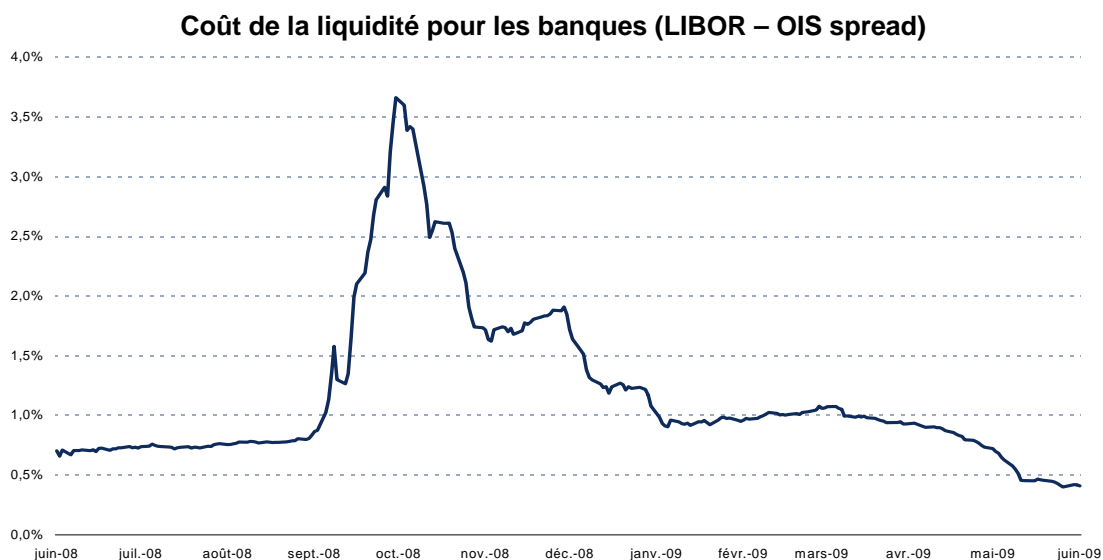


# DE LA CRISE FINANCIERE (LA FAILLITE DE LEHMAN) A LA CRISE ECONOMIQUE OU LA REDECOUVERTE DE L'IMPORTANCE CRUCIALE DE LA LIQUIDITE

Ouf !

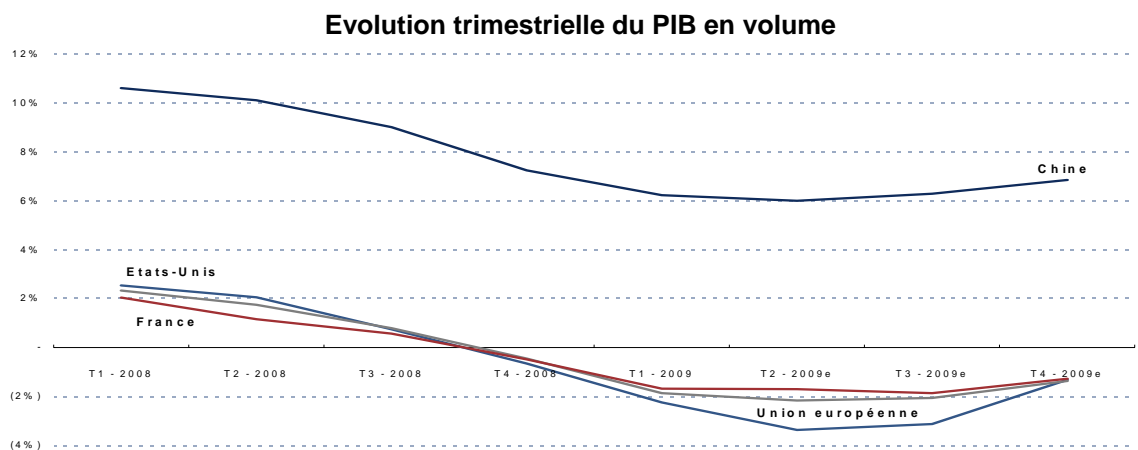
Nous sommes passés bien près d'un effondrement massif à l'automne 2008 quand la faillite de Lehman a remis brutalement en cause un postulat de base des marchés, celui que les Pouvoirs Publics ne laisseraient jamais une grande institution financière faire faillite (*too big to fail*). On ne cessera de se demander comment le secrétaire d'Etat américain au Trésor, ancien président de Goldman Sachs, a pu prendre une telle décision quand on en mesure, *ex-post*, les conséquences. La faillite de Lehman a entraîné un effondrement de la confiance dans le système financier poussant les détenteurs de liquidités à les placer dans le seul endroit qui leur paraissait sûr : les bons du Trésor à très court terme qui offrent, aux Etats-Unis, des taux d'intérêt négatifs (sic ! - 0,01 % à 3 mois) en décembre 2008. D'où un assèchement de la liquidité pour tous les autres acteurs qui en vivent, et en premier lieu les banques, conduisant les plus faibles d'entre elles à la faillite, à l'adossement précipité pour éviter cette infamie (Merrill Lynch, HBOS, Fortis, ...), au sauvetage massif par le seul prêteur en dernier ressort : l'Etat (Dexia, RBS, Citi, UBS, etc.) ou au changement de statut (Morgan Stanley et Goldman Sachs). Quant aux autres, elles ont dû faire face à une raréfaction de la liquidité et à un renchérissement brutal et massif de son coût, car n'oublions jamais que ce qui devient rare devient cher et ce qui devient très rare devient très cher :



