

## The Banker's View – July 2006

### Chute puis reprise des bourses :

**des comportements toujours «court-termistes» et moutonniers.**

**Jean-Pierre PATAT**

**(écrit début juillet 2006)**

#### Abstract

#### **The fall in world stock markets: speculative funds play with the short term and herding attitude of the others operators**

Most stock markets dropped between March and mid June (-13% for the CAC). They have since recovered but remain below their 2006 peak.

The explanations for these movements were the fear of inflation and the rise in interest rates by central banks, but a closer observation clearly questions such assumptions. In particular, the very modest increase in bond rates, and the low levels of interest rates (only 1%, in real terms, for the Fed Funds, and a nominal 3.75% for short-term corporate credit rates) certainly do not depict huge inflation worries.

But the undisputable increase in inflation rates and a more restrictive monetary have been used by the new “market-makers”, speculative international funds, which are expert at benefiting from the other large investors’ short-term focus and herding or mimetic behavior. Such behavior is a consequence of a risk-aversion leading to the replication of broad indices and a fear for short-term contrarian investments, but also of the broad application of new financial techniques (e.g. VaR in banks). Paradoxically, individual investors have a far more stable behavior. The European stock markets, in which non-residents and institutional investor account respectively for 40% and 70% of the market cap, are therefore more vulnerable than the US markets to speculative funds’ strategies.

As more regulation or even more transparency for such speculative funds is strongly resisted, it is crucial to trigger a change in the other investors’ behavior, by reinforcing the merits of long-term returns and a reduction in long-term risk aversion, or by concentrating on other risk management techniques (e.g. stress testing for credit risk). Last but not least, the development of individual ownership of stocks would undoubtedly create conditions for more stable equity markets.

Entre mars et la mi-juin, le CAC 40 avait chuté de 13%, revenant d’un point haut de 5320 à 4618, soit son niveau de fin novembre 2005. Les baisses étaient identiques pour l’Eurostoxx et le DAX. En revanche le Dow Jones perdait moitié moins. Mais il avait moins gagné que les indices européens depuis 2003... après avoir moins perdu entre 2000 et 2003. Les marchés

se sont aujourd'hui quelque peu repris et le CAC, à 4970, semble sur le chemin de son niveau de mars.

Les explications avancées pour ce brutal repli, craintes de l'inflation et de la hausse des taux d'intérêt par les banques centrales, ne sont qu'à demi convaincantes et me paraissent avoir été utilisées à des fins de manipulation.

En effet, la crainte de l'inflation se manifeste normalement par une hausse des taux d'intérêt à long terme : or ces derniers ont, sur la période considérée, augmenté d'environ 25 points de base, exactement comme les taux directeurs des grandes banques centrales ; ils s'étaient même repliés de 15 points entre la mi-mai et la mi-juin, preuve que les investisseurs qui abandonnaient les actions ne craignaient pas de se porter sur des actifs par nature peu protecteurs contre l'inflation. Par ailleurs, alors que le taux d'inflation est actuellement nettement plus élevé aux Etats-Unis qu'en Europe (plus de 4% contre 2,5%), le marché américain s'est, comme je l'ai indiqué, nettement moins replié sur la période que le marché européen.

D'accord, l'inflation se renforce quelque peu (surtout aux Etats-Unis). D'accord, la politique monétaire est plus restrictive. Toujours aux Etats-Unis, le durcissement depuis deux ans paraît impressionnant puisque le taux de la FED a été multiplié par 5, mais il a fallu 17 mouvements pour y parvenir, et cela ne met les taux actuels qu'à un point de taux réel. En Europe, le taux réel est d'un quart de point. Dans la zone euro, le crédit de trésorerie aux sociétés est à 3,75% en moyenne. Il va augmenter bien sûr, mais à 4%, ou même à 4,25%, sera-t-il à un niveau susceptible de déstabiliser l'économie ? Et cela devrait-il susciter une telle frayeur sur les marchés ?

En vérité, le risque d'inflation et la politique des banques centrales ont été mis en avant par ceux qui, de plus en plus, font le marché, c'est-à-dire les grands fonds d'investissements internationaux, et en particulier les fonds spéculatifs. Ce faisant, ils parient sur le «court-termisme» et l'esprit «moutonnier» des autres acteurs des marchés.

Court-termisme et esprit moutonnier caractérisent en effet très largement désormais le comportement des investisseurs institutionnels, fonds de placement, SICAV, voire caisses de retraite qui, le nez sur le guidon et sur ce que fait le voisin, vont dans le sens souhaité par ceux qui cherchent à les influencer. C'est la conséquence de l'«aversion pour le risque» désormais ancrée dans le mental des épargnants qui confient leurs économies à ces institutions et que ces dernières se gardent bien de contrarier. En outre, des techniques de gestion, à priori peu critiquables telles la gestion indicielle ou l'utilisation de la Value at Risk (VaR) par les banques, contribuent-elles aussi à amplifier les comportements moutonniers. Ainsi, une correction attendue (les arbres ne montent pas aux ciels) se transforme en fort repli. A la mi-juin, certains, confondant prévisions et prolongation d'une tendance avec une simple règle, voyaient le CAC à 4200. Les hedge funds craignant un rebond technique ont racheté 4600 les actions qu'ils avaient vendues au plus haut, mais se sont fait tout de même une belle santé.

Dans cette partie, les marchés américains ont été moins chahutés que les marchés européens : ils sont beaucoup moins investis par les grands fonds internationaux et par ailleurs, ou en conséquence, la part des actions détenue par des porteurs individuels est le triple de ce qu'elle est en Europe. Parce que, c'est un fait, le plus moutonnier n'est pas l'actionnaire individuel

qui, généralement garde son sang froid et, sauf exceptions n'investit pas dans la bourse pour faire des «coups», mais parce qu'il sait que, sur le moyen terme, c'est le meilleur placement (hormis l'or depuis 5 ans !). Le plus moutonnier est l'investisseur institutionnel, la SICAV effrayée à l'idée d'afficher, même provisoirement, un résultat en recul, et même la caisse de retraite qui, pourtant devrait avoir une optique de placement de long terme. Le marché européen, détenu à plus de 40% par des non-résidents (contre 20% pour le marché américain), et à 70% par des investisseurs institutionnels est un excellent terrain de manœuvre pour les fonds spéculatifs.

Dans cette conjoncture, ce sont bien sûr les marchés des pays pauvres qui ont le plus trinqué, puisque leurs titres sont majoritairement détenus par des non-résidents. La bourse de Bombay a ainsi perdu 25% en trois semaines.

Comme toute exigence de régulation ou, au minimum, de transparence de ces grands manipulateurs et prédateurs que sont les fonds spéculatifs est considérée comme reflétant l'incurable biais de certains pour toujours plus de réglementation, il faudrait alors essayer de convaincre les acteurs des marchés d'avoir un comportement plus autonome. Un programme difficile maintenant que le biais est pris et que de toute manière, le comportement moutonnier et le court-termisme peuvent rapporter de l'argent. Le retour des fonds de retraite à une gestion plus conforme à leur horizon serait souhaitable. Certaines techniques d'appréciations des risques comme la VAR pourraient être avantageusement remplacées par les stress tests, moins calqués sur le mouvement général et de toute manière plus performants en terme d'appréciation du risque. Le renforcement de l'actionnariat individuel paraît en tout cas une priorité. Certaines orientations visant à accroître l'actionnariat salarié vont dans le bon sens. Mais l'entreprise n'est pas facile en France, pays où l'actionnaire est présenté comme l'adversaire, toujours vainqueur, du salarié.