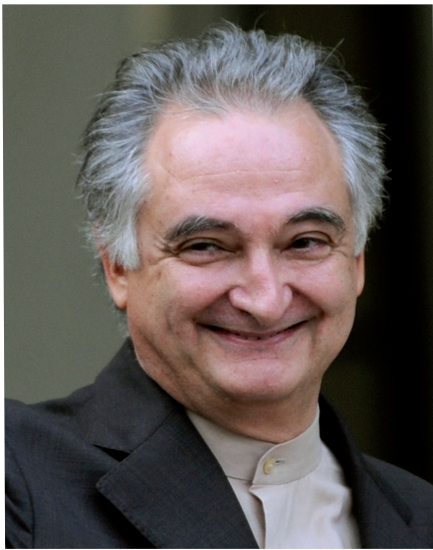


## LA CRISE : QUELLES PISTES POUR 2009 ?

Intervention de **Jacques Attali**, **Stéphane Boujnah** et **Daniel Cohen**

Jacques Attali, éminent intellectuel et Président de la Commission pour la libération de la croissance, ainsi que Stéphane Boujnah, Managing Director à Deutsche Bank et Daniel Cohen, CEO de Zalis, ont confronté leurs thèses sur les enjeux de la crise dans le cadre d'un débat lors du Private Equity Exchange 2008. Quelles sont les pistes privilégiées ?



Jacques Attali



Stéphane Boujnah



Daniel Cohen

**Jacques Attali** : Il est intéressant de revenir sur cette période bizarre. Je dis « bizarre » parce qu'il est difficile pour beaucoup de gens - peut-être pas dans l'univers des spécialistes - mais à travers le monde de comprendre et de savoir comment on est

principale de la crise réside dans l'utilisation du « leverage » (ou effet de levier), avec une transition d'une situation avec un « leverage » excessif à aujourd'hui, une recherche d'une forte réduction de cet effet de levier. C'est bien la clé du problème,

à créer de la dette. C'est parce que les ménages ne pouvaient plus rembourser leurs dettes qu'il a fallu recourir à la titrisation et que la crise s'est globalisée.

Ce phénomène est inédit car nous assistons à la première crise directement liée à la mondialisation. Le processus aurait pu être anticipé :

- le ratio de la dette publique des Etats-Unis par rapport au PIB américain était de 350 % au début de l'année 2008, alors que pendant l'apogée de la crise de 1929, il était de 280 %. Personne ne nous écoutait quand nous donnions l'alerte sur cette crise en 2005, puis 2006 et 2007. Si la crise est mondiale, c'est d'abord parce que l'effet de levier est global mais aussi parce que la City n'est qu'une annexe de Wall Street. Le monde entier est devenu un marché pour accuser les excès de la titrisation.

Afin de résorber cette crise et restaurer la confiance, des solutions de long terme doi-

“  
**Au lieu de procéder à une redistribution des richesses, on a accéléré la dynamique des machines à créer de la dette**  
 ”

passé d'un phénomène local, à savoir le fait que des américains ne puissent pas payer leurs emprunts immobiliers, à une dépression globale et une déflation mondiale. Pour cela, il faut revenir aux causes du problème pour comprendre où l'on va et ce que l'on risque.

Tentons une explication simple. La cause

trop de « leverage » : en effet la recherche de hauts rendements potentiels pour certains était basée sur un accroissement de la capacité d'emprunts de la classe moyenne. La corrélation est forte entre l'inégalité sociale américaine et la crise. Au lieu de procéder à une redistribution des richesses, on a accéléré la dynamique des machines

vent être envisagées :

- il faut mettre en place des dispositifs de régulation sans inciter la bureaucratie.
- Maintenant, que va-t-il se passer ? Le gouvernement américain doit réduire la rapidité du processus de deleverage en aidant les gens à comprendre que les marchés sont encore ouverts et en fournissant la liquidité nécessaire –principalement sur le marché monétaire- qui est la clé du futur comme le sang l'est pour les patients dans les unités de soins intensifs à l'hôpital.
- Les gouvernements doivent être responsables et aider au développement des nouveaux marchés sans créer de déficit, afin d'éviter également la prochaine étape qui est la dépression mais aussi l'inflation, si nous n'agissons pas assez vite. La seule manière de réduire le leverage à long terme est le rééchelonnement des dettes ou l'inflation. Il est nécessaire d'avoir une organisation internationale qui modifie et améliore les accords de Bâle II, les règles comptables et contrôle les agences de notations.
- Les compagnies qui survivront seront celles qui n'auront pas besoin de liquidités dans les 18 prochains mois, ce qui n'est possible que pour les compagnies qui proposent de vrais services : le consommateur préfère payer ses factures d'électricité ou de téléphone plutôt que ses impôts.
- Nous ne sommes peut être pas loin, en termes de mois, de voir le bas du marché, mais cela ne coïncidera pas avec le pire de la crise. Il faut être lucide et savoir que la crise est pleine d'opportunités pour les institutions financières et pour l'économie globale.

