

La crise bancaire, financière et économique : Quelles leçons en tirer et quelles stratégies d'investissement dans un monde en pleine mutation ?

Conférence n°1

Ont participé à la conférence :

Jean-Régis CAROF, Directeur des Relations Actionnaires et Autorités de Marchés, L'Oréal

Patrick LEGUIL, Président de la Société Française des Analystes Financiers

Olivier PASTRE, Economiste, Professeur à l'Université Paris VIII

Jean TRICOU, Directeur du Département Banque d'Investissement et de Marché, Fédération Bancaire Française

La conférence a été animée par Hubert TASSIN, Directeur Général des Rédactions d'Investir.

I. Introduction

Hubert TASSIN

Puisque nous allons évoquer la crise bancaire, financière et économique, j'ai observé l'évolution de quelques indicateurs sur un an, entre le 30 août 2008 et le 29 septembre 2009. Certaines évolutions peuvent paraître paradoxales par rapport aux chocs que l'on a subis. En effet, le dollar, par exemple, est resté quasiment stable par rapport à l'euro ; les actions ont diminué de 11 % en euros sur l'EUROSTOXX 50, ce qui ne paraît guère considérable, mais il faudrait ici considérer le point bas atteint à une certaine époque. A l'inverse, les cours du pétrole ont fortement diminué, à hauteur de 46 %. Je pense que l'on retiendra ceci comme fait révélateur de la conjoncture économique. Le cours de l'or, pour sa part, a augmenté de 20 %.

Le principal bouleversement intervenu concerne l'évolution des marchés de taux : en effet, l'EURIBOR 3 mois était à 4,96 % il y a un an, contre 0,74 % au 29 septembre, l'OAT 10 ans étant quant à lui passé de 4,34 % à 3,53 %.

Au vu de ces chiffres, il ne semble pas que l'on ait vécu un réel bouleversement mondial depuis septembre 2008. Dès lors, nous pouvons nous demander si la crise est terminée.

II. La crise est-elle terminée ?

Olivier PASTRE

Le terme « crise » est issu du mot grec « *crisis* », qui signifie « crible, tamis ». Les crises sont donc des moments très durs d'un point de vue social, mais aussi des moments où les opportunités et, partant de là, les possibilités de rebond sont très nombreuses.

1. D'où venons-nous ?

Je voudrais tout d'abord vous faire part de quelques chiffres, pour fixer les idées. Il y a cinq à dix ans, l'unité de compte de l'économie mondiale était de 50 milliards de dollars. Cela correspondait au coût des *Twin Towers*, de l'aide publique au développement, ou encore des subventions agricoles européennes. Aujourd'hui, cela représente l'équivalent de la fraude « Madoff ». Nous comptons donc maintenant en « Madoff », ce qui montre combien nous avons changé d'univers.

Si l'on considère que le PNB mondial s'élève à 50 000 milliards de dollars, il convient de le comparer à d'autres valeurs. En premier lieu, les marchés dérivés représentent aujourd'hui 500 000 milliards de dollars, soit 10 fois le PNB mondial. La dette publique américaine, quant à elle, se monte à 20 000 milliards de dollars. En face, les fonds propres de l'ensemble des banques de la planète représentent 5 000 milliards de dollars et la capacité de financement du FMI, 750 milliards de dollars. Entre le « David » représenté par les banques ou le FMI et le « Goliath » représenté par les marchés dérivés, il existe donc une certaine disproportion.

Il a beaucoup été question, l'an passé, d'une « crise des *subprimes* ». Cela est absolument faux. En effet, s'il s'était agi d'une crise des *subprimes*, celle-ci serait bel et bien terminée, car ces actifs représentent 1 500 milliards de dollars. Supposons un taux de perte de 50 %, soit 750 milliards de dollars : au vu des chiffres que je vous ai indiqués, nous voyons bien que cela ne représente pas grand-chose au niveau mondial.

Nous sommes, en fait, face à une crise de la titrisation. En effet, il s'avère que l'on a progressivement tout titrisé et que l'univers ainsi constitué a fini par représenter, non pas 1 500 milliards de dollars, mais 500 000 milliards, et c'est pour cela que les ennuis ont commencé.

Par ailleurs, le système financier mondial était jusqu'à présent extrêmement simple : les paysans chinois acceptaient de financer les retraités californiens ! En effet, les Chinois ont accepté de « travailler plus pour gagner à peine davantage », grâce à quoi la Chine a accumulé des réserves de change et a acheté des bons du Trésor américain, ce qui a permis aux États Unis de continuer de vivre à crédit, ce qu'ils faisaient depuis vingt ans, et ce qui a permis de financer les retraités californiens. Cet équilibre a fonctionné pendant dix ans, puisqu'un milliard de personnes sont sorties du seuil de pauvreté sur la période, mais il n'en est pas moins fragile. Le jour où les Chinois « siffleront la fin de la récréation », nous aurons des problèmes. Nous devons donc leur porter une grande attention dans les années à venir.

Les causes de la crise ne sont pas financières, mais réelles. Les pays développés se sont désindustrialisés, délocalisant leurs usines au Sud. Ils ont mis en place, par ailleurs, une finance pro-cyclique, à laquelle ils ont demandé de générer des rendements extrêmement élevés, de l'ordre de 15 % par an, alors que l'économie mondiale croissait de 5 %. Cela n'était pas tenable : dans ces conditions, il ne faut pas s'étonner que la crise ait éclaté. La finance n'est donc pas à l'origine de la crise : elle n'a fait qu'accélérer son ampleur. Dès lors, ceux qui affirment que la crise est aujourd'hui terminée sont proprement irresponsables et incompetents.

