



SARASIN
EXPERTISE

FIL CONDUCTEUR

Février 2008

Achévé de rédiger le 15 Février

Hybris¹

L'affaire de la Société Générale renferme un double paradoxe. Elle est en premier lieu aussi incompréhensible pour l'homme de la rue qui n'entend rien aux techniques de la finance contemporaine que pour le « super-pro » qui en maîtrise toutes les subtilités. En second lieu, elle concerne un établissement, réputé pour l'excellence de ses systèmes de contrôles, qui s'est spécialisé dans les produits dérivés les plus complexes et qui se trouve pourtant frappé de plein fouet sur les supports les plus simples et les transactions les plus « traçables ». L'enquête judiciaire en levant ces incompréhensions participera à l'effort de « mise à plat » réclamé par le G7 le week-end dernier.

Chaque phase d'euphorie a ses vedettes emblématiques, dont on se demande à quel moment leur insolent succès va se transformer en déroute. Chaque crise précipite la chute de ces icônes (Drexel, LTCM, Enron). Le cas qui nous occupe ne déroge pas à la règle. L'activité BFI de la Société Générale représente bel et bien le sommet de la financiarisation de l'économie et de la « mathématisation » de la finance, tout en étant revendiqué comme tel. Les tours dominant Paris sont bien pour l'essentiel peuplées d'opérateurs spécialisés dans la manipulation des risques de marché et plus spécifiquement des risques extrêmes, dans le cadre de processus de gestion reposant sur des modèles stochastiques. Ces activités ont prospéré jusqu'à assurer, in fine, près de 40% des profits de la Banque.

A ce titre, cette affaire diffère radicalement de chute de la Barings, dont on la rapproche souvent. Alors que la Banque londonienne a été réellement victime d'un « trader fou » prétendant enrayer seul la chute du Nikkei et bénéficiant, pour ce faire, de complicités internes avérées dans un

¹ L'*hybris* ou *hubris* (du grec ancien ὕβρις), est une notion grecque que l'on peut traduire par « démesure ». Dans son usage moderne, l'*hybris* correspond à l'excès de confiance et à l'orgueil déplacé. Le châtement de l'*hybris* est la *némésis* (« destruction »), le châtement des dieux qui a pour effet de faire se rétracter l'individu à l'intérieur des limites qu'il a franchies.

environnement nettement moins surveillé qu'aujourd'hui, le cas de la SocGen s'inscrit définitivement dans le rêve d'une époque, celui de la fabrication récurrente de sur-rendements par la grâce de l'ingénierie financière. Il marque la fin d'une époque, sans aucun doute. La fin du rêve lui-même ? C'est moins sûr, si l'on en croit l'Histoire et la facilité avec laquelle l'investisseur se laisse séduire, de proche en proche, par les constructions les plus hasardeuses, pour son plus grand malheur et au grand dam du gestionnaire raisonnable.

La complaisance de la Fed à l'égard des bulles...

Ce qui nous ramène à la vision globale de la crise financière actuelle dont nous pensons plus que jamais qu'elle marque l'échec de l'économie patrimoniale comme tentative de pallier l'appauvrissement relatif de l'Occident. Cette conclusion, certes peu enthousiasmante, nous vient de la question que suscitent l'action de la Réserve Fédérale depuis une douzaine d'année et sa position de principe vis à vis des bulles spéculatives. Si chacun se souvient de la fameuse « exubérance irrationnelle » de Greenspan (fin 1996), peu d'attention a été portée aux débats qui s'ensuivirent, au sein de la Fed, sur la responsabilité économique et morale qui devrait normalement pousser le banquier central à enrayer les bulles, dès lors qu'il est convaincu de leur existence². Quant à Ben Bernanke, il a bâti sa carrière universitaire sur l'étude de la déflation et a participé, au sein de la Fed, à l'étude minutieuse du cas japonais et tout particulièrement des effets désastreux de l'explosion de la bulle immobilière de l'Archipel. C'est donc en parfaite connaissance de cause que les autorités monétaires américaines ont nié et laissé se développer la bulle Internet de 1997 à 2000, puis encouragé, de 2001 à 2007, une invraisemblable spéculation immobilière doublée d'une non moins invraisemblable dérive de l'endettement³. Pour quelle raison ?

... n'est pas un hasard...

La raison est, nous semble-t-il, que la mondialisation et le transfert massif de l'activité industrielle vers les pays à bas salaires ont constitué un énorme choc pour le monde occidental. En dépit de la tertiarisation de l'économie (dont sa financiarisation) et du développement des techniques de pointe, cette mise en concurrence a causé (et continue de causer) des pertes d'emplois industriels qui ne pouvaient que conduire à un appauvrissement global ou, tout au moins, à l'appauvrissement des classes moyennes et des catégories les plus défavorisées des pays « avancés ».

