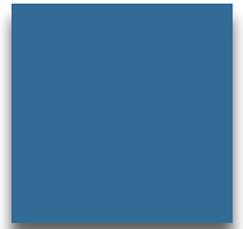


FOCUS /

**Commerce international,
compétitivité et croissance**

TRIBUNE /

**Sortie de crise
pour Dubaï ?**



VARIANCES

LA REVUE DES ANCIENS DE L'ENSAE



DOSSIER /

**La titrisation
après la crise**

BNP Paribas Assurance recrute

Assurez votre réussite !

Acteur majeur sur le marché mondial de l'assurance de personnes, BNP Paribas Assurance conçoit et commercialise via de multiples réseaux de distribution des produits et services en Epargne et Prévoyance individuelles et collectives. BNP Paribas Assurance est présent dans 40 pays et compte plus de 8 000 collaborateurs.



BNP PARIBAS ASSURANCE

GESTION D'ACTIFS

Au sein de la direction des gestions d'actifs, le gestionnaire actif/passif mène les études d'optimisation de l'allocation stratégique d'actifs en France et à l'International. Il est force de proposition sur les dossiers stratégiques liés au pilotage financier de l'entreprise.

Gestionnaire actif - passif

Missions >

- > Etudes stochastiques d'adossment actif/passif avec propositions de stratégies d'investissement
- > Suivi des projets réglementaires Solvabilité II et IAS
- > Calcul de l'embedded-value et du Capital Economique

Pour ces postes basés à Rueil-Malmaison (92),

BNP Paribas Assurance
Direction des Ressources Humaines
4, rue des Frères Caudron
92858 Rueil-Malmaison CEDEX

Merci de postuler directement en ligne sur notre site

www.assurance.bnpparibas.com

ACTUARARIAT

Garant de la stratégie rentabilité/risques, l'actuaire élabore et tarifie les contrats, suit les résultats, procède aux analyses techniques en veillant à concilier les intérêts des assurés, de la compagnie d'assurance et de ses partenaires. L'actuaire s'appuie sur des outils et concepts qu'il développe et fait évoluer: profit testing, embedded-value, Capital Economique... Si la dimension technique demeure, de nouveaux horizons s'ouvrent aux analystes du risque.

Volontariat International en Entreprise = VIE

Missions >

Véritable actuaire local :

- > Tarification et mise en place de nouveaux produits
- > Analyse de la rentabilité du portefeuille et son exposition au risque
- > Reporting financier et actuariel de la structure

Actuaires épargne ou prévoyance France

Missions >

- > Mise en place et tarification des nouveaux produits
- > Analyse de la rentabilité du portefeuille
- > Rédaction des documents contractuels
- > Suivi des contrats
- > Elaboration des tableaux de bord, suivi des risques et de l'arrêté comptable
- > Elaboration des bases techniques
- > Reporting aux partenaires et à la Direction Générale

Actuaires épargne ou prévoyance international

Missions >

- > Support et contrôle des actuariats locaux (élaboration et tarification des produits, réalisation des arrêtés des comptes et des planifications)
- > Mise en place d'outils informatiques actuariels
- > Etudes sur la rentabilité et l'exposition aux risques des portefeuilles
- > Reporting des risques et résultats à la Direction Générale

Tourner des pages



VARIANCES
LA REVUE DES ANCIENS DE L'ENSAE

ISSN 1266-4499-Variances (Malakoff)

Numéro 37 - Janvier 2010

Directeur de publication :
Julien Guitard (2005)

Rédacteur en chef :
Frédéric Gilli (2000)

Rédactrice en chef adjointe:
Catherine Grandcoing (1978)

Comité de rédaction :
Eric Tazé-Bernard,
Pierre-Marie Debreuille,
Olivier de Conihout,
Guillaume Simon

Conception et réalisation :
Jeanne Bachoffer
Sebastien Marsac

Publicité :
FERCOM - Jean-Michel AMRAM
01 46 28 18 66
jm.amram@fercom.fr

Votre avis nous intéresse :
variances@ensae.org
ou par lettre à :
Variations
Secrétariat des Anciens de l'ENSAE,
bureau E 25 ter, timbre J 120,
3, avenue Pierre Larousse,
92 245 Malakoff cedex

Imprimerie Chirat
744, route de Sainte-Colombe
42540 Saint-Just-la-Pendue
Dépôt légal : 7852

Prochain numéro :
Mai 2010

Prochain dossier :
L'université,
priorité nationale

Prochain Focus :
Les métiers de la statistique

Au cours des dernières années, notre association s'est épanouie ; elle a grandi, accompagnant l'ENSAE dans ses transformations. Variations a eu sa part dans cette dynamique. Au moment d'écrire mon dernier éditorial, je mesure le bonheur que j'ai eu à participer à la métamorphose en cours.

Depuis près de cinq ans, j'ai pu m'adresser à vous par le biais de ces quelques lignes. Ce privilège du rédacteur en chef ne doit pas faire oublier que Variations est avant tout le fruit d'un travail collectif. De même, si Variations s'est régulièrement enrichie de nouveaux contenus, c'est que les activités initiées par les anciens ENSAE se sont multipliées. Merci à tous ceux qui se sont impliqués dans Variations comme dans les activités de l'association au cours de toutes ces années.

Cette revue est la vôtre. Elle va donc continuer à s'épanouir, à l'image de l'association qui se renouvelle et affirme de nouveaux projets. Ce numéro en témoigne, qui a été coordonné par Catherine Grandcoing et a permis à Eric Tazé-Bernard, désormais rédacteur en chef, de prendre ses repères. En votre nom à tous, merci à eux de perpétuer Variations.

Qu'il me soit enfin permis d'adresser ici des remerciements personnels à deux anciens dont le rôle fut déterminant dans cette aventure. Je pense en premier lieu à Fabien Toutlemonde qui portait la revue au début des années 2000 et dont l'enthousiasme a su me convaincre de m'embarquer. Je pense également à Fabrice Wilthien, dont la présidence volontaire de l'association a permis que la revue s'épanouisse parmi de nombreux autres projets.

Bonne lecture et... à bientôt

Frédéric Gilli (2000)
Rédacteur en chef



Variances n°37

Janvier 2010

L'école

Le mot du président	p.5
Venir et revenir à l'ENSAE... ou comment ne jamais en être vraiment parti(e) !.....	p.6
L'ENSAE ouvre la septième voie	p.8
Le WEI 2009 de l'ENSAE	p.9
Antoine Frachot et Isabelle Kabla-Langlois au GENES	p.10
Recrutement 2009 et diversité	p.11

L'association

Remise des diplômes 2009 , Les « Monfort » à l'honneur.....	p.12
La Commission Carrières , soutien de votre projet professionnel.....	p.16
Le management de transition , un métier pour sécuriser les projets des entreprises.....	p.18
Crise ou pas, les opportunités n'existent que pour ceux qui savent les voir et s'y préparer !	p.21
Un plan d'action, au bénéfice de tous, pour la mixité des équipes dirigeantes	p.24

Tête d'affiche

Nicolas Sireyjol (1981), Directeur Général American Express France.....	p.30
--	------

Dossier

APRÈS LA CRISE, LA TITRISATION ?	p.37
1 - Titrisation et refinancement de la liquidité	p.38
2 - Titrisation, bouc émissaire de la crise ?	p.41
3 - Titrisation, comment sortir de la crise ?	p.43
4 - L'avenir de la titrisation	p.50

Focus

COMMERCE INTERNATIONAL, COMPÉTITIVITÉ ET CROISSANCE	p.55
1 - Commerce international et développement	p.56
2 - Compétitivité des pays de la zone euro , le coût des politiques non coopératives.....	p.58
3 - Interview de Jean-Luc Gréau	p.64
4 - La compétitivité d'un territoire , quelle politique locale ?.....	p.68

Tribune

Sortie de crise pour Dubaï ? au prix d'une profonde adaptation du modèle de développement de la ville.....	p.70
A l'assaut des dunes !	p.79

Les Anciens

Portrait de Benjamin Lebrave (2003)	p.80
Carnet	p.84
Dans les Rayons	p.77
Mobilités	p.86
Calendrier	p.90



Chers Anciens,

Ce numéro 37 de Variances est placé sous le signe du passage de témoin. Frédéric Gilli nous l'avait annoncé dans son dernier édito, l'Association est en période de transition et Variances s'inscrit naturellement dans ce mouvement. Après avoir assuré la rédaction en chef de Variances pendant 5 ans, Frédéric a choisi de passer le relais à Eric Tazé-Bernard (1978), qui nous a rejoints en juin.

Au nom de toute l'Association, je tiens à remercier Frédéric pour son impressionnante contribution à notre revue. En 5 ans, Frédéric a professionnalisé la revue, élargi le champ des sujets, fidélisé les rédacteurs et les lecteurs, transformé entièrement la maquette et les rubriques que vous découvrez quatre fois par an. Ces évolutions qualitatives ont permis l'élargissement significatif des lecteurs de notre revue : Variances est aujourd'hui lue non seulement par tous les Anciens, mais aussi par de nombreux décideurs dans les banques, les entreprises, les grandes administrations. Enfin, Variances est consultable sur version papier, sur le site ensae.org ou encore sur le web par les internautes directement envoyés vers les articles via leur moteur de recherche. Ce vecteur de visibilité devenu incontournable pour l'Association, c'est à Frédéric Gilli que nous le devons. Il a su, à la suite des précédents rédacteurs en chef de Variances, faire progresser le rayonnement de notre revue. Merci Frédéric !

Dès le prochain numéro de Variances, à paraître en mai 2010, Eric Tazé-Bernard relèvera le défi de prolonger le travail engagé par Frédéric, mais aussi de développer et accroître encore la visibilité de notre revue. Je tiens, au nom du Conseil et de tous les Anciens, à assurer Eric de toute notre confiance et de tout notre soutien dans cette nouvelle mission. Contributeur régulier de Variances, il a pris de l'avance en secondant prestement Frédéric pour la réalisation de ce numéro. Il peut aussi compter sur le soutien actif de Catherine Grandcoing, rédactrice en chef adjointe, et du comité de rédaction dont les noms vous sont familiers : Pierre-Marie Debreuille, Olivier de Conihout et Guillaume Simon secondés par notre déléguée générale Jeanne Bachoffer et notre graphiste Sébastien Marsac.

Cette transition est à l'image de la vie de l'Association. A l'aube de cette nouvelle année, le conseil a à cœur de poursuivre l'action entamée par ses prédécesseurs et d'étendre encore nos réalisations et notre visibilité. A cet effet, l'année 2010 sera orientée vers deux objectifs majeurs :

- la vie du réseau des Anciens (échanges, opportunités professionnelles, soutien) : après avoir organisé la cérémonie de remise des diplômes de la promotion 2009 en septembre avec le soutien de l'École, du Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi et du Crédit Foncier, nous travaillons à développer les événements permettant aux Anciens et aux élèves de se rencontrer, d'échanger leurs expériences, de témoigner de leur capacité à progresser ou à rebondir, voire de s'entraider en ces temps de difficultés économiques (petits-déjeuners, amphis, forum...). Pour faciliter cette vie de réseau, nous élargissons encore les fonctionnalités de notre site ensae.org, lieu d'information et de communication légitimement plébiscité et utilisé par vous tous ;
- l'avenir de l'école : l'Association suit avec un intérêt actif les développements de ces dernières semaines sur le changement de statut, le déménagement et le devenir de ParisTech. Parallèlement à nos actions directes au sein de ParisTech (Fabrice Wilthien est trésorier de ParisTech Alumni), nous poussons la marque ParisTech Alumni dans nos groupes internationaux, afin d'aider à l'émergence de ce nouveau label de stature mondiale.

L'année 2010 sera probablement surprenante. Elle sera d'autant plus riche en occasions positives pour tous que la vie des réseaux se développera. Celui des Anciens de l'ENSAE est impliqué, volontariste et généreux. Merci à toutes et tous pour votre fidélité et votre soutien. Profitez de cette nouvelle année pour nous rejoindre, pour proposer des événements, des articles, des idées qui viendront élargir les réalisations de l'Association et enrichir la vie de notre réseau.

Au nom du Conseil de l'Association, je vous souhaite une excellente lecture et une très bonne année 2010.

Julien Guitard (2005),
Président de l'Association des Anciens ENSAE

Venir et revenir à l'ENSAE...

ou comment ne jamais en être vraiment parti(e) !



Judith Rousseau (1994),
Jean-David Fermanian (1994)
et Alexandre Godzinski (2007)
sont tous trois de nouveau
à l'ENSAE... mais ils y sont
revenus par des chemins
différents.

Variations - Qu'est-ce qui vous a mené(e) à l'école ?

Alexandre - J'ai toujours aimé les mathématiques. Bien qu'à l'origine passionné par les mathématiques pures, je suis rentré à l'ENSAE parce que cette école constitue une voie d'application, qui, à sa manière, contribue à une certaine compréhension du monde économique et social, et permet, par là, d'échapper à la dimension tour d'ivoire des mathématiques.

Jean-David - Ma formation d'élève administrateur de l'Insee m'a conduit à l'ENSAE tout naturellement ; mais en fait, dès la classe préparatoire, j'avais été attiré par cette école. L'ENSAE proposait des études scientifiques de haut niveau en dehors du cadre industriel classique des études d'ingénieurs. De plus, étudier la société et son fonctionnement économique répondait à des aspirations profondes.

Judith - Comme pour Alexandre, en prépa, je préférais très largement les mathématiques à la physique, et réciproquement d'ailleurs. Je voulais faire une thèse en mathématiques - pures ou appliquées, à l'époque je n'en savais rien -, et l'ENSAE me semblait une école adaptée à ce que je voulais faire, et puis il y a les aléas des concours...

V - Qu'est-ce qui a marqué votre quotidien d'élève ?

Alexandre - Les cours d'instruments financiers le vendredi soir jusqu'à 19h45 ! Une préparation réaliste à la vie professionnelle en quelque sorte. Mais aussi des souvenirs plus lumineux et aérés, comme la semaine ski.

Jean-David - J'ai été surpris par le peu d'endroit où les élèves pouvaient se réunir, ainsi que par le manque criant d'espaces verts. Il faut absolument que l'ENSAE se dote d'un campus vaste et moderne digne de cette école.

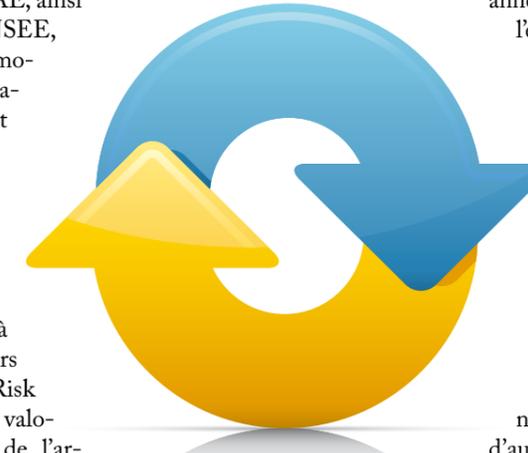
Judith - Les probabilités, le baby foot et le go. C'était probablement aussi l'école qui faisait les soirées les plus « nazes » parmi les autres grandes écoles parisiennes et ça me plaisait assez !

V - Qu'avez-vous fait depuis votre sortie de l'école ?

Alexandre - J'ai poursuivi par un master recherche en économie (le master APE), à la suite de quoi j'ai commencé une thèse en économie de l'assurance. J'ai eu la chance de pouvoir passer un an à la LSE, où j'ai pu bénéficier d'un environnement très international pour mon travail

de recherche et où j'ai découvert l'enseignement, en donnant mes premiers TDs. Cette année à l'étranger m'a permis de découvrir un univers académique différent des modèles français, et de pouvoir écouter des conférenciers issus du monde entier.

Jean-David - J'ai occupé des postes de chercheur et d'enseignant au CREST, à l'ENSAE, ainsi qu'un poste à l'INSEE, aux statistiques démographiques et sociales. J'ai également travaillé plusieurs années dans la banque, à des postes opérationnels, sur des problématiques de recherche appliquée. J'y ai travaillé à des modèles financiers dans le cadre du Risk Management, de la valorisation d'actifs, et de l'arbitrage, à Ixis CIB puis à BNP Paribas.



Judith - J'ai fait une thèse en statistiques au CREST, puis j'ai eu un poste de maître de conférences à Paris 5 pendant six ans et ensuite un poste de professeur à Dauphine. Pendant tout ce temps j'ai continué à enseigner à l'ENSAE.

V - Qu'est-ce qui vous a donné envie de revenir à l'ENSAE ? Qu'y faites-vous ?

Alexandre - Cet été je suis rentré en France et je travaille depuis septembre comme assistant de macroéconomie (ce que je n'aurais jamais pensé faire lorsque j'étais élève !). Mon travail n'est pas si éloigné de ce que je faisais l'année dernière : je suis toujours dans le monde académique, je donne des TDs, et j'essaie de dégager du temps pour mon travail de recherche. J'ai cependant plus de responsabilités, via la coordination des équipes de chargés de TD, le lien entre enseignants vacataires et élèves, la gestion de travaux d'élèves en groupe, l'organisation du séminaire de politique économique, la participation aux soutenances de stage...

Jean-David - Depuis septembre 2009, je suis professeur de Finance et de Statistique à l'ENSAE. Après sept ans d'absence, j'ai souhaité y retourner, car le milieu de l'enseignement et de la recherche correspondait mieux à mes as-

pirations sur le long terme. De plus, l'ENSAE et le CREST offrent un environnement de travail tout à fait stimulant intellectuellement. Le contact avec les étudiants permet également de rester jeune d'esprit.

Depuis la rentrée 2009, l'ENSAE a ouvert une voie de spécialisation en Gestion des Risques, pour les élèves de 3ème année. Nous pensons que l'école a en ce domaine un avantage comparatif. En effet, ce domaine est à l'interface de la finance, de l'économie et de la modélisation statistique, les trois domaines d'excellence de l'école. De fait, de nombreux anciens travaillent déjà en Risk Management, et cette tendance ne peut que se renforcer ; d'autant que cette fonction est devenue encore plus stratégique pour les établissements financiers, suite à la crise.

Judith - En fait je n'ai jamais vraiment coupé les ponts avec l'ENSAE, mais j'avais envie de quitter l'université pour quelques années. L'équipe pédagogique de l'école cherche en ce moment à rendre les statistiques, appliquées ou théoriques, plus attractives pour les étudiants de l'ENSAE, ce qui crée une dynamique intéressante au sein de l'équipe enseignante. Par ailleurs, ici, j'ai plus de temps pour faire de la recherche ce qui n'est pas pour me déplaire. ■



L'ENSAE ouvre la septième voie

Pierre Biscourp (1999), Jean-David Fermanian (1994)

L'ENSAE ParisTech prépare ses diplômés à être les leaders de l'après-crise : elle a donc lancé cette année une voie de spécialisation en Risk Management.



La gestion des risques, au sein des banques, des compagnies d'assurance et plus généralement, des grandes entreprises, reste au cœur du débat économique et financier. A la suite du choc sans précédent qui a secoué la sphère financière, les écoles et les universités se doivent, non seulement, de proposer une mise à jour de leurs formations dans ce domaine, mais aussi de leur donner une plus grande visibilité vis-à-vis des employeurs et des étudiants.

Quel est le profil type du « risk manager » ?

La mission première d'un spécialiste des risques est de mettre en application les lignes directrices et les principes définis par la direction. Cette définition, loin d'être confortable et bien cadrée, ressemble plutôt à un challenge permanent. De plus, du fait de la complexité de nombreux produits financiers (dérivés exotiques, produits structurés etc), il existe une large zone grise entre les principes et la réalité du terrain, qui laisse place à l'interprétation et au jugement personnel. C'est à ce niveau que les « risk managers » ont gagné leur légitimité au fil des ans.

Les divers acteurs, banques de financement et d'investissement en tête, sont souvent à la recherche de l'oiseau rare : un professionnel qui aurait exercé (chez un concurrent) exactement la même fonction que celle qu'on cherche à pourvoir, et à qui on demandera de continuer dans la même voie une fois embauché. Comment le « risk manager », par nature polyvalent, peut-il s'accorder avec

cette tendance ? Autrement dit, le « risk manager » doit-il être un généraliste ou un spécialiste ? Nous pensons que le « risk manager » de demain sera un généraliste polyvalent de haut niveau.

Quelles compétences pour le « risk manager » de l'après-crise financière ?

Le « risk-manager » de l'après-crise financière doit être un ingénieur économiste-statisticien-financier-gestionnaire-juriste (en d'autres termes un « mouton à 5 pattes ») :

- Il doit avoir une compréhension en profondeur de la prise de décision financière
- Il doit avoir une excellente connaissance des instruments financiers et du fonctionnement des marchés
- Il doit être apte à comprendre les subtilités de la valorisation d'actifs, des stratégies d'allocations d'actifs et autres outils mathématiques pour la finance
- Il doit maîtriser la modélisation statistique et l'utilisation des données historiques
- Sa culture micro et macroéconomique doit lui permettre de comprendre l'environnement économique de la finance
- Last but not least, il doit avoir une connaissance approfondie des problématiques spécifiques de la gestion des risques financiers

Bref, il doit combiner haut bagage scientifique et professionnalisation.

Ce « cahier des charges » est ambitieux. Il convient d'éviter à la fois l'écueil d'une formation insuffisamment maîtrisée d'un point de vue scientifique, et celui d'une formation excessivement technique au détriment de la polyvalence et de la vision d'ensemble. Cette problématique, au demeurant classique, prend un relief tout particulier dans le domaine de la gestion des risques qui doit combiner expertise et polyvalence.

Quels enseignements ?

Les enseignements portent sur :

- la finance mathématique (calcul stochastique, évaluation d'actifs financiers, modèles de la courbe des taux d'intérêt, gestion de portefeuille),
- la gestion des risques (introduction à la gestion des risques, gestion des risques appliquée, gestion actif-passif, risque de crédit, méthodes de scoring),
- l'économétrie de la finance,
- la mesure statistique des risques,
- les nouvelles normes comptables et la réglementation financière,
- la microéconomie du risque, la macroéconomie financière, l'économie de la régulation des institutions financières et des marchés de capitaux, la microstructure des marchés financiers, la finance d'entreprise, le droit des banques et des marchés financiers...

Cette nouvelle filière tire ainsi tout le parti de l'atout traditionnel de l'ENSAE, la polyvalence économie-statistique-finance. Les ENSAE passés par cette filière devraient être recherchés par les directions financières, les directions des risques, les cabinets de commissariat aux comptes, les banques d'affaire et enfin les superviseurs. Les postes de gestion des risques sont idéaux, en particulier en début de carrière, car ils permettent de développer de multiples compétences, de connaître véritablement l'entreprise de l'intérieur, d'avoir des contacts de haut niveau hiérarchique et de pouvoir facilement identifier des opportunités d'évolution.

Responsables pédagogiques du programme :

Jean-David Fermanian (ENSAE), Christian Gouriéroux (ENSAE-CREST et université de Toronto), ils sont entourés de 30 enseignants.

Le WEI 2009 de l'ENSAE un « Gangstats' paradise » !

Oussema TRIGUI (2012), président du BDE

Comme chaque année, le BDE et les associations de l'école ont emmené les étudiants de première année, fraîchement arrivés, passer un bon moment de rencontre et de divertissement.

C'est à Ruoms en Ardèche que l'équipe des « Gangstats » a organisé cette année le séjour d'intégration, du 25 au 27 septembre dernier. Comme à l'habitude, les différentes associations et clubs de l'école se sont présentés auprès des élèves lors d'une première après-midi au cours de laquelle des jeux d'intégration étaient proposés. Les jeux gonflables comme les fameux sumos, en passant par des petits rallyes et un parcours aquatique, ont enthousiasmé tant les organisateurs que les participants. La bonne humeur et le sport étaient l'état d'esprit de ce week end comme l'ont montré les deux fêtes organisées par le Forum puis la EJE, et surtout l'après-midi canoë, descente des gorges de l'Ardèche sous un soleil magnifique.

Le BDE tient à remercier l'administration de l'école qui a permis non seulement de réaliser ce beau weekend mais aussi de le proposer aux élèves aux meilleurs tarifs. Nous remercions également le Forum, l'EJE, la Kfêt, le BDA et Sas'Discute, pour leur implication et leur participation à cet événement incontournable de la vie des élèves... et bien entendu l'ensemble des 150 participants qui, nous l'espérons, garderont de ce WEI un souvenir impérissable. ■



La campagne BDE

La campagne pour l'élection du nouveau BDE aura lieu du 22 janvier au 13 février 2010. Les anciens sont chaleureusement invités à y participer en sponsorisant les listes candidates (financement, goodies, diverses associations...). Ecrire directement à b_d_e@ensae.fr ou appeler Oussema Trigui, le président, qui transmettra , 06.64.24.70.13).

Antoine Frachot et Isabelle Kabla-Langlois au GENES

Antoine Frachot (1989) et Isabelle Kabla-Langlois (1992) sont revenus à l'INSEE, respectivement comme Directeur et Secrétaire Générale du GENES. Partis puis revenus, mais par quels chemins ?



Antoine Frachot

Antoine Frachot revient à l'INSEE comme Directeur des enseignements supérieurs et de la recherche et devient Directeur du GENES. Auparavant il était, depuis 2007, Directeur des risques Groupe du Groupe Caisse d'Épargne. De 2004 à 2007, il a assuré la fonction de Directeur des risques du Groupe Sofinco (Crédit Agricole SA). C'est en 1998 qu'il était entré chez Crédit Lyonnais, intégré ensuite à Crédit Agricole SA. A la Direction des Risques du Groupe Crédit Agricole SA, il était en charge du Groupe de Recherche Opérationnelle (GRO).

Il quitte le Ministère de l'économie en décembre 1998, après y avoir passé 3 ans à la Direction de la Prévision en tant que Chef du Bureau des Opérations Financières. Ses années 1994 et 1995 ont été marquées par de nombreux allers-retours entre Paris et Londres : il était alors Ingénieur financier pour le compte de Crédit Agricole Lazard Financial Product – CALFP. Diplômé de l'École Polytechnique et de l'ENSAE, Antoine a commencé sa carrière comme économiste à la Direction des Etudes Economiques et de la Recherche de la Banque de France : c'était à partir de 1992 seulement, car ne pouvant se résoudre

à s'éloigner de l'ENSAE, il a choisi, directement après avoir accédé au titre de Statisticien Economiste, de rester pour trois ans encore à l'École en tant qu'assistant de statistique, économétrie, méthodes de scoring et finance.

Parallèlement à ses activités professionnelles, Antoine est depuis 1999 membre du comité scientifique de la revue Banque et Marchés. Il participe activement à la Professional Risk Managers International Association (PRMIA) et enseigne depuis 1999 au Département d'Économie de l'École Polytechnique.