2. Qui sommes-nous ?

Je voudrais ici revenir sur un certain nombre d'affirmations qui ont pu être entendues depuis quelque temps.

Les premières ont consisté à faire une analogie entre la crise de septembre 2008 et la crise de 1929, comme s'en sont chargés nos dépressifs nationaux, Jacques Attali, Nicolas Baverez ou encore Michel Rocard. Or il existe deux grandes différences avec la crise de 1929. Premièrement, le krach boursier de 1929 a éclaté dans une économie en dépression, alors que la crise actuelle est intervenue dans une économie mondiale en très forte croissance, puisque l'on n'a jamais connu, par le passé, une croissance annuelle moyenne de 5 % sur une période de dix ans. Deuxièmement, les banquiers centraux, se souvenant justement des causes de la crise de 1929 – Ben Bernanke, le patron de la Fed, est même l'auteur d'une thèse sur le sujet –, ont réagi très rapidement et, globalement, très bien. Même Jean-Claude Trichet, que l'on croyait autiste, a suivi le mouvement et s'est révélé parfaitement capable de gérer la situation.

Les deuxièmes ont consisté à trouver des responsables à tout prix. L'on a entendu dire ici ou là : « c'est la faute aux agences de notation, aux banques, aux analystes financiers, aux banques centrales, aux Autorités de Régulation », bref, à tous les opérateurs. Il s'agit là d'une affirmation absurde. Nous sommes tous responsables de la crise, aussi bien l'Américain qui a emprunté 200 000 dollars avec un revenu annuel de 10 000 dollars que les courtiers en crédit, les banques, les agences de notation, les Autorités de régulation bancaire, les banques centrales et les gouvernements. Il serait donc absurde de désigner un bouc émissaire. Cela ne permettra pas de régler le problème. Le dernier en date est le trader. En septembre, Eric Le Boucher a publié dans *Les Echos* un excellent article intitulé, « *Rantanplan et les bonus* », dans lequel il souligne que, s'il peut aujourd'hui paraître nécessaire de réglementer les bonus des traders, il ne faut pas voir dans ces fameux bonus l'origine de la crise : il faut considérer l'ensemble des problèmes et non se focaliser sur celui-ci.

Enfin, la plus grave absurdité qu'il m'ait été donné d'entendre ces derniers mois est la « théorie du découplage », à deux niveaux. Le premier niveau consiste à dire que, si les pays du Nord sont en crise, les pays du Sud, les pays émergents, à la forte croissance, viendront sauver la situation. En économie, l'on apprend classiquement que pour exporter, il faut trouver, de l'autre côté, des gens qui importent. Or la croissance de la Chine est aujourd'hui portée par les exportations. Par conséquent, si les pays du Nord sont en crise, ils réduisent leurs importations. Le deuxième niveau de la théorie du découplage consiste à affirmer qu'il s'agit d'une crise financière, qui ne touchera pas l'économie réelle. Aujourd'hui, l'on réalise qu'il s'agit bel et bien d'une crise de l'économie réelle. A la limite, même si l'on réglait le problème de la crise financière – ce qui n'est pas encore le cas –, il resterait à régler une crise de l'économie réelle, dont les conséquences sociales s'étendraient sur plusieurs années.

3. Où allons-nous ?

Nous avons appris, ces deux dernières années, ce que signifient les termes de « *subprime* », « *Alt-A* » – autrement dit, les crédits consentis à des gens à peine moins insolvable que ceux qui avaient bénéficié des *subprime* ; ou encore « assureur mono-line », et à chaque fois, cela nous a coûté 300 milliards de dollars, ce qui est tout de même coûteux en termes de pédagogie. Il existe encore une bonne dizaine de termes désignant des sources potentielles de crises à 300 milliards de dollars pièce, qu'il s'agisse de « fonds LBO », de fonds de pension, ou encore des municipalités, et même certaines parties du marché obligataire.

Dès lors, faut-il autoréguler ou sur-réguler ? Les professionnels demandent de les laisser faire car la situation est aujourd'hui sous contrôle. Ce n'est, selon moi, pas une solution. L'autorégulation n'est plus possible.

L'excès inverse serait la sur-régulation. Je vais vous faire part d'une anecdote. J'ai récemment été invité par Frédéric Lefebvre, porte-parole de l'UMP. Il y a huit mois de cela, les propositions de l'UMP en matière bancaire consistaient à retirer toutes les banques de la cote ou à nommer un représentant de l'Etat au Conseil d'Administration de l'ensemble des banques françaises. Je lui ai répondu : « c'est merveilleux, depuis Enver Hodja, je n'ai rien vu de plus beau ». Enver Hodja était le dictateur albanais. Ce risque de sur-régulation est réel : il y a aujourd'hui un vrai débat sur le Glass-Steagall Act, ce qui reviendrait à séparer les activités bancaires de banque de dépôt et de banque d'investissement. Ce serait une erreur.

Il faut accepter, aujourd'hui, de changer de paradigmes, autrement dit considérer que les raisonnements économiques qui valaient hier ne sont plus pertinents aujourd'hui. J'en citerai trois. Le premier raisonnement était qu'il n'y avait plus d'inflation et qu'il n'y en aurait plus à l'avenir. Or l'on sortira nécessairement de la crise par l'inflation, d'une manière ou d'une autre. Le deuxième concerne les nationalisations : à l'occasion de la crise, les deux pays les plus libéraux du monde, le Royaume-Uni et les Etats-Unis, ont nationalisé comme si de rien n'était, alors qu'ils auraient trouvé cela impensable il y a deux ans. Le troisième est le protectionnisme, qui est une menace évidente : l'histoire des pneus chinois n'est pas une bonne nouvelle. Si le protectionnisme resurgit, cela posera problème.