Source : Bloomberg

Ce mouvement, pareil à un tremblement de terre d'intensité 8 sur l'échelle de Richter, ne pouvait pas ne pas avoir des conséquences sur l'économie et le monde des entreprises par la double courroie de transmission de la peur et de la liquidité. Nous avons expliqué dans le propos introductif du Vernimmen 2009<sup>1</sup> que l'alternance de phases de cupidité et de peur était le propre de la nature de l'être humain et de l'investisseur en particulier. Il fallait avoir des nerfs très solides pour ne pas avoir peur quand des institutions perçues comme aussi solides que Fannie Mae, Freddie Mac, AIG aux Etats-Unis ou Fortis en Belgique s'effondrent, que le cours d'entreprises aussi solides que EDF ou L'Oréal baisse de 50 % et 25 % respectivement entre juin 2008 et février 2009, sans parler de ceux de Thomson (- 80 %) ou de General Motors (- 80 %).

Naturellement, la peur, qui n'a heureusement jamais débouché sur la panique, n'est pas propice aux investissements, aux embauches, ou à la consommation. Et la plupart des entreprises ont vu leurs activités se contracter en Europe et aux Etats-Unis à partir d'octobre 2008 dans des proportions jamais enregistrées jusque là, tout simplement parce que leurs clients avaient peur et / ou avaient des problèmes de liquidités.



Source : Global Insight

Parallèlement, l'assèchement de la liquidité sur le marché financier et des banques atteint directement les entreprises qui commencent à en manquer et qui prennent les mesures classiques pour y faire face : réduction des investissements, gel des embauches ou réduction des effectifs, réduction des frais généraux, arrêt des rachats d'actions<sup>2</sup>, suppression des dividendes ou paiement en actions, etc..

On ne saluera jamais assez la lucidité et la rapidité des Pouvoirs Publics qui mirent en place avec efficacité des mesures pour arrêter la spirale infernale et aider le système financier à redémarrer en le soulageant d'actifs toxiques (Etats-Unis, Suisse, Royaume-Uni) qui menaçaient la solvabilité de certains de ses membres, en garantissant leurs emprunts et en injectant des capitaux propres supplémentaires dans les acteurs les plus fragilisés.

Sans eux, le système financier se serait probablement effondré.

Naturellement, l'injection massive de liquidités, plus de mille milliards d'euros, pour renforcer la solvabilité du système financier et parer une partie des

<sup>1</sup> Pages VI à VIII.

<sup>2</sup> Voir page 890.

conséquences du désendettement massif en cours dans l'économie, a progressivement produit ses effets. A défaut d'être totalement guéri, le malade financier entrainé au printemps 2009 en longue convalescence.