Isabelle Kabla-Langlois

Ancienne élève de l'École Polytechnique et de l'ENSAE, Isabelle Kabla-Langlois est également docteur en sciences économiques. Elle a démarré sa carrière professionnelle à l'INSEE en 1992, comme chargée d'études sur l'innovation à la Division marchés et stratégie d'entreprise. Après une année de recherche au Département d'Économie de l'Université de Jérusalem, elle revient à l'INSEE comme responsable du secteur tertiaire et de la construction à la Division des enquêtes de conjoncture. Après un passage au Commissariat général du Plan comme chargée de mission, elle rejoint le groupe EDF en 2000, au moment de l'ouverture à la concurrence du secteur de l'électricité. Elle occupe diverses responsabilités dans l'entité en charge des relations avec les autorités de régulation. En 2005, elle intègre l'ARCEP et y sera Directrice des affaires économiques et de la prospective.

Mais les sirènes du GENES la rappellent et la voici maintenant, depuis septembre 2009 en charge du secrétariat général du GENES. Isabelle Kabla-Langlois est mariée et mère de trois enfants.

Recrutement 2009 et diversité

Sylviane Gastaldo (1988) Directrice de l'ENSAE

Alors que les grandes écoles sont interpellées sur la diversité souhaitable de leurs élèves, quel état des lieux peut-on dresser sur la diversité des élèves qui intègrent l'ENSAE par les 3 concours proposés en classe prépa ?

Concernant le concours mathématiques¹ qui s'adresse à la filière MP, on constate sans surprises que la parité n'est pas respectée.

Par ailleurs, ce concours proposant des tarifs très avantageux aux boursiers, ils sont nombreux à s'inscrire, mais beaucoup moins nombreux à franchir la barre de l'écrit.

Le concours économie et sciences sociales de 2009 a permis de pourvoir les 18 places par des khâgne B/L. Conformément à la composition de ces classes, on y trouve une majorité de filles, et une relativement faible proportion de boursiers.

Enfin, le concours économie et mathématiques, qui s'adresse à la filière scientifique des prépas économiques et commerciales, propose 12 places, mais seules 4 d'entre elles ont été pourvues en 2009. Le concours de l'ENSAE se retrouve dans une position délicate : le niveau des candidats qui s'y inscrivent croît d'année en année, donc les candidats interrogés à l'oral sont, dans des proportions croissantes, également admis à HEC, ESSEC et ESCP-Europe.

Ces quelques éclairages sur les concours pourraient être approfondis par certaines remarques :

- Par exemple, la proportion d'élèves provenant de lycées de la région Ile-de-France plus forte que la simple part de ces lycées dans les très bonnes écoles. Ce biais pourra être combattu par des campagnes d'information plus ciblées dès qu'une offre de logements sera proposée aux étudiants, donc lors du déménagement à Palaiseau.
- Une étude des CSP des parents des candidats est également régulièrement menée. Elle montre que les profils des parents sont globalement déséquilibrés par rapport à la population française, mais fait aussi apparaître des profils légèrement différents entre les 3 classes prépa visées par l'ENSAE : ainsi, les

enfants d'ouvriers et d'employés sont relativement plus nombreux au concours mathématiques, les enfants de professions libérales davantage représentés au concours économie et mathématiques, alors que les enfants des professeurs et professions scientifiques sont plus présents parmi les candidats au concours économie et sciences sociales.

Comment se situe donc l'ENSAE en matière de diversité ? Une première source de diversité est de recruter dans 3 types de classes préparatoires, ce qui est tout à fait original et permet à l'ENSAE de rééquilibrer partiellement la part des filles qui optent pour des études scientifiques. Si l'accès aux classes préparatoires se démocratise progressivement, l'ENSAE en bénéficiera aussi peu à peu. Mais ne perdons pas de vue que l'essentiel des recrutements se fait par admission sur titres, où la diversité est spontanément plus forte. ■

¹ - accolé au concours commun Mines Ponts en attendant de devenir très prochainement membre à part entière de ce concours.

Tableau 1 : Caractéristiques des candidats au concours mathématiques en 2009

Proportion	Femmes	Spé MP*	Boursier	5/2	Total
Inscrits	23 %	41 %	33 %	29 %	2532
Admissibles	18 %	73 %	23 %	33 %	934
Entrés	22 %	57 %	25 %	48 %	45

Tableau 2 : Caractéristiques des candidats au concours économie et sciences sociales en 2009

Proportion	Femmes	Boursiers	Total
Inscrits	60 %	15 %	191
Admissibles	58 %	14 %	73
Présents à l'oral	61 %	13 %	46
Classés	65 %	12 %	34
Entrés	83 %	11 %	18

Remise des diplômes 2009

Les « Monfort » à l'honneur

Bravant les risques de pandémie grippale, l'Association des Anciens de l'ENSAE réunissait plus de 350 personnes au Ministère de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi, le 24 septembre dernier, pour la remise des diplômes des « 2009 ». Jeunes diplômés, parents, administration et Anciens se sont réunis en préférant les beaux costumes aux masques de papier. Si le déroulement de la cérémonie suit désormais certains codes, l'ambiance du moment reste propre à chaque année. Et en présence de son parrain patronymique,

la promotion « Alain Monfort » conféra à son dernier moment en commun des atours heureux et sereins.

Julien Guitard (2005), Président de l'Association des Anciens, prit le premier la parole. Il étrenna ainsi en public ses nouvelles attributions, en assurant aux nouveaux diplômés qu'ils « ne seraient jamais seuls », soulignant là la force du réseau et la solidité du diplôme reçu. Thierry Dufour (1982), parrain de la promotion enjoignit les élèves à « être libres, et à savoir remettre en cause les modèles inscrits ». Il invita les élèves en sa qualité de Directeur Général Délégué du Crédit Foncier, à oser et à s'opposer à toute course effrénée vers un « développement non maîtrisé ». Vint le premier discours des élèves, Corentin Camous tenta de définir l'idiosyncrasie et les spécificités de sa promotion et procéda à une séquence appliquée de remerciements. Il évoqua bien plus que des bons souvenirs au cours d'une intervention inspirée.

Suivit la remise des prix des meilleurs Groupes de Travail assurée par

Franck Arnaud (2005), Secrétaire Général de l'Association des Anciens. Récompensant des travaux d'un an (pour certains, amenés à être poursuivis), c'est chaque année l'occasion de promouvoir l'excellence. Nathalie Georges a reçu le prix du meilleur GT pour « *Spatial mismatch et équilibre du marché du travail* ». En Finance, Rémy Lambinet, David Salfati, Fabrizio Pelletier, et Alexandre de Mulot Villenaut ont été primés pour « *Détermination du prix dans une fusion-acquisition : valorisation des cashflows et des options réelles* », un travail de Finance d'Entreprise. Enfin en Statistiques, Camille Charbonnier s'est vue récompensée pour son mémoire « *Pénalisation L1 et application à l'inférence de réseaux de régulation sparses et dynamiques* ».

Les brillants lauréats ont vu leur succéder Sylviane Gastaldo qui exprima sa fierté d'avoir formé une nouvelle génération d'élèves ayant « tant évolué et grandi en trois ans ». Saluant les assistants et les membres de l'administration quittant l'ENSAE, son message fut aussi de demander aux élèves de « ne pas oublier l'École » car ils en sont le premier vecteur de notoriété. Au jeu des discours, Pierre Cahuc représenta avec brio le corps professoral. Il cibra précisément les avantages de la formation ENSAE, en rappelant sa « marque

de f a - brique » : rigueur, humilité et efficacité ; valeurs rendues possibles par la proximité de l'École avec la formation universitaire, la dispense d'enseignements théoriques savamment conjuguée à l'examen des faits. A sa suite, Marion Chich et Michaël Orand ont procédé sur un ton plus badin, à une revue des aléas et des événements de la vie quotidienne des élèves. Une intervention remarquable, pleine d'impertinence contrôlée, de bonne humeur et de traits d'esprit (à visionner sur ensae.org).

Vint le tour d'Alain Monfort, choisi pour donner son nom à la promotion, attention dont il remercia chaleureusement ses élèves. Au terme d'un discours dense et brillant, Alain Monfort aura évoqué le passé et l'avenir de l'École comme des sciences qui lui sont chères. Il effectua une mise en parallèle audacieuse de l'histoire de



L'Ecole avec l'histoire des Statistiques modernes, rappelant que l'équilibre Statistique/Economie promu par l'ENSAE répond en fait à l'objectif premier de la Statistique, à savoir la confrontation des modèles aux données. Constatant que l'ENSAE n'avait plus ce « monopole », Alain Monfort s'interrogea sur son futur, à propos duquel il se voulut résolument optimiste, malgré un contexte chahuté, et une concurrence désormais internationale. En écho au bon mot d'Albert Einstein (« l'imagination est plus importante que le savoir »), il appela les jeunes diplômés à développer « leur créativité, leur adaptabilité, et leur autonomie ». Il

fit remarquer par ailleurs que les enseignements de l'ENSAE sont probablement « sous-utilisés » par le monde professionnel, y voyant là une chance, à condition que la perception de nos disciplines par le grand public évolue. En conclusion, il appela à faire connaître et à utiliser les modèles mais aussi à cultiver sa curiosité et son esprit critique.

Des mots de sagesse qui, espérons-le, sauront être reçus par une audience bien plus large que le public présent ce soir-là. Fort de ces conseils, les « 2009 » reçurent enfin le précieux diplôme. Un à un sur scène, les élèves « méritants » furent félicités par Thierry Dufour et Alain Monfort (photos sur www.ensae.org, rubrique élèves puis remise des diplômes et prix du meilleur GT). Après toutes ces émotions, la soirée eut pour conclusion le célèbre buffet. Jusqu'à près de minuit, tous purent une dernière fois en commun, célébrer la conclusion heureuse de ces années d'efforts.

L'Association des Anciens de l'ENSAE souhaite bon vent à tous les partants qui dans l'encadrement de l'Ecole, auront à tous niveaux contribué à son évolution et à son renom. Souhaitons à tous les « jeunes diplômés – nouveaux anciens » une brillante carrière associée à une vie personnelle passionnante et heureuse. Et... à l'année prochaine ! ■

Les travaux lauréats

Prix du Meilleur GT

« Spatial mismatch et équilibre du marché du travail »

Par Nathalie Georges

Ce GT propose un modèle économique permettant, à l'équilibre du marché du travail, de faire émerger une fracture spatiale entre salariés résidant à proximité des bassins d'emploi et chômeurs dont l'éloignement renforce l'exclusion. Une expérimentation menée en Ile-de-France montre que la distance géographique aux emplois réduit l'employabilité des chômeurs et crée une forte ségrégation sociale. Face à cette inégale répartition du risque de chômage, l'analyse suggère que la mise en place de politiques publiques coordonnées de logement social et d'accompagnement des demandeurs d'emploi serait efficace.

Meilleur GT Finance - Actuariat

« Détermination du prix dans une fusion-acquisition : valorisation des cash-flows et des options réelles » (GT confidentiel)

Par Rémy Lambinet, Fabrizio Pelletier, David Salfati, et Alexandre de Villenaut

Une opération de fusion-acquisition intègre de nombreux critères (financiers, stratégiques, juridiques). L'approche classique utilisant la « valeur actuelle nette » (VAN) est indispensable mais insuffisante. Ce mémoire propose un modèle de détermination du juste prix d'une entreprise cible X (produisant un bien Y) reposant sur des techniques de finance d'entreprise et tenant compte de la flexibilité décisionnelle à travers la théorie des options réelles. Nous avons réalisé des simulations de la dynamique du portefeuille de contrats (prix de marché du produit Y et « comportement » des contrats), qui conduisent à des flux de trésorerie. Ces flux et les coûts auxquels fait face la cible aboutissent aux Operating Free Cash Flows donnant ainsi une première distribution de la valeur de la cible, dont nous avons pu étudier la sensibilité aux paramètres. Enfin, l'une des faiblesses de l'utilisation de la VAN est son aspect statique occultant les possibilités liées à l'évolution du marché après l'investissement (nouvelles opportunités ou menaces...). Il est pourtant naturel qu'un investisseur puisse retarder sa décision d'investissement. Nous avons utilisé la théorie des options financières pour prendre en compte ce caractère dynamique.

Meilleur GT Statistiques

« Pénalisation L1 et application à l'inférence de réseaux de régulation sparses et dynamiques » (soumis à « Statistical Applications in Genetics and Molecular Biology » <http://arxiv.org/pdf/0910.1723>).

Par Camille Charbonnier

Mon sujet touche à un problème majeur pour la statistique actuelle : les « données en grande dimension » (variables explicatives dépassant largement le nombre d'observations). Nous essayons d'inférer un graphe dit « de régulation génétique », dont les gènes sont les sommets. Deux gènes sont reliés par une arête dès lors que l'un active ou inhibe l'activité de l'autre. Ce graphe se construit avec les niveaux d'expression de chaque gène, auquel on associe un vecteur aléatoire variant au cours du temps. Une relation de régulation entre deux gènes est inférée lorsque les variables aléatoires associées ne sont pas indépendantes conditionnellement à toutes les autres. On infère une régulation du gène i vers le gène j si le coefficient de la régression de i sur les autres gènes donne un coefficient non nul pour j . Pour résoudre le problème de la grande dimension, on utilise des techniques de régularisation pour restreindre la dimension de l'espace. Ceci est raisonnable car souvent, seuls quelques gènes interviennent effectivement dans le processus de régulation. La technique de régularisation étudiée dans ce GT consiste à contraindre la norme L1 (somme des valeurs absolues) du paramètre d'intérêt. Cette norme a deux avantages : simplification l'optimisation, et annulation des plus petits coefficients. Ainsi elle effectue estimation et sélection de variables en même temps.

MENTION SPECIALE

Bassem El-Hachem
et
Charles-Marie Delpuech (2009)

ont reçu pour leur mémoire sur « L'évaluation de tranches de CDO sur un portefeuille de LCDS » une « mention spéciale » dans le cadre du prix de l'Actuariat pour la France organisée par la SCOR.

La Commission Carrières

Soutien de votre projet professionnel

Olivier de Conihout (1981),
 Directeur Général de L'Espace Dirigeants,
 Responsable de la Commission Carrières des Anciens de l'ENSAE

La Commission Carrières a pour objectifs d'aider les Anciens de l'ENSAE à dynamiser leur parcours professionnel et d'accompagner ceux qui traverseraient une période critique dans leur carrière, par des conseils ou des mises en contact.

L'association des Anciens de l'ENSAE a œuvré pour mettre à la disposition de ses membres un service d'offre d'emploi performant. Il nous est apparu qu'au delà d'une mise en relation, un des rôles de l'association était aussi de permettre aux anciens de s'entraider.

La Commission Carrières des Anciens de l'ENSAE intervient ainsi en animateur et en soutien de nombreuses initiatives relatives à l'emploi. Les anciens peuvent s'adresser à la commission pour recueillir des informations sur la recherche d'emploi, voire confronter leur projet au miroir bienveillant d'autres anciens en activité ou retraités, disposés à consacrer bénévolement de leur temps à ces échanges.

La commission carrière de l'association des Anciens de l'ENSAE (contact : cca@ensae.org) :

- participe activement aux travaux d'évolution de la plateforme manageurs.com
- assure une permanence d'écoute, d'aide et de conseils pour les anciens qui le souhaitent
- organise « les rencontres de l'emploi » sous forme de soirées ou petits-déjeuners, autour d'un invité sur un thème lié à l'emploi
- représente les Anciens de l'ENSAE au G16+, fédération de 23 écoles centrée sur les questions de l'emploi, la mobilité et la gestion de carrières. Cette participation permet aux anciens de l'ENSAE de bénéficier de tous les services du G16+ (colloques, événements organisés par les autres associations, ateliers de formation, ...) => voir www.g16plus.org à la rubrique « Agenda »

- organise à l'intention des promotions récentes des soirées métiers informelles permettant à des anciens de témoigner et de partager conseils et expériences

Pour les diplômés de l'ENSAE à la recherche de conseils à propos de leur carrière, de leur orientation professionnelle, **e-Contact**, service en ligne ouvert aux diplômé(e)s de l'ENSAE, permet de converser avec des experts qui ont accepté de partager avec eux leur expérience dans ce domaine et de répondre à leurs interrogations.

Pour celles et ceux, jeunes diplômé(e)s ou plus seniors, qui choisissent de se lancer dans **la création ou la reprise d'entreprise**, l'association a lancé en 2008 deux clubs dédiés :

- l'association ENSAE Business Angels, agréée par France Angels, association qui réunit les clubs de Business Angels français, facilite la rencontre entre des investisseurs particuliers et des porteurs de projets en recherche de capitaux. (Contact : dominique.beudin@ensae.org)
- le Club ENSAE Entrepreneurs accompagne et soutient les projets de création ou de reprise d'entreprises. Le Club ENSAE Entrepreneurs est co-fondateur de France Entrepreneurs, le Club des clubs d'entrepreneurs. (Contact: olivier.deconihout@ensae.org)

Enfin, les Anciens de l'ENSAE qui exercent ou souhaitent travailler en tant que consultants, sont invités à adhérer et participer aux séances d'échange et de partage du groupe XMC. (voir www.x-mines-consult.com). ■



MANAGEURS.com

LE PORTAIL SÉLECTIF DE L'EMPLOI

MANAGEURS
c'est quoi ?

Managers.com : le 1^{er} portail-emploi réunissant, en un seul outil, une communauté sélective d'écoles de commerce et d'ingénieurs :

- Un accès unique aux diplômés de l'X, Centrale, HEC, ENSAE, Polytechnicum Zurich et Lausanne, Telecom ParisTech, Mines ParisTech, Ponts et Chaussées, ENA, ENS, les diplômés français de la Harvard Business School, de la London School of Economics, de Bocconi et de l'Esade, Supélec, Supaéro, Sciences Po, Essec, ESCP Europe, Insead...
- Nouveau** : une fonctionnalité réseau permet aux diplômés de contacter d'autres diplômés présents sur Managers.com.
- Une interface multilingue en français, anglais, espagnol, italien.
- Un potentiel de 300 000 diplômés.
- Une mise à jour permanente.

Pour un diplômé, déposer son CV sur Managers.com c'est :

Réseau	Faire partie d'un réseau à la puissance 20
Veille	Se rendre sur le marché afin d'être plus facilement approché par les recruteurs
Offres	Consulter des offres d'emploi spécifiques

Pour un recruteur ou un cabinet de recrutement, faire appel aux services de Managers.com, c'est :

- Déposer gratuitement des offres, et les diffuser avec un seul outil, à une communauté sélective de diplômés.
- Vérifier l'authenticité des diplômes de ces écoles.
- Consulter la base de profils de ces diplômés, et pouvoir ainsi les contacter pour les recruter.

Le management de transition

Un métier pour sécuriser les projets des entreprises

Joël Templier (1972), Associé, X-PM

Parce qu'il est illusoire de mener de front la gestion quotidienne tout en menant les nécessaires projets de restructuration, de développement ou d'amélioration des performances, le recours au Management de Transition s'avère une solution efficace pour les entreprises. Ce métier encore peu répandu en France consiste à confier le pilotage de grands projets à un manager de fort calibre, venu de l'extérieur, qui aura pour unique objectif de réussir sa mission dans les délais impartis.

Il s'agit donc là d'un nouveau métier susceptible d'intéresser les Anciens de l'ENSAE à un double titre : soit en y faisant appel pour mener des projets de transformation au sein de leurs entreprises, soit pour effectuer eux-mêmes des missions, s'ils en font le choix.

Sans passé ni avenir dans l'entreprise, le Manager de Transition a pour seule ambition l'unique intérêt du client

Une mission de Management de Transition comporte généralement trois phases : le cadrage, le terrain et le retrait.

- Le cadrage, de courte durée, consiste à mener une analyse de la situation, puis à définir, avec le client, les objectifs et le plan d'actions qui sera exécuté. Destiné par ailleurs à affiner la sélection du Manager de Transition, il est mené par un ou plusieurs associés du cabinet.
- La phase de terrain est ensuite conduite par le Manager de Transition qui est intégré à la hiérarchie de l'entreprise. Il peut aussi avoir un mandat social et, dans tous les cas, il se consacre exclusivement au pilotage du projet qui lui est confié. Tout au long de la

mission, il bénéficie de l'expertise complémentaire des associés du cabinet ou de celles d'autres managers du vivier, si nécessaire. Des points réguliers avec l'associé en charge de la mission sont planifiés pour s'assurer de la qualité et de l'avancement de la mission ; une revue mensuelle avec le client permet d'autre part l'évaluation des résultats obtenus et l'actualisation du plan d'actions.

- La phase de retrait prépare le passage du relais aux équipes opérationnelles du client, en assurant la permanence des processus engagés et la confirmation des ressources internes mises en place.

Le Management de Transition est profondément différent du Consulting, de l'Executive Search et de l'Interim, malgré quelques analogies

Le principe du Management de Transition repose sur la mise en mouvement des hommes de

l'entreprise. Ainsi, le Manager de Transition privilégie les ressources internes du client : un atout essentiel auquel ne peut prétendre le Partner d'un cabinet de Consulting qui doit trouver de la charge de travail pour ses propres équipes.

En termes de solutions, il sera ouvert à l'ensemble des solutions du marché et ne sera pas contraint par celles acquises par ses équipes.

Enfin, et c'est non le moindre, il a un rôle complètement opérationnel, intégré à la hiérarchie du client, et donc des responsabilités de management qui ne peuvent être confiées à des consultants. Preuve en est qu'il peut avoir un mandat social.

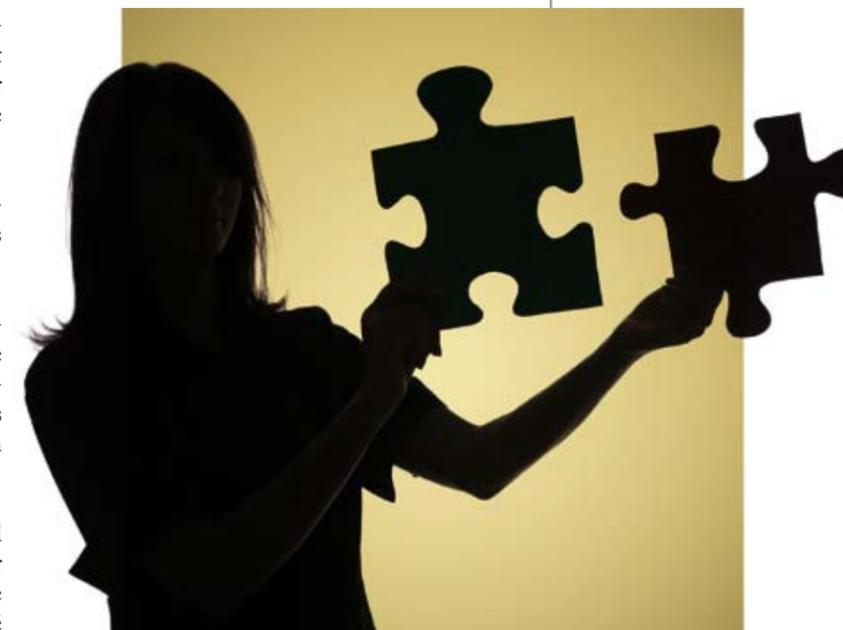
Comme dans le métier de l'Executive Search, il convient de sélectionner le meilleur candidat pour un poste, ce qui nécessite la gestion quotidienne d'un vivier de managers de la meilleure qualité possible. Mais l'analogie s'arrête là : le cabinet de Management de Transition doit être très réactif et trouver le bon candidat en une semaine maximum. Puis il s'implique aux côtés du Manager et lui apporte le soutien nécessaire à la réussite de sa mission. Il reste en relation constante avec le client. La facturation s'effectue d'ailleurs au fur et à mesure des progrès de la mission.

Enfin, si la vocation du Manager de Transition est d'assurer une responsabilité temporaire, son profil est bien éloigné du cadre dirigeant intérimaire dont le souhait est que sa mission se transforme en CDI et qui est amené à agir en conséquence au sein des jeux politiques inhérents à toute entreprise. Certes, il arrive que des Managers de Transition soient embauchés en fin de mission, 10 à 15 %, mais force est de constater que le taux d'échec de ces recrues dans leur nouveau rôle est élevé.

L'offre se structure, des leaders émergent

Ce métier est né en Angleterre et en Hollande dans les années 1970. En France, les acteurs sont des sociétés dont la taille des plus importantes avoisine la quinzaine de M€ (hors éventuelles consolidations avec les sociétés sœurs à l'étranger). A noter que toutes n'ont pas développé le métier dans les dimensions exposées précédemment.

L'offre se structure dans ce marché et des leaders émergent. Ainsi, le Guide annuel du magazine Décideurs de 2009 cite, par ordre alphabétique



A propos de X-PM Transition Partners

X-PM, créée en 2001, est aujourd'hui animée par 16 associés, 13 à Paris et 3 en Asie. Professionnels reconnus dans leurs domaines, ils sont chacun en charge d'un secteur d'activité ou d'une filière métier (RH, IT, finances, achats-logistique, gestion de programme). Chacun a pour mission le développement commercial, le pilotage de missions à haute valeur ajoutée, l'animation du vivier d'intervenants de son domaine.

X-PM se veut passerelle entre l'Europe et l'Asie. Des équipes sont présentes en Chine, en Inde et à Singapour, des missions sont également menées en Russie et pays de la CEI, en Afrique et au Moyen Orient. Des partenariats ont été créés en Allemagne et au Royaume Uni.

Quelques exemples de missions menées récemment par X-PM :

- des opérations de restructuration : dégager des marges de manœuvre pour le plan de financement d'une entreprise sous LBO, redressement d'une filiale étrangère d'un groupe français, pilotage de l'intégration d'une filiale, direction et réorganisation d'un gros site industriel, élaboration et conduite d'un PSE,
- des missions d'amélioration de la performance : optimisation du BFR d'un important ensemblier du bâtiment, maîtrise du risque fournisseurs, reprise en main de la Direction Informatique d'une filiale d'un groupe du CAC 40, amélioration de la performance d'un site industriel pharmaceutique, pilotage d'un important programme SI confié au forfait à une SSII, concrétisation du potentiel d'amélioration des achats identifié par une étude de Mc Kinsey.

dans chaque catégorie, 2 sociétés « incontournables » : EIM et X-PM ; 4 sociétés « excellentes » : Boyden, Essensys, Newbridge Partners et Procadre; 7 autres sociétés à forte notoriété et 4 pratiques reconnues.

Le marché a connu une forte croissance, d'environ 25 % par an jusqu'en 2009, année d'un probable ralentissement significatif, notamment en raison de la baisse d'activité des fonds d'investissements, importants prescripteurs pour leurs participations.

N'est pas Manager de Transition qui veut, la nécessaire expérience de dirigeant ne suffit pas

Le Manager de Transition est le plus souvent un dirigeant qui a fait ses preuves en assumant d'importantes responsabilités opérationnelles en entreprise et qui a choisi, pour une période donnée ou pour la suite de sa carrière, de travailler en entrepreneur indépendant sur des projets de transformation.