Ce changement de paradigmes doit s'accompagner d'un grand ménage. Je ne reprendrai pas ici la liste des réformes que je propose : vous la trouverez dans mon précédent ouvrage. J'en publierai un autre à la mi-octobre : *Sortie de crise : ce qu'on ne vous a pas dit, et ce qu'il faudrait faire*. Après les avoir lu, vous remarquerez que les réformes se situent au niveau micro-économique, meso-économique – au niveau des industries, des agences de notation sans aucun contrôle, des normes comptables dépourvues de gouvernance – et macro-économiques afin d'accroître la coopération entre les pays.

4. Les facteurs d'optimisme

Je ne conclurai pas mon propos sans donner au préalable quelques éléments de confort. Ils sont au nombre de huit :

- la sur-liquidité ;
- les politiques monétaires non conventionnelles ;
- des technologies qui continuent à créer de la valeur ;
- de grandes entreprises qui continuent à afficher une bonne rentabilité ;
- les pays émergents, qui ont toujours une croissance forte ;
- les bourses, qui se comportent plutôt bien ;
- des amorces de coopérations entre pays, notamment entre les Etats-Unis et la Chine ;
- des politiques budgétaires qui commencent à produire leurs effets.

Comme je l'ai indiqué en préambule, « crise » vient du grec « crisis », qui désigne moment où il existe de très nombreuses opportunités. Je laisserai à Patrick Leguil le soin de vous proposer une allocation d'actifs, mais il est clair que du fait de la sur-liquidité, certains marchés financiers vont poursuivre leur développement.

5. Conclusion

La crise qui s'est déclenchée en 2008 était salutaire. A cette occasion, l'on a enfin compris qu'Alan Greenspan était idiot, que les normes comptables étaient absurdes, que le concept de banque de dépôt et d'investissement ne l'était pas tant que cela, et enfin, qu'il fallait payer le prix du risque. De ce point de vue, la crise a permis un réveil des politiques économiques et des opérateurs de marchés financiers.

Pour s'en sortir, nous devons adhérer au « MRP ». Je ne parle pas ici de l'ancien parti de centre-gauche, mais de l'acronyme des termes suivants :

- M pour « soyons Modestes », car nul ne sait ce qui va se produire ;
- R pour « soyons Résolus » : il faut mettre en œuvre rapidement toutes les réformes qui s'imposent ;
- P pour « soyons Pédagogues » : expliquons ce qu'est la crise et comment en sortir.

En effet, ceux qui n'en comprennent pas les mécanismes sont très nombreux. Par exemple, lorsque le Premier Ministre affirme que l'on a « donné » 360 milliards de dollars aux banques, il devrait être licencié pour faute grave. Clairement, nous allons mettre vingt ans à expliquer aux Français que la crise est grave, mais que les Etats, les opérateurs de marchés et les opérateurs industriels ont fait tout ce qu'ils ont pu pour en sortir.

Ne soyez donc pas dépressifs : si vous êtes « MRP », vous pourrez saisir les nombreuses opportunités qui se présenteront à vous et affirmer, dans quelques mois : « *Yes, We Can !* »

Hubert TASSIN

Parmi les éléments de confort que vous avez évoqués, vous avez évoqué les phénomènes de sur-liquidité et de politique monétaire, qui ont certainement joué sur l'évaluation des actifs. En quoi l'action des banques centrales a-t-elle pu soutenir, directement ou indirectement, les marchés financiers, qu'il s'agisse des marchés de taux ou des marchés d'actions ?

Olivier PASTRE

C'est très simple : la masse monétaire mondiale a été multipliée par trois au cours des dix dernières années. Par conséquent, trois fois plus de capitaux ont été investis sur un nombre d'actifs financiers qui n'a pas augmenté d'autant. Après la faillite de Lehman Brothers, il s'est produit une tétanie absolue, qui a poussé à des achats massifs de bons du Trésor et des souscriptions de Livrets A. Aujourd'hui, le risque paraît moins important, ce qui est tout à la fois rassurant et inquiétant. Dès lors, les capitaux s'investissent sur des marchés relativement étroits. Je pense donc qu'il y a un certain nombre de bulles à venir : les bourses émergentes, les matières premières, voire les actions même, car leur rebond est largement le fait de sur-liquidités qui s'investissent sur un marché relativement étroit.

Hubert TASSIN

Comment inverser la tendance ?

Olivier PASTRE

C'est à croire que l'on fait tout pour ajouter du désordre au désordre existant. En effet, les pays qui devraient épargner, comme les Etats-Unis, n'épargnent guère plus. Certes, une remontée du taux d'épargne y a été constatée, mais il faut voir d'où l'on vient. Or les Etats-Unis créent de la liquidité par des dépenses budgétaires, certes indispensables, mais qui créent tout de même encore de la liquidité et les Chinois, quant à eux, la rachètent. Lorsque les Chinois rachètent des bons du Trésor américain, ils créent de la monnaie au niveau mondial.

Comme je l'ai indiqué, il va falloir changer les politiques macro-économiques. Nous ne nous en tirerons pas par de simples réformes financières. Sans ces réformes macro-économiques, nous risquons d'avoir de mauvaises surprises.

III. Le rôle des banques dans la crise et dans la sortie de crise**IV. Le rôle des banques dans la crise et dans la sortie de crise****Jean TRICOU**

Je voudrais tout d'abord souligner que j'adhèrerais volontiers au « MRP » d'Olivier Pastré. Les banques se doivent en effet dans le contexte de crise actuel non seulement financière mais également économique, d'être modestes, pédagogiques et résolues. Je pense que l'action qu'elles ont menée pour sortir de la crise en est l'exemple.

