à ce qu'ils étaient en 2007. Cet affaiblissement concernait tant la France que l'Allemagne, qui affichaient alors un décrochage de leur production industrielle de 8 % par rapport à la fin de l'année 2007. Au Etats-Unis, ce taux de décrochage s'établissait à 5 ou 6 %. Dans le reste du monde néanmoins, le rattrapage avait eu lieu. Ainsi, la production industrielle de l'Asie, à l'été 2011, excédait de 33 % son niveau de 2007.

Durant l'été, les gouvernements savaient que le ralentissement était inévitable, la problématique liée aux déséquilibres de la dette n'ayant pas du tout été « attaquée ». De fait, elle passera par la mise en œuvre d'une politique de rigueur et par la contraction du crédit.

Enfin, les indicateurs conjoncturels du mois de septembre 2011, qu'ils adressent la production, la demande ou la consommation, sont médiocres. Si la récession n'est pas à l'ordre du jour, le ralentissement est réel.

### **Hubert TASSIN**

Ce ralentissement vaut-il pour la France, l'Europe, les Etats-Unis et l'Asie ?

### **Karine BERGER**

Toutes les zones de la planète affichent des indicateurs en dégradation. En France et en Allemagne, ils sont extrêmement médiocres. Ainsi, les flux de B to B démontrent que le *business* n'est pas reparti. Cela ne constitue toutefois pas une réelle surprise. Les Etats-Unis, pour leur part, sont dans une situation dégradée. Cette année, leur taux de croissance devrait s'établir à 1,6 %, ce qui s'apparente à une forme de récession.

**Hubert TASSIN**

Les Etats-Unis ne sont-ils pas en train de connaître une situation que l'Europe vit depuis 10 ou 15 ans ?

**Karine BERGER**

Oui. Le taux de croissance européen se dégrade. Dans le meilleur des cas, l'économie française terminera l'année 2011 avec un taux de croissance de 1,6 %. Selon le projet de loi de finances présenté le 28 septembre, le gouvernement table sur une croissance 2012 de 1,7 %. En parallèle, les experts penchent plutôt pour un taux de croissance de 1,2 %.

Quoi qu'il en soit, le contexte est marqué par un ralentissement économique important, qui découle :

- **de la contraction des crédits financiers accordés aux entreprises**

A défaut de lignes de crédits à court terme, les entreprises ne peuvent pas exporter ou faire du *business* entre elles.

- **de la perte de pouvoir d'achat des ménages**

Elle résulte de l'envolée des cours du pétrole constatée au printemps. Les prochains mois, de surcroît, devraient être marqués par un ralentissement salarial très important.

A date, la France n'est pas entrée en récession. Elle fait toutefois face à un ralentissement important et brutal, auquel il conviendra d'apporter une réponse politique et économique.

## **II. Retour sur la crise actuelle**

**Hubert TASSIN**

Marc Fiorentino, quel est votre sentiment sur la crise actuelle ? Constitue-t-elle le prolongement de la crise de 2008 ?

**Marc FIORENTINO**

D'aucuns font référence à la crise de l'été ou à la crise de la dette bancaire. Or la crise actuelle est le prolongement de la crise de 2008. Pour rappel, la croissance mondiale, au cours des dix dernières années, a été financée par le crédit.

La bulle de crédit est, aux Etats-Unis, extrêmement importante, tant au niveau de l'Etat qu'au niveau des ménages. En effet, l'économie américaine repose sur la surconsommation et le surendettement. Le monde entier est affecté par cette bulle de crédit, créée en partie par l'explosion de la bulle internet et les événements du 11 septembre. Depuis ces derniers, Alan Greenspan considère que les vannes doivent désormais « rester ouvertes ».

Au cours de l'année 2008, l'économie mondiale a été victime d'une forme d'arrêt cardiaque. Malheureusement, ce choc n'a pas été salutaire, compte-tenu de l'incompétence totale de la classe politique mondiale, de droite ou de gauche. Les Etats-Unis de Georges Bush et de Barak Obama portent d'ailleurs une très grande responsabilité dans la crise.

Toutes les mesures mises en œuvre depuis 2008 n'ont servi à rien. Si elles ont permis à l'économie mondiale de gagner un peu de temps en effet, elles ont contribué à la dégradation du système. A titre d'exemple, la prime à la casse est souvent présentée comme une mesure neutre dans la durée et permettant d'anticiper un peu de croissance économique. Or elle repose sur l'injection d'argent dans des programmes inutiles. Elle a pour objectif de relancer la consommation alors que les classes les plus défavorisées, y compris américaines, épargnent en période de crise.

L'une des erreurs les plus importantes qui a été commise a été de redonner de l'argent aux banques. A l'époque, le Ministre Français des Finances affirmait, à l'occasion d'un débat, que ce dernier serait suivi afin qu'il alimente les circuits de l'économie. Dans les faits, il a été investi dans l'or, dans les matières premières ou encore dans les pays émergents. Ainsi, l'argent distribué à la BNP ou à la Société Générale a immédiatement irrigué les marchés financiers, créant de nouvelles bulles. L'économie réelle n'en a pas profité. Les patrons de PME, aujourd'hui, ne parviennent plus à obtenir de lignes de crédit. La solution déployée n'a donc fait qu'amplifier la crise.