**Daniel Cohen** : Dans un scénario de crise, nous constatons toujours un délai entre le moment exact de l'entrée en crise et le moment où le système dans sa globalité se met à réagir. L'année dernière déjà nous étions dans cette phase de « lag time » : dans cette crise internationale, nous avons eu un temps de retard de 2 ans voire peut-être plus avant que les premières actions efficaces ne soient prises. L'importance de ce « lag time » est à l'ampleur de la crise dans laquelle nous entrons. Jacques Attali annonçait depuis deux ans déjà qu'une crise financière surviendrait. Qu'advient-il des deux prochaines années ? Quels sont les scénarios possibles

dans les années à venir ? Existe-t-il des risques que nous sommes en train de sous-estimer ? Comment ne pas sous-estimer ou sous-évaluer le risque ?

**Stéphane Boujnah** : En cette fin d'année 2008, les investisseurs tout comme les opérateurs de private equity en général, se posent trois grandes questions:

- Quelle valeur attribuer au 31 décembre 2008 aux différentes entreprises du portefeuille ?
- Dans un environnement où la dette est devenue rare et chère, comment investir en 2009 le cash levé au cours des dernières années ?
- Dans les conditions de marché extrêmes du moment, comment négocier avec les investisseurs des assouplissements aux mandats convenus lors des levées de fonds initiales, et comment gérer d'éventuelles défaillances d'investisseurs à l'occasion de futurs appels de fonds ?

Faire face au nouvel environnement économique et financier nécessite des capacités d'adaptation plus fortes que jamais qui peuvent sans doute s'articuler autour des principes suivants.

1. Accepter la migration des problèmes « from Wall Street to main street ». Certains opérateurs continuent à penser qu'il existe un découplage entre la crise financière et les activités économiques non financières, entre les Etats-Unis et l'Europe, ou entre les pays développés et les pays émergents. Ces formes de déni de réalité sont inquiétantes car les faits montrent que le ralentissement de la croissance des pays émergents et la récession plus ou moins marquée des économies développées affectent toutes les classes d'actifs.
2. « Think out of the box ». Dans les périodes de crise, il y a une prime aux opérateurs inventifs qui acceptent de changer leurs modèles en se délestant des pratiques du passé.
3. « Keep it simple ». Il est certain que les modes de financement robustes et simples, qui prévalaient avant le processus de sophistication observé au cours des 15 dernières années, redeviennent, pour un temps au moins, les moyens les plus efficaces de mobiliser des ressources.

4. « Do a deal when you can ». Dans un environnement de volatilité extrême des marchés financiers, l'attitude la plus sage consiste à résoudre les problèmes de ressources financières, ou à saisir les opportunités d'investissement, chaque fois que cela est possible sans spéculer sur une possible amélioration future des conditions financières du fait du temps qui passe.
5. « Build partnerships ». En période de crise et d'incertitude, la confiance personnelle joue un rôle disproportionné dans les rapports économiques, par rapport aux périodes de croissance quand les contrats standardisés se développent avec des contreparties anonymes. Construire des rapports de confiance plus personnels avec les différents partenaires devient donc un atout crucial.
6. « Take the plane ». Il faut aller chercher la croissance là où elle est, c'est-à-dire principalement dans les pays émergents. Ces territoires sont fondamentaux car ils constituent à la fois les marchés de croissance, mais bien souvent aussi les nouveaux gisements de fonds propres, à travers notamment les fonds souverains.

Pour conclure, c'est très certainement ceux qui se préparent au pire qui auront le plus de chance de survivre aux turbulences du moment. Il y a probablement deux attitudes fondamentales à retenir : « préserver son cash et rester au plus près de l'information ».