1. Les facteurs explicatifs de la crise

L'un des premiers facteurs de la crise a été la crise du crédit aux États-Unis, et de la titrisation. Il convient néanmoins de rappeler que, dans ce pays, la titrisation joue un rôle essentiel dans le financement ce qui n'est pas le cas en France. Il faudra néanmoins trouver des solutions pour revitaliser la titrisation mais avec des mécanismes plus simples et plus transparents, et remettre en cause le système « origination – distribution » qui a été à l'origine de la crise. Je pense cependant que la titrisation en tant que telle est un mécanisme utile.

En France, les banques françaises ont été confrontées à une crise de liquidité, mais non de solvabilité. D'ailleurs, le « plan de soutien » aux banques n'est pas un « plan de nationalisation », ni un plan de garantie de l'ensemble des créances, comme nous avons pu en voir aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

Il s'agit également d'une crise de la régulation. Il existe un débat entre sur-régulation et sous-régulation. Je pense qu'il faudra trouver un juste milieu et, de ce point de vue, les solutions apparaissant au fil des travaux de Pittsburgh sont relativement bonnes et encourageantes.

Enfin, il s'agit d'une crise économique : dans le contexte actuel de développement de cette crise économique, marqué par le chômage et les problèmes de ralentissement de la croissance, les banques doivent expliquer et assumer la logique du financement. Je pense que l'on en est revenu au modèle de la banque française, qui exerce tout à la fois les métiers de la banque de dépôt et de banque de marché, car même si le rôle du marché est très inférieur en France comparativement à l'Angleterre ou aux États-Unis, il n'en représente pas moins 25 % du financement. Ainsi, lorsque ces marchés sont bloqués pour des raisons d'illiquidités, il est nécessaire de compenser cette

faiblesse par une revitalisation des marchés. Heureusement après plusieurs mois d'illiquidités de ce marché un redémarrage, certes encore récent : marché obligataire, marché monétaire et même marché action. Il convient d'encourager et d'amplifier ce mouvement.

Dans ce contexte, et en attendant la réactivation des marchés, le plan de soutien aux banques a été, durant cette période, une totale réussite mais n'a pas vocation à rester pérenne.

2. Le plan de soutien aux banques

Prenons l'exemple du plan français de soutien aux banques. Il comporte trois piliers.

Le premier concerne le financement monétaire par la banque centrale. Il s'agit du refinancement du monde bancaire sur des durées entre zéro et un an de maturité. Le deuxième concerne le refinancement des banques au-delà d'un an jusqu'à cinq ans. A cette fin on a créé la Société de Financement de l'Économie Française qui bénéficie de la garantie de l'État. Celle-ci emprunte grâce à cette garantie sur le marché, à des conditions de taux tout à fait favorables, pour re-prêter ces fonds aux banques qui elles-mêmes allouent les crédits à l'économie. Le troisième pilier réside dans la SPPE, Société de Prises de Participations de l'État. Celle-ci détient des participations prises en titres hybrides par l'État dans les banques, c'est-à-dire, les titres assimilés à des fonds propres qui ont une rémunération élevée. En fait ces trois piliers étaient très cohérents et très économes en coût budgétaire. L'enveloppe de 300 milliards d'euros qui a été évoquée dans les médias correspondait en effet à l'enveloppe globale prévue par la loi. En réalité, la SFEF n'a utilisé que 75 milliards d'euros, qui ont été totalement alloués et la SPPE a souscrit pour 21 milliards d'euros de participations. Le montant global ressort à 96 milliards d'euros.

En contrepartie, des rémunérations ont été versées à l'État par la SFEF et par les banques au niveau de la SPPE.

Pourquoi les banques peuvent-elles aujourd'hui se dégager de la béquille qui leur a été offerte par l'État ?

En fait la crise a moins touché les banques françaises comparativement aux autres pays.

D'abord, parce qu'elles ont adopté un modèle de banque universelle qui diversifie les risques et ont une approche de marché moins risquée. Globalement le système bancaire français s'est avéré bien plus résistant à la crise d'autant qu'au niveau financier les conditions se sont améliorées.

- La politique de refinancement suivie par la BCE s'est améliorée en termes de durée et d'utilisation de taux fixes pour les appels d'offre ;
- Le marché obligataire s'est fortement développé. Le montant émis s'avère aussi exceptionnel au cours des huit premiers mois de l'année qui avaient été léthargiques précédemment.
- Sur ce marché obligataire, il existe un segment qui fait preuve d'une remarquable vitalité: il s'agit des *covered bonds*, dont les émissions sont sécurisées par les actifs de premières qualités. Le Conseil des Ministres du 30 septembre a annoncé la publication prochaine d'un texte législatif sur les *covered bonds*, qui correspond aux *Pfandbriefe* allemandes. La réussite de ce marché permet ainsi aujourd'hui aux banques françaises de se refinancer dans de très bonnes conditions.
- Le marché des actions bien que restant très volatile, permet à nouveau de réaliser des augmentations de capital.

3. Les pistes de la sortie de crise

Finalement, nous sommes en train de mettre un terme au plan de soutien aux banques, huit mois seulement après son lancement, et l'on est en train de travailler sur les relances de marchés possibles :

- les travaux engagés portent sur les moyens de développer la liquidité et la transparence sur le marché obligataire ;
- une réflexion est engagée pour améliorer la titrisation pour la rendre simple et plus transparente.

Globalement, le secteur bancaire n'a donc plus besoin du soutien de l'État pour respecter les engagements qu'il avait pris vis-à-vis de celui-ci en matière de financement de l'économie.