D'aucuns stigmatisent les marchés financiers dans la crise. Le titre de la présente conférence fait référence aux marchés financiers sous pression. A mon sens, c'est le monde qui est sous pression. Les marchés financiers, finalement, n'offrent qu'une vision caricaturale de ce qu'est ce dernier. Trois ou quatre mois avant la faillite de Lehmann Brothers, les marchés financiers avaient raison, ayant compris qu'elle ne valait rien. En parallèle, nombreux sont ceux qui prétendent aujourd'hui que le cours de l'action de la Société Générale, à 15 euros, est sous-coté. Nul ne peut l'affirmer.

### **Hubert TASSIN**

Existe-t-il un « risque de système » ?

### **Marc FIORENTINO**

Non. Le projet de loi de finances du gouvernement est réellement inconséquent, renvoyant à une classe politique aveugle et centrée sur les élections de 2012. Pour imaginer mon propos, c'est comme si l'un des passagers du Titanic avait renvoyé son plat au motif qu'il était trop salé alors même que le bateau était en train de couler.

Le monde est en train de sombrer. En effet, les taux de chômage commencent à être très élevés. Comme Karine Berger l'a indiqué justement, notre regard ne doit pas être autocentré sur l'Europe. Les Etats-Unis sont dans une situation autrement difficile, étant en voie de tiers-mondisation. Je forme d'ailleurs beaucoup plus d'inquiétudes pour les Etats-Unis que pour l'Europe.

### III. Le système économique en question

#### Hubert TASSIN

Dominique Cerutti, les marchés financiers constituent une forme de baromètre. D'un jour sur l'autre, les cours de certains titres peuvent varier de 20 %. Cela atteste-t-il d'un dysfonctionnement du système ? L'économie va-t-elle en souffrir ?

#### Dominique CERUTTI

Le monde connaît actuellement une crise économique générale. Il est confronté à des dettes importantes et les marchés ne fonctionnent plus correctement. En effet, ces derniers ne jouent plus leur rôle de financement de l'économie. Tous les experts s'accordent d'ailleurs sur le sujet. Dans le même temps, la classe politique ne parvient pas à traiter la crise.

Les marchés financiers ne jouent plus leur rôle pour quatre raisons. La première découle de leur opacité galopante. Ainsi, les produits dérivés, à 600 000 milliards de dollars, représentent dix fois le PIB mondial. 90 % de ce marché renvoie à des opérations de gré à gré entre institutions financières marquées par une opacité très importante, laquelle ne fait que s'accélérer. La deuxième correspond à la fragmentation de la transparence. En Europe ainsi, le traitement des actions peut se faire depuis 232 places d'exécution, ce qui complexifie très fortement la tâche des régulateurs des marchés. En effet, 90 % du marché est opaque et les 10 % restant sont très fragmentés.

La troisième raison tient à la globalisation des marchés. En parallèle, les régulateurs et les gouvernements n'opèrent qu'à leur propre niveau. Aussi les réponses qu'ils apportent aux problèmes qui se posent sont-elles inefficaces. La quatrième raison vient du fait que les profits sont désormais prioritaires sur l'économie.

Comment le monde a-t-il pu en arriver là ? Des erreurs majeures ont été commises des deux côtés de l'Atlantique. La compétition est allée beaucoup trop loin, créant de l'opacité et de la fragmentation. De surcroît, les principaux avocats de la compétition à tout crin sont les tenants d'un courant de pensée anglo-saxon poussé par le CSI et les grandes banques anglo-saxonnes. Si je ne les diabolise pas, force est de constater qu'ils ont grandement influencé les régulations américaines et européennes.

Aujourd'hui, 75 % des entités opérant sur les marchés sont des *hedge funds* et des *traders*. De fait, les marchés sont aujourd'hui à la dérive. Toutefois, la crise des marchés financiers a ceci de positif qu'elle constitue une pique de rappel sur les déclarations de 2008 non suivies d'effets. Il est désormais indispensable de les mettre en application, pour que les marchés se recentrent sur leur rôle premier de financement de l'économie.

#### Hubert TASSIN

Je vous remercie pour cette intervention, tout aussi pessimiste que celle de votre prédécesseur à la tribune.

## IV. Quelles solutions ?

### Hubert TASSIN

Quelles sont les solutions à la crise bancaire et à la crise des dettes souveraines ?

### Karine BERGER

Contrairement à ce qu'a dit Marc Fiorentino, tout n'est pas encore perdu. La crise de la dette et la crise des marchés résultent d'erreurs politiques manifestes. En réalité, il n'existe pas d'actif financier sans risques. Le véritable problème, c'est que tout le monde s'est persuadé du contraire, à travers les produits obligataires. Historiquement, le cours d'une obligation cotée 100 ne pouvait osciller qu'entre 98 et 102. Malheureusement, la dette grecque l'a fait descendre à 40. La dette irlandaise et la dette espagnole ont suivi le même schéma.

Le monde et les investisseurs financiers se demandent quand l'Europe acceptera de reconnaître que la dette grecque vaut 40, que la dette irlandaise vaut 70, que la dette espagnole vaut 80 et que la dette italienne vaut 95. Durant l'été, l'Europe a refusé de l'admettre, ce qui constitue une erreur majeure. Quelle est, du coup, la valeur des bilans des institutions financières ? Tant que ces derniers ne seront pas mis en conformité avec les prix du marché, personne ne croira aux promesses des institutions financières sur ce qu'elles croient être leur bilan.