Il doit naturellement être doté d'une capacité réelle de leadership, avoir du goût pour l'in-

dépendance, le changement et l'opérationnel, tout le contraire d'un homme d'appareil. **Il est là pour faire avancer les projets et obtenir des résultats.** Pour les obtenir, il doit s'adapter très rapidement à de nouveaux environnements, ce qui implique une certaine surqualification par rapport au poste occupé.

Autant de qualités qui justifient sa rémunération élevée, souvent composée d'une partie variable liée à l'atteinte d'objectifs.

Le Management de Transition constitue un apport essentiel à la dynamique des programmes de transformation

Christian Brière, associé X-PM en charge des missions RH, cite le modèle adopté dans le secteur des semi-conducteurs : « 1/3 des salariés passent toute leur vie professionnelle dans l'entreprise, 1/3 y restent entre 2 et 7 ans, enfin 1/3 y restent moins de 2 ans ». A l'heure où la gestion de l'entreprise est souvent en grande partie celle de la gestion d'un ensemble de projets, cette vision allie tant la nécessité de stabilité que celle d'ouverture au changement apportée par le Management de Transition. ■

Crise ou pas, les opportunités n'existent que pour ceux qui savent les voir et s'y préparer !

Christian Gury
Responsable Carrières de l'Association des Centraliens
Auteur du livre « les 5 clés pour rebondir et piloter sa carrière »

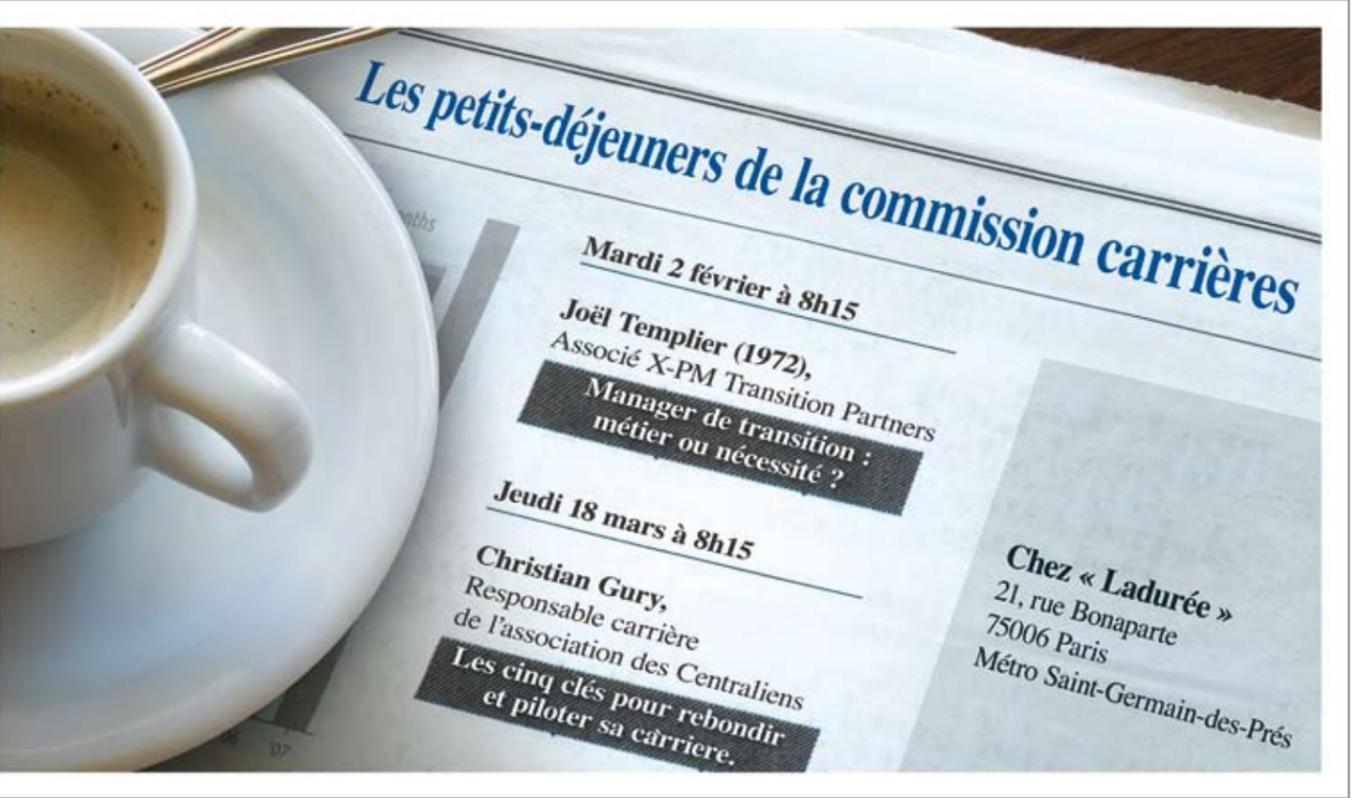
L'efficacité professionnelle repose sur trois piliers : passion, professionnalisme et anticipation. Ces trois valeurs, que vous appliquez sans même vous en rendre compte lorsque vous êtes en poste, sont également de mise dans le cadre de l'évolution professionnelle.

Je voudrais dans cet article ne m'attarder que sur les deux premiers points qui sont ceux qui vous permettront de surveiller et saisir les opportunités qui vous intéressent.

La passion tout d'abord

C'est la force qui vous anime dans l'accomplissement de vos objectifs. Qu'elle vienne à faiblir et vous risquez l'ennui, la lassitude et l'inefficacité. Qu'elle devienne excessive et c'est la surchauffe qui vous menace, le « burn-out ».

Surveillez en permanence son niveau (plaisir à vous lever le matin, enthousiasme dans vos relations avec les collègues, créativité dans vos initiatives). C'est cet indicateur qui vous permettra, de manière instantanée et très en amont des problèmes, de repérer le bon moment pour envisager une mobilité (interne ou externe).



L'anticipation ensuite

Si vous savez repérer à l'avance le bon moment pour votre prochaine mobilité, il vous faut désormais en profiter pour la préparer.

C'est le moment de sortir la tête du guidon, de faire un point de carrière exhaustif, de définir précisément la prochaine étape de votre carrière (votre « projet professionnel ») et de vous mettre en visibilité.

Attention ! Ne sortez pas de votre coquille avant d'avoir un projet clair et net à afficher, sinon vous allez griller vos contacts les plus précieux. Il est recommandé, au-delà du travail personnel que cela exige, de se faire aider dans cette démarche par un professionnel : responsable carrière de votre association, cabinet de coach ou d'outplacement. En effet, parmi les centaines de cadres que j'ai rencontrés dans ces deux dernières années, très rares sont ceux qui étaient capables de se mettre en valeur avec le recul adéquat. Quelques uns se surestiment, la plupart se sous-estiment et même ceux qui ont une vision claire d'eux-mêmes en parlent souvent avec difficulté.

Une fois le projet en place, je vous propose deux pistes, à suivre en parallèle, pour mettre en route votre mise en visibilité :

Activez votre réseau

Même si vous êtes en poste et très occupé, personne ne vous reprochera de déjeuner une à deux fois par semaine avec des collègues, partenaires ou amis extérieur à votre cercle de contacts habituels. Personne ne vous reprochera non plus de participer une à deux fois par mois à des conférences organisées par votre association d'anciens ou votre groupement professionnel.

Et bien sûr, dans ces occasions, pourquoi ne pas vous ouvrir à vos contacts de votre projet de mobilité. Tout le monde a des projets, et il n'y a aucun mal à en parler autour de vous. Comment voulez-vous que vos amis pensent à vous, s'ils ne savent pas que vous avez un projet ?

Gérez votre image Internet

De nombreux recruteurs dès qu'ils s'intéressent à une candidature ont pris l'habitude de taper le nom des candidats sur les moteurs de recherche d'Internet. Et même au-delà, une bonne part d'entre eux chasse directement sur Internet à partir de mots clés, en particulier sur les sites de réseaux sociaux.

Soyez donc attentif à l'image que vous projetez sur la toile, car sur Internet, tout ce qui parle de vous est disponible et accessible !

Soyez curieux. Tapez votre nom et prénom sur les moteurs de recherche les plus utilisés pour voir ce que la toile dit de vous.

Si rien ne sort dans les deux premières pages de résultats, vous ne cyber-existez pas et on ne risque pas de vous repérer.

Si vous apparaissez clairement et en bonne position, c'est que vous avez une certaine activité sur le Net. Bravo ! Mais êtes-vous sûr que votre cyber-image reflète bien votre image professionnelle réelle ? Sinon, nettoyez le miroir au plus vite car je ne suis pas certain que vous souhaitiez faire apparaître en priorité les photos de vos dernières vacances à Marrakech.

Maintenant que vous êtes conscient de votre positionnement de départ, à vous de le faire évoluer en cohérence avec votre projet. Du plus simple au plus compliqué, vous pouvez commencer par rejoindre les sites communautaires professionnels (Viadeo, LinkedIn, pour citer les plus connus) et y faire figurer votre « profil ». Ensuite, si vous avez du contenu professionnel original qui mérite d'être partagé, vous pouvez créer un blog voire votre propre site Internet (ce n'est pas si complexe avec les outils CMS aujourd'hui disponibles gratuitement, comme Joomla par exemple).

Si votre projet est clair et précis, qu'il est crédible et s'appuie sur des compétences acquises démontrées dans votre CV... et qu'il correspond à un besoin du marché, par cette simple mise en visibilité, vous allez très vite trouver votre prochain poste.

Vous l'aurez même probablement trouvé bien avant de vous sentir vraiment mal dans votre poste actuel. Vous aurez piloté votre carrière par anticipation et vous aurez évolué sans avoir eu à rebondir.

Restez investi et passionné par votre travail, mais autorisez-vous à vous investir et à vous passionner un peu aussi pour vous-même, vos projets, votre avenir. Et n'oubliez pas qu'un projet professionnel en soi, cela n'existe pas, ce n'est qu'une des facettes de votre projet de vie global. ■

www.christiangury.fr

Le développement des réseaux sociaux au sein des Associations d'Anciens est de nos jours un point essentiel. Ceux-ci ont été mis en place de sorte à être simples d'utilisation pour les membres tout en restant esthétiques. Voici les nouvelles fonctionnalités intégrées au site, en attendant le réseau social ParisTech Alumni :

MES ACTIVITÉS RÉCENTES



Activités récentes

Il y a 2 mois :

Benoît BELLONE (2000)

a ajouté Fabrice WILTHIEN à ses amis

Il y a 2 mois :

Benoît BELLONE (2000)

a modifié ses coordonnées professionnelles.

Il y a 5 mois :

Nicolas BRAUN (2003)

s'est connecté à ensae.org.

Pour une mise en relation plus efficace, les activités récentes présentes sur l'espace privé de l'utilisateur l'informent sur les **misés à jour des fiches de ses amis**, les **mobilités** les concernant, leurs **dernières connexions** ou leurs **participations à un événement**.

DU VIRTUEL AU RÉEL !



Autour de moi +

La **géolocalisation** permet en un coup d'œil de situer, pour ceux qui le désirent, les adresses personnelles des anciens de l'association à proximité de chez vous. La géolocalisation disponible aussi sur la nouvelle application iPhone permet de reprendre contact avec vos proches voisins !

LA GESTION DES AMIS



Mes amis

Benoît BELLONE (2000)

Alexis DE ROZIERES (1998)

Julien GUITARD (2005)

Catherine GRANDCOINS (1978)

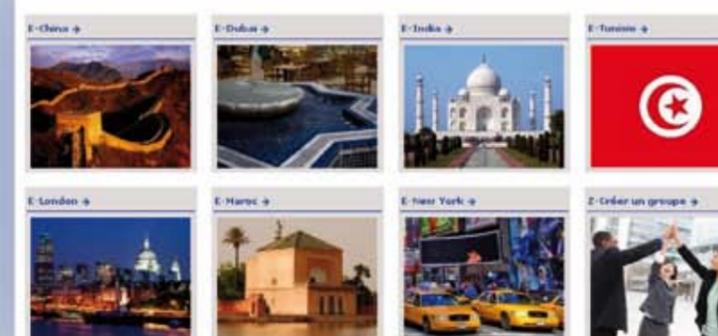
Nicolas BRAUN (2003)

Alexandre MARTIN (1995)

Yoram BOSCH-HADDAD (1986)

Cette nouvelle fonctionnalité permet le développement d'un **réseau social personnalisé**, s'inspirant de Facebook, avec la possibilité de rechercher des Anciens via l'annuaire et de les ajouter comme amis. Cela vous permet d'accéder facilement à leurs profils et de gérer simplement vos contacts.

GROUPES RÉGIONAUX



GROUPES RÉGIONAUX

E-Géno +

E-Dubai +

E-Indes +

E-Tunisie +

E-London +

E-Marrakech +

E-New York +

E-Créer un groupe +

GROUPES RÉGIONAUX, PROFESSIONNELS

Les groupes sont des communautés à une échelle professionnelle, géographique ou correspondant à des loisirs. Nous avons fait une large place à toutes les initiatives qui se créent dans le réseau en laissant un **espace d'échanges** sur ces groupes sur le site ensae.org. L'inscription à ces groupes se fait directement dans votre espace privé. Emmanuel Léonard qui anime le site pourra vous assister si vous avez des questions ou si souhaitez vous aussi animer un groupe sur le site.

Un plan d'action, au bénéfice de tous

Pour la mixité des équipes dirigeantes

Catherine Grandcoing (1978)

Le GEF, groupe Grandes Ecoles au Féminin, vient de publier sa nouvelle étude réalisée en mai 2009 en auto-administré on line par Ipsos auprès de 5431 anciennes et anciens des écoles du réseau, complétée par des interviews de 16 responsables de grandes entreprises et administrations françaises.

En mai 2007, nous relations dans le Variances n°30 les résultats de la précédente étude GEF. Celle-ci soulignait plusieurs points de réflexion que nous rappelons ici :

- Dès leur sortie d'école, le salaire du premier emploi pour les « anciennes » est de 18 % inférieur à celui de leurs camarades masculins. Seuls des « a priori » (à combattre) peuvent expliquer cet état de fait.
- Les freins évoqués le plus souvent et liés à la maternité et à une faible mobilité des femmes se révèlent très largement surestimés et ne peuvent être considérés comme des raisons justifiant les différences de progression professionnelle observées.
- Les hommes avouent avoir une perception très faible des difficultés rencontrées par les femmes dans leur vie professionnelle

Ces constatations faites à l'époque participaient d'une prise de conscience émergente des difficultés rencontrées par les femmes dans leur carrière professionnelle et attiraient l'attention de tous sur le gâchis que cela représentait pour la performance des entreprises.

En mai 2008 (Variations 33) et en février 2009 (Variations 35), nous avons publié les synthèses des études « Woman Matter » réalisées par Mc

Kinsey. La première soulignait à l'aide d'indicateurs quantifiés les effets positifs d'une participation significative (quantitativement) des femmes aux organes de direction sur les performances et l'excellence organisationnelle des entreprises. La seconde s'attachait à montrer l'intérêt de la diversification des comportements de leadership apportée par la mixité des équipes dirigeantes pour permettre aux entreprises de relever les enjeux du futur.

Les bénéfices attendus d'une meilleure mixité des équipes dirigeantes étant démontrés à l'aide de nombreuses études, il paraît aujourd'hui utile d'aller plus loin, de dépasser la mesure de l'évolution des prises de conscience et de travailler à la mise en œuvre d'actions concrètes. C'est l'objet de la dernière étude GEF¹ dont nous rapportons ici les grands enseignements.

Cette étude, qui se veut avant tout pro-active, s'intitule à dessein : « les pratiques destinées à favoriser la mixité des équipes dirigeantes ».

Comme nous pouvions raisonnablement l'espérer, les « esprits » apparaissent aujourd'hui plus ouverts à la mixité managériale qu'il y a deux ans : 34 % des interviewés considèrent que le développement de la mixité dans le management devrait être un objectif « très important » pour une entreprise ou une administration (23 % des anciens et 46 % des anciennes).

Tableau 1 : Des effets positifs attendus par tous

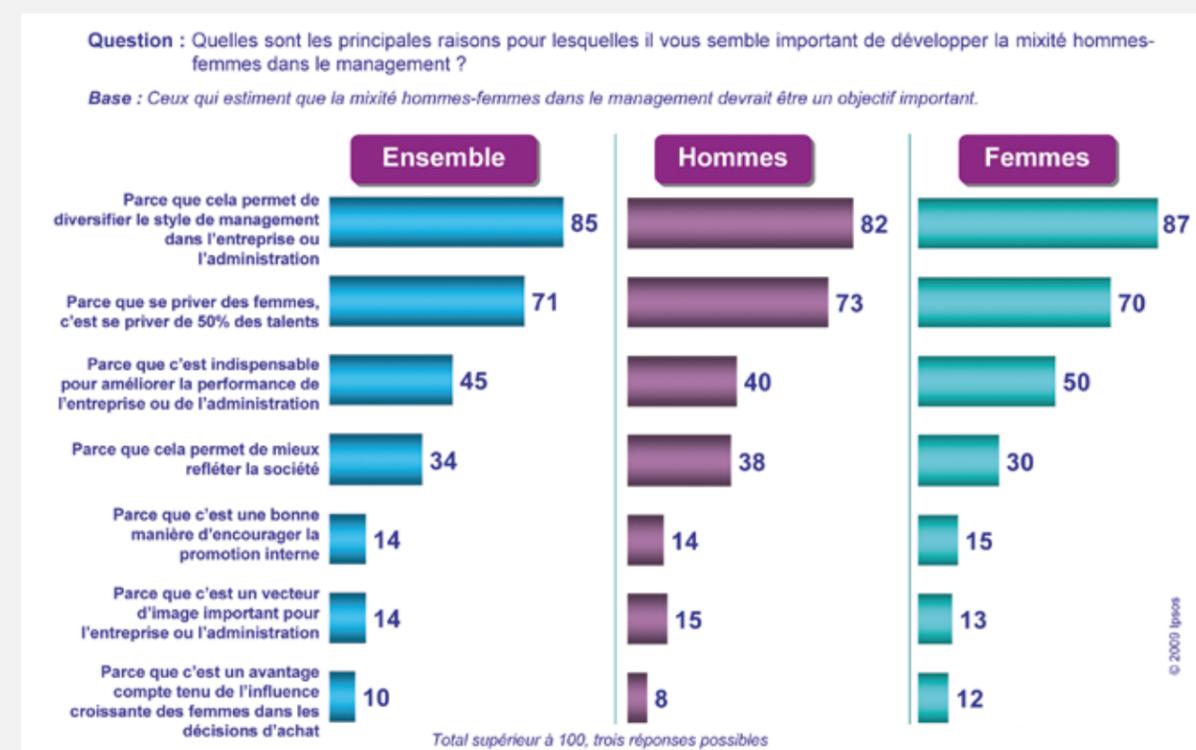
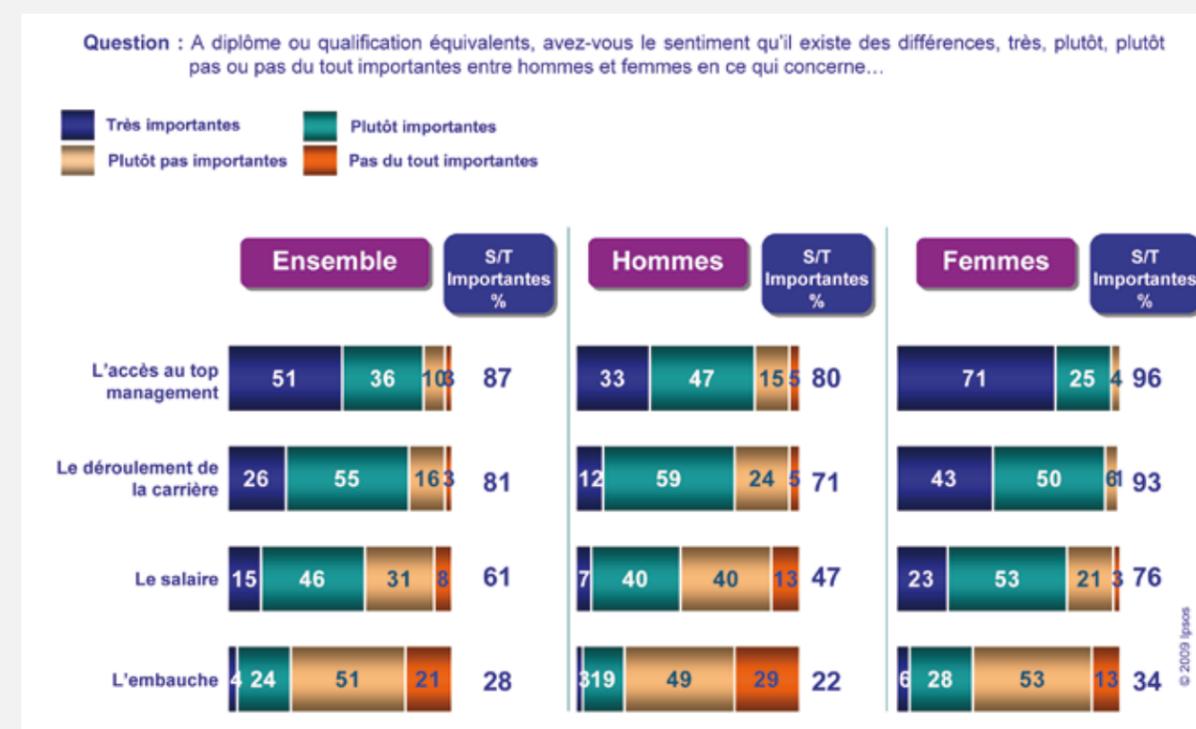
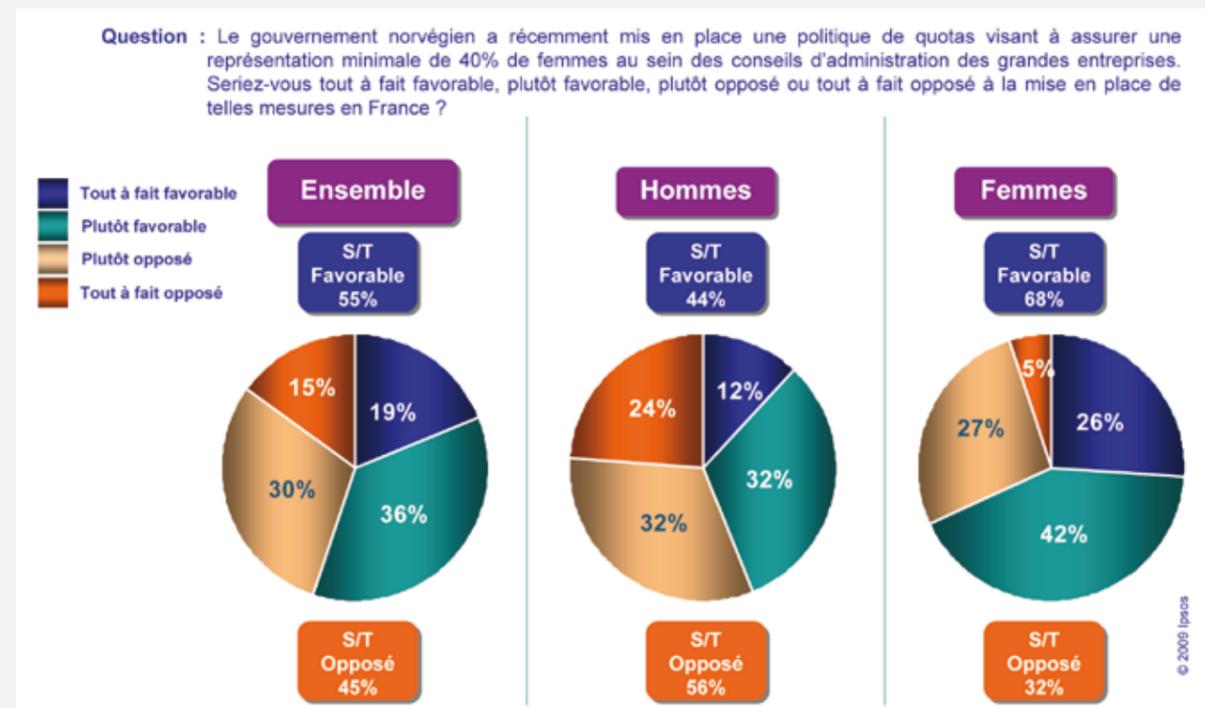
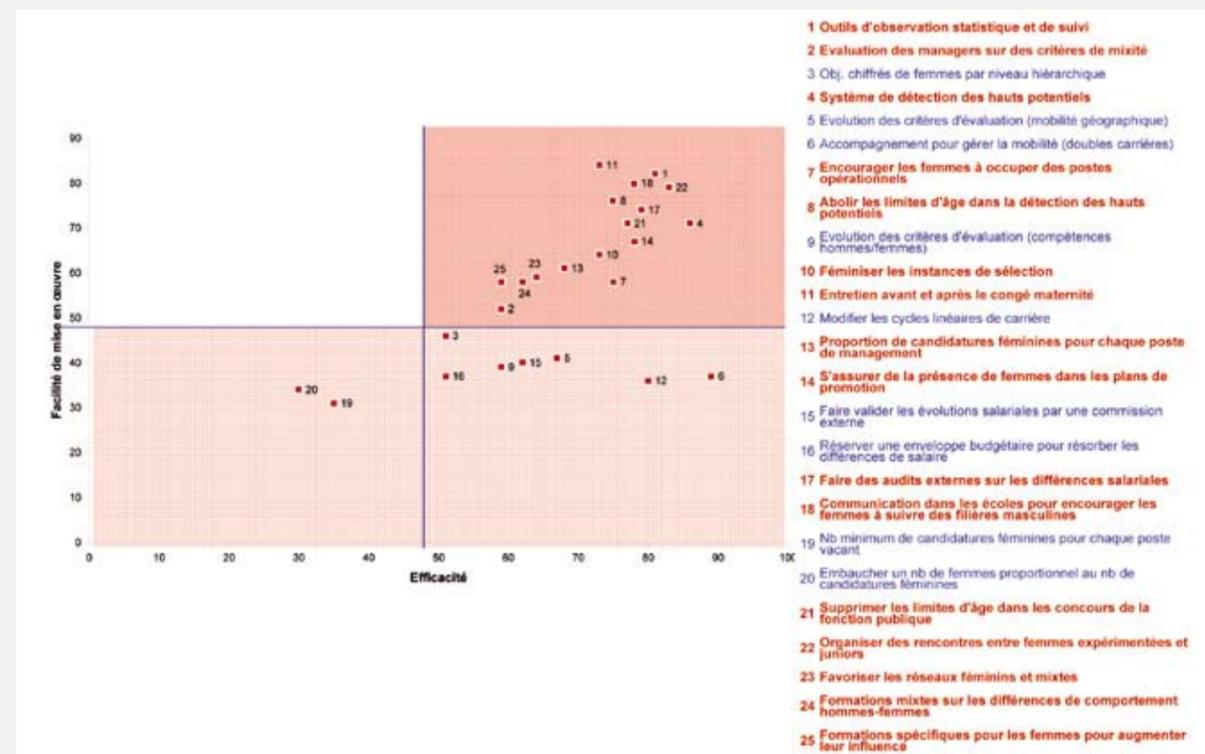


Tableau 2 : Peu de femmes au top management : une réalité reconnue par tous



¹ - résultats complets de l'étude sur le site grandesecolesaufeminin.net

Tableau 3 : Accélérer le processus en instaurant des quotas : une idée qui fait son chemin**Tableau 4 :** 25 mesures testées : 23 jugées efficaces, 16 faciles à mettre en oeuvre

Plus largement ce sont 86 % de l'ensemble des interviewés qui soulignent que cet objectif devrait être considéré comme « très » ou « plutôt » important : des résultats encourageants puisque c'est parmi les diplômés des grandes écoles que se trouvent naturellement les décideurs sur lesquels repose la mise en œuvre des moyens destinés à atteindre cet objectif. Tous les espoirs sont donc permis, direz vous !