4. Conclusion

La crise étant globale, nous trouvons donc dans les travaux engagés par le G20 de Pittsburgh, des réponses à la crise. A commencer par les prémices d'une coordination réellement internationale de la finance.

On constate désormais la mise en place d'un cadre commun pour mesurer les exigences en fonds propres puisque les États-Unis ont enfin accepté la mise en place de Bâle II. Par ailleurs l'effet de levier proposé par les banques américaines ne sera qu'un indicateur complémentaire en matière d'exigence en fonds propres. Sur ces bases, l'essentiel consistera au niveau international dans les mois à venir à calibrer finement les niveaux de risques des banques et le niveau de fonds propres nécessaire, tout en veillant à ne pas pénaliser la logique de financement de l'économie.

Le G20 introduit également la notion de provisionnements dynamiques, qui permet d'amasser des provisions pendant les périodes fastes, afin de s'en servir pendant les périodes de « vaches maigres » et de réduire la procyclicité de Bâle II. En outre, Pittsburgh pose le cadre d'un meilleur fonctionnement des marchés, standardisation des contrats CDS (*Credit Default Swap*), et des autres dérivés, réduction du risque de contrepartie par la mise en place de chambres de compensation.

Je n'évoquerai pas ici la problématique des normes comptables qui est cependant essentiel pour les banques, car les travaux de Pittsburgh n'ont guère avancé sur ce sujet. Il reste fort à faire en la matière.

Enfin, sur les points que j'ai évoqués, le G20 a défini un calendrier très serré : puisqu'il faudra se mettre d'accord sur les fonds propres pour mars 2010 et mettre en place des logiques comptables pour 2011. Des négociations seront menées pour y parvenir, et les banques comme l'État français y joueront un rôle important en étant force de proposition.

V. La crise économique : avant, après

Jean-Régis CAROF

Je vais évoquer la « vraie vie » d'une entreprise qui vend ses produits dans le monde entier. Je vais vous apporter le témoignage d'un industriel du secteur des biens de consommation, face à une crise économique d'une ampleur sans précédent.

1. Indications sur les résultats de L'Oréal au premier semestre 2009

Je m'attacherai ici à retracer les faits marquants de l'activité de L'Oréal, afin de voir de quelle manière nos différentes divisions se sont comportées et comment les marchés sur lesquels nous opérons ont réagi dans cette période de crise.

a. Résultats économiques

Au premier semestre 2009, les ventes du groupe L'Oréal ont augmenté. La progression s'est certes limitée à 1,4 %, mais cette performance mérite d'être soulignée, car, à 8,77 milliards d'euros, nous n'avons pas constaté de régression de notre activité et de notre chiffre d'affaires. Cependant, nous avons bénéficié d'un effet de structure favorable de +3,6 % suite à l'acquisition, le 30 juin 2008, d'Yves Saint Laurent Beauté. A taux de change et périmètre identiques, l'évolution du chiffre d'affaires ressort à -3,2 %, en léger retrait.

Le compte de résultat a montré une très bonne résistance à la conjoncture, notre résultat d'exploitation s'établissant à 15,7 % du chiffre d'affaires. Par comparaison, il était de 15,5 % sur la totalité de l'année 2008, même si le résultat d'exploitation du 1^{er} semestre 2008 avait atteint un niveau record, à 17,3 %.

Le bénéfice par action, quant à lui, a été de 2,08 euros, contre 2,11 en 2008, soit -1,5 %.

La situation financière du Groupe est extrêmement solide – les fonds propres représentent 52 % du total de bilan – et nous l'avons encore améliorée au 1^{er} semestre 2009, notre *cash flow* opérationnel ayant bondi de 67 %, notre dette ayant, dans le même temps, diminué de 19 %, à 32 % des fonds propres contre 42 % au 31 décembre 2008. La dette représente aujourd'hui un an et trois mois de marge brute d'autofinancement.

b. Marche des affaires

L'Oréal est organisé par circuits de distribution, le plus ancien étant celui des salons de coiffure, qui représente 14 % du chiffre d'affaires. Au premier semestre, ce circuit a connu un ralentissement de l'ordre de 5 %, du fait d'une certaine baisse de fréquentation des salons de coiffure et d'une diminution de l'achat de produits capillaires par les consommatrices après la prestation du coiffeur. Elles ont en fait reporté ces achats sur d'autres circuits. Nous avons réagi à la situation en partant à la conquête de nouveaux salons et en lançant de nouveaux produits.

Le deuxième circuit est la Division des Produits Grand Public, qui représente plus de 50 % du chiffre d'affaires. Elle a très bien résisté : son chiffre d'affaires a progressé de 1 % sur le premier semestre, et même un peu plus en gommant les effets non récurrents du 1^{er} semestre 2008. Nous avons constaté un dynamisme particulier des nouveaux marchés et sur les marques les plus abordables.

En revanche, la Division Produits de Luxe a connu une situation beaucoup plus difficile, surtout au premier trimestre, sous l'effet de plusieurs facteurs qui se sont conjugués : un brutal déstockage de la part des distributeurs, notamment les grands magasins et les chaînes de parfumeries ; une forte baisse de la fréquentation des boutiques d'aéroports *duty free (travel retail)*, faisant écho à la baisse de 12 % des voyages aériens sur la période. Comme notre Division Luxe réalise un chiffre d'affaires assez important dans ces boutiques, elle s'en est trouvée affectée. Enfin, nous avons

constaté un léger ralentissement de la consommation, de l'ordre de 5 %. Heureusement, toutes les marques de luxe ont réagi. Elles ont programmé une impressionnante série de lancements, notamment Lancôme, Yves Saint Laurent et Giorgio Armani.