Pour bloquer la panique qui s'est emparée de tous les acteurs, il est indispensable de reconnaître que certains actifs financiers ne sont pas correctement *pricés* dans les bilans des institutions financières. Autrement dit, l'Europe doit admettre que les Grecs, les Irlandais et les Espagnols ne rembourseront pas l'intégralité de leurs dettes. Tant que cette étape n'aura pas été franchie, vous recevrez, chaque matin, des appels de vos clients vous demandant quand tel ou tel acteur va faire faillite.

A ce stade enfin, il est prématuré de parler de faillite. Le véritable problème est que le reste du monde ne sait pas où les institutions financières en sont. C'est pourquoi il est primordial de rétablir la transparence et la vérité sur la situation réelle des bilans des sociétés financières européennes.

## V. Vers une sortie de la zone euro ?

### Hubert TASSIN

Pourquoi les regards se focalisent-ils sur la Grèce, alors que les Etats-Unis sont dans une situation très dégradée ? Pourquoi se concentrer sur un petit Etat au sein de l'îlot stabilisé qu'est l'Europe ?

### Marc FIORENTINO

A mon sens, les regards ne sont pas concentrés sur la Grèce. Aujourd'hui en effet, ils se posent sur l'Italie. Plus personne ne parle de l'Irlande et du Portugal. L'Espagne, de la même manière, a été mise de côté. Désormais, on se demande quel sera le prochain état concerné.

## **Hubert TASSIN**

La France ?

## **Marc FIORENTINO**

Oui. A l'occasion d'une récente émission télévisée, un intervenant estimait fort justement que la France était le passager clandestin de l'Allemagne. Les fonctionnaires de Bercy, s'ils réfléchissent un peu, doivent se demander, chaque matin, comment la France peut encore être notée AAA, quand l'Italie est notée A. En tant qu'homme de terrain en effet, je ne perçois pas de différences majeures entre les situations de ces deux pays.

Le problème de la Grèce, c'est celui de la construction européenne. Je suis évidemment très favorable à l'Europe et à l'euro, lequel a apporté à tous les pays, y compris à l'Allemagne qui a tendance à l'oublier aujourd'hui. Cela étant, il aurait fait sens de réfléchir à la sortie de pays de l'Europe ayant envie de la quitter ou ne pouvant plus y rester.

## **Karine BERGER**

Le jour où un pays sortira de la zone euro, tous les investissements privés y ayant été engagés disparaîtront et toutes ses banques feront faillite. Tous les prêts publics et privés lui ayant été accordés, de la même manière, s'éteindront. Si la Grèce sortait de la zone euro, quelles seraient les banques européennes faisant faillite ? Là est la question.

## **Marc FIORENTINO**

Il ne faut pas toujours penser que tout est perdu, car ce n'est pas une bonne approche. Plus sérieusement, j'ai répondu à la question posée par Hubert Tassin, qui me demandait pourquoi la Grèce était au centre de toutes les attentions.

Aujourd'hui, la Grèce n'a plus sa place dans la zone euro. Elle va toutefois y rester. En effet, les conséquences d'une sortie de la zone euro de la Grèce, qui est actuellement à l'arrêt complet, seraient dramatiques.

La construction européenne, formidable, a été incomplète. Dans un avion par exemple, des issues de secours sont disponibles et les hôtesses présentent aux passagers la conduite à tenir en cas de problème. Cela ne décourage pas pour autant les citoyens de recourir à ce mode de transport. L'Union européenne n'a pas prévu de sortie d'urgence. Elle le doit en espérant qu'elle n'aura pas à s'en servir.

## **Hubert TASSIN**

Dominique Cerutti, vous semblez en désaccord avec Marc Fiorentino...

**Dominique CERUTTI**

Absolument. Aux Etats-Unis, certains états sont dans des situations financières catastrophiques. Leurs sorties des Etats-Unis n'est pourtant pas à l'ordre du jour.

Certains des pays qui composent l'Europe ont des fondamentaux et une discipline qui leur permettent de tenir leur rang. D'autres ne les ont pas. Le coût sociétal de la sortie de la Grèce de la zone euro serait exorbitant. Aussi ne peut-il pas être envisagé. La Grèce doit désormais se prendre en main, en commençant déjà par prélever ses impôts. La note de l'Italie a été abaissée par les agences de notation, lesquelles ont sanctionné surtout le comportement de ses dirigeants.

Ces pays, quoi qu'il en soit, doivent se prendre en main afin de trouver leur place dans l'Europe. Tous les pays du monde, désormais, doivent restaurer une meilleure discipline fiscale et budgétaire.

Enfin, je ne crois pas que la Société Générale soit dans la même situation que Lehmann Brothers par le passé. Les *hedge funds*, à travers leurs actions, expriment un point de vue. Ils considèrent qu'un état européen, et notamment la France, pourrait voir sa note revue à la baisse, à l'image des Etats-Unis. En *shortant* les banques françaises, les *hedge funds* ont estimé que les banques français avaient absorbé trop de dette grecque.

**Hubert TASSIN**

En dépit de toutes les réglementations annoncées en permanence, il y a donc toujours de la spéculation à la baisse sur la dette française.