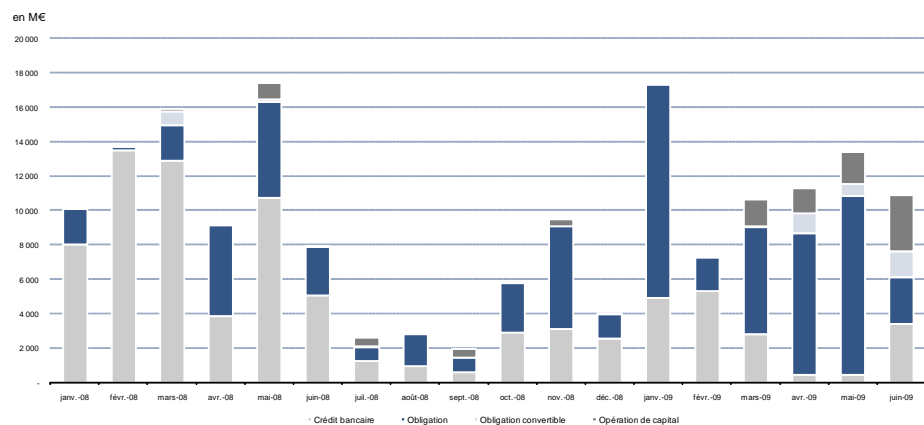
Il n'en fallait pas plus pour que les bourses retrouvent le chemin de la hausse : + 25 % (à début juillet) depuis mi-mars 2009, soulagées que le scénario du pire, dont témoignait une prime de risque culminant à un plus haut historique inouï de 10,9 %<sup>3</sup> en février 2009, s'éloigne.

### Le retour de la prospérité est-il au coin de la rue ?

Non ! Rappelons d'abord qu'une baisse de 60 % des cours suivie d'une hausse de 25 % laisse quand même une baisse nette de 50 % (et non de 35 %<sup>4</sup>). Puis que le propre de la finance est d'anticiper (Paul Samuelson dit que la bourse a prédit 9 des 5 dernières reprises économiques). C'est bien pour cela qu'au plus fort de la crise (à l'automne 2008), la finance était totalement désorientée ! Et que, surtout, le monde économique a son rythme qui est naturellement beaucoup plus lent que celui de la finance parce qu'on ne crée pas un nouveau réseau de distribution, qu'on ne lance pas un nouveau produit ou une nouvelle usine, qu'on n'embauche pas ou qu'on ne licencie, aussi vite qu'on achète ou vend un titre financier.

Ce n'est pas parce que les marchés financiers se sont progressivement réouverts, permettant aux groupes et aux banques de trouver des montants considérables<sup>5</sup> de financement, que la crise économique est, elle, finie.

Financement des entreprises privées françaises



Source: Dealogic, Données Banque de France

Certes cela est bon pour le moral et aidera à la sortie de crise mais quand on voit la montée forte des taux de chômage (17 % en Espagne), l'effondrement de certaines économies (Ukraine, Pays Baltes, Irlande, etc.), le développement de l'épargne de précaution, la baisse des nouveaux crédits à la consommation, la suspicion qui s'attache dorénavant au crédit, il ne faut pas être grand clerc pour comprendre que la crise économique durera plus que quelques trimestres et que l'on en parlera encore dans l'édition de l'an prochain du Vernimmen !

<sup>3</sup> Voir page 464.

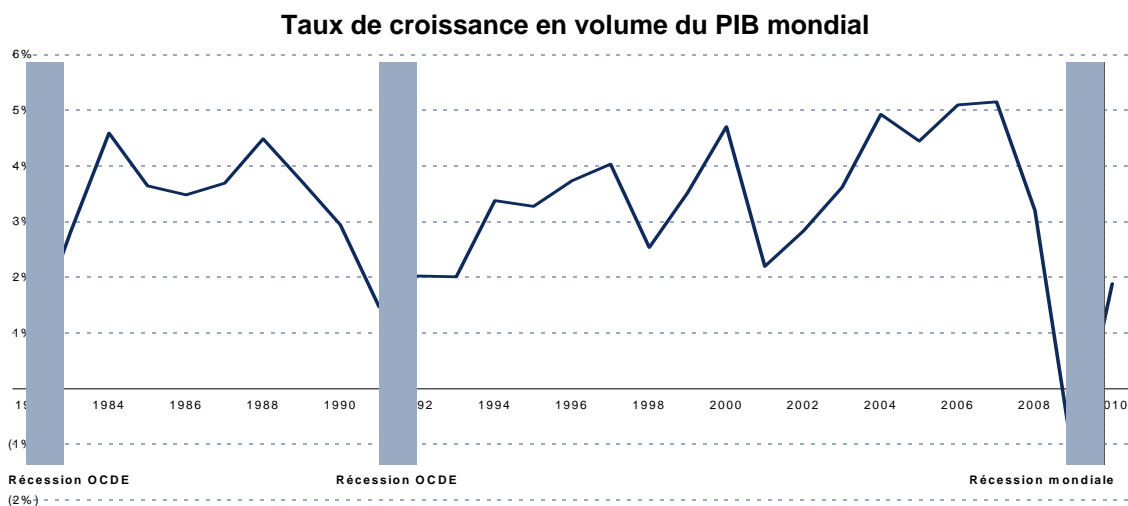
<sup>4</sup>  $100 - 60\% = 40$ ,  $40 + 25\%$  de  $40 = 50$ ,  $50 / 100 = 50\%$ .