... mais une tactique délibérée contre le caractère déflationniste de la mondialisation.

Cet appauvrissement ne pouvait être compensé que de trois façons :

- 1/ par l'effet déflationniste des produits importés, d'où la nécessité de maintenir des termes de l'échange favorables et donc des devises « émergentes » sous-évaluées (ce qu'on pourrait appeler le système Wal Mart) ;
- 2/ par l'intensification de la fourniture de biens d'équipement rééquilibrant le commerce extérieur (Allemagne, Japon) tout en accélérant encore plus la délocalisation des productions courantes ;
- 3/ par l'accroissement de la richesse patrimoniale virtuelle, mobilière et immobilière, des ménages occidentaux.

² Cf. transcription intégrale des débats de la FED en 1996

³ qui atteint désormais 310% du PIB, en cumulant dette des ménages (160%), dette corporative (60%), dette municipale (40%) et dette fédérale (50%). Ce ratio est resté stable autour de 120-130% pendant toute la période d'après-guerre avant de s'envoler régulièrement à partir de l'invention des *reaganomics* en 1982

Comme nous l'avons montré dans un précédent Fil conducteur, une convergence d'intérêts s'est établie entre le monde émergent, qui en a retiré la formidable accélération de son décollage et les pays développés, qui ont pu préserver leurs standards de consommation, tant que l'endettement des seconds envers les premiers restait supportable.

**Le caractère irréversible
des délocalisations...**

Dans le monde idéal décrit par les optimistes irréductibles, les Etats-Unis auraient délibérément mis en marche ce processus pour élargir rapidement les débouchés de l'économie capitaliste à l'échelle mondiale, avec l'objectif d'en reprendre le contrôle une fois assuré le décollage de la consommation des pays émergents. Cette thèse séduisante a été notamment défendue par Jim Paulsen, *chief investment strategist* chez Wells Capital Management (220 MD USD sous gestion)⁴. Ce scénario, pour rassurant qu'il soit, paraît surtout relever de l'économie-fiction en raison du caractère difficilement réversible des délocalisations, du fait des transferts massifs de technologies et de la satellisation des activités rendue possible par la numérisation de l'information. Il se heurterait de plus à l'impossibilité de reconstruire rapidement l'ensemble du tissu industriel qui a été détruit depuis vingt ans.

**... dans un régime de
change quasi fixe...**

En tout état de cause, toute réindustrialisation des Etats-Unis devrait passer par un réalignement du coût réel du travail, qui ne pourrait être obtenu que par trois voies simultanées : la diminution des salaires aux Etats-Unis (ce qui vient d'être entrepris massivement chez General Motors), la hausse des salaires en Asie (qui est d'ores et déjà à l'œuvre mais avec un long chemin à parcourir) et enfin la réappréciation des taux de changes nominaux (ce qui ne paraît être entrepris qu'à dose homéopathique, en tout cas sans rapport avec l'ampleur de l'écart entre change nominal et change réel, dont les touristes européens ou américains continuent bien à tort de se réjouir.)

**... explique la dualité
entre la déflation
globale et l'inflation
ressentie.**

Notre hypothèse serait donc plutôt celle d'une fuite en avant, dans laquelle la reflation systématique opérée par la Fed, après chaque accident, est une des deux conditions sine qua non de la poursuite du jeu, la seconde étant le maintien de parités de change quasi fixes (c'est à dire ne corrigeant pas les différences de coût du travail). Ce jeu a sur le monde développé des effets à la fois déflationnistes, à travers le non ajustement des taux de change des produits importés, et inflationnistes du fait de l'accroissement irrésistible de la demande de ressources naturelles issue de l'élévation des standards de consommation dans des zones les plus peuplées. Cette situation duale, en termes de risque inflationniste, explique en grande partie la différence entre l'inflation ressentie en Europe par les ménages les moins favorisés et l'inflation mesurée officiellement. Elle légitime les inquiétudes de long terme des dirigeants monétaires européens, bien conscients du caractère intenable des liens fixes au dollar.

⁴ « the rebirth of US Manufacturing ». Barron's du 22/10/2008

**La pourquite du
« deleveraging »...**

L'analyse que nous venons d'exposer confirme notre intuition que la crise que nous traversons est la plus sérieuse du capitalisme depuis celle des années 1930. Elle s'en distingue, certes, par la plus grande technicité des Banques centrales et leur capacité à coopérer pour éviter les faillites en cascade. Mais cette assurance contre le risque systémique ne peut en revanche pas grand-chose contre la dynamique de forte contraction de la liquidité qui contraint ou va contraindre, dans les mois qui viennent, la plupart des agents économiques à déboucler (« *deleverage* ») les positions financières bâties sur le principe du levier.