**Dominique CERUTTI**

Le scénario envisagé par les *hedge funds* ne rencontre pas de résistance, l'Europe ne parvenant pas à déployer un plan d'action qui permettrait de traiter le problème de la Grèce et de l'Italie. Cela étant, la structure, le *business model* et la rentabilité des banques ne sont pas remis en cause. Tant que les banques centrales refinanceront en dollar en effet, les banques ne seront pas en danger.

Qu'est ce qui peut s'opposer à un *hedge fund* qui entend tester la solidité de l'euro ou des banques européennes ? Les régulateurs français, belges, italiens et espagnols ont essayé d'interdire, au mois d'août, le *short-selling* (vente à découvert à court terme). Faisant cela, ils ont envoyé un signal politique aux marchés. Il n'a toutefois pas été efficace, puisque seuls quatre des 27 pays de l'Union européenne l'ont envoyé. Même si cette mesure était techniquement discutable, il est regrettable que les autres pays ne les aient pas suivis.

**Hubert TASSIN**

Comment résoudre le problème évoqué ?

**Karine BERGER**

A très court terme, c'est l'incapacité des banques françaises à trouver du dollar pour se financer qui est attaquée. Pourquoi ont-elles besoin de tant de dollars ? En effet, elles n'ont pas basculé leurs investissements en euro. La crise politique de l'euro est née de l'incapacité de nos grands investisseurs financiers à prendre la mesure de la richesse que l'euro pouvait produire. Il est totalement absurde que les investissements d'Airbus demeurent financés en dollars.

**Hubert TASSIN**

C'est le cas parce que les avions sont vendus en dollar.

**Karine BERGER**

Oui. Pourquoi l'Europe, au cours des dix dernières années, n'a-t-elle pas fait évoluer cette règle ? Les grandes banques européennes ont aujourd'hui besoin de dollars car elles n'ont pas fait basculer leurs bilans en financement en euro. Pour régler la crise en conséquence, il convient de réguler, de manière extrêmement forte, les mécanismes des institutions financières européennes. S'il faut séparer banque d'investissement et banque de dépôt, faisons-le ! Il aurait été nécessaire de le faire dès 2008. Tel n'a pas été le cas. Il va être à présent probablement nécessaire de recapitaliser certaines banques européennes. Ce sera la dernière fois.

**VI. L'avenir en question****Hubert TASSIN**

Que va-t-il se passer ? La récession va-t-elle être amplifiée par un mouvement fiscal ?

**Marc FIORENTINO**

On ne peut pas s'exonérer d'une réflexion de fond sur les erreurs politiques qui ont été commises depuis des années en stigmatisant les *hedge funds*, les marchés et les banques. Dans les faits, les acteurs du marché sont diabolisés lorsque tout va mal. Néanmoins, je n'ai pas entendu NYSE Euronext se plaindre de la bulle internet il y a quelques années.

Le fait de dénoncer les anglo-saxons ou les *hedge funds* empêche l'engagement d'une réflexion de fond. Dans les faits, les *hedge funds* mettent toujours le doigt là où ça fait mal. En effet, il n'est pas possible de déclencher une attaque sur quelque chose qui est solide. Ainsi, les *hedge funds*, quels qu'ils soient, ne peuvent pas attaquer les obligations de l'Allemagne, cette dernière étant pour l'instant, à tort ou à raison, considérée comme vertueuse.

Ce ne sont pas les marchés qui attaquent les dettes des Etats. Ils ne les ont pas créés. La situation actuelle est très simple : les dépenses des Etats sont aujourd'hui largement supérieures à leurs revenus. De surcroît, leurs perspectives de revenus sont incertaines, ce qui remet en cause les

*business-models* de la France ou des Etats-Unis. D'aucuns parlent de ré-industrialisation, ce qui n'a aucun sens et ne permettra pas de sortir de la crise.

Une entreprise confrontée à cette situation doit déposer le bilan ou se lancer dans une démarche de restructuration massive, en se plaçant en règlement judiciaire. C'est ce qu'est en train de faire la Grèce. L'Italie ne devrait pas y échapper, ne pouvant vivre avec son niveau de dette. La France et les Etats-Unis ne le peuvent pas non plus.

Les Américains ne mettront jamais de plan d'austérité en œuvre pour rembourser la dette. Ce n'est pas dans leur culture. En effet, ils ont la culture du *chapter eleven*. Aux Etats-Unis, le concept même d'austérité n'existe pas. Dans le cadre de General Motors, l'Etat a indiqué aux retraités, aux actionnaires et aux créanciers qu'il n'honorerait pas l'intégralité de la dette contractée vis-à-vis d'eux.

L'Europe doit désormais s'efforcer de restructurer sa dette, comme dans les années 80 avec les Brady Bonds en Amérique du Sud ou comme en Russie avec le Club de Paris. Elle doit couper une partie de sa dette et remettre en adéquation ses dépenses et ses revenus. D'ailleurs, il est tout à fait possible de réduire les dépenses publiques aujourd'hui. Les socialistes, pourtant, considèrent qu'une réduction de ces dernières serait source de récession. Ce n'est pas le cas. Il est encore possible de réaliser de nombreuses économies. Je réside dans le VIII<sup>ème</sup> arrondissement de Paris et je vois quotidiennement défiler des cortèges de voitures équipées de gyrophare, pour un seul ministre.