Pour conforter cet optimisme, 83 % de l'ensemble des interviewés ajoutent que *la mise en place de mesures destinées à permettre une meilleure représentation des femmes dans le management est une tendance de fond appelée à se développer au cours des prochaines années.*

Parmi les interviewés qui jugent important l'objectif de développement de la mixité (cf. tableau 1),

- 85 % le justifient parce que *cela permet de diversifier les styles de management*
- 71 % parce que *se priver des femmes signifie à leurs yeux se priver de 50 % des talents*
- 45 % parce qu'ils jugent cela *indispensable pour améliorer la performance de l'entreprise ou de l'administration*

Et pourtant, malgré ces bonnes intentions rationnellement justifiées par la majorité des interviewés, les différences entre hommes et femmes à diplômes équivalents sont encore largement dénoncées (cf. tableau 2) :

- 51 % de l'ensemble des interviewés (71 % des femmes de l'échantillon) considèrent qu'à diplômes équivalents il existe des différences très importantes entre les femmes et les hommes dans l'accès au top management
- 26 % des interviewés (43 % des anciennes) soulignent des différences très importantes dans le déroulement de la carrière
- 15 % (23 % des femmes) dans les salaires

Un enjeu majeur pour le bénéfice de tous et pourtant rien ne bouge

Malgré cette lucidité, nouvelle par rapport aux résultats obtenus il y a deux ans, peu de choses semblent bouger : seulement 2 % de l'échantillon pensent que la parité au top management sera



effective dans 5 ans, 21 % dans 10 ans quand... 52 % ne l'envisagent pas avant 20 ans, autrement dit pour les trois quarts de l'échantillon cela concernera au mieux la génération suivante...

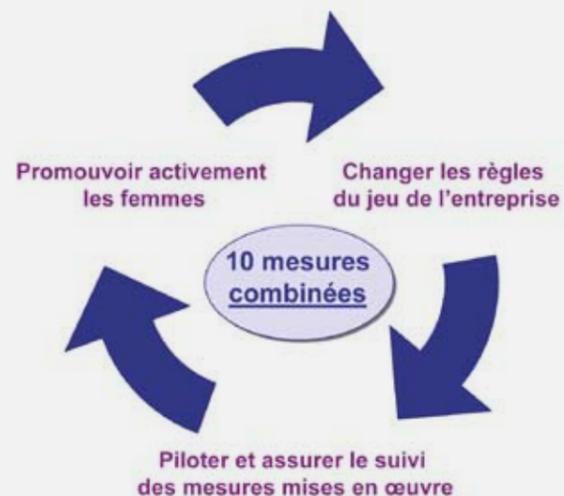
Les mesures spécifiques destinées à permettre une meilleure représentation des femmes dans le management sont aujourd'hui encore rares comme en témoignent les seules 7 % d'anciennes interviewées déclarant en avoir bénéficié. Et pourtant, de l'avis fortement majoritaire (63 % de l'ensemble des interviewés), une telle évolution ne pourra pas se faire sans politique volontariste (« *sans politique volontariste de la part des entreprises ou des administrations, il y a peu de chance de voir des femmes accéder en nombre au top management* »).

De manière plus précise, 85 % des interviewés pensent qu'il est indispensable que le top management soit impliqué dans la mise en place de mesures destinées à permettre une meilleure représentation des femmes dans le management (et 53 % pensent qu'il est indispensable que le middle management le soit).

Enfin, à la proposition d'accélérer le processus à l'exemple de la Norvège en instaurant des quotas, une part importante de l'échantillon se déclare favorable et démontre par là que cette idée, sans cesser de faire débat, fait néanmoins son chemin dans les esprits, à la question (cf. tableau 3) :

« *le gouvernement norvégien a récemment mis en place une politique de quotas visant à assurer une représentation minimale de 40 % de femmes au sein des conseils d'administration des grandes entreprises. Seriez-vous tout à fait favorable, plutôt favorable, plutôt opposé, tout à fait opposé à la mise en place de telles mesures en France ?* »

Un plan d'action en trois axes et dix mesures porté par le top management



- 55 % de l'ensemble des interviewés y sont favorables (dont 19 % très favorables)
- 68 % des « anciennes » déclarent y être favorables (dont 26 % très favorables).

Le temps est venu des mesures concrètes

Pour avancer concrètement dans un contexte que l'étude révèle de plus en plus ouvert à l'importance de la mixité dans le management des entreprises, GEF a imaginé 25 mesures pratiques : l'efficacité et la facilité de mise en œuvre de chacune d'entre elles ont été mesurées auprès des interviewés.

Parmi les 25 mesures proposées, 23 furent jugées efficaces et 16 faciles à mettre en œuvre (cf. tableau 4, items indiqués en rouge). Il est intéressant de souligner que très peu de différences significatives furent constatées dans les jugements des femmes et des hommes interviewés.

Soutenu par les réactions positives aux mesures proposées, GEF a établi un plan d'action en trois axes et dix mesures que toutes celles et tous ceux pour qui la mixité du top management est un enjeu majeur peuvent promouvoir, voire mettre en place, au sein de leur entreprise ou leur administration...

Un plan d'actions en trois axes et dix mesures

Promouvoir activement les femmes :

■ Créer un vivier de talents féminins

1. Pour chaque poste ouvert en management et/ou chaque plan de promotion, s'assurer de la présence de candidatures féminines et justifier s'il n'y en a pas.
2. Détecter les femmes à haut potentiel pour créer un vivier représentatif de l'entreprise, notamment en supprimant les limites d'âge.

■ Soutenir leur développement

3. Mettre en place des formations spécifiques aux femmes pour leur permettre d'augmenter leur influence, visibilité et impact dans l'entreprise ou administration
4. Favoriser la création de réseaux féminins et mixtes au sein de l'entreprise ou administration pour partager et diffuser les pratiques favorisant la mixité en management

Changer les règles du jeu de l'entreprise

■ Faire évoluer les critères d'évaluation et les règles de gestion de carrières

5. Faire évoluer les critères d'évaluation de la performance pour intégrer les compétences et qualités complémentaires féminines et masculines
6. Casser le rythme de carrière linéaire et faire évoluer les critères de la mobilité géographique en intégrant notamment la gestion des doubles carrières

■ Faire évoluer les mentalités et la culture

7. Sensibiliser le management aux différences de comportements hommes/femmes et à l'intérêt pour l'entreprise d'une plus grande mixité
8. Développer toutes les pratiques permettant un meilleur équilibre vie professionnelle / vie personnelle (au-delà des crèches, remettre en question la culture du présentisme)

Piloter et assurer le suivi des actions mises en œuvre

9. Mettre en place des objectifs quantifiés à tous niveaux : recrutement, évolution salariale, accession à des postes de direction...
10. Intégrer ces critères dans l'évaluation des managers

En cette période de crise économique et sociale mondiale, la projection dans le futur est plus que jamais nécessaire. Les entreprises ont besoin de tous les talents pour relever les défis actuels et à venir.

Agir concrètement et efficacement pour mieux utiliser les compétences managériales des femmes fait partie des enjeux prioritaires des entreprises et des administrations.

Ce plan d'action peut les aider à avancer vers une plus grande mixité du top management au bénéfice de tous. ■



Sarah Andrieux

C'est ensemble que les étudiants et anciens étudiants, leurs professeurs et l'administration de l'ENSAE ont la douleur d'annoncer le décès de Sarah Andrieux (ENSAE 2011), qui nous a brutalement quittés le 26 décembre dernier, à 22 ans, alors qu'elle effectuait son stage de césure au Pérou.

Ses amis proches, les nombreux élèves qui l'ont côtoyée et tous ceux qui l'ont connue se souviendront de sa gentillesse, de sa générosité, de son dynamisme et de sa luminosité.

En deux ans, Sarah a eu le temps de faire ses preuves en tant que jeune et prometteuse pousse d'économiste et d'investir activement son énergie et sa soif de projets dans de nombreuses associations : la liste BDE à laquelle elle a apporté sa joie de vivre et son sens de la fête, mais aussi ENSAE Solidaire, ENSAE Microfinance et le Rétif où elle a su exprimer son goût pour le développement et sa volonté de donner de son temps aux autres.

A travers ses divers engagements et surtout grâce à sa sympathie contagieuse, Sarah a su nous toucher, nous ses camarades et ses encadrants, d'une manière toute particulière. Le vide qu'elle laissera ici nous frappe déjà tous. Toutes nos pensées vont à ses proches amis et à sa famille, tout particulièrement à ses parents et à sa sœur Mathilde.

Sarah, nous te pleurons amèrement, mais nous nous souviendrons de toi et essaierons d'honorer au mieux ta mémoire en faisant perdurer la trace que tu avais commencé à laisser dans notre école : celle d'une jeune fille à l'intelligence fine, débordant d'enthousiasme et de tant de projets à partager avec les autres.

Les étudiants, les anciens, les professeurs et l'administration de l'ENSAE

Un blog a été créé par ses parents pour ceux qui souhaitent y laisser un mot : <http://sarah-tout-simplement.wordpress.com>. Il est également possible d'envoyer un mail à : pour_la_famille_de_sarah_andrieux@ensae.fr.



Nicolas

Sireyjol

(1981)

Directeur Général American Express France

Nicolas Sireyjol, ancien élève de l'ENSAE promotion 81, devenu aujourd'hui Directeur Général d'American Express Carte France, m'attend dans un café de la place du Trocadéro pour un petit-déjeuner matinal. Ouvert, accueillant, souriant il démarre cette interview comme une discussion amicale. A travers son regard et ses réponses je comprends vite qu'il est plus ici pour témoigner de la passion qui l'habite que pour être « une tête d'affiche » avec tout ce que cela peut évoquer de réussite. Pour Nicolas, sa vie professionnelle s'est conjuguée de manière naturelle, grâce à l'exercice du travail bien fait, avec conviction et désir, au gré des occasions qui se sont présentées à lui.

Variations - Pourquoi avoir choisi l'ENSAE ?

Nicolas Sireyjol - Tout simplement par vocation ! Dès mon entrée au lycée, j'étais attiré par ce qui me permettrait de comprendre le monde, je m'interrogeais sur ce qu'était l'économie, sur la politique... j'avais envie de connaître les clés qui ouvriraient les portes du fonctionnement de la société.

A la fin des classes préparatoires effectuées au lycée Hoche à Versailles, j'ai choisi, sans hésitation aucune, l'ENSAE au détriment des Ponts ou de Télécom qui ne me semblaient pas pouvoir répondre comme je le souhaitais à cette large soif de comprendre.

L'ENSAE, par l'association de cours très techniques comme ceux de mathématiques à des cours d'économie ancrés dans la réalité sociale et politique, répondait parfaitement à ma curiosité et à mon désir de comprendre : pour pénétrer le monde, il fallait à mes yeux, décrypter les fonc-

tionnements économiques, qui se laisseraient pénétrer grâce à des connaissances mathématiques sérieuses, voire sophistiquées. L'ENSAE m'offrait tout cela et bien plus !

Car, si l'enseignement fut à la hauteur de mes espérances, les trois années passées à l'école furent une période très heureuse de ma vie. Tout d'abord, et c'est évidemment le plus significatif de mes souvenirs heureux, j'y ai rencontré Sonia Trompowsky-Taulois qui est devenue ma femme ! Mais aussi, j'y ai vécu une période de passage harmonieux entre les doutes de l'âge post-adolescent et les espoirs enthousiastes de l'âge adulte émergent. Entré à l'école, comme beaucoup, jeune « taupin » immature, j'en suis sorti riche d'amitiés nouvelles et d'ouverture aux réflexions sociétales, en un mot désireux d'avancer et de concrétiser cette vie adulte par des actes.

L'ENSAE, période de passage harmonieux entre adolescence et âge adulte

V. - La première décision de l'adulte que tu étais devenu fut le choix de ton premier travail. Comment as-tu choisi ?

N.S. - L'ENSAE fut à l'origine de ce choix. Les analyses de données étaient enseignées à l'époque par « un pape » de cette matière, Jean-Marie Bourroche, professeur aussi sympathique que professionnel compétent, que de très nombreux anciens ont connu et apprécié. Jean-Marie venait de créer la Coref, une petite société à taille humaine, filiale de la Cegos et – ce qui n'était pas pour me déplaire – truffée d'ENSAE. J'ai donc rejoint mes co-équipiers et plongé avec délices dans les bases de données clients pour apprendre à en extraire le suc. Pendant sept ans j'ai ainsi exploré la richesse des « data » sans jamais m'en lasser, tellement la connaissance à laquelle elles donnaient accès me paraissait fascinante. Parallèlement, en tandem avec Jean-Michel Gautier, un « ancien » fêru de « data » et de psychologie comportementale, je flirtai avec les sciences humaines en enseignant à des promotions de futurs psychologues les richesses des statistiques.

Au bout de ces sept années d'activité pour les différents clients de la Coref et leurs bases de données clients, je commençai à souffrir du « mal du consultant » : l'excitation suscitée par des problèmes toujours renouvelés faisait petit à petit place à une certaine frustration de ne pas pouvoir suivre jusqu'au bout l'application

des solutions recommandées. Le temps était venu pour moi de rejoindre une entreprise dont la base de données clientèle me permettrait d'explorer, de « dataminer », de construire la connaissance client, d'en exprimer les ressources et de proposer en réponses des actions commerciales opérationnelles.

C'est dans cette posture psychologique que je reçus l'appel du cabinet de recrutement me proposant la fonction de responsable du datamining d'American Express. Y a-t-il des hasards ?

Une base de 80 millions de clients, le rêve du « dataminer »

V. - 1988, entrée chez American Express...

N.S. - Je prends la responsabilité du datamining et des opérations de scoring. Une base de données riche de 80 millions de clients, le rêve du « dataminer ». Je consomme sans modération aucune !

Après avoir passé quelques années à « forer les données », j'évolue tout naturellement vers le marketing direct pour appliquer au recrutement les enseignements clients tirés de mon expérience de « dataminer ». Je touche là le lien direct entre les analyses mathématiques sur des « data » permettant de décrypter les comportements des individus et les opportunités commerciales que cela ouvre aux marques. Je suis ainsi au cœur du triangle fondateur de tout marché : l'offre de la marque / la demande du consommateur / le décryptage de l'analyste.

Après avoir travaillé sur le recrutement des nouveaux clients, je prends en charge les problématiques de rétention et lance avec succès le premier programme de fidélisation dans l'univers des cartes de paiement.

Cinq ans après mon arrivée chez American Express France j'en deviens le directeur marketing après avoir dirigé successivement tous les services clés de cette fonction. L'amoureux des « data » que je suis a désormais sous la main un champ d'expériences infini dans lequel il peut laisser s'exprimer tous ses désirs d'analyse clients ainsi que sa créativité sur les offres de services.

V. - Nous sommes en 1993, l'Europe est sur toutes les lèvres, chez American Express aussi ?

N.S. - Effectivement, American Express décide à ce moment là de donner la priorité au consommateur européen et d’adapter stratégie et organisation à cette nouvelle façon d’aborder les marchés nationaux : une direction du marketing européenne est créée à Londres et se substitue aux différentes directions marketing nationales.

C’est pour Sonia, ma femme, et moi-même une décision importante à prendre. Partir pour Londres signifie une opportunité professionnelle pour moi mais une rupture pour elle. C’est un choix auquel de très nombreux couples bi-diplômés sont aujourd’hui confrontés. A posteriori, Sonia a profité de ce départ pour faire un « arrêt sur images » qui s’est traduit à notre retour trois ans plus tard par une réorientation professionnelle radicale : collaboratrice de BNPParibas pendant dix ans avant son expatriation, revenue en France elle s’oriente vers l’enseignement et est aujourd’hui professeure de statistiques à l’ESSEC.

Pour moi, ces trois années passées à Londres ont été l’occasion d’approfondir le développement de stratégies produits en croisant objectifs marketing et stratégies d’entreprise, ouvrant ainsi mes réflexions à des considérations plus larges et notamment financières.

Mais le « tout global » a ses limites et passé l’engouement européen, un rééquilibrage « global - local » se dessine chez American Express. Parallèlement aux stratégies européennes, le Groupe redéfinit des stratégies nationales et travaille sur une nouvelle stratégie adaptée au marché français. Connaissant bien ce marché, je fais des propositions qui, accueillies favorablement par la Direction du Groupe, me conduisent à la Direction Générale d’American Express France.

V. - 1996 – 2009 à la Direction Générale d’American Express France. N’as-tu jamais eu envie de partir, de relever de nouveaux défis ?

N.S. - J’aurais pu le souhaiter mais, par chance, j’ai trouvé chez American Express les réponses à mes exigences qui sont de deux ordres.

Tout d’abord je souhaitais évidemment développer mon activité professionnelle vers l’international mais sans pour cela repartir à l’étranger. Car même si j’ai beaucoup aimé mon séjour londonien, la France est mon pays, je m’y sens bien et je n’ai pas eu envie de « sacrifier » à ma carrière ce plaisir de vivre ici. J’ai trouvé une solution à ces envies contradictoires en suivant les traces de

Charles Quint et en prenant en charge la Direction Générale d’American Express France mais aussi plus récemment Pays- Bas et Espagne, deux pays présentant de nombreux points communs en termes de marchés des cartes de paiement. Gérée de Paris, cette Direction Générale trinationale m’offrait tous les avantages de l’international tout en respectant mon désir de localisation géographique.

Homme de conviction, j’ai besoin de partager avec mon entreprise des valeurs fortes

Autre exigence pour moi, et probablement la plus importante : je suis un homme de convictions, de passions et j’ai besoin de partager avec mon entreprise et mes produits des valeurs qui me sont personnelles. Chaque matin, j’ai besoin d’avoir envie d’aller travailler, de développer des nouveaux produits, d’explorer de nouvelles approches des marchés, de sentir les hommes et les femmes de l’entreprise faire équipe et avancer vers un même objectif. En 13 ans, sous ma direction, American Express France a doublé ses effectifs (de 350 à 700 personnes) tout en préservant ses spécificités : une stratégie produits fondée sur la différenciation et un programme de fidélisation exigeant, associés à une qualité de service clients irréprochable et innovante.

Ces caractéristiques d’entreprise signifient beaucoup et se traduisent par des valeurs de marques et de management essentielles à mes yeux.

V. - Quelles sont ces valeurs qui fondent la réussite de l’entreprise que tu diriges mais aussi ton désir d’agir et ta manière de manager ?

N.S. - J’en citerai quelques-unes qui trouvent leur application autant dans la relation-clients privilégiée par American Express France que dans la façon de manager les femmes et les hommes de l’entreprise : la transparence de la vérité dite, le respect des personnes, le courage de ses choix, le plaisir de travailler.

- La transparence de la vérité dite : je suis convaincu que la transparence est une valeur essentielle du management. Réaliser deux entretiens annuels d’évaluation avec chaque collaborateur de l’entreprise permet de faire émerger les potentiels, de soutenir les efforts, mais aussi de constater les limites et de les affronter avec la personne concernée en l’accompagnant positivement

dans la reconnaissance de son périmètre de compétences. Je crois profondément que cette démarche faite dans le courage de la transparence et le respect de l’autre est un facteur de progrès pour le salarié et pour l’entreprise. Le pire est toujours le non dit qui n’est que tromperie aux effets négatifs, le plus souvent à retardement.

- Le respect des personnes : cette valeur est pour moi synonyme du regard porté sur l’autre, le collaborateur comme le client. Pour ce dernier, le respect que l’entreprise lui porte se traduit par un service client irréprochable incarné par des collaborateurs salariés d’American Express qui sont les interlocuteurs téléphoniques de nos clients. Chez American Express, la personne qui parle avec le client de la marque est un salarié de l’entreprise porteur des valeurs de cette marque, c’est un véritable ambassadeur. Les services clients « outsourcés » posent le problème de la finalité de la marque. L’être ou le faire ? Si la marque doit seulement faire, son identité à terme disparaîtra derrière les actions opérationnelles, par essence éphémères. Si la marque, ce que je crois, « est » avant tout une identité, une éthique, qui justifie la préférence des consommateurs, alors toute l’organisation de l’entreprise doit respecter l’expression de cette identité : le « bonjour » de l’interlocuteur au service du client sera porté par les valeurs de l’entreprise dont il est salarié et qu’il peut ainsi incarner. Il est le représentant vivant et légitime de la promesse « American Express, le service c’est notre raison d’être ».

Transparence de la vérité dite, respect des personnes, courage de ses choix, plaisir de travailler

- Le courage de ses choix : cette valeur personnelle est particulièrement bousculée en période de crise économique. Et pourtant, notamment pour ceux dont les diplômes leur permettent ce luxe, je crois que chacun doit avoir le courage de ne pas subir. Tra-

vailer doit rester une passion, un choix, un plaisir. Si tel n’est pas le cas, il faut savoir changer, se remettre en question, prendre le risque de reprendre son destin en mains. Rien ne me paraît un plus grand gâchis que de rester là où le plaisir n’existe plus simplement par peur d’affronter l’inconnu.

- Le plaisir de travailler : cette valeur est très liée à la précédente. C’est en cherchant le plaisir de ses collaborateurs à accomplir leur tâche que le manager accroîtra l’efficacité de son entreprise. De la même manière c’est en privilégiant ses envies et ses passions que le jeune diplômé choisira une voie dans laquelle s’exprimeront toutes ses compétences. Et ce tout au long de sa carrière.

Voilà en quelques mots pourquoi depuis 1988, je trouve à exprimer mes passions d’être et de faire chez American Express France car ces valeurs, qui me sont propres, sont aussi celles de l’entreprise.

V. - A l’heure des grands débats sur la diversité, la parité et l’emploi des seniors comment ces réflexions RH se conjuguent-elles chez American Express France ?

N.S. - Tout d’abord la diversité dans une entreprise dirigée, au niveau mondial, par un Afro-Américain, Ken Chenault, et rassemblant plus de 40 nationalités différentes rien que pour la France, n’est évidemment pas un problème ni même un sujet !

Pour la parité, 60 % du personnel d’American Express France sont des femmes mais cela ne signifie malheureusement pas encore une parité à tous les échelons du management. Néanmoins notre spécificité en termes d’âge nous oblige à intégrer l’objectif de parité à une réflexion plus large concernant l’âge moyen des salariés de l’entreprise. La très grande majorité d’entre eux a entre 25 et 40 ans ce qui pose le problème de l’évolution de ces personnels jeunes en respectant deux exigences : faire évoluer de la même manière femmes et hommes vers des postes à responsabilités et savoir donner à chacun des raisons de rester dans l’entreprise pour élargir la pyramide des âges et profiter ainsi de l’expérience des seniors. Ces deux enjeux sont prioritaires dans la définition de notre stratégie de management.

V. - Et toi, tu as aujourd’hui 50 ans, l’âge de la carte American Express ! Quels sont tes projets pour la décennie à venir ?

N.S. - Je ne suis pas très porté sur l'organisation de mon temps futur. Je me satisfais de pratiquer le «carpe diem» à travers mon activité professionnelle que je mène toujours avec la même passion et le sentiment d'être en harmonie avec moi-même. J'y pratique ce que j'ai appris à l'ENSAE et qui avait motivé à l'époque le choix de cette école de préférence à d'autres : l'observation exigeante des faits, la compréhension approfondie du réel, la modélisation de cette réalité observée à travers les comportements des clients et les actions des concurrents, enfin la créativité orientée vers l'innovation produits sur laquelle il sera possible de fonder la différenciation de la marque. Cette démarche honnête et rigoureuse sous-tend toute ma pratique professionnelle. A cela j'ajoute le souci constant d'un management porté par les valeurs que j'ai décrites, quel que soit le contexte économique plus ou moins difficile à affronter. Et pour accompagner cette vie professionnelle, des loisirs simples mais pratiqués avec passion : la lecture sans modération, des romans de tous pays, autant Don Quichotte, mon livre culte, que les dernières nouveautés, expressions du poul social, mais aussi l'opéra, le football, le rugby, et... le vélo : chaque année, un samedi du mois de juin, j'invite qui veut (merci à Variances de me permettre d'ouvrir l'appel à tous les anciens(ne)s !) à parcourir à deux roues les 215 kilomètres séparant la place du Trocadéro à Paris de la plage de Blonville près de Deauville.

A travers ces diverses activités professionnelles et personnelles, je partage les valeurs qui me sont chères avec ma famille, mes amis, mes collaborateurs, mon entreprise.

Pour finir, je voudrais simplement dire aux étudiants de l'ENSAE que leur diplôme les autorise à ce luxe du choix. Qu'ils n'hésitent jamais à se l'offrir, cela demande un peu de courage mais pour tellement de plaisir en retour.

Le courage d'attraper au vol les occasions en ayant confiance dans sa capacité à transformer les essais

Nicolas finit son café. Il a raconté son parcours et décrit ses convictions avec un sourire égal, comme si tout cela était très simple et naturel. Il a commencé l'interview en soulignant les hasards heureux qui lui avaient offert les opportunités qu'il avait saisies. A une dernière question de ma part, il s'interroge sur le mot hasard. Peut-être est-ce plutôt le courage d'attraper au vol les occasions en ayant confiance dans sa capacité à transformer les essais, me dit-il ? ■

Propos recueillis par Catherine Grandcoing

Ciblez vos lecteurs,
Insérez vos publicités dans

VARIANCES
LA REVUE DES ANCIENS DE L'ENSAE



Contact : jm.amram@fercom.fr

N'hésitez pas à joindre la société FERCOM - Jean-Michel AMRAM au 01 46 28 18 66

L'Assurance : un secteur clé de la vie économique



L'ACAM est l'un des trois piliers de la régulation du secteur financier français avec la Commission bancaire et l'Autorité des marchés financiers.

SON RÔLE : LE CONTRÔLE DES SOCIÉTÉS DU SECTEUR

Le Corps de Contrôle des Assurances offre des missions riches et variées au sein de l'Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles (ACAM) et du ministère de l'économie :

Relations avec les secteurs privé et public, contrôle d'organismes de toutes tailles, participation à des groupes de travail internationaux, réalisation d'études,...