<sup>5</sup> Voir page 600 et 907.

En France, l'activité en volume devrait se contracter en 2009 de 3 %, de 6 % en Italie, de 7 % en Allemagne ! Du jamais vu depuis les années 30.

Certes, les très grands groupes cotés ne se portent pas mal. Ils étaient peu endettés<sup>6</sup>, avaient des marges au plus haut historique<sup>7</sup>, sont très puissants par définition comme en témoigne le fait que la moitié des groupes industriels et de services du CAC 40 ont un BFR négatif<sup>8</sup>, et avaient de la flexibilité : sous-traitance, intérim, ... Mais à côté de cela, les dégâts risquent d'être importants pour les PME qui n'ont par définition pas la force des grands groupes dont elles constituent souvent un facteur d'ajustement. Leur taille individuelle n'en fait pas un enjeu médiatique ou politique sauf exception (Heuliez). Elles n'ont pour les soutenir dans ces temps durs que le médiateur du crédit<sup>9</sup> et OSEO dans leurs négociations avec les banques et quelques mesures prises par les Pouvoirs Publics pour alléger les trésoreries (réduction des délais de paiement, ...).

On avait un peu trop tendance à l'oublier puisque la dernière crise remonte à 1991



Source : FMI

mais, comme toute crise celle-ci nous rappelle que le cycle économique est une donnée de base de la vie humaine (Clément Juglar écrivait que « La cause unique de la crise est la prospérité »), qu'il agit comme un révélateur de la situation des plus faibles qui ne sont pas toujours ceux que l'on attendait (« C'est quand la marée se retire que l'on voit quels nageurs étaient nus », Warren Buffett). C'est tout à fait clair dans le monde bancaire :

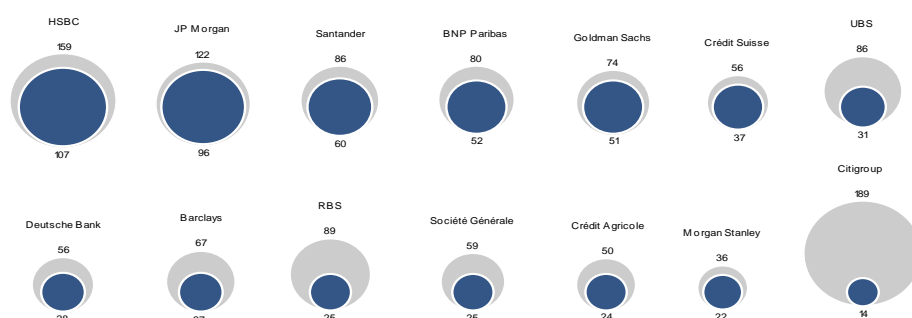
<sup>6</sup> Voir page 841.

<sup>7</sup> Voir page 213.

<sup>8</sup> Voir La Lettre Vernimmen .net n° 76 de mai 2009.

<sup>9</sup> Voir La Lettre Vernimmen .net n° 76 de mai 2009.

## Evolution des capitalisations boursières des banques entre juin 2007 et juin 2009 (en Md€)



Source : Datastream

Cela reste encore pour l'essentiel à venir dans l'industrie, le commerce et les services. Thomson, Chrysler, General Motors, Nortel, Morgan ne seront malheureusement pas les seuls à faire faillite ou à la tutoyer.

Les LBO, en particulier, souffrent beaucoup, mais cela est normal pour ceux montés dans les années 2006 et 2007 car ils reposaient sur un effet de levier massif <sup>10</sup> et n'ont pas eu le temps de se désendetter significativement.