## **Hubert TASSIN**

Dominique Cerutti, partagez-vous le point de vue de Marc Fiorentino ? Le choc boursier va-t-il donner naissance à des initiatives positives ? Un grand bien peut-il naître de ce grand mal que nous connaissons aujourd'hui ?

## **Dominique CERUTTI**

Comme je l'ai indiqué précédemment, les *hedge funds* expriment un point de vue légitime, appuyant là où ça fait mal. Lorsque les marchés, de manière holistique, commencent à imposer aux sociétés un coût sociétal intenable, les Etats doivent les rappeler à leurs obligations de financement de l'économie. Il est dommage que seuls quatre pays aient interdit les ventes à découvert au cours de l'été. Cette mesure, techniquement discutable, avait pour objectif principal de calmer les marchés. Encore une fois, il est primordial d'instaurer une régulation européenne *a minima*, afin d'inviter les marchés à jouer leur rôle premier dans des périodes troublées.

Selon moi, la crise va donner naissance à des initiatives positives. Elle va emporter le déploiement de diverses mesures de bon sens. En effet, les sociétés ne peuvent plus vivre à crédit. Aussi doivent-elles revoir leurs modèles, en restructurant leur dette et en instaurant une meilleure discipline budgétaire. Il va falloir instaurer une meilleure régulation pour éviter que les marchés accentuent la crise. Les banques vont devoir restructurer leurs bilans.

Lorsque toutes ces mesures auront été déployées, l'Europe sera plus forte et sa situation sera plus saine.

**Hubert TASSIN**

Est-il possible de revenir à des équilibres sans renégocier les termes de la parité monétaire avec les autres zones géographiques ?

**Karine BERGER**

La réduction des dépenses publiques est une piste. Cela étant, il serait nécessaire, pour réaliser une économie d'un milliard d'euros, de réduire le budget de l'Education Nationale, de la Police, de la Sécurité Sociale et de la Justice.

**Marc FIORENTINO**

Je regrette ce type d'arguments. La construction européenne est actuellement vécue comme un chemin de croix. Elle repose sur l'idée d'un euro fort en permanence. En effet, le *deal* franco-allemand a fait de la régulation de l'inflation un dogme. Pour débloquer la situation économique mondiale, l'Europe va devoir accepter de réduire le niveau de l'euro face au dollar. D'ailleurs, les Américains se moquent de dévaluer leur monnaie.

**Hubert TASSIN**

En définissant le commerce mondial avec la Chine, les Etats-Unis, en plus de ruiner l'Europe, se sont également ruinés.

**Karine BERGER**

Les Américains se moquent d'être ruinés. La seule solution, à moyen terme, c'est d'arrêter de voir notre force à travers la seule valeur de notre monnaie et d'aller débattre de la parité avec la Chine et des parts de marché avec les producteurs agroalimentaires brésiliens par exemple. L'Europe doit se dégager d'un certain nombre d'obsessions qui l'entravent et qui ne lui apportent rien

**Hubert TASSIN**

Le bien va-t-il sortir du mal ? La crise va-t-elle donner aux opinions publiques et aux classes politiques une plus grande marge de manœuvre ?

**Marc FIORENTINO**

Si les marchés n'avaient pas attaqué la Grèce, l'Italie et l'Espagne, les mesures engagées au cours des six derniers mois auraient-elles été prises ? Nous serions-nous seulement aperçus que la Grèce ne disposait d'aucun système de collecte de l'impôt ?

La situation est aujourd'hui extrêmement complexe. Depuis la défaite aux sénatoriales, le gouvernement est obsédé par les législatives. Les membres de la majorité ou de l'opposition prient

pour que rien ne se passe avant les élections de 2012. Ils se moquent tous que la France soit attaquée, du moment que ce soit après ces dernières.

Je forme le vœu que la France soit attaquée dans les trois ou quatre prochains mois, pour qu'elle se décide enfin à prendre de véritables mesures. Je me moque de savoir qui va perdre ses privilèges de député, sa voiture de fonction et sa secrétaire.

Le niveau des candidats à la présidentielle, quel que soit leur parti, est aujourd'hui atterrant. Qui porte une véritable vision économique pour la France ? Vos clients se ruent sur des placements sans risques car ils manquent de perspectives. Les Français sont prêts à accepter une plus grande austérité, à condition d'en connaître l'utilité. Pourquoi avoir instauré une taxe sur les sodas ? Quelles sont les perspectives d'avenir des jeunes ?

Les politiques n'ont pas conscience de la gravité de la crise. Je souhaite que les *hedge funds* continuent à appuyer là où ça fait mal pour que de véritables mesures soient engagées. Regardez le budget de l'Etat ! Il est à 50 % consacré au service de la dette.

Aujourd'hui, la situation est grave. La France bénéficie d'un traitement de faveur sur les marchés. Je souhaite qu'il cesse, quitte à ce que cela crée un véritable séisme politique.

## VII. Classes d'actifs

### Hubert TASSIN

L'audience se compose de conseillers en gestion patrimoniale. Quelles classes d'actifs doivent-ils aujourd'hui conseiller à leurs clients ?