Le quatrième circuit de distribution est celui des ventes en pharmacies, gérées par la Division Cosmétique Active. Nous avons constaté un léger ralentissement des ventes, de l'ordre de 3 %. La tendance devrait cependant s'inverser au deuxième semestre grâce à des lancements de produits, et nous avons des perspectives encourageantes du fait de la mondialisation de la marque Roger & Gallet en 2010.

Enfin, les 2 500 boutiques The Body Shop ont fort bien résisté. Leurs ventes ont continué à progresser et leurs perspectives sont bonnes pour le deuxième semestre.

c. Analyse géographique

Le déstockage et le ralentissement de la consommation ont surtout été marqués en Europe de l'Ouest et en Amérique du Nord. Les nouveaux marchés, pour leur part, ont continué à être extrêmement dynamiques, avec une consommation soutenue. En Chine, par exemple, nos ventes ont progressé de 14 % au premier semestre ; en Corée, de 35 % ; en Inde, de 16 % ; au Brésil, de 21,5 %. En Russie, où le marché a pourtant été perturbé par des fermetures de chaînes de grands magasins suite à des réductions de crédits, les consommatrices se sont débrouillées pour trouver leurs produits cosmétiques préférés, si bien que notre chiffre d'affaires est resté stable, à - 0,4 %. Même le Mexique, qui est à la porte des Etats-Unis et qui subit le contrecoup de l'arrêt des commandes américaines, est ressorti en positif.

Comme vous le constatez, nous sommes présents dans tous les compartiments du jeu : dans les différents circuits de distribution et les différents pays, ce qui constitue un atout considérable dans la situation actuelle.

2. Mise en œuvre et résultats des 5 décisions stratégiques prises à l'automne 2008

Nous avons pris, dès l'automne 2008, 5 décisions stratégiques afin d'adapter et d'améliorer le modèle L'Oréal, de le rendre plus efficace et réactif, de préparer la sortie de crise pour assurer une dynamique encore plus importante lorsque les marchés seront devenus plus porteurs :

- l'élargissement de la base de consommation par l'innovation accessible : chez L'Oréal, nos priorités sont l'innovation, la qualité et la recherche. Sans rien retrancher à cette dernière, dans laquelle nous avons investi 580 millions d'euros en 2008, nous souhaitons continuer à lancer de nouveaux produits innovants, non banalisés, qui nous démarquent de la concurrence, mais à des niveaux de prix et dans des conditionnements qui les rendent accessibles au plus grand nombre ;
- l'élargissement à de nouvelles catégories : certaines de nos marques ne sont pas encore présentes dans certains nouveaux segments de marché, comme celui des hommes, dont le potentiel est colossal, notamment sur les marchés émergents, en Chine et en Amérique latine, notamment. Nous avons décidé d'y lancer des gammes pour hommes sur certaines de nos signatures, comme La Roche Posay ou Garnier. Nous avons également investi des marchés où nous étions quasiment absents, comme celui des déodorants, sur lequel nous avons pris des initiatives couronnées de succès en 2008 en Amérique Latine, qui sont aujourd'hui étendues à l'Europe de l'Est et à l'Asie, avec le même succès ;

- l'accélération de la mondialisation : il reste beaucoup à faire pour compléter le déploiement de toutes nos marques dans l'ensemble des nouveaux pays, dont le potentiel de croissance est considérable. Nous ambitionnons un doublement du nombre de consommateurs utilisant des produits L'Oréal dans le monde. Aujourd'hui, ils sont environ 1,2 milliard. D'ici 2030, nous voulons conquérir un autre milliard de consommateurs. Pour cela, nous devons continuer à établir nos marques et ouvrir des filiales dans les pays dont nous sommes absents ;
- le renforcement de nos « moyens moteurs » : les moyens publi-promotionnels. Nous renforçons ces dépenses sur les marques les plus importantes, sur celles qui ont des produits en lancement, sur celles concernées par la commercialisation d'innovations accessibles. Le but poursuivi est de profiter des conditions actuelles d'achats de médias, particulièrement attractives, mais aussi d'accélérer notre pénétration et de faire progresser nos parts de marché ;
- la réduction des coûts et la remise à plat de nos organisations : le but poursuivi est de financer notre effort de recherche, d'améliorer notre capacité à soutenir nos marques par des moyens publi-promotionnels, mais aussi de continuer à ouvrir des filiales partout où cela est possible. Pour cela, nous avons réorganisé notre outil de production, en recentrant les usines de notre division Produits de Luxe sur la France, sur un pôle d'excellence, en revoyant notre circuit d'achats mondial, en regroupant la chaîne logistique, mais aussi en procédant à un gel des embauches ou des effectifs selon les filiales et en réduisant drastiquement les frais de voyages.

3. Conclusion

Les fondamentaux du groupe L'Oréal sont très solides. Nous avons adapté notre modèle, comme je viens de l'indiquer. Nous continuons à gagner des parts de marché au niveau mondial, car nous avons les atouts nécessaires pour faire face au contexte concurrentiel. Enfin, nous donnons la priorité aux investissements de recherche et aux investissements publi-promotionnels, pour assurer une croissance durable.

A court terme, les marchés cosmétiques recèlent encore de nombreuses incertitudes, surtout dans les pays développés. Les perspectives offertes par les nouveaux marchés sont très encourageantes et même enthousiasmantes. Mais le plus important est de savoir que les 60 000 collaborateurs du groupe L'Oréal sont passionnés par leur métier : la beauté. Pour nous, les cosmétiques donnent les moyens d'exalter, de magnifier, de prolonger la fraîcheur et la jeunesse des femmes et des hommes, jeunes et moins jeunes, de tous horizons, de toutes cultures, dans toute leur diversité et dans le monde entier. Nous pensons réellement qu'il est essentiel de pouvoir offrir à chacun les moyens de se sentir bien avec lui-même, d'avoir une meilleure estime de soi, ce qui permet d'être mieux avec les autres et d'être plus confiant, ce qui est particulièrement important dans les périodes difficiles.