Les missions au sein de l'ACAM concilient notamment des aspects techniques, financiers et juridiques permettant de travailler pour le secteur public, dans une structure souple, de dimension conviviale, en contact direct avec les entreprises d'assurance et leurs dirigeants. La fusion projetée avec la Commission bancaire ne manquera pas d'en ajouter de nombreuses autres.

Le Commissaire-contrôleur se voit rapidement confier des responsabilités importantes et dispose d'une large autonomie. Ainsi, un mois après son arrivée, il est déjà chargé de contrôler d'une quinzaine de sociétés et peut avoir, par exemple, une activité d'enseignement.

Finalement, le Corps lui permet non seulement d'acquérir une expertise solide et reconnue dans le service public et le secteur de l'assurance mais aussi de construire un large réseau grâce aux échanges fréquents avec les sphères privée et publique.

L'ACAM, pour le compte de l'État, analyse en profondeur les risques et les perspectives des sociétés. Cette analyse prudentielle stratégique vise à s'assurer de la capacité des sociétés à remplir à tout moment leurs engagements à l'égard des assurés. En cas d'urgence, afin de préserver les intérêts des assurés, elle peut être amenée à prendre des mesures telles que des sanctions financières, des démissions d'office de dirigeants, des transferts d'office de portefeuille entre deux sociétés ou encore des retraits d'agrément (c'est-à-dire de l'autorisation d'exercer une activité d'assurance).

Par ailleurs, elle participe :

- à l'élaboration de la réglementation,
- aux réflexions européennes sur l'avenir de la régulation financière,
- aux réflexions sur le développement de la place financière de Paris,
- à de nombreuses autres actions et réflexions telles que la lutte antiblanchiment, ...

Les commissaires-contrôleurs, directement responsables de leur portefeuille d'organismes, y exercent très rapidement des responsabilités élevées.

Le secteur de l'assurance est un acteur majeur de la vie économique française, florissant et en pleine évolution.

CHIFFRES CLÉS

- La France est le 4^{ème} marché mondial de l'assurance (250 Mds€ d'encaissements annuels),
- l'assurance en France représente plus de 1500 Mds€ de placements.

LA STRUCTURE DU SECTEUR

C'est un secteur riche de la grande diversité de ses organismes :

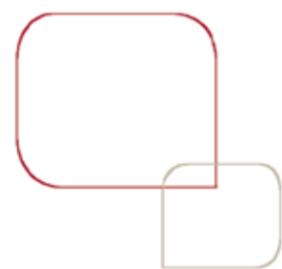
- en taille : des organismes de quelques employés aux groupes de taille européenne ou mondiale,
- en produits et techniques : grands risques industriels, retraite, auto, santé, protection juridique, réassurance, ...

- en réseaux de commercialisation : agents généraux, courtiers, réseau salariés, vente directe, ...
- en mode de gouvernance : institutions paritaires, sociétés anonymes, structures mutualistes.

Ce secteur concurrentiel et dynamique, à forte composante sociale par certains aspects et financière par d'autres, présente des problématiques variées et sans cesse renouvelées.

Contacts

- Denis Lhomme (responsable des ressources humaines), 01 55 50 43 93, denis.lhomme@acam-france.fr
- Véronique Cazanave (responsable de la formation), 01 55 50 42 21, veronique.cazanave@acam-france.fr



WINTER
& ASSOCIÉS

Leader de l'actuariat conseil, nous intervenons sur tous les métiers de l'assurance et de la protection sociale



Les problématiques actuarielles complexes des entreprises et des organismes assureurs :

Nos équipes sont spécialisées sur des sujets en constante évolution : création de produits, Solvabilité 2 (intégration des nouvelles règles), EEV, gestion actif-passif, pilotage technique, comptable (normes IFRS / IAS 19) et financier des régimes de retraite et de prévoyance.

La gestion des démarches réglementées :

Nous accompagnons les entreprises dans leurs projets : dossiers d'agrément, construction de tables de mortalité, pilotage des fonds de pension à la française, projets de partenariat et de fusion.

L'assistance à la maîtrise d'ouvrage (AMO) :

Nous intervenons pour le compte des Directions Générales, Techniques et Financières des assureurs dans leurs projets à composante métier.

WINTER
& ASSOCIÉS

et **ALTURIA**
CONSULTING

constituent le Pôle Assurances d'

ALMA
Consulting Group

www.winter-associes.fr

Filiale d'Alma Consulting Group

43-47 avenue de la Grande Armée, 75116 PARIS, Tel : 01.45.72.63.00 - Contact : fg@winter-associes.fr

Après la crise, la titrisation ?

La titrisation est aujourd'hui vilipendée et avec elle les traders qui ont engrangé de substantiels profits sur ces produits, aidés en cela par l'appétit d'investisseurs finaux à la recherche de rendements élevés malgré un environnement de taux bas. Parvenue sous les feux de l'actualité en 2007 avec la crise financière, la titrisation s'était pourtant développée dès les années 1980 aux Etats-Unis, permettant aux banques de « packager » un ensemble de prêts pour les transférer au marché. Progressivement entrés dans une phase d'industrialisation et devenus plus complexes, les produits issus de la titrisation ont finalement pris une ampleur telle qu'ils ont fait implorer le système financier mondial.

Les défenseurs de la titrisation rappellent que cette innovation financière a permis à des emprunteurs de se financer à des conditions plus favorables que celles dont ils auraient bénéficié de la part des banques. Qu'elle a également permis de fluidifier un marché de prêts de nature fort hétérogène, crédits automobile, crédits à la consommation, etc. Ce rôle de la titrisation dans le financement de l'économie justifie l'utilité de ces instruments et l'action des pouvoirs publics et des intervenants privés pour faire renaître un marché sinistré depuis 2 ans.

Pour ses détracteurs, l'opération consistant pour l'établissement bancaire à revendre sur le marché le risque des crédits qu'elle a octroyés est entachée parfois d'un alea moral, sinon d'une asymétrie d'information, notamment lorsque ceux qui étaient chargés d'en évaluer les risques (agences de notation en particulier), pouvaient être biaisés dans leur analyse. La crise a également montré que l'absence de régulation d'une activité largement laissée livrée à elle-même, pouvait avoir sur le système des conséquences bien plus lourdes que les avantages initialement recherchés.

Ce dossier sur la titrisation tente de faire le point sur cette technique, son développement, son rôle dans la crise et son avenir possible. Les points de vue de différents acteurs de ce marché y sont exposés : ceux-ci sont issus du monde de la banque, de l'assurance, de la gestion d'actifs ou des pouvoirs publics, parties prenantes à un débat qui s'est invité jusque dans l'enceinte du récent Forum du G20.

Nous espérons que la lecture de ce dossier vous apportera un éclairage utile à l'analyse d'une innovation financière qui porte une responsabilité évidente dans l'éclatement de la crise financière, mais dont l'utilité mérite que l'on s'attache à la faire renaître, sous une forme mieux maîtrisée.

Eric Ralaimiadana (1996)

Eric Tazé-Bernard (1978)

Sommaire

1

Titrisation et refinancement de la liquidité

Claude Grandfils (1989)
p.38

2

Titrisation, bouc émissaire de la crise ?

Pierre-Emmanuel Juillard
p.41

3

Titrisation, comment sortir de la crise ?

Thierry Dissaux
p.43

4

L'avenir de la titrisation

Jean-François Boulier
p.50

1

Titrisation et refinancement de la liquidité

Claude Grandfils (1989), Adjoint au Directeur de la Gestion Financière, Crédit Agricole SA

Cet article présente les mécanismes des différents produits financiers que recouvre l'activité de titrisation. Il inscrit leur développement dans la problématique du financement des banques et compare les structures bilantielles de celles-ci de part et d'autre de l'Atlantique.

Variations – A quoi sert la titrisation ?

Claude Grandfils - La titrisation répond en général à 2 objectifs :

- diminuer les encours pondérés des banques pour améliorer le ratio prudentiel de solvabilité (il s'agissait souvent de titrisation synthétique où la banque ne recevait pas de cash)
- fournir une ressource à la banque qui titrise (on parlait alors de titrisation cash). Ce cas est celui qu'on rencontrait aux US.

Avec la crise le marché de la titrisation a totalement disparu. Ceci s'explique par la crise des « subprimes » qui sont des produits de titrisation toxiques (c'est-à-dire des titres dont les crédits sous-jacents sont de mauvaise qualité) et qui ont conduit les investisseurs à douter de la qualité de l'ensemble des titrisations émises sur le marché.

V. – *Que dirais-tu du rôle des agences de notation ?*

C.G. – Celles-ci ont été incitées à noter les produits de titrisation (y compris les plus complexes et toxiques), même si elles n'étaient pas forcément outillées pour en faire l'analyse complète. C'était une nouvelle source de revenus impor-

tants car elles perçoivent des commissions sur chaque notation d'un fonds de titrisation.

A un moment donné les agences auraient dû durcir les critères, quitte à freiner le développement du marché, mais cela aurait eu un coût important en terme de chiffre d'affaires. On peut penser que les débats ont été intenses en interne. Comme dans les banques, il est important que les départements risques des agences de notation aient suffisamment d'autonomie pour contrer la logique commerciale.

V. – *Peux-tu nous décrire le mécanisme d'une « covered bond » ?*

C.G. – Une « covered bond » est une société, généralement filiale d'une banque, qui émet des obligations dont le remboursement est garanti grâce à un pool d'actifs (souvent des crédits à l'habitat). Les « covered bonds » sont souvent encadrées par des lois et portent des noms différents selon les pays (« Pfandbrief » en Allemagne, « société de crédit foncier » en France, « Cédulas » en Espagne). L'intérêt pour la banque est de lever des ressources à un coût moins élevé car elle apporte ses meilleurs actifs en garantie. Le danger est cependant de vouloir loger trop d'actifs dans ce véhicule par rapport à la taille du propre bilan de la banque et de voir le rating de la banque se dégrader car les moins bons ac-

tifs seront restés en garantie des autres émissions (émises directement par la banque).

V. – *Pourquoi les RMBS se développent-ils plutôt que les Covered bonds dans certains pays ?*

C.G. – Aux Etats-Unis, les banques ont plutôt eu recours aux *Asset-Backed Securities*, terme générique qui se décline en RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*), CLO (*Credit Linked Obligations*), etc. selon la nature des actifs en garantie.

La différence avec la « covered bond » vient du fait que l'ABS n'est pas un émetteur réutilisable mais qu'au contraire une banque va émettre différents ABS selon la période de production des prêts sous-jacents ou selon la nature des crédits. Avec la « covered bond », la banque dispose d'un émetteur dont le pool de crédit vient en garantie de l'ensemble des émissions alors que pour les ABS chaque pool de crédit sert à honorer les paiements de chaque ABS.

V. – *Peux-tu décrire les spécificités du régime des ABS aux Etats-Unis, en comparaison avec les véhicules usuels en Europe ?*

C.G. – Aux Etats-Unis, les banques veulent maximiser un ratio de levier (*leverage ratio*) qui est en vigueur depuis de nombreuses années. Ce ratio désigne schématiquement le rapport des fonds propres sur la somme des actifs non pondérés. Dans un système où les créances ne sont pas pondérées par le risque, elles sont incitées à réduire le dénominateur en titrisant les meilleurs risques et en gardant les créances de moins bonne notation.

Prenons l'exemple d'une banque spécialisée dans le crédit à l'habitat qui a un *leverage ratio* de 5% (par exemple correspondant à 50 de fonds propres divisés par 1000 d'actifs). Si elle produit 100 \$ de nouveaux prêts avec un résultat non distribué de 1 sur ces crédits son ratio va passer à 4.63% (51 divisé par 1100) mais si elle transfère à un fonds de titrisation les crédits, le fonds pourra émettre une part notée AAA pour 85 \$ et une part BBB pour 15\$. La part AAA sera vendue sur le marché et la banque gardera par exemple un profit de 0.75 (car il faut rémunérer la part AAA) soit un *leverage ratio* stable de 5% (50.75 / 1015). Evidemment si la marge à payer sur la tranche AAA augmente, la banque conservera une part plus faible du profit et le *leverage ratio* baissera un petit peu mais l'opération restera très intéressante.

En Europe les banques ne sont (pas encore !) soumises au *leverage ratio* et ceci explique pourquoi le développement de la titrisation a été moins rapide et s'est surtout fait pour des questions de pilotage des encours pondérés ou, plus rarement, de *funding* pour les banques les moins bien notées.

V. – *Quelle est actuellement la physionomie du marché des « covered bonds » en France et plus globalement en Europe ?*

C.G. – Le marché s'est complètement fermé avec la crise alors que certains avaient considéré qu'il résisterait mieux que des émissions non garanties des banques. Ceci peut s'expliquer à la fois par les problèmes d'émetteurs importants comme Depfa ou Dexia mais aussi par le fait que les investisseurs avaient en fait assez peu regardé le fonctionnement réel de ces structures et se reposaient beaucoup sur le rating AAA qui était attribué à la quasi-totalité des émetteurs avant la crise.

Aujourd'hui les agences vont revoir leur méthodologie en créant un lien plus important entre le rating de la « covered bond » et celui de sa banque sponsor. Les investisseurs ont également développé leurs propres approches de notation interne. Le marché a donc progressivement repris depuis quelques mois, avec sans doute une meilleure discrimination selon les émetteurs qui se reposent davantage sur la qualité du sponsor et de la structure.

V. – *Pourquoi a-t-on évoqué à la réunion du G20 la possibilité d'appliquer en Europe le ratio de levier des banques US ?*

C.G. – Les Etats-Unis cherchent simplement à appliquer partout un modèle qu'ils connaissent bien. Le *leverage ratio* conduit au développement de la titrisation, comme j'ai essayé de le montrer précédemment. Ceci est globalement favorable à une partie de l'industrie financière américaine (banques d'investissement, agences de notation,...) et pousse également les agents économiques avec un faible profil de risque à se présenter sur les marchés (par exemple les collectivités locales) au lieu d'avoir recours au crédit bancaire (peu d'offre pour ce type d'emprunteurs quand vous devez respecter un *leverage ratio* et produire un ROE convenable). Souhaite-t-on dans le domaine du financement des collectivités locales, suivre l'exemple américain qui conduit aujourd'hui certaines collectivités locales à une situation dramatique parce qu'on les a amenées

sur des marchés sophistiqués qu'elles ne maîtrisaient visiblement pas ?

La question pour les Européens n'est donc pas de savoir si le *leverage ratio* permet de limiter l'effet de levier dans les banques (la réponse est assurément oui) mais s'ils sont prêts à importer avec ce ratio tout le système qui va avec !

Le comportement du système bancaire américain pendant la crise n'étant pas forcément un exemple pour les autres pays, la question mérite vraiment d'être posée.

V. – Pourrais-tu aborder quelques autres aspects de la problématique de la liquidité, sur un point que tu as développé lors de ta récente présentation à l'AFGAP, celui du financement en devises ?

C.G. - Pour une banque connue internationalement, il est possible de se financer sur différents marchés en s'adressant à différents types d'investisseurs. Les principaux marchés sont le marché américain en USD, le marché européen en EUR (mais aussi en GBP) et le marché japonais en JPY.

Même si les différents marchés sont analysés globalement par les plus grands investisseurs et

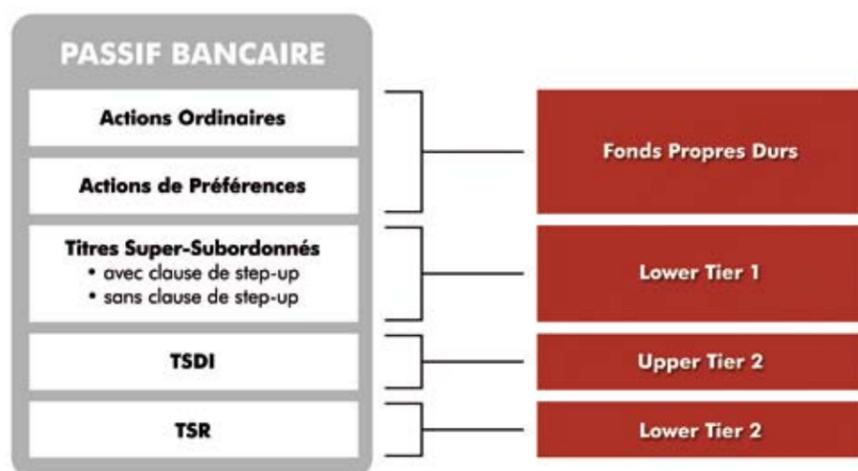
que le coût de financement est assez peu différent pour une banque selon le marché auquel elle s'adresse, il peut néanmoins se créer de temps en temps des arbitrages liés à une offre peu abondante ou au prix du *swap* de devise (*basis swap*) qui permet de transformer une ressource d'une devise à une autre.

Par exemple au Royaume-Uni, les assureurs-vie et fonds de pension ont un passif très long, supérieur à 10 ans et doivent le couvrir avec des actifs longs pour éviter une trop grande volatilité de leur résultat. Une partie est libellée en GBP et il y a eu parfois dans le passé rareté de l'offre de titres très longs, ce qui a permis à certains émetteurs bancaires ou *corporate* de réaliser des émissions attractives en terme de coût de refinancement.

V. – Pourrais-tu nous faire un rappel de la structure des fonds propres d'une banque ?

C.G. - La plupart de ces titres contiennent des options de remboursement au gré de l'émetteur. La crise récente a conduit certaines banques à ne pas exercer leur option (cf. schéma ci-dessous) ce qui a contribué à la détérioration des prix de ces instruments car les investisseurs les évaluaient jusqu'alors en considérant que l'émetteur exercerait son option. ■

Catégories par exigibilité croissante



Titrisation, bouc émissaire de la crise ?

Pierre-Emmanuel Juillard,
Directeur, Département Finance Structurée, AXA Investment Managers

La renaissance de la titrisation sera favorisée par l'application de recommandations internationales, notamment en matière de transparence de l'information sur ces produits et d'indépendance des prestataires de services engagés. L'univers des risques d'assurance constitue un nouveau champ d'expansion possible de la titrisation.

La titrisation, bouc émissaire de la crise ?

La titrisation et ses agents sont vite devenus les boucs émissaires de la crise financière et économique mondiale. Bien qu'on ne puisse entièrement disculper cette technique et l'utilisation qui en a été faite, il convient de souligner que la titrisation, lorsqu'elle est déployée dans un cadre approprié, est plutôt une alliée qu'un obstacle à la croissance économique. C'est d'ailleurs le consensus qui est apparu à la fois parmi les organisations financières internationales et les opérateurs financiers.

La titrisation : l'alliée

A la base, la titrisation permet tout simplement à une entreprise, financière ou non, de dégager des fonds en mettant en gage certains de ses actifs. En échange, sa contrepartie, qui lui aura versé une somme correspondant aux actifs en gage, touchera tout au long de la vie de la transaction les cash flows émanant de ces actifs. A un niveau relevant de la sphère financière, le risque de crédit lié aux actifs sous-jacents de la transaction pourra également être scindé en différentes tranches de manière à en rendre la distribution plus aisée. Or une telle transaction n'a rien de répréhensible. Bien au contraire, une entreprise bien ancrée dans l'économie « réelle », utilisant les revenus de l'opération de titrisation notamment comme alternative au financement bancaire, pourra financer son développement.

C'est là une perspective plutôt intéressante au moment même où les robinets du crédit bancaire tardent à se rouvrir et où le renforcement des normes capitalistiques pour les banques ne présage pas d'un retour rapide à une grande disponibilité du crédit, autant en Europe qu'aux Etats-Unis.

La titrisation, loin d'être une activité conduisant à une spéculation effrénée, doit en effet plutôt s'entendre comme un véritable outil financier participant au développement économique, soit en permettant aux banques de libérer des capitaux afin de pouvoir continuer à prêter de manière ordonnée, soit en permettant à des entreprises de se refinancer de manière désintéressée sur les marchés de capitaux. Sans reprise de la titrisation, nous pouvons d'ores et déjà appréhender des tensions encore plus grandes sur les financements des entreprises et autant de difficultés pour financer une reprise économique durable.

La titrisation, acteur de la crise financière

Volontairement ou non, et notamment sur la période 2005-2007, la plupart des acteurs de l'industrie ont souvent vu, là où il n'y avait que titrisation de créances plus ou moins douteuses, des instruments financiers robustes. Cela a eu pour effet de créer un risque systémique du fait de l'interaction des marchés financiers globaux. Nous abondons d'ailleurs dans le sens du *Rapport*



sur la stabilité financière dans le monde (GFSR) d'octobre 2009 du Fonds Monétaire International (FMI) qui, nous le pensons, résume assez bien l'analyse des causes de la crise réalisée par la communauté financière internationale¹.

La titrisation a en particulier pu être utilisée pour la spéculation sur le marché immobilier américain. C'est en effet cette technique qui a donné aux banques les moyens de libérer toujours plus de capitaux pour prêter massivement à des acheteurs immobiliers insolubles. Mais il convient de rappeler que ce n'est pas la titrisation en elle-même mais l'utilisation qui en a été faite, qui est à blâmer. A cet égard, l'industrie de la titrisation, à travers ses différents acteurs (banques, agences de notation, investisseurs) a déjà réalisé une partie de son autocritique. Une autocritique qui, nous osons l'espérer, mènera à la nécessaire renaissance de l'industrie.

La renaissance

Dès lors, il convient de dégager des mesures qui permettront de faire revivre la titrisation, tout en évitant un retour aux mauvaises habitudes. Jusqu'ici, les propositions ont été nombreuses, notamment celles de l'industrie qui privilégient une plus grande standardisation de l'environnement juridique de la titrisation, un peu à l'image de la standardisation opérée sur les marchés des CDS, ainsi qu'une moins grande complexité et plus de transparence. Les organisations financières internationales et les régulateurs s'en sont d'ailleurs fait l'écho, cherchant à favoriser la rénovation de l'industrie de la titrisation par la mise sur pied d'un environnement propice à l'analyse et la comparaison des produits structurés.

On peut d'ailleurs se féliciter des recommandations de l'IOSCO (*International Organisation of Securities Commissions*), l'organisation internationale qui regroupe les régulateurs financiers nationaux. L'IOSCO, qui reconnaît que l'innovation financière est nécessaire au dynamisme des marchés financiers, rappelle que cette innovation ne doit pas se faire au détriment des investisseurs. A cette fin, l'IOSCO recommande notamment que les originateurs ou sponsors des transactions conservent une exposition à long terme sur ces transactions, afin d'aligner les intérêts du sponsor et ceux des investisseurs. Selon l'IOSCO, de nouvelles normes de transparence devraient également être mises en place afin de permettre aux investisseurs de juger de la qualité d'une transaction, notamment par la publication de rapports contenant les informations essentielles sur la qualité des actifs titrisés tout au long de la vie du produit structuré, et de juger également de l'indépendance des prestataires de service engagés par l'émetteur dans le cadre de la transaction.

Ne s'agissant que d'un aperçu partiel des nombreuses recommandations en la matière, la communauté financière devra prendre garde à ce qu'un soudain embouteillage de réglementations trop restrictives et trop coûteuses ne vienne ralentir ou tout simplement tuer dans l'œuf la renaissance de la titrisation. Le FMI a pris la peine de rappeler ce risque dans ses derniers rapports sur la stabilité financière dans le monde, tout en mettant dans la balance les risques tout aussi grands d'une inaction de la part des pouvoirs publics et de l'industrie. C'est dans un tel cadre (à déployer graduellement), et seulement dans celui-ci, que se jouera l'avenir de la titrisation.

Cet avenir s'élargit jour après jour puisque la titrisation, loin de se cantonner aux créances immobilières et autres prêts à la consommation, permet désormais aux investisseurs de s'exposer à de nouvelles sources de rendement et offre à certaines institutions financières (dont les assureurs) de libérer du capital dans un environnement où les normes capitalistiques sont toujours plus limitatives. C'est le cas d'un champ d'activité en pleine expansion, celui de la titrisation des risques d'assurance (*Insurance Linked Securities*), les plus connus de ces produits étant les obligations catastrophe.

Loin d'être un risque pour les marchés financiers et l'économie dans son ensemble, une industrie de la titrisation maîtrisée est un élément essentiel pour leur dynamisme et leur stabilité. ■

Titrisation, comment sortir de la crise ?

Thierry Dissaux,
Conseiller à la DGTPE, Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi¹

Cet article revient sur les mécanismes qui ont conduit à l'éclatement de la crise que nous traversons et sur les responsabilités des différents acteurs impliqués : établissements financiers spécialisés dans l'immobilier, salles de marchés des banques mais aussi agences de notation. Il présente des propositions actuellement à l'étude, fruit d'une réflexion commune aux pouvoirs publics et au secteur financier, pour faire sortir la titrisation de la crise.

Variations – Pourriez-vous nous décrire en quelques mots ce qu'est la titrisation ?

Thierry Dissaux - La titrisation représente, pour une banque, un puissant moyen de refinancement, par lequel elle cède des créances logées à son actif afin de recevoir en échange des liquidités. Les créances cédées (prêts à l'habitat, crédits aux entreprises, prêts personnels etc), sélectionnées selon des critères spécifiés, sont stockées à l'actif d'un véhicule particulier (SPV), qui émet au passif différentes catégories de « notes » ou d'obligations qui diffèrent notamment par leur qualité de crédit et leur notation. Ces tranches sont distribuées à différentes catégories d'investisseurs selon leur appétit propre rendement/risque (compagnies d'assurance, fonds de pension, gestionnaires d'actifs, autres banques), en partant généralement d'une tranche senior notée AAA jusqu'à des tranches « equity » de notation *non investment grade*, voire non notées. L'opération est fondée sur une structuration détaillée qui spécifie entre autres la cascade des versements, capital et intérêts, auxquels chaque investisseur a droit en fonction de sa position au passif. En tout ceci, la titrisation peut être vue comme un mécanisme de filtrage couplé à une

redistribution : les risques sortent de la banque et sont achetés par des investisseurs-tiers.

A noter que cette mécanique ne s'applique pas aux seules créances bancaires. Les créances commerciales d'une entreprise, par exemple, sont refinançables de la même manière.

Différentes formes de titrisation se sont succédées historiquement : de la titrisation de portefeuilles d'actifs granulaires, on est passé à des portefeuilles moins diversifiés, sous forme de CDO - *Collateralized Debt Obligations*. D'actifs simples (crédits immobiliers aux particuliers), on est passé à des actifs plus complexes (financements de projets, *asset-backed securities*...). De transactions « cash », on est passé à des titrisations synthétiques, utilisant des dérivés de crédit, ou pour lesquelles seule une partie du passif est effectivement émise.

La titrisation a été le vecteur d'un modèle bancaire particulier, le modèle « *originate-to-distribute* », où les banques ou d'autres originateurs émettaient des créances plus ou moins standardisées, qui avaient vocation à rejoindre rapidement des véhicules de titrisation.