**... sous la menace d'un
retour à la moyenne des
marges bénéficiaire.**

Les deux points clés de la conjoncture – et de la tenue future des bourses – n'ont que peu à voir avec les mesures de soutien de l'économie américaine (baisse des taux et remboursement d'impôts). Ils concernent d'une part l'état réel d'indépendance des pays exportateurs d'Asie du Sud-est et d'Amérique latine vis à vis du ralentissement américain, avec un impact indirect sur la croissance européenne et, d'autre part, le retour à la moyenne (*mean reversion*) des marges bénéficiaires des firmes transnationales. Ce genre de phénomène est bien entendu aussi inexorable qu'impossible à prévoir. La probabilité nous paraît toutefois assez forte que les marges qui ont atteint en 2007 un niveau inédit redescendent vers leur moyenne de long terme dans le contexte de moindre croissance globale et de surcapacités qui semble se dessiner. Avec quel effet sur tous les LBO bâtis sur des hypothèses de forte croissance ?

Conclusion

Au total, et bien que ce genre de prospective de long terme soit tellement hasardeuse que nous nous en abstenons le plus souvent, il nous paraît logique de formuler l'hypothèse suivante : la bulle Internet et la bulle immobilière ne sont que deux manifestations successives d'un même processus d'enrichissement virtuel, portant sur des biens et des catégories sociales différentes : les patrimoines financiers des épargnants, futurs retraités, dans le premier cas, directement ou via les fonds de pension ; les patrimoines immobiliers des classes moyennes souffrant de la dégradation de leurs revenus réels dans le second. La faillite des *subprimes* rend inéluctable l'enclenchement d'un *deleveraging* général que des taux réels négatifs ne pourront compenser que très lentement.

Sous cette hypothèse, juillet-octobre 2007 marquerait un double sommet, en écho à celui de mars 2000, dans les trajectoires boursières. Celles-ci prendraient alors une allure conforme à la plus vieille théorie chartiste, celle de Dow, en trois phases :

- A. baisse : de mars 2000 à octobre 2002/ février 2003
- B. rebond : de 2003 à juillet 2007
- C. rechute : de juillet 2007 à ?

L'inconnue dans les phases de consolidation réside dans la répartition entre facteur temps et ratio de correction de la hausse précédente. Une hypothèse plausible, mais qu'on ne vérifiera qu'avec le temps, serait qu'à la différence du krach du Nasdaq, cette phase-ci serait plus étendue que meurtrière.

Au risque de nous répéter nous pensons que cet environnement commande une allocation particulièrement prudente mais que, dans le domaine des actions, des portefeuilles disposant d'une macro-protection (*overlay*) suffisante peuvent continuer de profiter d'une sélection fondamentale dynamique dans laquelle les filtres ISR ne font que renforcer les apports du *stock-picking* classique.

Jacques NINET

Membre du Directoire, Directeur des Gestions

NOUVELLE ALLOCATION GLOBALE

Comité de Gestion du 31 janvier 2008

NB Les indications +, =, - sont des recommandations générales de sur ou sous pondération par rapport à un benchmark donné, adaptables à chaque allocation spécifique. Les modifications apportées ce mois-ci sont signalées en **rouge**.

Sur ou sous pondération

	Zone géographique			
	Europe	USA	Japon	Asie hors Japon
Taux courts	4,37 % +	3,15 % -		
Fonds d'Etat MLT <i>10 ans</i>	4,06% +	3,65 % =	1,45%	
Corporate Invest G <i>spread</i>	151 -	244 -		
Obligations indexées <i>tx réel</i>	1,65% =	1,04% =		
Blue chips <i>Eurostoxx50, S&P Nikkei, DJ S.Asia</i>	3 792,80 -	1 368,21 -	13 592,47 -	
Mid & Small caps <i>Second marché SCXE</i>	197,51 =	798,46 -		
Pays émergents <i>Dow Jones Asie Pacifique Hors Jap</i>				164,55 -
Oblig Convertibles <i>ECI Europe</i>	5 086,76 =			

	Crude oil	Or	CRB Index	Argent
Commodities	90,48	924,96 =	354,00	16,90
	Euro/\$	\$/Yen	GBP/\$	
Expo devises (Long Dollar)	1,4850 =	106,4900	1,9888	