



# Le Bulletin

4<sup>e</sup> trimestre 2009 - Achevé de rédiger le 3 novembre 2009

## ÉDITORIAL

### J'ai des doutes

Avec la reprise américaine de 3,5% au troisième trimestre plus forte que prévue, voici revenu le temps de la valse des prévisions économiques.

Pour certains, cette reprise est un trompe l'œil uniquement dû au colossal programme de relance gouvernementale. Mais que n'aurait-on entendu si le programme de relance n'avait rien relancé ?!

Quoi qu'il en soit, le scepticisme règne encore. Trop de dettes, trop de chômage, trop de déséquilibres, trop de contraintes écologiques empêchent selon le consensus une reprise forte de se développer. Tout au plus faut-il s'attendre à une amélioration lente et molle de l'activité.

M. Olivier Blanchard, économiste du FMI, nous livre dans sa mouture d'octobre du World Economic Outlook « qu'il ne pourrait être en aucune façon question d'un dénouement ordonné des déséquilibres mondiaux ». On tremble !

Mais j'ai des doutes.

J'ai eu en effet le mauvais goût d'aller regarder ce que ce même FMI nous annonçait dans sa mise à jour de juillet 2007 qui, comme on s'en souvient, marque le début de la crise des subprimes. Voici ses prévisions « la forte expansion mondiale se poursuit et les projections de croissance pour 2007 et 2008 ont été revues à la hausse à 5,2 % contre 4,9 %. Seul un modeste risque baissier pèse sur ces perspectives réjouissantes ».

Cela rappelle à s'y méprendre la fameuse prévision d'Irving Fisher peu de jours avant le Krach d'octobre 1929. « Les prix des actions ont atteint ce qui apparaît être un haut plateau permanent ».

C'est pourquoi j'ai des doutes !

Au cours de ma longue carrière d'observateur, j'ai constaté un phénomène étrange.

Il semble que plus les paramètres d'un système sont nombreux, imprécis et aléatoires, plus les prévisions concernant ledit système sont péremptoires. A l'inverse plus les éléments sont connus, mesurables et concordants, plus les commentateurs se montrent prudents dans l'analyse et précautionneux dans la prévision.

L'exemple est particulièrement frappant en matière climatique où l'on vous annonce sans sourciller un été sec et un réchauffement de 2° de la planète d'ici à 2040, alors que la prévision de température à 48 heures n'est donnée qu'avec un coefficient de fiabilité de 3 sur 5 !

Il en va exactement de même en matière économique et financière, où les experts se battent avec force arguments pour savoir si la croissance du PNB sera de 1,8 % ou de 2 % l'année prochaine alors que cet agrégat informe d'une multitude de données n'est connu, de l'aveu même des spécialistes, qu'avec une marge d'erreur d'au moins 5 % !

En revanche, personne ne se hasarde à vous donner le niveau des stocks pour le trimestre prochain. Quant au niveau des profits, qui conditionne pratiquement tout le système, la marge d'erreur avoisine 50 %.

C'est pourquoi j'ai des doutes.

Il y a plus grave. Non seulement on discute à l'infini sur des sujets dont on ne maîtrise pratiquement aucun paramètre tel le niveau du dollar, les scénarios de croissance des pays émergents ou les cours de bourse dans un an, mais on évite soigneusement de traiter les questions sur lesquelles on dispose d'assez de renseignements pour émettre des idées et prendre des mesures correctives. Par exemple, l'accélération des déficits budgétaires et la montée inexorable du niveau de la dette publique partout dans le monde.

On nous dit avec désinvolture qu'on montera les impôts. Mais qui nous prouve que la hausse des taux d'imposition se traduira par une hausse des recettes ? En France, par exemple, tout laisse penser que l'on a déjà dépassé le sommet de la fameuse courbe de Laffer à partir duquel le rendement des prélèvements publics est décroissant.

Alors, j'ai des doutes.