¹ - Thierry Dissaux a travaillé plusieurs années sur les marchés de la titrisation. Il s'exprime ici à titre personnel. Ses propos n'engagent pas le Ministère.

V. – Quelle est votre analyse du rôle de la titrisation dans la crise qui a secoué la finance et l'économie mondiales ?

T.D. - Un bref rappel de l'enchaînement des événements : été 2007, on assiste d'abord à l'effondrement du secteur des sub-primes aux Etats-Unis, suivi par celui des CDO d'ABS mezzanine, l'éclatement du modèle des *monolines* (garants financiers qui assuraient notamment des obligations structurées) et des SIV². Ceci se conjugue avec des fermetures de fonds, Bear Sterns pour commencer, et des pertes massives enregistrées par de grands établissements – Citigroup, UBS, AIG et d'autres. Pour en rester au second semestre de 2007.

La crise à l'origine paraît financière, on en attribue presque naturellement la responsabilité aux produits financiers les plus sophistiqués, passés du statut d'inventions très profitables à celui d'actifs toxiques.

Mais c'est sans doute aller un peu vite. La titrisation a de fait cessé de fonctionner correctement lorsque les structures ont commencé à recourir à des actifs de qualité de plus en plus dégradée, notamment à partir de 2006. Cela s'est réalisé à la faveur d'un système d'origination fonctionnant de manière de plus en plus débridée, non sans fraudes d'ailleurs, sans que les agences de notation, ni d'ailleurs les régulateurs américains n'en prennent la mesure. De fait, la régulation américaine est par essence entravée, culturellement presque illégitime, en tout cas comparée avec ce qu'elle est en Europe. Sur cette base, le système de « filtrage » a ainsi atteint un état de saturation, laissant le virus de la mauvaise qualité se répandre dans l'ensemble du système de redistribution.

Surtout, la crise n'était déjà pas que financière. Elle trouvait ses racines dans des déséquilibres économiques majeurs et plus anciens, particulièrement (mais pas seulement) aux Etats-Unis.

L'énorme déficit commercial américain, chronique, était en effet le signe d'une nation qui dépense au-dessus de ses capacités. Il faudrait détailler, mais la croissance effrénée de l'endettement privé est venue compenser l'incapacité de l'économie américaine à procurer un pouvoir d'achat suffisant aux ménages américains, comme son refus de traiter le problème de face. De ce point de vue, la titrisation peut être regardée comme un instrument permettant

en fait de solvabiliser, ou de croire solvabiliser une demande, un pouvoir d'achat de moins en moins réels, et un moyen d'éviter, un peu plus longtemps, d'attaquer les problèmes de fond. Pourquoi ? Simplement parce qu'elle a facilité la mobilisation, presque sans mesure, de la valeur des patrimoines détenus. Plus exactement, elle a facilité le refinancement de produits bancaires qui permettaient cette mobilisation, produits que des banques n'auraient pas nécessairement eu envie de garder massivement sur leurs bilans. Les « *home equity loans* » par exemple étaient des produits dédiés à cela : vous disposiez d'une maison achetée à crédit, mais la valeur de votre maison avait augmenté depuis la date d'acquisition ? Qu'à cela ne tienne, vous pouviez mobiliser le surcroît de valeur ainsi apparue en vous faisant accorder un crédit garanti par ce différentiel...

Je m'étends là sur les déséquilibres aux Etats-Unis, mais soyons clairs : d'autres déséquilibres macroéconomiques préexistaient aussi ailleurs, en Asie comme en Europe.

V. – Cela conduit-il donc à remettre en cause le principe même des opérations de titrisation ?

T.D. - La crise en a remis en cause les excès, à juste titre. Mais la puissance même de la mécanique de la titrisation, de son concept, est pour autant demeurée entière. De même que sa nécessité.

Il ne faut pas oublier en effet que l'intermédiation financière a connu un changement considérable depuis les années 80. Si l'on met de côté le compartiment actions, le système bancaire détenait alors la majeure partie de l'épargne des agents privés et utilisait celle-ci pour assurer le financement des autres acteurs. La taille du bilan des banques était encore un indicateur significatif de leur puissance.

Mais le rôle des banques a changé. Les compagnies d'assurances, les fonds de pension, les gestionnaires d'actifs ont capté une part de plus en plus grande de l'épargne, au détriment du système bancaire. Or, ces acteurs-là, par construction, achètent des titres, les actifs qu'ils gèrent sont placés sous forme de titres.

La titrisation a donc été un instrument permettant aux banques d'assurer leur refinancement sur le marché, pour continuer à jouer leur rôle dans le financement de l'économie.

V. – Quid de la fraude dont vous parliez dans la filière de la titrisation ?

T.D. - Au fil du temps, la demande est devenue de plus en plus artificielle. Le crédit immobilier, au pire de la production des « *subprime* », n'était plus un moyen de financer l'achat d'un logement, mais plutôt un moyen de se loger, en faisant reposer exclusivement l'opération de crédit sur la seule valeur, pourtant volatile, de l'actif immobilier. Ce fut le cas aux Etats-Unis en tout cas, l'Europe étant significativement immune de ce type de dérive. On a vu ainsi apparaître outre-Atlantique des prêts dits « *ninja* », (*no income, no job, no assets*), qui permettaient à tous et à chacun d'acquiescer un logement au-dessus de ses moyens propres, en misant sur une revente de l'actif à échéance d'environ deux ans, à prix « nécessairement » supérieur, pour rembourser le principal du prêt et les intérêts capitalisés, voire d'ailleurs les charges d'électricité et la valeur de la voiture neuve livrée dans le garage.

La culture du crédit a évidemment été totalement perdue de vue. Dans le modèle « *originate to distribute* », la qualité, essentielle de l'origination a été de plus en plus oubliée, parce que de plus en plus loin de celui qui in fine portait le risque : l'investisseur final. Ceci a clairement favorisé chez un certain nombre de courtiers peu scrupuleux un comportement de fraude. Peu importait la qualité de l'origination, que l'on pouvait « arranger » un peu au mépris de la solvabilité même du souscripteur du prêt, du moment que l'intermédiaire touchait sa commission dans l'opération sans rien supporter du risque final et que l'on faisait confiance à la mécanique de la titrisation pour filtrer les mauvais risques. La dégradation de la qualité de l'origination, couplée avec une incitation à la fraude (certes involontaire), a ainsi créé les conditions d'une bulle immobilière généralisée et donc d'un effondrement général des prix de l'immobilier aux Etats-Unis lorsque les limites du système ont fini par apparaître. Ce fut notamment le cas lorsque l'accumulation des mauvais risques a engorgé le système de « filtrage » des titrisations. La fuite en avant ne dure jamais qu'un temps...

Un autre phénomène est d'ailleurs venu aggraver le retournement, celui de la pratique américaine du « *non recourse* ». En droit américain, possibilité est laissée à l'emprunteur de se dégager de ses obligations de remboursement en abandonnant à son financeur, à la banque, l'actif financé. Même si la valeur de ce bien est inférieure au total de ce que l'emprunteur doit à la banque, cel-



le-ci n'a pas de recours sur celui-ci pour le solde dont il resterait débiteur après la revente. Un tel défaut de paiement n'est certes pas sans conséquence pour l'emprunteur, mais celui-ci peut malgré tout trouver intérêt en cas de dégradation du prix de son actif en deçà du montant de sa dette, à « arbitrer » la banque en lui laissant la charge de la perte de valeur, afin d'éviter d'avoir à s'acquitter d'une dette jugée hors de proportion.

V. – On a avancé d'autres explications de la crise, portant sur des aspects plus techniques du produit. Pouvez-vous nous en parler ?

T.D. - On a effectivement parlé de défauts, au niveau de la modélisation, en particulier. A ma connaissance, les défauts résidaient principalement dans la valeur de différents paramètres – matrice de corrélation, hypothèses des stress tests. C'est loin d'être neutre, bien sûr, mais je ne suis pas sûr que les modèles eux-mêmes, au sens strict, aient été pris en défaut.

Un exemple : les modèles ont été utilisés pour stresser des portefeuilles de créances immobilières, en amont de la crise, avec des hypothèses de crises trois fois plus graves que les crises immobilières historiques sur le marché américain. C'était notamment sur la base de ce type d'hypothèses que les assureurs *monolines* acceptaient d'accorder leur garantie aux tranches les plus

2 - Structured Investment Vehicle, structure proche d'une banque mais déconsolidée, qui finance l'achat de portefeuilles de créances structurées par émission de titres de plus ou moins longue durée

senior des structures. Et sur ces hypothèses, les structures « tenaient ». En quoi la crise apparue en 2007 a-t-elle été différente, pour que les tranches AAA de ces structures explosent ainsi ?

Une partie de la réponse tient à ce que, semble-t-il, aucune crise immobilière, historiquement, n'avait affecté l'ensemble du territoire américain de manière aussi simultanée et homogène. Or l'un des facteurs de la « solidité » des titrisations sur créances immobilières tenait à la diversification géographique des créances à l'intérieur même du territoire américain, même dans les cas de crises historiques les plus graves.

La manière dont cette crise s'est construite, sur une incitation généralisée à l'endettement (car pourquoi résister au plaisir de faire comme son voisin et d'acheter au-delà de ses moyens ?) et finalement aussi en partie sur des mécanismes d'encouragement à la fraude, a rendu possible « l'impensable » : une corrélation géographique beaucoup plus forte entre les différentes régions des Etats-Unis et des niveaux de crise non pas trois fois supérieurs aux données historiques, mais dix fois... En d'autres termes, si les modèles fonctionnaient sur l'aggravation des pires conditions historiques connues, ils ne « voyaient » pas que, derrière ces conditions, prévalaient certaines causes et qu'un autre jeu de causes pouvait remettre en question les paramètres supposés stables du modèle et la magnitude du cataclysme.

L'observation est connue : tout modèle, aussi sophistiqué soit-il (et même d'autant plus qu'il est sophistiqué), ne doit pas empêcher de réfléchir – ce qui est aussi toujours plus aisé ex post...

V. – Comment des risques apparemment sortis des bilans des banques par le jeu de la titrisation y sont-ils pourtant restés, à en juger par les pertes considérables que celles-ci ont subies sur ces instruments ?

T.D. – C'est effectivement un point curieux. Il y a à cela plusieurs éléments d'explication.

Les banques ont utilisé les titrisations pour sortir des risques de leurs bilans, mais les banques sont également des investisseurs. Elles ont donc cédé d'une main des risques qu'elles achetaient de l'autre (mais sous une forme différente et moins risquée – tranches senior).

Deuxième élément, le risque de réputation et la limite des opérations de déconsolidation : les

banques qui ont, par exemple, créé des véhicules déconsolidants de type SIV pour acheter des actifs structurés ont été tenues, en pratique, de rapatrier ou reconsolidier ces risques pour maintenir leur réputation et leurs relations avec leurs investisseurs et clients.

Beaucoup moins connu, un troisième facteur d'explication réside dans un type de transactions qu'ont effectuées nombre de banques, les « *negative basis trades* ».

Un *negative basis trade* est typiquement une opération par laquelle une banque achète sur le marché une tranche de titrisation senior, notée AAA, et demande parallèlement à un assureur *monoline* lui-même noté AAA auprès des agences de notation, de lui garantir le remboursement de son investissement, à première demande, capital et intérêts. En d'autres termes, la banque d'un côté achète un risque, très limité, et reçoit pour cela une rémunération (l'intérêt versé par la tranche AAA) ; de l'autre, elle revend immédiatement ce risque à un acteur extrêmement solide, en lui versant une rémunération, plus faible, au titre de sa garantie.

Le risque de la banque devient tellement faible (risque que la tranche AAA fasse défaut et que l'assureur *monoline* fasse défaut lui aussi), l'opération paraît tellement solide, que quelques « libertés » deviennent possibles : la première, c'est que la banque peut s'autoriser, en fonction de ses propres règles d'affectation de fonds propres, à utiliser les pondérations des opérations de *trading*, plus légères, plutôt que celles des opérations d'investissement.

Seconde dérive possible : dès lors que l'opération est à ce point sécurisée, il devient tentant d'enregistrer dans les comptes de l'année même où elle est conclue, la valeur présente des flux de revenus différentiels futurs, à 5, 7, 10 ans... C'est bon pour les résultats courants de la banque, c'est bon aussi pour le compte de résultat du *desk* qui réalise l'opération, dont les opérateurs peuvent dès lors logiquement prétendre aussi au paiement *up front* d'un bonus sur la totalité de la marge future générée.

Au total, on trouve là évidemment une incitation forte à réintégrer dans les bilans bancaires, sous une forme certes plus sécurisée, des risques qui étaient censés les avoir quittés...

V. – Pourquoi n'a-t-on pas eu en France de crise aussi grave des actifs « toxiques » ?

« Le système de filtrage a atteint un état de saturation laissant le virus de la mauvaise qualité se répandre dans l'ensemble du système de redistribution. »

T.D. – A titre général, la titrisation européenne, à quelques exceptions près en Espagne et au Royaume-Uni, n'a pas connu les excès de la titrisation américaine, et surtout de l'origination américaine. Du reste, si leurs prix se sont effondrés et leur liquidité tarie, la qualité intrinsèque de crédit et les performances des titrisations européennes ont remarquablement résisté à la crise et se sont bien maintenues. Toutes les titrisations ne sont pas à regarder du même œil.

Les banques européennes, en général, ont malgré tout enregistré des pertes sur actifs liées à leurs opérations d'investissement. Cela étant, ces moins-values ont été d'abord liées à une comptabilisation en *mark to market*, dont le niveau reflétait plus les conditions de marché que la valeur à terme des opérations ; ensuite à des pertes effectives enregistrées par ces actifs, mais sur des véhicules d'origine essentiellement américaine.

En France spécifiquement, une attention particulière a toujours été portée à la qualité de l'origination par les banques, tout spécifiquement en matière immobilière. Le régulateur français, bancaire ou consommériste, n'a jamais laissé se développer les dérives auxquelles s'est livrée la sphère anglo-saxonne.

Enfin, les banques françaises ont eu plus généralement recours à une autre technique que la titrisation pour refinancer leurs créances à l'habitat – le plus gros des encours sur les particuliers –, celle de l'émission d'obligations foncières (l'équivalent français des « *Pfandbriefe* » allemandes, des lettres de gage luxembourgeoises, des « *cedulas* » espagnoles ou, à titre générique, des « *covered bonds* » anglo-saxons).

Ceci a d'ailleurs une conséquence importante : les risques refinancés par les banques via des « *covered bonds* » demeurent portés par les banques. C'est l'une des grandes différences avec la titrisation. L'incitation pour les banques à veiller à la qualité de leur origination reste donc entière, s'il en est besoin. A rebours cependant, elles n'allègent par là ni leur bilan, ni leurs exigences en capital, tandis que les titres proposés aux investisseurs sous le format des « *covered bonds* » sont insuffisamment diversifiés.

V. – Quelle est l'analyse des pouvoirs publics et quelles voies de sortie de crise envisagent-ils ?

T.D. – La première réaction de la communauté internationale a été, passé le moment d'oppor-

bre, celui de la régulation. Il fallait plus de régulation pour empêcher la réapparition des dérives. Toutes les instances internationales concernées (G20, FSB, FMI, IOSCO, Comité de Bâle, etc.) ont donc émis recommandations et règles pour mieux encadrer les opérations.

Mais ces mêmes pouvoirs publics internationaux sont également conscients que la titrisation demeure nécessaire, qu'elle est devenue aujourd'hui un instrument essentiel du refinancement et de la liquidité des banques.

Dans un deuxième temps est donc apparue l'idée que la régulation était certes une excellente chose, mais qu'il fallait aussi veiller à ce que le marché redémarre. Cela d'autant plus que, tant que le marché reste éteint, ce sont les banques centrales, aux Etats-Unis, en Europe et ailleurs, qui se retrouvent à assurer l'écrasante majorité des besoins de liquidité du système.

Chacun a dès lors réagi selon sa conception propre, mais aussi selon l'état de son marché. Les Etats-Unis, les plus touchés, ont mis en place des mesures de réactivation dans le dur, avec un soutien public à l'achat d'actifs issus de titrisation. Ce sont les programmes TALF et PPIP. Le Royaume-Uni, pour d'autres raisons, a adopté un programme proche sur le segment des *residential mortgages*.

Les autres pays, et notamment la France, n'ont pas eu besoin de mettre en place de telles mesures. Progressivement s'est cependant fait jour l'idée qu'il fallait aider les banques à retrouver

des modes de financement normal de marché post-crise, les aider à se préparer à se passer des mécanismes de type SFEF et interventions monétaires massives de la BCE mis en place durant le plus fort de la crise.

Les pouvoirs publics français ont pris une première initiative d'envergure à l'été 2009, consistant à créer un nouveau compartiment légal de « *covered bonds* », celui des futures « obligations à l'habitat », qui permettront à la fois de soutenir l'offre de crédits à l'habitat et, pour les banques, de mobiliser plus largement leurs créances pour se refinancer. Il s'agit là d'un dispositif législatif qui devrait être examiné par le Parlement au début de l'année 2010.

Les pouvoirs publics sont allés plus loin en appelant de leurs vœux et en parrainant un travail de place sur la relance du marché européen de la titrisation. L'idée sous-jacente est qu'il faut faire la part entre les titrisations saines, profitables et nécessaires au bon fonctionnement de l'économie réelle, et les autres. Et que la notation AAA ne saurait être le seul critère.

V. – En quoi consiste plus précisément cette initiative et où en est-elle aujourd'hui ?

T.D. - Elle a beaucoup avancé. Elle est déjà en cours de discussion au sein des instances européennes qui traitent ce type de questions.

Sur le fond, il faut avoir à l'esprit qu'on trouve en Europe deux grands courants de pensée, assez classiques du reste, sur le sujet de la relance des titrisations :

- un courant anglo-saxon représenté en particulier par l'ESR (*European Securitisation Forum*), très proche de l'ASR (*American Securitization Forum* aux Etats-Unis). Pour les tenants de ce courant, la logique du marché doit s'appliquer à plein, au travers d'une transparence accrue. Il faut, et il suffit de, donner aux investisseurs l'information la plus complète possible, sous une forme la plus standardisée possible, pour lui permettre de faire lui-même le tri entre les bonnes et les mauvaises opérations.
- un courant plutôt caractéristique de l'Europe continentale, dont est porteur l'*European Financial Services Round Table* (EFR). L'EFR souhaite identifier et faire émerger un compartiment spécifique du marché des titrisations, le segment des PCS (*Prime*

Collateralised Securities), qui se distinguerait par sa qualité particulière. Les PCS répondraient à des critères de qualité minimale, correspondant aux meilleures pratiques de marché. Un système de labellisation viendrait signaler les PCS aux investisseurs.

Le travail réalisé en France – par un groupe rassemblant différents acteurs de la titrisation opérant à l'échelon européen, banques, compagnies d'assurance et gestionnaires d'actifs –, a patiemment construit une proposition qui fait la synthèse de ces deux courants. Cette synthèse repose sur une idée centrale qui est la liquidité. Le marché a besoin avant tout de liquidité. Et cette liquidité suppose elle-même transparence et qualité.

Le groupe a procédé à une revue d'un grand nombre de transactions sur toutes les classes d'actifs, du moins celles assises sur des actifs de l'économie réelle (crédits hypothécaires, prêts autos, prêts aux PME, etc), en excluant à ce stade les opérations synthétiques, les CDO et les retitrisations. A partir de là, a été défini un jeu de critères caractéristiques d'une « bonne » titrisation, qui ont été formulés, c'était l'objectif, sous une forme légère et surtout binaire : ça passe ou ça ne passe pas, et il est facile de vérifier l'atteinte des critères.

Quels sont ces critères ? Sans entrer dans le détail, il s'agit de qualifier par une batterie d'indicateurs tous les éléments constitutifs d'une titrisation : la qualité des actifs, celle de leur origination (canal et process), celle du *servicing* des créances, la simplicité du montage juridique (critères d'une cession parfaite des actifs, définition des événements de crédit) et de la structuration (critères d'un rehaussement de crédit, de la cascade de paiements, des seuils de déclenchement), la solidité des couvertures, des parties tierces ou encore des audits...

Cette approche a permis de mettre de la chair sur les concepts qui demeuraient encore théoriques de « PCS » et de « labellisation ». Elle constitue à ce jour en Europe la proposition de relance sans doute la plus aboutie et la plus opérationnelle. Elle se trouve aujourd'hui sur la table de l'ESF, de l'EFR, mais aussi de la Banque Centrale Européenne. Ces trois acteurs travaillent en effet ensemble pour définir conjointement une initiative globale. A noter que différents représentants des institutions qui ont travaillé à la proposition évoquée siègent eux-mêmes à l'ESF et à l'EFR, dont les membres émanent de la communauté financière.

La BCE occupe une place centrale dans ce dispositif. Elle a bien sûr un intérêt direct au redémarrage des marchés de la titrisation. Dans le cadre de la proposition évoquée, l'obtention d'une réelle liquidité suppose notamment que certains intervenants puissent animer le marché à l'achat et à la vente. Ces intervenants ont eux-mêmes besoin de pouvoir se retourner vers la banque centrale pour trouver de quoi refinancer les positions prises. Inversement, la banque centrale est intéressée à la qualité des papiers de titrisation qu'elle prend en garantie. Au total, il est à la fois logique pour elle et nécessaire pour les acteurs que la banque centrale accorde aux intervenants des conditions plus favorables sur ses prises en garantie lorsqu'ils travaillent des papiers comme les PCS, que sur des titrisations généralement quelconques.

Il reste encore beaucoup de chemin à parcourir. La BCE doit notamment se former sa propre opinion et le concept de label demeure quelque chose d'assez étranger à la culture anglo-saxonne. Difficile de dire par conséquent ce qu'il adviendra de la proposition.

En France, si tout se déroule comme prévu, un Haut Comité de Place (HCP), rassemblant autour du Ministre des Finances les différentes autorités de régulation françaises ainsi que les principaux acteurs de la sphère financière, devrait se tenir au début de l'année 2010, examiner la proposition, la valider et inviter l'ensemble des acteurs privés et publics à poursuivre leurs efforts pour promouvoir cette base de travail dans les instances avec lesquelles ils travaillent. ■

EPARGNE SALARIALE

spac
actuaire
membre du réseau international
buckconsultants

RETRAITE

SANTÉ

PREVOYANCE

IAS 19

CONSEIL

ASSOCIES
Claude NEGRIN
Brigitte ECARY
G. BERAUD-GRAVILLON
Gilles ECARY
Marc TOURTOULOU
Olivier SEGUIN

SPAC ACTUAIRE 76 rue de la Victoire 75009 PARIS
Tél. : 01 45 02 71 00 Fax : 01 45 02 71 09
Mail : contact@spac-actuaire.fr

4

L'avenir de la titrisation

Jean-François Boulier, Président du Directoire d'Aviva Investors France

La titrisation est utile au financement de l'économie et les investisseurs appellent de leurs vœux une reprise de ce marché. Après l'avoir soutenue au cœur de la crise financière, les autorités publiques doivent à présent en renforcer la surveillance. Du côté des acteurs privés, c'est une amélioration de l'expertise d'analyse des transactions qui aidera à éviter les errements passés.

L'un des plus vieux métiers du monde a bien failli mourir de sa propre réinvention. La renaissance de la banque commerciale a en effet été stimulée par la titrisation née et développée aux Etats-Unis dans les années 80 ; cette technique a connu une expansion considérable en trente ans tant en termes de nature d'actifs que de marché et de méthodes. Mais ce succès indéniable n'a pas empêché des excès nombreux et contribué à développer une crise financière sans précédent. Cette innovation américaine, fort bien décrite dans le livre au titre provocateur et prémonitoire « La Banque éclatée » paru en 1989 et préfacé par André Levy Lang, aurait pu faire imploser le système bancaire. Comment a-t-on pu en arriver là ? La titrisation est-elle utile ? Quels remèdes apporter au dispositif ? Le marché peut-il reprendre ? Voilà quelques-unes des questions auxquelles je voudrais tenter d'apporter des réponses, dans la perspective d'un investisseur de long terme attentif à la performance des actifs et conscient des risques inhérents à tout placement. Mais ne faut-il pas commencer par rappeler ce qu'est la titrisation ?

Comment la titrisation s'est-elle développée ?

Titrifier consiste à rendre échangeables, par exemple sur les marchés financiers, des actifs générant des revenus financiers. Le marché a pris son essor dans les années 1980 avec la titrisation de crédits hypothécaires américains. La diversité

des actifs, des structures et des cadres juridiques est considérable et ce foisonnement reste générateur de risques. Peuvent être titrisés toutes sortes de créances, crédit automobile, comme dans la récente émission du groupe Ford de crédit à la consommation, mais aussi toutes sortes d'autres actifs, comme des portefeuilles de films ou de musique. Les titres conçus peuvent être de simples enveloppes autour d'un ensemble de lignes d'actifs, qui redistribuent tous les flux d'intérêts et de principal à l'ensemble des investisseurs. Mais en général un cadre est conçu pour cantonner en maturités et en qualité de crédit au travers de paiements prioritaires à certaines tranches. De telles tranches font alors l'objet de notation à l'instar de notation d'obligations d'entreprises. Des structures plus complexes ont aussi été conçues comme les « Interest Only » et « Principal Only », tranches qui reçoivent (comme leur nom l'indique) les flux d'intérêt pour les premières et ceux de principal pour les secondes.

Parti de la titrisation des prêts immobiliers, les MBS (Mortgage Backed Securities) garantis par l'Etat Federal, le marché américain a connu une première grande crise suite à l'engouement d'investisseurs qui avaient été insuffisamment attentifs au caractère optionnel de ces titres, sujets aux remboursements anticipés des emprunteurs. Le marché a renoué avec la croissance dans les années 1990, avec plusieurs autres segments d'ABS (Asset Backed Securities) ou CMBS (Commercial MBS). Des crédits hypothécaires de qualité

moindre « subprime », ont aussi fait l'objet de titrisation au cours des dix dernières années et ont offert des rendements plus élevés en contrepartie d'un risque de défaut accru. A ces marchés classiques se sont ajoutés d'autres titres dénommés « crédits structurés » dont les Collateralized Debt Obligations (CDO). Tout un segment de ce marché s'est développé à partir des ABS, d'où leur nom de CDO d'ABS. Ces structures s'apparentent à la titrisation dans leur mécanisme mais sont davantage des produits dérivés, sous forme de tranche de portefeuille de titres déjà existants, en l'occurrence les ABS. En tout état de cause, les distinctions entre tous ces véhicules n'étaient véritablement comprises que par les émetteurs et quelques investisseurs spécialisés dans ces catégories de titres.