### Karine BERGER

Comme je j'ai évoqué précédemment, il n'existe pas d'actif financier sans risque. En outre, je conseillerais à vos clients de ne surtout pas tenter de saisir des opportunités fiscales, car elles ne dureront pas longtemps. La réalité des entreprises est aujourd'hui dé-corrélée de leur valorisation boursière. Ainsi, nombre de sociétés sont *pricées* en-deçà de la valeur de leurs fonds propres, ce qui ne fait aucun sens. Aussi ne faut-il pas s'engager dans l'achat d'actions à un faible horizon temporel.

### Hubert TASSIN

Si je comprends bien, vous vous appropriez l'adage qui dit qu'il ne faut jamais acheter des actions en bourse lorsqu'elles sont soldées.

### Karine BERGER

Tout dépend de votre horizon temporel. S'il est de 15 ans, je vous conseille d'acheter des actions. S'il est moindre, je ne vous le conseille pas. Par ailleurs, les obligations comportent aujourd'hui des

risques. En la matière, il est nécessaire d'éviter les obligations émises par des pays non notés AAA. De manière générale enfin, vos clients doivent avoir la tentation du cash. En cas d'emballlement de l'inflation toutefois, ils seraient perdants. Quoi qu'il en soit, il n'existe aucun actif à risque nul.

### **Hubert TASSIN**

Il est donc urgent d'attendre.

### **Dominique CERUTTI**

Le cours de bourse de certaines entreprises est aujourd'hui aberrant. Ainsi, la cotation de Carrefour est aujourd'hui en-deçà de la valeur de son immobilier. Celle d'Air France est inférieure à la valeur de cinq Airbus, quand celle de la Société Générale est en retrait par rapport à ses fonds propres. Tôt ou tard toutefois, ces anomalies seront corrigées.

### **Marc FIORENTINO**

J'aurais tendance à faire confiance aux personnes qui sont dans la salle. Depuis la crise de 2008 en effet, le parcours des épargnants français a été exceptionnel. Ils ont acheté du cash, de l'immobilier et de l'or. Je ne connais aucun *hedge fund* qui a fait aussi bien que les clients que vous avez conseillés.

Face à l'incertitude qui règne aujourd'hui, il est indispensable de faire preuve de bon sens. C'est ce qu'ont fait les épargnants français, faisant, depuis 2008, les meilleurs choix d'investissements.

### **Hubert TASSIN**

Je vous remercie. A 15 heures 30 cet après-midi, se tiendra la deuxième conférence, intitulée « *Immobilier : la pierre angulaire du patrimoine* ».

## **VIII. Débats avec la salle**

### **Hubert TASSIN**

La parole est à la salle.

### **De la salle**

Nombreux sont ceux qui ont l'air de découvrir l'existence de la dette grecque. Il y a quelques années pourtant, la Grèce avait payé pour partie des avions en huile d'olive. Aussi n'ai-je pas été étonnée de ses déficiences en matière de gestion budgétaire.

**Karine BERGER**

La Grèce est symptomatique de l'échec de transparence de la politique européenne. Lorsque je travaillais à l'Insee, tout le monde savait que la Grèce mentait sur ses comptes. Pourquoi personne ne l'a-t-il dit ? Qui avait la possibilité, en Europe, de le dire ? Je ne suis pas en mesure de répondre à cette question.

**Hubert TASSIN**

C'est le thème de l'Europe Fédérale. Selon vous, ce schéma peut-il s'imposer ?

**Marc FIORENTINO**

Non.

**De la salle**

La valeur des monnaies n'a pas été évoquée. Ne faut-il pas privilégier aujourd'hui certaines monnaies, comme le dollar ou le franc suisse ?

**Marc FIORENTINO**

Les monnaies refuges suscitent actuellement un grand intérêt, qu'il s'agisse du franc suisse, de la couronne norvégienne ou du dollar singapourien. En la matière, il convient de faire appel à des professionnels. Ainsi, certains fonds proposent des fonds dits « valeurs refuges ». Les personnes intéressées ne doivent pas agir directement. En effet, certaines personnes ont été très surprises par la décision de la banque nationale suisse, perdant 20 % de leur investissement en deux jours.

Les monnaies refuges renvoient à la même problématique que les pays émergents il y a un an. Je considérais alors que le Brésil n'était pas dans la situation idyllique qui était évoquée partout. Le marché monétaire est aujourd'hui investi par de nombreux particuliers. J'ai le sentiment de les voir partir à la chasse aux pigeons. Face à eux, ils ont 9 000 *hedge funds* dont c'est le métier. Ils feraient mieux d'envoyer directement un don : ce serait à mon sens plus rapide.

**Hubert TASSIN**

Certains produits monétaires vendus atteignent des taux de rendement facial à 6 ou 7 %.

**Marc FIORENTINO**

Des produits intégrant des SICAV dynamiques et des *subprimes* ont été vendues en 2007. Chacun sait le succès qu'ils ont rencontré.

**De la salle**

La décote que doit accepter le secteur privé, dans la deuxième ou troisième version du plan de stabilité, peut-elle passer de 21 % actuellement à 50 % ?

**Marc FIORENTINO**

J'ai été très surpris, en lisant la presse ce matin, de voir que cette problématique faisait de nouveau débat. Il me semblait clair que tout le monde avait accepté l'idée d'une décote de 50 % de la dette grecque. Pourtant, je me suis aperçu que la France et la BCE défendaient encore l'idée d'une décote limitée à 21 %, alors que la décote, sur le marché, est de 60 %. Je redoute que la décote soit maintenue à 21 %. Si l'on fait cela, toutes les dettes seront, dès le lendemain, de nouveau attaquées.