Mais en réalité, c'est un sujet sur lequel j'ai peu de doute. Finalement, on sait très bien qu'un jour ou l'autre le système nous pétera à la figure exactement comme l'ont fait les subprimes.

Les seuls doutes qui subsistent, mais ils sont de taille, c'est la date et la manière.

C'est pourquoi, dans le doute, je préfère dès maintenant vous proposer une mesure de précaution.

Cf. notre coin GEFIP – Quel refuge ?

**Hubert JOUSSET**

## MAIS POURQUOI DONC LES TRADERS GAGNENT-ILS AUTANT D'ARGENT ?

Mais pourquoi donc les "traders" gagnent-ils autant d'argent ?

Banquiers et "traders" n'ont pas bonne presse, c'est le moins qu'on puisse dire.

Pour calmer une opinion publique scandalisée par leurs turpitudes et l'obscénité de certains montants affichés à la une des médias, les gouvernements s'emploient tour à tour à les menacer, à les réguler et surtout à les taxer, ce qui aura le double mérite de faire plaisir aux envieux et de faire rentrer de l'argent dans les caisses désespérément vides de l'Etat.

Curieusement personne, tout au moins officiellement, ne semble s'interroger vraiment sur l'origine et la nature de ces gains fabuleux. Pourtant ils constituent une anomalie économique flagrante qu'aucune théorie ne permet de justifier, ni même tout simplement d'expliquer.

En effet, dans un marché concurrentiel, et les marchés financiers sont considérés comme les marchés les plus concurrentiels qui soient, il est strictement impossible de gagner largement et durablement plus que le taux de rentabilité d'équilibre normal du capital à risque égal. Le fait se démontre mathématiquement et a été prouvé largement par une multitude de tests.

De même, en matière de rémunération salariale, il est prouvé qu'à travail égal, un écart sensible de rémunération entre acteurs de même niveau intellectuel ne peut provenir que d'un phénomène de rareté qui tend à s'atténuer rapidement du fait de l'arrivée en masse de nouveaux entrants.

Depuis le temps que les meilleures écoles d'ingénieurs du monde entier envoient par fournées entières leurs plus brillants sujets dans les salles de marché, il y a belle lurette que la prime de rareté des traders aurait dû disparaître.

Pour justifier le maintien pendant une aussi longue période de profits aussi fantastiques, il n'y a en théorie que trois explications possibles :

- la prime d'innovation
- l'information privilégiée
- le vice caché

### La prime d'innovation

C'est l'argument le plus communément mis en avant à commencer par les acteurs eux-mêmes.

On nous parle des Mozart de la finance avec des trémolos d'admiration dans la voix, en

évoquant les algorithmes complexes, les programmes de "trading" sophistiqués, les potions magiques concoctées dans le plus grand secret par des équipes de mathématiciens bardés de diplômes.

On croirait retrouver les alchimistes du moyen âge avec parfois les mêmes résultats !

Mais ces fariboles, qui satisfont le goût du public pour le mystérieux et le merveilleux, ne sont absolument pas crédibles.

Tous ces algorithmes et programmes sont largement enseignés dans les écoles et appartiennent au domaine public sans aucune protection juridique de la propriété intellectuelle. Ils peuvent être identifiés, dupliqués et manipulés à loisir.

A supposer que dans son petit coin, une petite équipe réussisse à mettre au point un programme plus performant que les autres, elle ne saurait faire gagner simultanément des montagnes d'argent à toutes les banques de la terre.

D'ailleurs les dites équipes n'arrêtent pas de changer de maison en se prêtant au plus offrant. A ce rythme leur soit disant "know how" devient vite un secret de polichinelle et l'on comprend mal la terreur qu'elles font régner sur leur direction en les menaçant de passer à la concurrence.

### L'information privilégiée

L'information privilégiée est à la finance ce que le brevet est à la production, c'est-à-dire une prime durable et protégée. A ceci près qu'elle est strictement interdite et constitue un délit fortement surveillé, en principe sanctionné par les autorités de tutelle.