VI. Les analystes financiers : quelle responsabilité dans la crise ? Quelle compréhension de celle-ci ? Quelle vision de l'avenir ?

Patrick LEGUIL

Pour une fois, les analystes financiers n'ont pas été accusés de tous les maux, au contraire des banquiers, mais de réagir trop tard. Cette crise les a désorientés. Ils s'attendaient à une crise économique, à un ralentissement de la croissance. En fait, deux crises se sont produites de manière concomitante : une crise financière et une crise économique. Au contraire de la crise des TMT,

survenue en 2000, il n'y a eu, cette fois-ci, aucun priapisme des analystes et des marchés, aucune bulle boursière. Il y a eu, en revanche, une bulle immobilière et une bulle des matières premières : souvenons-nous qu'en l'espace de cinq ans, l'indice Standard & Poor's des matières premières a été multiplié par 5,5. Le marché des actions n'a pas connu ce type d'excès : en 2000, les ratios de capitalisation étaient de l'ordre de 25, contre 15 en 2007.

Lorsque la crise financière est survenue, les analystes avaient déjà à l'esprit, grâce aux économistes de marché, l'idée d'un ralentissement. Ils avaient donc déjà tendance à envisager un plafonnement, voire une inversion des évolutions des résultats.

A la même époque, au début de l'été 2008, les chefs d'entreprise n'anticipaient aucune évolution inquiétante. Pendant un temps, nul ne savait ce qui pourrait se produire. C'est alors que la crise économique est arrivée, marquant une entrée en récession.

Pour les analystes financiers, des problèmes de valorisation se posaient. Le débat portait essentiellement sur la *fair value*, qui n'en avait que le nom, si bien qu'elle a été progressivement renommée en *fear value*, ou « valeur d'effroi ». Celle-ci a été brutalement découverte au lendemain de la faillite de Lehman Brothers, le 15 septembre 2008. L'on a alors vu des chefs d'entreprise crier au désastre : leur conjoncture s'était totalement retournée, quel que soit le secteur considéré.

Le monde des analystes financiers s'est retrouvé brutalement confronté à un désert d'informations. Il a fallu revoir l'ensemble des facteurs, menant à une inversion complète des prévisions, du consensus. Néanmoins, il a finalement paru rassurant de pouvoir indiquer clairement que l'on était rentrés en récession, car cette situation est clairement identifiée. Il a ainsi été dit que les pouvoirs publics et les Autorités monétaires avaient bien réagi.

C'est ainsi que tous les éléments hors normes, facteurs de peur et d'incertitude – l'envolée des primes de risque, l'effondrement des *price earnings*, la montée de la volatilité – ont été appréhendés différemment, pour en arriver progressivement, en 2009, à constater que tout cela pouvait se digérer, et qu'il était possible d'avoir de bonnes surprises au niveau des résultats des entreprises. L'on a alors constaté que les analystes avaient sans doute été par trop pessimistes. Les résultats publiés se sont avérés moins mauvais que les analystes ne les avaient anticipés.

A partir de ce moment, un consensus ré-appréciant le futur est apparu, surtout aux Etats-Unis. Ainsi, le pire n'est pas arrivé, il y a toujours des incertitudes, mais les entreprises ont fait preuve d'une grande réactivité – et peut-être aussi profité d'un effet d'aubaine, dans une certaine mesure –, si bien qu'elles ont préservé leurs marges et, en règle générale, leur situation bilantielle. Le monde des grandes entreprises paraît aujourd'hui en bon ordre pour appréhender une éventuelle reprise.

Tout cela s'est traduit par une hausse du marché. En effet, le marché anticipe la fin d'une récession environ deux à trois trimestres à l'avance. Le rebond des marchés récemment observé peut donc paraître normal, et justifié, dans la mesure où il n'y a pas eu d'exagération.

Mais les marchés boursiers se sont nourris, pour évoluer ainsi, d'un certain nombre d'indicateurs fondamentaux. Leur reprise ne serait pas intervenue si tôt et n'aurait pas été si forte et longue sans une fantastique détente des taux des obligations privées, ou taux *corporate*. A un moment, le différentiel de valorisation entre les produits de taux et d'actions était tel qu'il n'y avait pas lieu d'hésiter : les actions étaient devenues très bon marché.

Voilà où nous en sommes : l'on est passés de la *fair value* à la *fear value*. En est-on aujourd'hui arrivés à la *fairy value*, la valeur rêvée, et à une situation de *business as usual* ? Peut-on se dire que

L'on a eu très peur, mais que les excès sont gommés et que l'on sait crever les bulles de tous ordres ? Je ne le pense pas. Les crises ne sont pas terminées. A celles déjà évoquées s'est ajoutée une crise morale, une crise de l'éthique. Nous sommes donc sortis de la récession, mais pas de la crise économique. L'on s'interroge désormais sur la longueur de la reprise économique.

Conseil d'allocation d'actifs

S'il fallait que je donne aujourd'hui une allocation d'actifs, je dirais : « actions toutes ! ». Il s'agit effectivement de l'actif le plus liquide, et les valorisations sont aujourd'hui modestes. Evidemment, toutes ne se paient pas au même prix : l'on a davantage anticipé sur des valeurs cycliques que sur des valeurs défensives. Il faudrait donc considérer celles-ci et, plus particulièrement, les valeurs défensives de croissance.