Heureusement, leur endettement est le plus souvent resté au niveau de la société holding, ce qui fait que la société opérationnelle est relativement épargnée. Contrairement à ce que croyaient les fonds de LBO dans un mélange d'arrogance et de naïveté, les règles de base de la finance et du droit s'appliquent aussi à eux : quand la valeur de l'entreprise sous LBO devient inférieure aux dettes à rembourser et que les cash flows font défaut, le fonds de LBO perd son investissement (250 M€ pour PAI dans Monier) que saisissent les créanciers. La morale est sauve !

Il reste alors à remotiver l'équipe dirigeante qui, telle la laitière Pérette, se voyait faire fortune, mais dont le management package est à terre.

Comme nous l'écrivions l'an passé, les LBO reprendront mais pas tout de suite car la dette est encore trop rare et chère pour ce type d'opérations. L'aversion au risque n'est pas (encore) retournée à son étiage !

C'est aussi ce qui explique que, malgré des valorisations relativement basses, les opérations de croissance externe ne soient pas encore revenues au goût du jour <sup>11</sup>. Les vendeurs commencent seulement à réaliser que les prix ne retourneront pas à court terme à ce qu'ils avaient imaginé un jour. Les acheteurs (en tout cas ceux qui restent en bonne santé) ne sont pas encore prêts à se défaire de leurs liquidités. Certains vendeurs sont pressés de céder pour éviter le pire, ce qui devrait donner à l'avenir d'excellents TRI pour des acheteurs

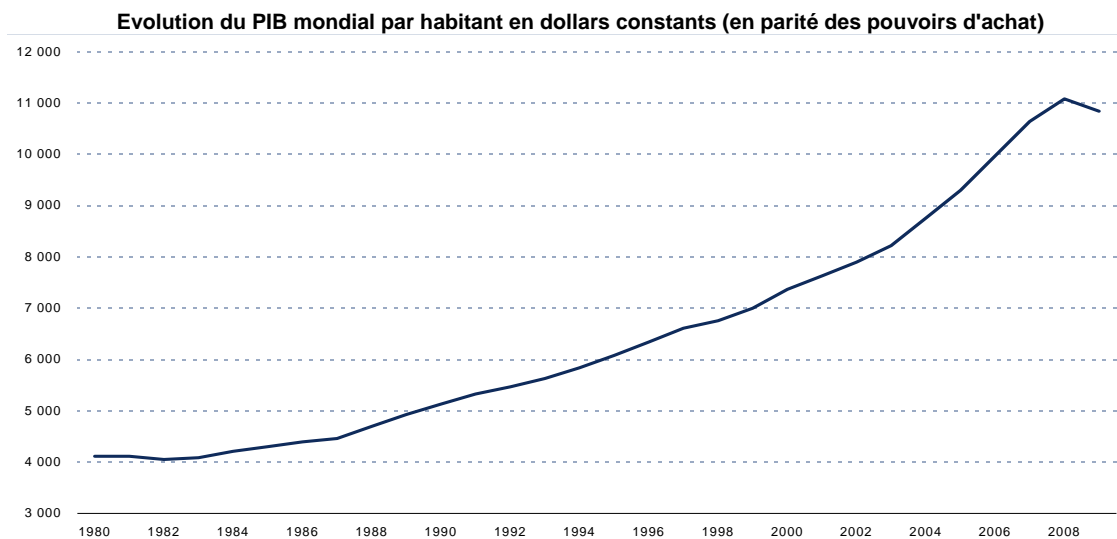
<sup>10</sup> Voir page 1034.

<sup>11</sup> Voir page 972.

d'aujourd'hui courageux et dotés de discernement (Fiat/Chrysler, Merck/Schering-Plough, ...) !

Mais il n'y a pas à douter que sous peu le mouvement repartira, tant à cause d'actionnaires qui auront eu une peur bleue en voyant les valeurs s'effondrer et qui ne voudront plus revivre cela, que parce que certains marchés industriels sont tellement affectés que la consolidation est la condition au retour à des rentabilités correctes (automobile).