Il est certes imaginable que dans des banques universelles les murailles de Chine ne soient pas parfaitement étanches, et que des informations privilégiées en provenance de la banque d'affaire ou du département du crédit, filtrent de temps à autre jusqu'aux tables de "trading".

Mais on ne peut pas admettre qu'elles le fassent de façon permanente, régulière et dans tous les établissements en même temps.

Il ne reste donc guère comme seule explication rationnelle que le vice caché.

### Le vice caché

Pour mieux comprendre de quoi il peut s'agir, il convient d'abord de revenir un instant sur la fonction de "trading".

Cette fonction a pour premier objet de mettre en rapport acheteurs et vendeurs, et de leur permettre de transacter au meilleur prix d'équilibre, dans les temps les plus brefs au moindre coût. Ce faisant, les "traders" assurent un rôle tout à fait essentiel dans une économie de marché, en favorisant l'allocation optimale

des risques et des capitaux. Ils sont les garants de l'efficacité du marché.

Les demandes et les offres des uns et des autres n'ayant aucune chance de se présenter simultanément et dans les mêmes proportions sur les marchés, les "traders" doivent donc mettre en jeu un stock de capital et de titres pour se porter contrepartistes en avance sur le déblocage ultérieur des opérations.

Ce faisant ils réduisent l'incertitude et la volatilité, et fournissent de la liquidité, au prix d'un travail difficile et stressant, d'un risque certain et parfois violent, et d'un stock de capital. Il faut bien rémunérer tous ces facteurs à leur juste prix.

Mais si le "trading" vient à rapporter des sommes gigantesques sans réelle commune mesure avec le coût des facteurs utilisés, ce ne peut être qu'en raison, soit d'une spoliation des autres acteurs du marché et/ou des actionnaires de la banque, soit d'un vice caché.

En ce qui concerne la spoliation des opérateurs, cela supposerait une entente sur les prix entre toutes les grandes maisons de "trading" du monde entier, difficilement compatible avec les règles du jeu concurrentiel et avec la vigilance des grands donneurs d'ordre et des régulateurs.

En ce qui concerne la spoliation des actionnaires, on a pu observer un cas d'école avec l'affaire KERVIEL. Ce qui était scandaleux dans cette affaire, ce n'est pas tant l'énormité de la perte (5 milliards d'euros) ni d'ailleurs celle du gain qui l'avait précédée (1,5 milliards) mais tout simplement le montant ahurissant du capital mis en jeu à l'insu des actionnaires, 50 milliards, soit le montant de la capitalisation boursière de la Société Générale (ou le PNB du Maroc !). Ainsi Monsieur Kerviel jouait avec la totalité de la fortune des actionnaires. Et à cet égard peu de commentateurs ont relevé que gagner 1,5 milliards avec 50 milliards était à la portée du premier crétin venu ; il suffit de placer son argent à 3% pendant un an.

Il n'y avait donc aucune raison de lui distribuer un bonus !

S'il est avéré que des abus d'utilisation de capital, dû à l'abondance monétaire et au laxisme du contrôle, ont bien eu lieu un peu partout, ils ne peuvent expliquer à eux seuls les excès de rémunération constatés pendant aussi longtemps.

Si ce n'est donc ni l'insuffisance de concurrence, ni les compétences exceptionnelles, ni les merveilles des mathématiques, ni les pratiques délictuelles, ni un

usage abusif permanent du capital qui permettent d'expliquer l'insolente prospérité du "trading", c'est qu'il ne peut s'agir que d'une illusion.

### **Conclusion – La grande illusion**

Au-delà de la juste rémunération des facteurs assurant la fonction de liquidité, les profits magiques qui ont fait rêver toute une génération de "golden boys" devenus aujourd'hui la bête noire des populations, ne sont sans doute que les fruits du hasard.