**Jacques Attali** : Il est sage et utile de recentrer le débat sur le cash et l'information, tous deux facteurs essentiels. Il ne peut d'ailleurs y avoir de réelles informations sans vraies « due diligence », et l'on ne parle pas ici de celles que les agences de notations réalisent. S'il y a une leçon à tirer du passé, c'est qu'il faut connaître parfaitement le marché ou la société dans lesquels on investit. On ne doit plus considérer, comme certains financiers, que plus le montage est complexe, plus il est intéressant. C'est faux : « une bonne idée doit être résumée en 5 lignes, ou 10 secondes ! », si ce n'est pas le cas, il faut l'abandonner. Cela vaut également pour la finance. L'humanité ne s'est pas construite pour la finance, elle ne doit être qu'un moyen de servir l'économie réelle. Cette règle est fondamentale : la finance n'est pas une fin en soi. Elle ne doit



plus être le meilleur moyen de faire du profit : il faut retourner à l'industrie.

Les entreprises vont toutes se retrouver confrontées à des difficultés, dans tous les

entreprises. Celles qui ne se préparent pas seront emportées par la tempête (liquidation ou dépôt de bilan). Il faudra envisager de nombreuses opérations de retournement pour sauver les entreprises.

Dans les scénarios possibles pour survivre : les fusions ou build-ups peuvent se multiplier. Dans le secteur bancaire, les fusions seront forcément nombreuses. Certaines banques seront vulnérables et particulièrement sensibles à la concurrence. Dans l'industrie, nous devrions assister à une augmentation du nombre de fusions, dans les secteurs immobilier et automobile également. Enfin, les fonds de retournement auront un nouveau rôle à jouer dans ces secteurs qui vont rapidement redevenir très utiles et lucratifs.

## Il faut connaître parfaitement le marché ou la société dans lesquels on investit

**Stéphane Boujnah** : Le private equity bénéficie indiscutablement d'une position excellente pour se préparer à tirer profit de la situation actuelle. Les opérateurs de private equity disposent le plus souvent de fonds levés avant la crise. Ils ont toujours une connaissance des actifs sous-jacents supérieure aux marchés financiers. Ils ont donc du cash et de l'information fondamentale. Dès lors, lorsque les marchés action se seront stabilisés, entraînant une plus grande visibilité sur la valorisation des actifs, ceux qui auront du cash pourront réaliser de belles opérations.

**Jacques Attali** : Les fonds de retournement auront un rôle primordial à l'avenir : ils devront allouer au mieux les ressources mais aussi sélectionner les meilleurs managers. Les ressources humaines ne devront surtout pas être négligées et redevenir centrales dans les choix à faire. Il faudra réfléchir au type de management souhaité pour les entreprises.

**Daniel Cohen** : Nous avons le sentiment que l'année 2009 va être « cataclysmique ».

secteurs (automobile, immobilier, industrie, puis ensuite les services). Les entreprises doivent s'organiser aujourd'hui pour survivre demain. L'anticipation et la gestion des risques seront au cœur de la sauvegarde des

### Sur les intervenants

● **Daniel Cohen** :

Daniel Cohen a plus de 20 années d'expérience en direction d'entreprises. Après avoir créé Zalis fin 2001 et dirigé de nombreuses missions, Daniel Cohen a acquis sa réputation dans le retournement d'entreprises en difficulté grâce à une expertise de premier plan dans la gestion du risque, tant sur le plan technique que financier. Daniel Cohen est l'auteur de plusieurs ouvrages et publications sur les aspects techniques du management. Il donne des cours aux étudiants en Master à Bordeaux et à Paris (Management du risque, Finance, Management de projets).

● **Jacques Attali** :

Economiste, écrivain, ancien conseiller du président de la République de 1981 à 1991, Jacques Attali a également été le fondateur et le premier président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement de 1991 à 1993. En 2007, il a présidé la Commission pour la libération de la croissance française. Il est aussi CEO de A&A, cabinet spécialisé en stratégie, ingénierie financière et fusions et acquisitions.

● **Stéphane Boujnah** :

Managing Director, Stéphane Boujnah a rejoint Deutsche Bank début 2005 après avoir été Director de l'équipe M&A en Europe de Crédit Suisse First Boston Technology Group. Il a également été conseiller en France du ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie de 1997 à 1999, et a participé en 2007 à la Commission pour la libération de la croissance française.