Faut-il pour autant penser que cette crise remet en cause le modèle capitaliste et la financiarisation de l'économie ? Qu'il faille les refonder ? Sincèrement nous ne le pensons pas. Certes, ce peut être de bons thèmes pour un homme politique dans la période actuelle, mais ne jetons pas le bébé avec l'eau du bain ! Si le monde financier est responsable de la crise économique actuelle, il est aussi responsable d'une élévation forte et jamais vue du niveau de vie de la population mondiale depuis 1980. A partir de ce moment où, partout dans le monde (sauf en Corée du Nord et à Cuba), le monde financier a été déréglementé, des centaines de millions de personnes sont sorties de la misère :



Source : Economist Intelligence Unit

Bien sûr les excès les plus criants seront éradiqués (véhicules déconsolidants pour les banques, certains paradis fiscaux, les primes en cas d'échec, ...) et de nouvelles réglementations seront édictées. Elles sont nécessaires pour restaurer une confiance chez les investisseurs dans le système financier et dans ses acteurs car l'autorégulation qui les régissait pour une bonne partie n'a pas démontré son efficacité. . . Des essais prometteurs (le G7 de Londres) ont été esquissés mais il reste à les confirmer. L'empressement avec lequel les banques américaines veulent rembourser leurs dettes à l'égard de l'Etat qui les a sauvées de la faillite afin de retrouver une totale liberté (celle de retomber dans leurs travers passés ?) est à la fois indécent et de mauvais augure.

Mais que notre lecteur nous permette de lui dire, sans cynisme, mais avec réalisme, que :

- les régulateurs sont, par construction et quelles que soient leurs qualités, toujours en retard par rapport à l'innovation et à l'imagination des professionnels de la finance puisqu'ils ne peuvent comprendre et contrôler que ce qui existe depuis un certain temps ;
- que le régulateur boursier américain (la SEC) a été pitoyable : des cinq banques d'affaires qu'il supervisait, aucune n'a survécu sous ce statut. Et il est quand même ahurissant qu'il n'ait pas été capable de détecter qu'un fonds soumis à son contrôle, qui prétendait gérer 65 Md\$, ne gérait que du vent et constituait de loin la plus grande fraude de l'histoire mondiale (Madoff). Mais les régulateurs bancaires n'ont pas fait preuve non plus d'une grande clairvoyance (à l'exception du français et peut être de l'espagnol) ;
- que le seul mode de régulation efficace des marchés, qu'on le veuille ou non, est le krach (John Galbraith pensait qu'il était très difficile de dégonfler une baudruche avec une épingle).

Autrement dit, il y aura d'autres crises après celle-ci. Mais il est probable que, plus jamais, les Pouvoirs Publics ne laisseront une grande institution financière faire faillite, ce qui ne sera pas sans poser des problèmes de gouvernance de ces institutions, privées de cette saine menace. De la même façon, ils ont appris de la crise de 1929 le danger mortel du protectionnisme auquel ils n'ont pas cédé en 2009.

Les banques seront plus étroitement surveillées car il a été une nouvelle fois démontré qu'elles jouaient un rôle crucial, donnant le la à l'ensemble de l'économie. Quand les banques ont mal, l'économie ne peut pas aller bien.

Quant aux entreprises, quelles leçons en ont-elles déjà tirées ?

- qu'il fallait mieux avoir en permanence des lignes de liquidités non tirées. Certes, cela a un coût, comme la prime d'une police d'assurance, mais ce coût est négligeable face à celui de se trouver bien diminuée en cas de crise de liquidités ;
- qu'il fallait mieux avoir un nombre limité de banques proches avec chacune un volume d'affaires significatif et régulier qui les fidélise plutôt qu'une pléiade sans relation forte ;
- que la dette à court terme ne doit pas financer les investissements <sup>12</sup> ;
- qu'il n'y a rien de mieux que les capitaux propres en cas de crise, même s'ils coûtent plus cher que la dette <sup>13</sup>, et que, comme les crises sont inévitables, il est bon d'en avoir en quantité ;
- qu'il est indispensable de diversifier ses sources de financement (banques, marchés obligataires ou billets de trésorerie, affacturage, ...).

Bref, que la liquidité se gère avec prudence car elle peut disparaître très très vite !

Votre Vernimmen, dont la parution est devenue annuelle, va vous y aider !

---

<sup>12</sup> Voir page 286.

<sup>13</sup> Voir page 785.