Quand un joueur gagne dix fois de suite au casino, personne ne doute de sa chance. Quand un "trader" gagne dix fois de suite des sommes fabuleuses, personne ne doute de son génie.

Mais comment expliquer que ce hasard ait été favorable à tous les "traders" en même temps aussi longtemps. Tout simplement parce qu'à la différence du casino, les joueurs ne sont pas exogènes au système. Au lieu de jouer contre un système statistique et neutre, ils peuvent jouer tous ensemble dans le même sens, en contraignant la statistique à leur être favorable.

Pour ce faire, il faut et il suffit qu'ils soient constamment suralimentés en argent frais, et qu'ils n'aient pas besoin de se retirer de la table de jeu. Or c'est ce que leur ont permis de faire, et de façon surabondante, les banques centrales depuis vingt ans.

Tout ce qu'ils ont gagné ensemble, ils l'ont donc reperdu ensemble et les pertes colossales des banques en 2008 n'ont fait qu'annuler les gains des années précédentes. Les deux sont en fait des illusions.

Les banquiers n'auraient jamais dû distribuer ni bonus ni dividendes sur ces profits fictifs. Ils auraient dû tout simplement, comme Joseph dans la Bible, constituer des "provisions" pour les années de vaches maigres, comme ils en constituent dans leurs opérations de crédit pour les risques de défaut.

C'est petit à petit à travers la modification des règles comptables et des pratiques salariales, la solution vers laquelle on s'achemine.

N'oublions pas pour autant que le premier servi dans cette affaire a été le fisc qui n'a pas attendu pour réclamer sa part sur ces profits, bonus et salaires, sans trop s'interroger sur leur matérialité et leur légitimité.

L'Etat est donc tout aussi coupable que les banquiers et il est parfaitement normal qu'il ait dû remettre au pot pour rembourser ses illusions et sauver le système.

## LE COIN GEFIP

### Quel refuge ?

Dans ce coin GEFIP nous avons souvent mis en garde nos lecteurs contre les fameuses valeurs refuges, tels le dollar en période de troubles stratégiques, les emprunts d'état pendant les paniques boursières, ou les contrats d'assurance vie en euros en toutes circonstances. Les soi-disant refuges se révèlent à l'usage souvent décevants, parfois même carrément catastrophiques.

Mais alors que faire ? Tout simplement ne pas croire aux refuges mais rechercher au contraire la classe d'actif la mieux conditionnée pour faire face aux besoins réels connus et quantifiables du moment, et non à des risques imprécis, hypothétiques ou fantasmatiques.

A chaque configuration correspond une telle classe ; à la déflation, l'emprunt d'Etat ; à la stagflation, l'immobilier ; à la croissance et à l'innovation, les actions.

Aujourd'hui on nous parle tout à la fois de déflation, d'inflation, de récession et de reprise plus ou moins molle, mais la seule vraie menace sérieuse et visible comme le nez au milieu du visage, est tout simplement la quasi faillite des finances publiques dans le monde occidental et la totale désarticulation du système monétaire international.

Entre un dollar miné par sa gestion laxiste, ses déficits structurels et des dépenses de guerre, un euro menacé par les divergences internes de ses membres, une livre sterling et un yen relégués dans les oubliettes de l'affaissement économique, et un yuan totalement traficoté par un Etat totalitaire qui s'en sert comme une arme de guerre protectionniste contre l'Occident, il n'existe plus dans le monde une monnaie reconnue, fiable et digne de confiance.

De plus cet ensemble de fausses valeurs est piloté par des banques centrales, qui à force d'émissions débridées, d'interventions malsaines et de rachat de créances foireuses, présentent des bilans sur gonflés ressemblant à s'y méprendre à ceux des Hedge Funds.

Il convient d'ajouter à ce triste tableau un Moyen Orient à feu et à sang, avec la menace tous les jours grandissante d'un troisième foyer de guerre en Iran, le plus dangereux de tous.