J'évoquerai également les produits de taux, qui ont permis à un certain nombre d'investisseurs de passer la crise et de résister relativement bien. Il faut aujourd'hui faire attention au niveau atteint en matière de taux d'obligations privées. En revanche, nul n'anticipe un retour de l'inflation, si bien que l'on peut se demander si la bulle des emprunts d'Etat est réelle. Pour ce qui est de l'immobilier, il est sans doute trop tôt pour se prononcer, mais au vu des conditions actuelles de taux et de l'absence de surabondance de stocks dangereux, peut-être faudrait-il également y songer.

J'évoquerai enfin les liquidités. Aujourd'hui, il n'existe plus aucune rémunération à ce niveau, d'où, peut-être, le retour de l'or, qui a battu, en nominal, tous les recors historiques. En valeur réelle, cependant, son cours devrait plus que doubler pour retrouver son niveau des années 1980. Il reste donc de la marge. Je pense ainsi que ce que l'on faisait autrefois en liquidités, l'on peut maintenant le faire sur l'or.

VII. Débat avec la salle

Hubert TASSIN

M. Pastré, les matières premières sont-elles passées du statut de commodités au statut de monnaies de réserve ou d'investissement ? S'agit-il d'un phénomène durable ? Pourrait-il créer un effet de bulle ?

Olivier PASTRE

Dans l'économie réelle, le prix des matières premières va continuer à augmenter dans les 24 à 36 prochains mois, car la croissance dans les pays émergents reste relativement forte. Or ces pays sont d'importants consommateurs de matières premières. Ce phénomène sera toutefois quelque peu perverti par la spéculation, phénomène relativement nouveau qui explique, du reste, en grande partie la flambée des cours observée en 2007.

Dans l'allocation d'actifs proposée par M. Leguil, je rajouterai donc, pour ma part, les bourses des pays émergents, ainsi que les matières premières.

De la salle

M. Pastré a rapidement évoqué les prochaines bulles qui pourraient éclater : quelles sont-elles ?

Olivier PASTRE

Je vous renvoie ici à mes ouvrages. J'évoquerai néanmoins le marché des LBO, qui n'a pas encore été purgé. A ce jour, un certain nombre de LBO restent très tendus. J'évoquerai ensuite les fonds de pension américains, qui courent un réel risque en cas de baisse des marchés boursiers. J'évoquerai enfin les bilans des municipalités en Europe continentale et aux Etats-Unis, ainsi que la bulle obligataire, dont l'éclatement n'est pas à exclure. Il existe donc de nombreux candidats à la « bullitude », et cela est bien plus préoccupant que la « bravitude ».

Patrick LEGUIL

Par « marchés obligataires », j'entendais « emprunts d'Etat ».

De la salle

M. Carof, vous avez évoqué des gisements d'économies pour vous adapter au pouvoir d'achat de la demande. Il a été question de déstockage et d'opérations promotionnelles. Aujourd'hui, les usines redémarrent, mais doivent faire face à des coûts de production et de matières premières tout autres. En effet, le coût d'achat des matières premières est lissé et donc, à mon avis, la base d'achat des matières premières atteint aujourd'hui les plafonds de 2008. Dès lors, comment fabriquer des produits à bas prix avec des matières premières aussi coûteuses ?

Jean-Régis CAROF

L'effet de stockage que j'ai évoqué a joué sur l'ensemble de la chaîne. J'ai évoqué le déstockage réalisé chez les distributeurs, qui sont nos clients, car cela a eu un impact direct sur notre chiffre d'affaires, mais nous avons nous-même procédé à un déstockage en réduisant les stocks de matières premières, d'encours ou d'articles de conditionnement.

Enfin, il faut savoir que le coût des matières premières dans le prix de revient d'un produit cosmétique n'est pas l'élément le plus important : ces produits ont effectivement une forte valeur ajoutée. Par exemple, une hausse des cours du pétrole de l'ordre de 10 % induit une hausse du prix de revient final d'un produit cosmétique inférieure à 1 %.

VIII. Conclusion générale : Y a-t-il une solution à la crise ?

Olivier PASTRE

Pour répondre à cette question, je vais déclamer une ode à la gouvernance financière, faisant du même coup un hommage à Edmond Rostand, car j'ai repris la fameuse tirade du « non, merci » de Cyrano de Bergerac :

« Vendre des crédits à qui ne peut rembourser ? Non, merci.

Découper ses crédits en produits de marché ? Non, merci.

Désintermédiaire à fond, faire les libéraux ? Non, merci.

Laisser les banques squatter les paradis fiscaux ? Non, merci.

Pousser ceux qui notent à amplifier les cycles ? Non, merci.

Réguler les dérivés avec des béciclos ? Non, merci.

Créer des normes comptables qui rendent « gaga » ? Non, merci.

Faire de la fair value l'alpha et l'oméga ? Non, merci.

Non, merci ; non, merci ; non, merci, mais penser, rêver, réguler, encadrer, être libre...

Avoir l'œil qui regarde bien, la voix qui vibre...

Réintermédiaire sans achever le crédit.

Suspendre un temps les normes prudentielles, pardi !

Centraliser les marchés de gré à gré continûment.

Normaliser la titrisation sèchement.

Appliquer les mêmes règles à qui prend les mêmes risques.

Faire en sorte que ne soit toujours défié le fisc.

Encadrer des traders, les rémunérations.

Nationaliser les agences de notation.

Créer une supervision européenne, vite !

Bref : dédaignant d'être le lierre parasite.

Lors même que l'on n'est pas le chêne ou le tilleul.

Pas « plus » réguler, mais réguler mieux, et pas tout seul. »