**Karine BERGER**

La décote de la dette privée dans les bilans bancaires et assurantiels n'est pas votée par les parlements. A titre d'exemple, AXA a décidé, en juillet, de procéder à une décote de la dette grecque de 40 %.

**De la salle**

Les gouvernements ont proposé un plan s'assortissant de conditions financières complexes. Sur cette base, la valeur actuelle des dettes grecques acceptées serait à 21 %. La question est de savoir si la décote peut être portée à 50 %.

**Marc FIORENTINO**

C'est ce que souhaitent les Allemands. En effet, ils considèrent qu'il ne saurait y avoir de second plan sans décote minimale de 50 %. Pour l'heure, la France et la BCE y sont opposées. Aujourd'hui enfin, les Allemands doivent se prononcer, par vote, sur la mise en place d'un fonds européen de solidarité financière.

**Hubert TASSIN**

Les placements d'assurance vie sont-ils en danger du fait des restructurations à venir des dettes publiques ?

**Karine BERGER**

Les bilans des assurances comportent beaucoup d'obligations. En Europe, la norme, au plan comptable, repose sur la *fair value*. A ce titre, ce sont les assurances et les banques qui décident de la valeur, dans leurs bilans, des banques grecques, irlandaises et espagnoles. Si l'impact de leur décision est trop important sur le bilan, elles doivent rechercher d'autres sources de financement. Enfin, la valeur de la dette grecque a été abaissée de 21 % dans les bilans de la BNP et de la Société Générale et de 40 % dans le bilan d'AXA.

## De la salle

Il y a cinq ou six mois, l'économie était formidable et les taux de PIB mondiaux annoncés étaient supérieurs à 4 %. Aujourd'hui, la situation est présentée de manière totalement inverse. De fait, j'ai le sentiment que les observateurs ont une vision étroite des choses.

Au cours de l'année 2007, le taux de dette / PIB de la France s'établissait à 64 %, à un taux moyen de 4,35 % et avec une durée de 8 ans. Aujourd'hui, le taux de dette / PIB de la France s'élève à 87 %, à un taux moyen de 2 %. En conséquence, les flux actuels équivalent à ceux de 2007. La dette des Etats-Unis, en outre, est considérable. Toutefois, la fiscalité relative au pétrole est nulle.

Enfin, ne nous sommes pas totalement trompés en donnant de l'argent à des banques de second rang *via* la BCE, lesquelles l'ont immédiatement investi sur le marché monétaire ? Ne faudrait-il pas court-circuiter le circuit bancaire et passer par les *project bunds* que la BEI est en train de mettre en place ?

## Marc FIORENTINO

L'argent remis aux banques a irrigué les marchés financiers. En conséquence, il est aujourd'hui indispensable de mettre le circuit bancaire sous tutelle pour qu'il joue son véritable rôle de financeur de l'économie, rôle qu'il n'assume plus depuis plus de dix ans.

Par ailleurs, les 2 % que vous avez évoqués précédemment sont fixés par le marché. Si la France était attaquée comme l'Italie l'a été, il pourrait passer à 4 ou 6 %. Au plan arithmétique, vous avez raison : la division par deux des taux a emporté une stabilité des flux. Si la France était attaquée toutefois, elle conserverait un endettement trop important qui serait soumis à des taux d'intérêts équivalents à ceux de 2007. Elle ne parviendrait alors plus à rembourser ses dettes.

## De la salle

Je ne le crois pas. Le stock de dette évoqué est soumis à un taux fixe qui n'évoluera pas durant la durée. Selon les statistiques de l'Insee, son prix est extrêmement faible. Le coût de la dette, historiquement, est très bas. Puisqu'il est inférieur à l'inflation, les remboursements des états se font quasiment en « monnaie de singe ». A terme en conséquence, il sera probablement nécessaire de faire repartir à la hausse l'inflation afin de réduire le stock de la dette.

## Hubert TASSIN

Faut-il en profiter pour s'endetter davantage ?

## Karine BERGER

Le raisonnement présenté est juste au plan arithmétique. L'écart entre le taux de croissance et le taux d'intérêt de la dette est primordial. Or le taux de croissance est en train de passer sous le taux d'intérêt, aussi bas soit-il. Est-il possible de faire en sorte que les marchés financiers prêtent à des taux encore inférieurs ou d'accroître le taux de croissance ? Enfin, la France lève chaque année

200 milliards d'euros sur les marchés financiers, avec une maturité à 7 à 8 ans. C'est la raison pour laquelle l'intégralité du stock de dette sera refinancée à horizon de 7 ans.

### **De la salle**

Le taux de croissance est toutefois déflaté.

### **Karine BERGER**

Je faisais référence au taux de croissance réel.

### **Hubert TASSIN**

Dominique Cerutti, force a été de constater que l'argent prêté aux banques a irrigué le marché. Le mesurez-vous ? Comment éviter que le sauvetage des banques par les contribuables parte dans des jeux à somme nulle ?

### **Dominique CERUTTI**

Ce n'est pas notre métier que de mesurer cela. Enfin, je partage l'analyse qui a été faite.