Un seul actif permet de s'assurer contre les risques du chaos monétaire et géostratégique : L'OR. Les marchés ne s'y trompent

pas qui viennent de lui faire franchir allégrement la fameuse barre des 1000 \$ l'once.

Combien vaut l'or ? Personne n'en sait rien d'autant que ce prix est toujours en équilibre instable entre deux situations radicalement différentes.

Quand tout va à peu près bien, l'or n'est qu'un métal précieux servant essentiellement à la bijouterie. Son prix dépend alors de son coût de production et de la demande solvable de consommateurs normaux. A la fin de la dernière décennie heureuse, en septembre 1999, l'or valait 250 \$ l'once et le Dow Jones cotait 10803. On était alors dans un rapport de 1 à 43.

Lorsque tout va très mal et que l'or redevient le seul actif monétaire crédible comme en 1932 ou en 1980 après le deuxième choc pétrolier, son prix n'est plus fonction que de la quantité de fausse monnaie « banque centrale » en circulation et de la psychologie des foules. On observe alors un ratio de 1 à 2 avec le Dow Jones. Aujourd'hui l'or vaut plus de 1000 \$ l'once et le Dow Jones moins de 10.000, nous sommes dans un rapport de 1 à 10.

Il y a donc de la marge dans les deux sens et pour l'or... et pour le Dow Jones !

On remarquera que les banques centrales ne parlent plus de vendre leur or, alors qu'elles se bousculaient pour le faire quand il valait moins de 350 \$ l'once. De même, la Chine et l'Inde ont fait savoir qu'elles se tenaient prêtes à acheter en bloc, au prix actuel, tout l'or que le FMI se propose de mettre sur le marché.

Le dernier argument des sceptiques est que l'or ne rapporte rien, le cash non plus d'ailleurs !

Il est vrai que les actions rapportent un dividende, à long terme c'est même l'essentiel de leur rentabilité, alors que l'or ne procure aucun revenu, mais en ce qui concerne la sauvegarde du capital, nous livrons ces quelques chiffres à leur réflexion.

D'une grande crise à l'autre, c'est-à-dire d'octobre 1929 à octobre 2009 en 80 ans, le Dow Jones est passé de 380 à 9.800, soit un taux de croissance moyen annuel de 4,2%.

Dans le même temps, l'or est passé de 20 \$ à 1.040 \$ l'once, soit un taux moyen annuel de 5,1%.

Dans nos deux Fonds, Gefip PATRIMONIAL et Gefip DYNAMIQUE, l'exposition OR a été doublée depuis le début de l'exercice.

Site web <http://www.gefip.fr> - E-mail : [info@gefip.fr](mailto:info@gefip.fr)

## GEFIP

- Société Anonyme au capital de 900 000 €, indépendante, contrôlée à 97% par ses dirigeants (cf. ci-contre).
- Société de Gestion de Portefeuilles agréée par l'AMF (n°GP-9043) pour les services de gestion financière sous mandat général et de gestion de l'OPCVM.
- Également agréée pour le courtage d'assurances.

Nous proposons à des personnes physiques des services de gestion privée, dans le cadre d'un mandat de gestion, par recours à nos propres fonds de placement qui leurs sont exclusivement réservés.



**Hubert JOUSSET**  
Président

69 ans - HEC (65)  
Fondateur de pouvoir  
d'Agent de change (71-76)  
Professeur de Finance à HEC (77-79)  
Cofondateur d'Associés en Finance  
Membre de la SFAF



**Eric MICHELET**  
Directeur Général

55 ans - HEC (78)  
Maîtrise de Mathématiques (77)  
Gérant de portefeuille  
à PARIBAS (79-83)  
Gérant de portefeuille  
à Abu Dhabi Investment Authority (83-86)



**Jérôme MAGNIN**  
Directeur Général Délégué

42 ans - Ingénieur Epita (90)  
Maîtrise Ingénierie Financière  
EM Lyon (91)