En Europe, la titrisation n'a vraiment connu son essor que pendant les dix dernières années. De nombreuses tentatives avaient essayé d'adapter le concept aux marchés locaux, comme lors de la création des Fonds Commun de Créances en France en début des années 1990. En 2002, le volume émis en Europe dépassait les 200 milliards d'Euros ; en 2008 il a atteint 800 milliards, mais la nature des titres a considérablement évolué. Avant le début de la crise, à l'été 2007, la moitié des titres correspondait à des prêts hypothécaires (en particulier, des titres anglais et espagnols alimentant le boom immobilier) et la titrisation était complètement achetée par les investisseurs en recherche de diversification des obligations émises par les entreprises. En 2002, les montants de ces dernières étaient équivalents à ceux des ABS mais baissèrent substantiellement dans les années suivantes avant de connaître une amélioration en 2009. En 2008, la quasi-totalité des titrisations ne furent plus placées sur les marchés mais tout simplement conservées au bilan des banques émettrices qui utilisèrent ces titres comme collatéral (gage) auprès de la BCE. Ainsi Rabobank, l'une des banques les plus solides (notée AAA) a émis 30 milliards d'ABS en 2008 pour son refinancement. La crise est passée par là. Entre ces deux dates, plusieurs excès ont fait basculer le marché. Les CDO d'ABS ont créé aux Etats-Unis un deuxième canal de distribution fondé sur la perception erronée de diversification. En outre plusieurs Special Investment Vehicles conçus par plusieurs banques d'investissement ont profité de rémunérations plus élevées des ABS à l'actif et ont financé ces achats à court terme par des créances courtes. Plusieurs fonds monétaires ont également investi en ABS en prenant un risque de liquidité sans toujours bien l'apprécier ni le limiter à un

niveau raisonnable. Les dégâts occasionnés par ces excès sont trop nombreux et publics pour être détaillés. Mais ils posent avec insistance la question de l'intérêt de la titrisation :

La titrisation est-elle utile ?

Oui la titrisation est utile. Mais ce n'est pas une raison suffisante pour ne pas la développer dans un cadre adapté. La crise vient de montrer aux partisans du « laisser-faire » que le développement harmonieux de cette technique passerait par un meilleur encadrement du marché et des pratiques.

La titrisation est fondamentalement utile, j'en suis convaincu. Elle est utile car elle élargit l'offre de financement pour les emprunteurs. Avec davantage d'investisseurs, banques commerciales pour le canal traditionnel et investisseurs pour le canal de la titrisation, l'économie bénéficie de sources de financement plus larges. Elle est utile pour les investisseurs car elle permet d'accéder à des véhicules de placements plus variés et diversifiants. La variété s'exprime par des natures de crédits plus focalisés en type (consommation, immobilier, etc...) et en origine (géographique, sociale, nature du gage) et les études montrent que ces caractéristiques déterminent une plus grande stabilité dans le temps de la qualité de crédit. La titrisation est utile également pour les intermédiaires bancaires et financiers. Pour les premiers, elle permet de garder le contact avec le client sans mécaniquement impliquer un risque excessif au bilan et donc diminue le besoin de fonds propres ; pour les seconds, elle offre un marché supplémentaire et une source d'activité récurrente.

Comment tous ces avantages ont-ils pu engendrer le désastre de la plus grande crise depuis la seconde guerre mondiale ? A bien des égards, la titrisation se présente comme une banque parallèle – une banque alternative – comme je l'avais dénommée dans une chronique du printemps 2007 (Agefi Hebdo). La « banque » et sa « régulation » ont plusieurs siècles d'expériences, d'essais et d'erreurs. Comment croire que la titrisation puisse s'en dispenser ? L'école libérale aura donné un temps l'illusion que le marché avait toujours raison. La crise renvoie libéraux et gouvernements dans leurs buts. Tous sont maintenant convaincus que la titrisation a besoin d'un cadre adapté aux enjeux et accepté par différentes parties prenantes. L'économie de fonds propres bancaires ne peut être réalisée sans quelques conditions.

Quels remèdes apporter aux difficultés mises en lumière par la crise ?

Soulignons d'abord l'action des banques centrales, de la BCE en particulier pour soutenir le marché. Les programmes de soutien aux USA et le rôle de collatéral joué, dans le cadre européen, par la titrisation, a sans doute été une réponse efficace à court terme. A long terme, ceci a montré symboliquement que le concept de titrisation n'est pas déficient et qu'il a le support des autorités, au moins dans une certaine mesure. Pourtant, il serait vain de penser que le marché repartira de lui-même sans des ajustements. Deux registres doivent être à mon sens considérés : le premier est d'ordre microéconomique à l'échelle des acteurs et des transactions, et le second d'ordre macroéconomique car c'est à ce niveau que la crise s'est manifestée.

Au niveau le plus élémentaire, un besoin clair de simplification des structures et la séparation entre titrisation et structuration font l'objet d'un large consensus. Mais le besoin de différenciation par maturité – titres courts adossés aux premiers flux des portefeuilles par exemple – a besoin d'être mieux pris en compte par les banques d'investissement. Au-delà des standardisations en matière de maturités et crédits, il restera des titres résiduels dont les porteurs ne pourraient qu'être des salles de marché et quelques hedge funds spécialisés. Le marché secondaire doit aussi être mieux structuré avec les engagements de liquidité que dénie malheureusement encore beaucoup d'intermédiaires financiers. Il faut pourtant choisir : soit les titres bénéficient d'une liquidité comparable aux obligations, soit ils sont un placement privé sans grande liquidité pour des fonds de long terme (en pratique détenus jusqu'à maturité). Comment les prix pourraient-ils ne pas refléter ces différences de liquidité ? Le besoin de références, indices et de contrats futurs sur la partie liquide et standardisée est également essentiel pour évaluer les titres, notamment en situation de panne de marché comme nous l'avons connue pendant deux ans. Enfin les investisseurs doivent faire l'effort d'équipement en analyse et en évaluation, leur permettant de faire leur sélection sans suivre trop aveuglément les agences de notation. Les véhicules, fonds ou portefeuilles, investissant dans ces titres à la liquidité plus fragile doivent en outre gérer le risque apparent de liquidité, qui s'est avéré être le grand absent des « radars » d'avant la crise, sans doute par excès de liquidité précisément.

A ces considérations micro-économiques, la crise a montré qu'il fallait ajouter plusieurs éléments de politique macro-économique. Le premier par ordre chronologique dans la crise est la surveillance de l'ensemble des véhicules de titrisations, directs mais aussi indirects (SIF et CDO). Les volumes de 1500 milliards de dollars et 500 milliards d'euros ont frappé les esprits en août 2007, n'auraient-ils pas pu être mesurés et encadrés plus tôt ? La même remarque s'applique aux dérivés de crédit, CDO entre autres. Le deuxième angle est la source même des crédits : qui les distribue et comment en contrôler la quantité ? Au fond, peut-on laisser la quantité totale de crédit dans l'économie sans surveillance, voire sans une forme d'encadrement, ce d'autant plus qu'une partie reçoit des aides publiques. En revanche, l'information disponible sur les actifs sous-jacents me paraît souvent en quantité et qualité suffisante pour qui se donne les moyens de les analyser. L'encadrement des informations diffusées par les agences de notation, pour utile qu'il soit, ne suffira pas. Le marché a besoin de l'expertise des investisseurs pour que l'équilibre puisse s'établir.

La titrisation va-t-elle repartir ?

L'économie de fonds propre apportée par la titrisation peut s'évaluer à plusieurs dizaines de points de base de rendement en fonction des actifs, des maturités et de la qualité des structures. Emetteurs, structureurs et investisseurs ont tous intérêt à faire renaître un marché dont les excès ne peuvent pas être auto-contrôlés, contrairement à ce que certains ont pu laisser croire. L'histoire montre que trop de crédit mal dirigé et mal contrôlé aboutit toujours à des dommages dans l'économie réelle. Pour que la croissance économique soit durable, comment ne pas veiller au dosage du crédit ? La banque parallèle ne saurait donc être une banque « sauvage ». Pour que la titrisation reprenne, ce que les professionnels appellent de leurs vœux, simplicité, transparence et encadrement sont clé. Chaque acteur devra y contribuer par des investissements substantiels, notamment en expertises et peut-être en infrastructure de marché. Il y a sans doute en ce qui concerne le marché hypothécaire une opportunité pour l'Europe qui n'a pas encore d'agence spécialisée comme Fannie Mae et Freddy Mac aux Etats-Unis. Sans initiatives privées et publiques, la grande idée de la titrisation ne renaîtra pas à l'issue d'une crise où elle aura joué un rôle de premier plan, même si « subprime » est un terme bien compliqué pour qualifier une grande, mais somme toute banale crise immobilière. ■



NOUS AVONS BESOIN DE VOUS !

*Envoyez vos dons
Devenez Consultant Statistique Bénévole
Au service de la sphère solidaire*

Fondée en 2004 par d'anciens élèves de l'ENSAE, l'association **ENSAE Solidaire** a pour but de **mettre les compétences acquises à l'école au service de projets solidaires** portés par des élèves ou anciens élèves de l'ENSAE, dans des domaines touchant à l'éducation, la santé, la précarité, la microfinance et l'économie du développement.

ENSAE Solidaire promeut des **manifestations de mécénat** comme le Challenge ENSAE Sol'foot au bénéfice de Mécénat Chirurgie Cardiaque, ou le Téléthon. L'association soutient également les actions d'autres institutions solidaires, en aidant des élèves à s'impliquer bénévolement dans leurs actions (stages financés par ENSAE Solidaire au sein d'associations partenaires), et en apportant **expertise et financement** à des projets portés par d'anciens élèves (comme Courants de Femmes ou Pour un cyclone de solidarité). ENSAE Solidaire apporte aussi son soutien aux anciens élèves volontaires pour mettre leurs compétences au service d'associations en tant que **consultants statistiques bénévoles** (par exemple récemment création d'outils de suivi statistique des publics accueillis par Emmaüs, ou analyse de données biostatistiques pour Partage Tanzania). ENSAE Solidaire participe enfin à la **diffusion** et à la **sensibilisation** sur des thèmes touchant à l'actualité de la solidarité et du développement, notamment dans le domaine de la microfinance.

Vous voulez soutenir notre action ou y prendre part...

- Vous voulez **soutenir financièrement notre action en faisant un don*** à ENSAE Solidaire ?
- Vous souhaitez vous investir en **devenant consultant statistique bénévole**, ou en participant à l'une de nos actions ?
- Vous cherchez à développer un **partenariat** entre ENSAE Solidaire et une association dans laquelle vous vous impliquez par ailleurs ?
- Vous êtes porteurs d'un **projet**, que vous souhaiteriez développer au sein d'ENSAE Solidaire ?

RENDEZ-VOUS sur www.ensae.org / rubrique Média
CONTACTEZ-NOUS à solidaire@ensae.org

* déductible d'impôt

En 2010,
AXA recrute partout
dans le monde.



PUBLI CORP. - crédit photo : Getty Images

Jeunes diplômés

Découvrez la diversité de nos opportunités dans des domaines comme l'actuariat, les statistiques, la finance, l'audit...

Rejoignez un groupe leader, qui par son énergie d'innover a su gagner la confiance de 80 millions de clients et de 210 000 collaborateurs et distributeurs à travers le monde.

Commerce international, compétitivité et croissance

Sommaire

1

Commerce international et développement

Jean-Louis Martin (1980)
p.56

2

Compétitivité des pays de la zone euro, le coût des politiques non coopératives

Christophe Blot & Marion Cochard (2005)
p.58

3

Interview de Jean-Luc Gréau

p.64

4

La compétitivité d'un territoire, quelle politique locale ?

Christian Sautter (1965)
p.68

La crise économique et financière pousse à revisiter les préceptes qui guident la politique économique, à l'heure où le décideur se demande comment favoriser le retour de la croissance. La remise en cause du lien positif entre commerce international et croissance résonne avec acuité lorsque les plans de relance impliquent un arbitrage entre compétitivité à l'export et demande intérieure et que la mondialisation financière qui a accompagné la croissance des échanges est identifiée comme étant à l'origine de la crise. Il s'agit d'un vaste débat que ce « focus » n'a bien évidemment pas l'ambition de clore. Les articles rassemblés permettent en revanche de le revisiter à la lumière de données et de réflexions actuelles. Le débat est lancé...

En ouverture du « Focus », l'article de JL Martin (1980) rappelle l'effet positif du développement du libre échange sur les économies asiatiques. Il donne aussi des contre-exemples de modèles de développement plus autarciques et rappelle la critique altermondialiste de la libéralisation des échanges.

L'article de M Cochard (2005) et C Blot de l'OFCE approfondit la réflexion sur la zone EURO. Il montre, dans ce cas précis, le rendement limité de politiques axées sur la compétitivité à l'export du fait de leur caractère contraignant sur la demande intérieure.

JL Gréau propose la mise en place d'un protectionnisme européen. Son argumentation s'appuie sur l'échec constaté des politiques économiques qui ont abouti à la crise actuelle. Elle comprend, par ailleurs, l'identification de divergences entre les hypothèses des théories libre-échangistes et les conditions actuelles d'exercice de l'activité économique.

Pour terminer ce « focus », le dernier article revient au niveau local. C Sautter (1965) explique comment Paris se projette dans le monde de demain face aux autres grands centres d'affaires internationaux.

Pierre-Marie Debreuille (1999)

Erratum

Dans Variances 36, l'entretien avec Yves Choueifaty paru sous le titre « quel avenir pour la gestion active ? », présentait plusieurs inexactitudes imputables à la rédaction du magazine. Nous présentons nos excuses à Yves Choueifaty et à nos lecteurs et nous engageons à lui ouvrir de nouveau nos colonnes dans un prochain numéro.

Pour plus d'infos, rendez-vous sur :

www.carrieres.axa.fr

réinventons / notre métier



1

Commerce international et développement

Un lien essentiel et contesté

Jean-Louis Martin (1980),
Responsable Pays Emergents, Direction des Etudes Economiques, Crédit Agricole SA

En 1701, dans ses « Considérations sur le commerce avec les Indes orientales », Henry Martyn¹ conteste les monopoles des « Compagnies » et défend la liberté de commerce, expliquant qu'elle accroîtrait le volume des échanges, au bénéfice de la nation. Adam Smith développe l'idée dans « La Richesse des Nations » (1776). Mais c'est bien sûr David Ricardo qui, dans ses « Principes de l'économie politique » (1817), « démontre », contre la pensée dominante de l'époque, les bienfaits du commerce international avec sa théorie des « avantages comparatifs »². La théorie sera ensuite élargie par John Stuart Mill, Heckscher et Ohlin, Samuelson³...

Pourtant, en dépit des efforts britanniques pour l'imposer⁴, le libre-échange est resté une théorie pendant la plus grande partie du XIX^{ème} siècle, la pratique ayant plutôt été le protectionnisme. Il réapparaît après la seconde guerre mondiale, avec la création du GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) en 1947, qui posait des règles au protectionnisme ambiant avec l'objectif avoué de le réduire, et surtout la création de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC, en anglais WTO) en 1995. L'OMC a un rôle double. D'une part, c'est un cadre de négociations pour une plus grande libéralisation du commerce international (dans un sens large, incluant les services, mais aussi la protection des investissements et l'accès aux marchés publics). Plusieurs cycles de telles négociations ont eu lieu à Singapour (1996), Genève (1998), Seattle (1999), Doha (2001), Cancún (2003), Hong-Kong (2005), et Genève (2009). L'OMC est aussi une instance d'arbitrage, qui tranche les différends commerciaux entre États membres⁵.

La croissance du commerce international ne fait pas question. Entre 1960 et 2008, sa valeur a été multipliée par 117, dépassant 16000 milliards d'USD l'an passé, avec un rythme annuel moyen

de croissance de 10,4 % (avec une nette accélération depuis 2003). Sa structure a aussi évolué. La part des pays pétroliers a fortement baissé entre 1980 (20,8 % du total) et 1998 (5,0 %), avant de remonter avec la hausse générale des matières premières (12,5 % en 2008). Mais l'évolution la plus spectaculaire est celle de la part de l'Asie, d'abord avec l'émergence des « quatre dragons » (Corée, Taïwan, Hongkong et Singapour), puis plus encore de la Chine. Les exportations chinoises étaient de 600 millions d'USD en 1960; elles ont atteint 1430 milliards en 2008, multipliées par 2400. La « part de marché » de la Chine est ainsi passée de 0,5 % à 10,6 %. En fait, ces exportations ont véritablement décollé à partir de 1990.

Les expériences des « dragons », de la Chine, et aujourd'hui du Vietnam ou de l'Inde tendraient à confirmer empiriquement l'intuition de Ricardo. Il est clair que la montée des exportations de ces pays, permise par une exploitation de leur avantage comparatif le plus immédiat, l'abondance d'une main d'œuvre peu coûteuse, a fortement contribué à leur décollage économique. L'apport du commerce international dépasse cependant l'« effet volume » de conquête des marchés par un avantage sur les coûts. Trois points méritent d'être soulignés. En Asie, la croissance des échanges extérieurs a été, en introduisant une nouvelle compétition avec des acteurs étrangers, un facteur décisif dans la « modernisation » des économies, impulsant un énorme effort d'investissement mais aussi l'introduction de nouvelles pratiques de gestion des entreprises. Elle a, deuxièmement, poussé à une intégration régionale (cf. la montée du commerce intra-branche) qui a certainement contribué à un apaisement des tensions dans la région (notamment entre Taïwan et la Chine continentale). Troisièmement, les structures sociales ont été bouleversées partout, mais surtout en Chine : émergence d'une classe moyenne ouverte au mon-



de extérieur (en termes de modes de consommation, mais aussi de modes de vie), migrations massives des campagnes vers les villes exportatrices, et rôle capital dans l'effondrement *de facto* du modèle social communiste chinois (mais avec un impact encore très modeste sur le modèle politique).

Le lien entre commerce international et développement est parfois plus ténu. Ainsi, le Brésil est une économie peu ouverte (ratio exportations de biens et services / PIB = 13,4 %), dont les exportations sont soit des matières premières (minières et agricoles) brutes ou transformées, soit des produits industriels à fort contenu technologique (avions, chimie, automobile...), mais rarement des produits à contenu élevé en main d'œuvre. L'impact des échanges extérieurs sur le développement (pourtant réel depuis une quinzaine d'années) n'est donc que sectoriel (mines et agriculture), et la balance des paiements reste une contrainte, desserrée ces dernières années par la hausse des prix des matières premières.

Par ailleurs, la « globalisation » reste très contestée. L'OMC en particulier est une des principales cibles des « alter-mondialistes ». On peut en fait distinguer deux types de critiques au fonctionnement du commerce international. D'une part, celles de beaucoup de pays en développement⁶, qui accusent souvent le système actuel de n'être libre-échangiste que quand cela convient aux pays développés : sont ainsi pointées les barrières érigées par les États-Unis et l'Union Européenne aux importations de certains produits agricoles,

l'insistance mise au contraire sur l'ouverture des secteurs des services (alors que les entreprises des pays émergents seraient des proies faciles pour les géants bancaires ou des assurances des pays développés), et la pression à l'ouverture aux mouvements de capitaux alors que de multiples obstacles freinent ou interdisent les mouvements humains. Les critiques alter-mondialistes sont beaucoup plus radicales. Ils rejoignent les gouvernements des pays en développement sur le « déséquilibre » des accords commerciaux, mais ils accusent aussi la montée du commerce international d'être responsable d'une part significative du chômage dans les pays développés car elle encourage le transfert d'emplois⁷ vers des pays émergents où la plupart des droits sociaux ne sont pas respectés ; de ne favoriser dans ces pays que les plus riches et en particulier d'avoir eu un impact très négatif sur l'agriculture et les paysans et, plus récemment, d'avoir un impact négatif sur l'environnement en augmentant considérablement les volumes transportés sur longue distance⁸.

La crise économique va se traduire en 2009 par une contraction sensible du commerce international en valeur. C'est déjà arrivé dans le passé : en 1982-1983, 1993, et 2001. Mais chaque fois, le rebond a été rapide. Les échanges repartiront aussi en 2010, même si le besoin d'ajustement dans les pays développés (fiscal partout, et aussi des ménages dans quelques pays, et notamment aux États-Unis) se traduira sans doute par une progression plus modérée au cours des deux ou trois prochaines années. ■

6 - On simplifie ici beaucoup : leur position est loin d'être homogène.

7 - Surtout non qualifiés, mais le phénomène touche de plus en plus les emplois qualifiés.

8 - L'argument vaut sans doute pour les « cerises chiliennes par avion » au mois de janvier, mais oublie le fait que la plus grande partie du commerce international se fait par bateau, moyen de transport relativement peu polluant.

1 - Sans lien de parenté connu avec un économiste contemporain.

2 - En l'illustrant avec l'exemple du drap anglais et du vin portugais.

3 - Les trois derniers montrent ainsi que le commerce international devrait faire converger les niveaux de rémunération d'un même facteur de production à travers le monde.

4 - Le Royaume-Uni n'a en fait réussi à l'imposer qu'à sa colonie indienne, par la force et à un coût très élevé pour l'Inde, et très temporairement à quelques pays européens (par exemple à la France entre 1860 et 1870).

5 - Deux exemples : le conflit sur la banane entre l'Union Européenne et certains producteurs latino-américains, tranché par l'OMC en faveur de ces derniers, et le conflit sur les foreign sales corporations américaines, dans lequel l'Union Européenne a fait condamner les États-Unis.

2

Compétitivité des pays de la zone euro

Le coût des politiques non coopératives

Christophe Blot & Marion Cochard (2005), économistes à l'OFCE

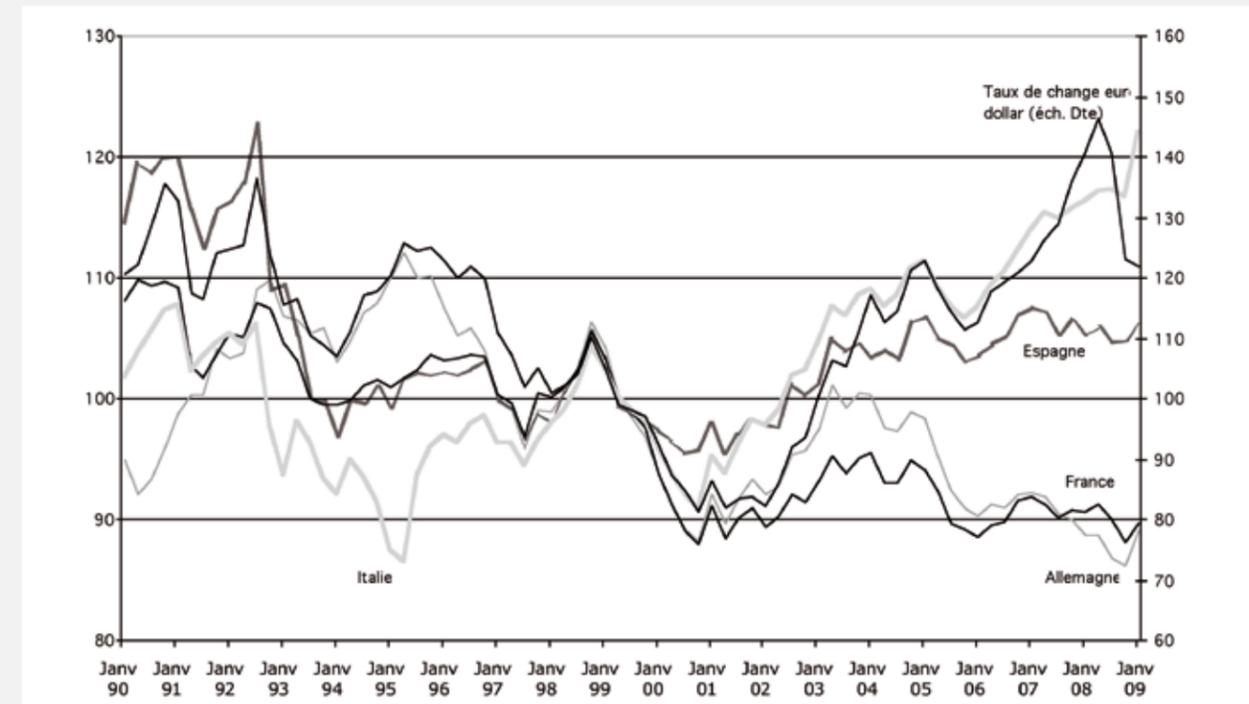
En 1999, 11 pays décidaient de partager la même monnaie et de confier leur politique monétaire à une banque centrale indépendante dont l'objectif principal est de garantir la stabilité des prix au sein de la zone euro. De la Grèce jusqu'à l'adhésion récente de la Slovaquie, 5 pays ont depuis rejoint l'Union, concédant à leur tour une partie de leur souveraineté. Parmi les gains attendus de l'union monétaire, la suppression des monnaies nationales est supposée réduire les coûts de transaction (coûts de couverture et de conversion) des opérations transfrontalières ; l'adoption d'une monnaie commune accroîtrait la transparence et donc la concurrence, ce qui favoriserait la convergence des prix entre les Etats membres et améliorerait l'efficacité productive au sein de l'espace économique. En contrepartie, les Etats se privent de l'arme du taux de change comme instrument de politique économique et renoncent donc aux dévaluations compétitives. Ces stratégies permettraient effectivement à un pays de modifier ou d'influencer son taux de change afin de gagner en compétitivité et espérer ainsi accroître ses parts de marché, notamment au détriment de ses plus proches partenaires commerciaux. L'unification monétaire devait normalement mettre un terme à ces stratégies non coopératives en marquant l'engagement des Etats membres à renforcer la coordination de leurs politiques économiques. Pour autant, si les variations de taux de change nominal ont bel et bien disparu au sein de l'Union, les taux de change réels¹ fluctuent toujours, non seulement au gré des variations de l'euro vis-à-vis des monnaies des pays non membres de l'Union, mais également du fait des écarts de prix relatifs entre pays membres de la zone euro. Dix ans après le début de l'Union, un premier bilan peut être dressé sur l'évolution de la compétitivité ainsi que sur les performances des pays de la zone

euro en matière de commerce extérieur et de croissance. S'il apparaît que l'adoption de l'euro a bien permis de réduire la volatilité des taux de change réels, les indicateurs de compétitivité des Etats membres n'ont pour autant pas suivi les mêmes trajectoires. Reflétant des stratégies de croissance divergentes, la situation en termes de parts de marché à l'exportation montre qu'une redistribution des cartes s'est opérée à l'intérieur de la zone euro.