### **De la salle**

Aucun des intervenants n'a évoqué la situation de la Grande-Bretagne et plus particulièrement la livre sterling. Pourtant, son exemple est celui d'un grand pays démocratique qui possède un marché financier important, un taux d'endettement considérable et des régimes sociaux. Elle vient d'ailleurs de décider de lancer un programme d'austérité autrement plus drastique que celui des autres pays de la zone euro.

### **Karine BERGER**

Le programme d'austérité de la Grande-Bretagne se fonde sur une croissance de 3,5 % par an. Pour l'avoir étudié de près, je peux vous affirmer qu'il prévoit les mêmes économies que le programme français.

La Grande-Bretagne, dans les faits, va rencontrer une croissance comprise entre 1 et 1,5 %. A ce stade, ses obligations sont sous le parapluie de l'Allemagne et des Etats-Unis. Son problème de déficit ne va pas se régler et sa dette publique ne va pas cesser de progresser. Le cas anglais est, en quelque sorte, une « bombe à retardement ».

### **De la salle**

Les commissaires européens ont décidé à la majorité d'instaurer une taxe sur les opérations spéculatives. Quel est votre sentiment sur le sujet ?

**Dominique CERUTTI**

Il ne s'agit pas d'une taxe sur les opérations spéculatives mais d'une taxe sur les transactions financières, dont les contours techniques ne sont pas encore connus. A mon sens, elle ne sera d'aucune utilité si elle n'est pas appliquée à un plan global, voire au moins aux frontières de l'Europe. Or il est nécessaire, pour l'instaurer, qu'elle recueille l'unanimité. Au regard du niveau de la taxe évoquée enfin, le risque d'évasion des *desks*, qui est parfois évoqué, est nul.

**Marc FIORENTINO**

L'instauration de la taxe évoquée est une bonne idée. Elle ne sera toutefois pas applicable sans les Anglais. Or ils s'y opposeront. Si elle était limitée à l'Europe continentale, les banques ne partiraient pas à Singapour. Cela étant, tous les flux transiteraient ailleurs.

**Dominique CERUTTI**

Bien que n'étant pas dans le secret des dieux, j'ai le sentiment d'un fléchissement de la position anglaise sur le sujet. A la lecture du récent discours de José Baroso, j'ai cru comprendre que d'intenses discussions se déroulaient en la matière. Cela étant, il est difficile d'imaginer l'Angleterre et les Pays-Bas voter en faveur de la taxe évoquée.

**De la salle**

Alors que les débats touchent à leur fin, je m'étonne que le fonds européen de solidarité financière n'ait pas encore été évoqué. Verra-t-il le jour ? Sous quel délai ? Ne s'agit-il pas d'une nouvelle fuite en avant par transfert des dettes vers la BCE ? En faisant cela, cette dernière deviendra une banque sujette à caution, ce qui altèrera la confiance dans l'euro.

A juste titre enfin, vous avez critiqué la procrastination des dirigeants politiques européens. Vous n'avez toutefois pas fait état de solutions à la crise. A titre d'exemple, la restructuration des dettes exige l'accord des parties concernées et mettrait à mal beaucoup de banques.

**Marc FIORENTINO**

La création du fonds évoqué n'est rien d'autre qu'un moyen de faire tourner de l'argent. La BCE est probablement la banque européenne dont le bilan est aujourd'hui le plus dégradé. Aussi va-t-elle poser question. De fait, l'heure est à la création d'un nouvel étage pour gagner deux ou trois ans de plus.

La restructuration que j'ai évoquée précédemment constitue la solution à nos problèmes. Vous comptez certainement, parmi vos clients, des entreprises qui se placent en situation de redressement judiciaire. Contrairement à ce que les médias affirment trop souvent, la Chine, sans les Etats-Unis, ne pourrait pas vivre aujourd'hui.

**De la salle**

Que sont réellement les CDS ? La baisse des banques françaises ne découle-t-elle pas du fait qu'elles ont trop vendu de CDS sur la dette grecque ? Comme il s'agit d'engagements hors bilan, ils sont cotés de gré à gré. Les Américains disposent peut-être d'informations sur le sujet. J'en veux pour preuve que le gouvernement français se bat pour que la Grèce ne sorte pas de la zone euro. En cas de défaut en effet, les petits CDS devraient être mis en action.

**Karine BERGER**

Les obligations faciales inscrites dans le bilan des banques européennes sont connues. En revanche, le poids des produits dérivés de couverture (CDS), avec ou sans sous-jacent, ne l'est pas. Enfin, les CDS permettent aujourd'hui de connaître le prix de la dette, puisqu'il n'y a plus de transactions liées à la dette grecque, espagnole et irlandaise sur les marchés.

**Hubert TASSIN**

Les places de marché n'ont-elles pas un rôle à jouer dans la confiance placée dans les CDS ?

**Dominique CERUTTI**

A mon sens, le problème des banques européennes et françaises est celui de leur endettement, au-delà des véhicules utilisés. Durant l'été, les CDS français « flambaient » au-delà de toute raison. Le grand sujet n'est pas tant celui de la lisibilité des CDS que celui de leur compensation. C'est la raison pour laquelle un travail important a été engagé par les gouvernements sur les infrastructures de marchés.