I. Compétitivité

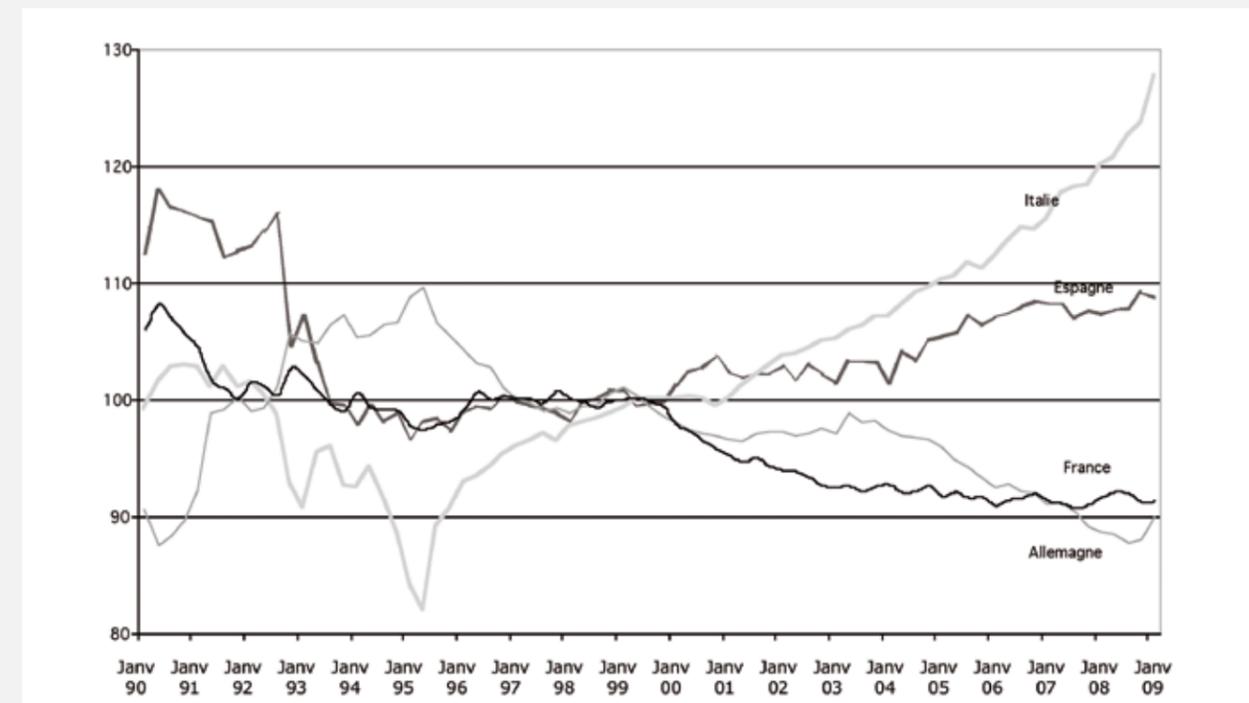
La création de la monnaie unique a réduit les disparités de compétitivité au sein de la zone aux divergences des dynamiques de prix propres à chaque pays. De 1999 à 2003, cela s'est traduit par des évolutions de compétitivité-prix² des différents pays de la zone relativement similaires, guidées par l'évolution de l'euro (graphique 1). De la création de l'euro à fin 2000, l'ensemble des pays de la zone ont ainsi gagné en compétitivité grâce à une dépréciation de leur monnaie de 20 %. A partir de 2001, le rebond de la monnaie unique a pesé à nouveau sur les prix à l'export des partenaires européens et conduit à une dégradation globale de la compétitivité de la zone jusqu'en 2003. Au cours de ces 4 années, pourtant, certains pays de la zone ont déjà su mieux tirer leur épingle du jeu. C'est en particulier le cas de la France, qui a su tirer parti de la dépréciation de la monnaie unique, puis amortir son rebond. Loin des idées généralement véhiculées sur cette période de mise en place des 35 heures, l'évolution de la compétitivité a été bien plus favorable en France que chez la plupart de ses voisins européens, grâce à une modération salariale et d'importants gains de productivité. A l'inverse, la dérive des coûts salariaux italiens couplée à l'atonie de la productivité s'est traduite

Graphique 1: Compétitivité-prix des principaux pays de la zone euro - 1999 = 100



Source : FMI, données nationales, calculs OFCE.

Graphique 2 : Compétitivité-prix par rapport aux partenaires de la zone euro - 2003 = 100



Source : FMI, données nationales, calculs OFCE.

1 - Le taux de change réel est défini comme un taux de change effectif nominal ajusté des écarts de prix ou de coût relatifs. Il permet donc de rendre compte de l'évolution de la compétitivité-prix ou la compétitivité-coût d'un pays.

2 - On calcule la compétitivité-prix d'un pays comme son prix à l'exportation, relatif au prix à l'exportation de ses concurrents.

par le début du décrochage de la compétitivité italienne, qui n'a cessé de se dégrader depuis la création de la monnaie unique.

C'est à partir de 2003 que les évolutions de compétitivité deviennent extrêmement disparates au sein de la zone euro. Le décrochage italien connaît une accélération, tandis que les autres pays de la zone tentent de contenir la forte appréciation de l'euro. Par la maîtrise de ses coûts salariaux, une productivité toujours dynamique, et d'importants efforts de marge de la part des entreprises exportatrices, la France parvient ainsi à amortir largement les fluctuations de la monnaie unique : de 2003 à 2008, la compétitivité-prix française ne se dégrade que de 4,6 %, tandis que l'euro enregistre une hausse de 30 % par rapport au dollar. Mais surtout, c'est la réorientation radicale de la stratégie de croissance allemande qui met fin à cette homogénéisation relative des compétitivités européennes dès le début des années 2000. Pour restaurer une compétitivité érodée après la réunification, l'Allemagne a réactivé le cercle vicieux de la désinflation compétitive au sein de la zone euro. Privée de l'instrument du taux de change, l'Allemagne s'est résolument

distinguée de ses partenaires européens en choisissant d'adosser sa croissance à son commerce extérieur via une stratégie de maîtrise des coûts lui permettant de résister à l'appréciation de l'euro. Cette stratégie s'amorce dès 1999, avec des exonérations d'impôts qui favorisent le développement d'emplois précaires et à temps partiel. Cette politique de baisse des coûts salariaux s'accélère ensuite en 2002, par le moyen d'accords de branche dans un premier temps, puis par l'ensemble de mesures contenues dans les réformes Hartz sur le marché du travail en 2003. Cette stratégie s'est poursuivie, en 2007, par une hausse de la TVA de 3 points, partiellement compensée par des baisses de cotisations sociales. Cette politique s'est traduite par une chute de 10% des coûts salariaux unitaires entre 2002 et 2008, tandis qu'ils se stabilisaient en France. Cette stratégie allemande a essentiellement pesé sur les principaux concurrents de l'Allemagne, à savoir ses partenaires de la zone euro, dont les spécialisations sectorielles et géographiques sont très proches de la spécialisation allemande. Le graphique 2 montre l'évolution des compétitivités intra-zone euro, et illustre bien la perte de compétitivité intra-zone qu'ont accusée tous les

pays de la zone euro suite à cette divergence allemande. Dans un contexte de forte appréciation de l'euro, l'Allemagne est ainsi le seul pays de la zone à être parvenu à améliorer sa compétitivité, au prix d'une compression sans précédent des salaires. Dans le même temps, tous les pays de la zone ont vu leur compétitivité se dégrader : modérément pour la France qui a amorti une grande partie de l'évolution du change, beaucoup plus dramatiquement pour l'Italie.

II. Commerce et parts de marché à l'exportation : redistribution des cartes

Si l'évolution des mesures de compétitivité-prix est très insuffisante pour rendre compte de l'évolution des soldes commerciaux et des parts de marché de nombreux pays de la zone euro³, elle apporte néanmoins un éclairage important. Les divergences observées en matière de compétitivité se sont donc en partie répercutées sur les performances des pays de la zone euro en matière de commerce extérieur.

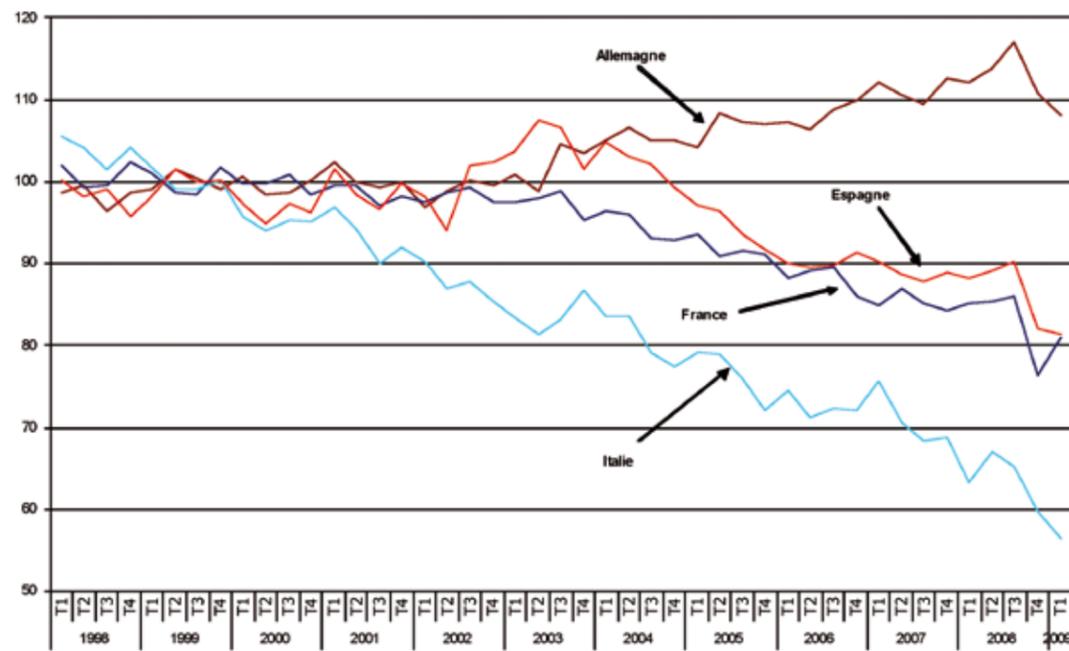
A cet égard, l'évolution des soldes commerciaux est un premier révélateur de ces écarts de performance. La position allemande s'est renforcée puisque l'excédent commercial est passé de 3,2 % du PIB en 1999 à 8,1 % en 2007. Avec la crise financière et la chute du commerce international, les soldes commerciaux se sont fortement ajustés. Il est cependant prématuré de tirer des conclusions à partir des évolutions constatées en fin d'année 2008 et début 2009. Malgré une spécialisation géographique et sectorielle assez proche, la situation française s'est, dans le même temps, renversée, passant d'un excédent commercial de 1,0 % du PIB en 1999 à un déficit de 2,1 % en 2007. Les trajectoires suivies par l'Italie et l'Espagne ont été plutôt en ligne avec celle de la France, témoignant à nouveau d'une exception allemande plus que française. Si la hausse quasi-continue du prix du pétrole explique en partie la dégradation des soldes commerciaux, elle ne peut de toute évidence pas rendre compte de l'exception allemande et de la divergence observée entre des pays dont la dépendance énergétique est assez proche. D'autant que dans le cas de la France, une part importante du déficit commercial s'explique par une dégradation du solde des opérations réalisées avec les autres membres de la zone euro. En 2008, le déficit vis-à-vis des pays de l'UEM s'élevait à 37 milliards pour un déficit total de 54 milliards alors qu'en 1999, les exportations de biens vers la zone euro dépassaient les importations de 5,3 milliards.

L'évolution des parts de marché⁴ des pays de la zone euro reflète également cette situation et l'importance de la dynamique intra-zone. Au lancement de la monnaie unique, les écarts de performance ont été assez faibles. Certes, l'Allemagne a semblé mieux tirer profit de la faiblesse de l'euro et de l'amélioration de sa compétitivité mais, dans l'ensemble, les pays de la zone euro ont amélioré ou stabilisé leur part de marché entre 1999 et 2001. Les divergences sont cependant apparues dès que la monnaie unique est entrée dans une phase d'appréciation. La stratégie allemande basée sur l'amélioration de sa compétitivité-coût lui a permis de maintenir globalement sa position alors que l'Italie, la France et dans une moindre mesure l'Espagne ont perdu des parts de marché. Mais, surtout, alors que l'absence de fluctuations de taux de change entre pays membres aurait dû amortir les effets de l'appréciation de l'euro et entraîner une stabilisation des positions à l'intérieur de la zone euro, l'évolution des parts de marché intra zone⁵ euro montre qu'il en a été tout autrement (graphique 3). L'Allemagne a ainsi gagné près de 15 points de parts de marché à l'intérieur de la zone euro entre 2001 et 2008 alors que les exportations françaises, italiennes et espagnoles progressaient nettement moins rapidement que la demande émanant des autres pays de la zone euro. L'appréciation de l'euro est certes pénalisante à l'intérieur de la zone euro puisqu'elle détourne une partie de la demande des pays membres en faveur des pays non membres. Mais cet argument est sans doute insuffisant pour expliquer une telle redistribution des cartes entre les membres de la zone euro. De toute évidence, la compression des coûts salariaux observée en Allemagne a simultanément déprimé la demande allemande - réduisant les débouchés pour les partenaires de la zone euro - en même temps qu'elle mettait les entreprises allemandes en position de force sur les marchés de la zone euro. Ainsi, alors que l'adoption d'une monnaie commune devait favoriser la coopération entre Etats membres, la stratégie allemande, basée sur la compression des coûts salariaux, s'apparente à une politique de désinflation compétitive⁶ qui a certes permis à l'Allemagne de mieux résister à l'appréciation de l'euro, mais qui a également pesé sur les performances à l'exportation des partenaires commerciaux de l'Allemagne.

III. Commerce extérieur et croissance : le coût de la compétitivité à tout prix

Souvent parée de toutes les vertus et considérée comme un modèle de compétitivité, la stratégie

Graphique 3 : Parts de marché intra zone euro - 1999 = 100



Source : FMI, données nationales, calculs OFCE.

3 - Une analyse plus détaillée des déterminants des exportations et des difficultés à rendre compte de l'évolution des parts de marché après 2000 est proposée par Blot & Cocharé (2008) : « L'énigme des exportations revisitée », publiée dans la Revue de l'OFCE n°106.

4 - Les parts de marché illustrent la performance à l'exportation d'un pays face à la demande qui lui est adressée. Cette demande est déterminée à partir de la structure du commerce du pays considéré et en fonction de la part de ses exportations dans les importations de l'ensemble des autres pays.

5 - Ces parts de marché sont calculées à partir des exportations vers la zone euro et de la demande adressée émanant de la zone euro.

6 - Cette idée était déjà défendue en 2006 par Creel & Le Cacheux dans « La nouvelle désinflation compétitive européenne » paru en 2006 dans la Revue de l'OFCE n°98, p. 9-36.

Tableau : Croissance et contributions à la croissance

		Allemagne	France	Italie	Espagne ^(a)
1992-1998	Croissance	1.5	1.6	1.3	3.6
	Contribution DI	1.6	1.1	0.7	3.9
	Contribution externe	0.0	0.4	0.5	-0.3
1999-2007	Croissance	1.6	2.2	1.5	3.7
	Contribution DI	0.9	2.6	1.6	4.8
	Contribution externe	0.9	-0.4	-0.2	-1.2
2008-2009*	Croissance	-2.0	-0.9	-2.9	-1.4
	Contribution DI	0.0	0.1	-2.1	-3.5
	Contribution externe	-2.1	-0.3	-0.6	2.7

Source : Données nationales, Eurostat.
 (a) : Données disponibles uniquement à partir de 1996.
 * : Prévisions OFCE, octobre 2009.

allemande n'est cependant pas exempte de risques. Premièrement, comme nous l'avons souligné plus haut, cette stratégie s'apparente à une désinflation compétitive et donc à un jeu à somme nulle puisque les parts de marché gagnées par l'Allemagne l'ont essentiellement été au détriment de ses partenaires de la zone euro. On peut néanmoins considérer que cette politique menée depuis 1999 a simplement permis à l'Allemagne de regagner les parts de marché perdues lors de la phase de désinflation compétitive européenne au début des années 1990. Il reste que l'absence de coordination ne peut en aucun cas être un moteur de la construction européenne. En outre, on ne peut exclure le risque d'une surenchère où chaque pays souhaiterait successivement regagner les parts de marché perdues précédemment en s'engageant à son tour dans la course à la compétitivité. Cette stratégie serait évidemment globalement dommageable à l'ensemble de la zone.

Surtout, l'intérêt d'une telle option est loin d'être avéré lorsque l'on compare les résultats en termes

de croissance des 4 grands pays de la zone. L'Allemagne a certes gagné en compétitivité et en parts de marché mais, comparativement à la France et à l'Espagne, sa croissance a été décevante (tableau). Alors que sur la période précédant l'UEM, la France et l'Allemagne affichaient des performances comparables, depuis 1999 et avant la crise financière de 2008, la croissance française était en moyenne de 2,2 % contre 1,6 % en Allemagne. Le basculement allemand vers le commerce extérieur est net puisque d'une période à l'autre, la contribution du commerce extérieur est passée de 0 à 0,9 point pour un taux de croissance comparable. En Italie, la croissance est restée très décevante depuis 1992 alors que l'Espagne profitait au contraire d'un boom lié en partie au marché immobilier et qui s'est donc interrompu brutalement en 2008 avec la crise financière mondiale.

La crise a également révélé la fragilité du modèle de croissance allemand, pénalisé par sa forte dépendance au commerce extérieur : les exportations dépassaient 50 % du PIB en 2008. Dans ces conditions, l'effondrement du commerce in-

ternational observé dans le sillage de la récession mondiale exposait l'Allemagne à un risque de chute d'activité. En glissement annuel, les exportations se sont effondrées de plus de 18 % à la fin du deuxième trimestre 2009. La contribution du commerce extérieur à la croissance expliquait les trois quarts de la chute d'activité et, de fait, l'Allemagne, avec le Japon, fut le pays industrialisé le plus touché par la crise. Néanmoins, on peut imaginer que la position allemande lui permettra également de bénéficier plus rapidement du rebond du commerce international, ce qui pourrait accélérer la reprise outre-Rhin comparativement aux autres pays de la zone euro. Quant à la France, dont le défaut de compétitivité avait jusqu'à la crise souvent été critiqué, sa résistance apparaît aujourd'hui comme une réussite. La demande intérieure reste le moteur de la croissance et, en période de crise, le système social - malgré les réformes qui l'ont amendé - conserve un caractère redistributif permettant la stabilisation des chocs.

En dix années d'union monétaire, il apparaît donc que les situations relatives en matière de compétitivité n'ont pas été figées par l'adoption d'une monnaie et d'une politique monétaire communes. Certes, la compétitivité allemande fut parfaitement maîtrisée, ce qui a permis de stabiliser les parts de marché à l'exportation dans un contexte marqué par l'appréciation de l'euro de plus de 50 % depuis 2001. Mais la croissance n'a pas été au rendez-vous. De 1999 à 2009, la croissance allemande n'a été supérieure à la croissance française qu'en 2007 et 2008. La recherche de la compétitivité à tout prix ne peut constituer un modèle de politique économique au sein d'un espace intégré. L'insertion des pays de la zone euro dans le commerce international est certes un élément clé de la croissance, mais elle n'en sera que plus efficace si elle se fait via une politique d'innovation active plutôt que par une course à la baisse des coûts qui déprime la demande interne et la croissance. ■



L'application ENSAE Maintenant disponible

Nous avons développé une application spécifique pour l'iPhone, téléchargeable sur l'Apple Store, vous permettant d'accéder :

- à l'annuaire complet avec fiche des membres avec photo, adresse, téléphone et mail
- à la géolocalisation des membres du réseau
- aux dernières news du site
- aux prochains événements
- à toutes les coordonnées de l'association



Pour rester en contact depuis votre mobile !

Interview de Jean-Luc Gréau

Ancien économiste du MEDEF
Auteur de « La Trahison des Economistes »¹

Variations - Vous avez, en 2008, dans votre ouvrage « La Trahison des Economistes », formulé la proposition de la mise en place d'un protectionnisme européen. Pouvez-vous en donner les détails ?

Jean-Luc Gréau - Le protectionnisme européen que j'appelle de mes vœux a été proposé, bien avant moi, par des personnalités marquantes, que les libre-échangistes rejettent dans l'ombre. Maurice Lauré, inventeur de la TVA, dès les années 80, Maurice Allais, notre prix Nobel d'économie et Emmanuel Todd, dès les années 90. Aujourd'hui, Jacques Sapir, Hakim El Karoui et moi-même sommes engagés pour que l'on prenne enfin en considération le fait nouveau représenté par l'irruption dans l'arène mondiale de pays émergents dotés de fortes capacités, mais bénéficiaires d'avantages comparatifs liés au premier chef au bas coût de la main-d'œuvre et de la matière grise. Jamais dans l'Histoire ne s'était présentée une telle configuration. C'est ainsi que la première mondialisation qui s'est mise en place à la fin du dix-neuvième siècle regroupait essentiellement les pays européens et leurs grandes colonies de peuplement d'Amérique du Nord et du Sud sur la base principale d'une répartition des tâches entre pays producteurs de biens manufacturés d'un côté et produits primaires de l'autre. Le point crucial de l'expérience aujourd'hui consiste dans la disproportion qui affecte les rémunérations du travail entre grandes régions commerçantes qui ne sont pas spécialisées, ou faiblement, dans certaines catégories de production. Il en découle une concurrence faussée que ne veulent pas prendre en compte ceux précisément qui sont chargés de veiller à ce que la compétition demeure équitable.

Il convient d'ajouter que la compétition par les coûts tend à comprimer l'évolution naturelle des rémunérations, en empêchant la distribution des gains de productivité dans les pays développés et en entravant le rattrapage salarial et social dans de grands pays émergents comme la Chine. La dernière décennie a vu ainsi l'essor mondial reposer sur un équilibre de plus en plus instable entre la production et la demande globale.

Je ne vois guère d'autre issue que celle d'une protection commerciale ciblée par pays et par produits, sous forme de droits ou de montants compensatoires calculés pour égaliser les coûts effectifs de mise sur le marché des produits concernés. Il suffit de puiser dans l'arsenal classique de la protection commerciale. Les montants ainsi prélevés pourraient être affectés, comme le proposait Maurice Lauré, à l'aide au développement des pays réellement pauvres qui sont encore relativement nombreux.

V. - Considérez-vous que, depuis, la crise financière a validé vos analyses et propositions? En quoi sont-elles toujours d'actualité?

J.L.G. - La crise économique et financière dont nous venons de connaître la première phase provient en effet en droite ligne du régime de déflation salariale imposé par un libre-échange dogmatique et aveugle. L'économie concurrentielle de marché postule, pour se développer de manière durable, que l'ensemble des agents économiques bénéficie des progrès issus de l'innovation. Les entreprises, grâce à une profitabilité suffisante qui leur permet de réinvestir sous différentes formes. Le monde du travail et ses

ayant droits, grâce à une distribution en temps réel des gains de productivité et de qualité des services qu'il rend. Les Etats, par un accroissement de recettes découlant naturellement de la croissance.

L'expérience que nous vivons, avec la concurrence tous azimuts de ce dernier quart de siècle, et tout spécialement le développement accéléré de l'Asie émergente au cours de la dernière décennie, a rompu les conditions de ce développement économique durable. Les pays développés se sont mis en péril grave en acceptant cette rupture, dont les effets potentiels ne sont pas apparus tant qu'il a été possible de *gonfler la dette des ménages à due concurrence pour maintenir la demande globale nécessaire*. C'est cela que nous enseigne la crise au premier chef.

Nous illustrerons ce point par deux chiffres. Entre 2000 et 2008, l'économie américaine a comptabilisé des gains de productivité globaux de l'ordre de 18%. La hausse du salaire moyen est restée égale à zéro, en dépit des avantages que se sont octroyés les cadres supérieurs et autres traders. Si l'on avait accepté de distribuer la totalité ou la majeure partie de ces gains de productivité, la situation financière d'innombrables ménages américains aurait été consolidée, et l'on n'aurait pas assisté à la multiplication des défauts de paiement qui a généré le séisme financier. Même les ménages de la catégorie « subprime rate » aurait pu, dans leur majorité, garder la tête hors de l'eau.

Rien ne serait plus trompeur et réducteur que de noyer les durs événements récents dans une analyse strictement financière incriminant un excès spontané du crédit et une mauvaise supervision des banques. Le gonflement de la dette a joué un rôle providentiel d'équilibrage de la production et de la demande globale, qui s'est interrompu avec la crise hypothécaire américaine. Déflation salariale d'un côté, gonflement de la dette de l'autre côté, c'est ce double point que je présentais comme une dangereuse anomalie dans « L'avenir du capitalisme » paru en janvier 2005, alors que les premiers signes annonciateurs du séisme ne s'étaient pas encore manifestés.

En ce début d'année 2010, nous devons constater que rien n'est fait pour rompre avec la néfaste déflation salariale. Mais il ne faut plus compter sérieusement sur une relance de l'endettement des ménages dans le monde occidental pour contrarier ses effets négatifs.

V. - Que répondez-vous à des déclarations antiprotectionnistes comme celles de Pascal Lamy, qui disait encore dans une interview récente que «des politiques commerciales isolationnistes ne sont dans l'intérêt de personne, comme on l'a vu à maintes reprises au cours de l'Histoire; la crise économique des années 1930 a été très fortement aggravée, et le contexte géopolitique déstabilisé, par des politiques qui favorisaient certains partenaires commerciaux au détriment d'autres.»?

J.L.G. - Il s'avère que notre compatriote Pascal Lamy n'est pas ou pas encore un historien scrupuleux de l'économie. Car les historiens et témoins de la crise des années 30, tels que Paul Bairoch ou John Kenneth Galbraith ont tenu un tout autre discours. Le premier a dénoncé comme l'un des mythes de l'Histoire économique, l'idée selon laquelle le protectionnisme aurait été le facteur déterminant de la Grande Dépression. Il a fait remarquer deux choses : premièrement, le vrai protectionnisme n'apparaît qu'en 1932, alors que la dépression est acquise ; deuxièmement, durant la crise, les exportations des pays concernés ont baissé d'un pourcentage *moindre* que la production, ce qui exclut que le commerce extérieur ait joué un rôle déterminant. John Kenneth Galbraith a identifié *l'effondrement de deux secteurs moteurs représentés par l'automobile et la construction*, secteurs très peu liés l'un et l'autre aux échanges extérieurs.

Les analyses qui tendent à nier la nature profonde de la Grande Dépression, en tant que crise de la demande, revêtent un caractère révisionniste. Elles sont produites avant tout pour occulter le fait que nous vivons nous aussi, dans le contexte de la mondialisation, une crise de la demande, que la poursuite du libre-échange ne peut qu'aggraver par étapes.

V. - Les bienfaits du libre-échange ont été validés par nombre de penseurs de la science économique, votre proposition remet donc en cause certains acquis théoriques?

J.L.G. - La théorie économique reste attachée au schéma très ancien des avantages comparatifs, dont le modèle a été fourni par Ricardo, avant d'être décliné par d'autres auteurs. Ce schéma évacue toute la question de l'évolution économique. Il s'enracine dans le postulat que les partenaires commerciaux *se spécialisent* en fonction de leurs avantages naturels ou de leurs dotations favorables en certains facteurs de production :

¹ - La trahison des économistes, par Jean-Luc Gréau, Coll. Le Débat, éd. Gallimard, 2008,

terre, climat, main-d'œuvre, matière grise. Il incarne une vision essentiellement statique de l'économie, que l'irruption du monde émergent contredit de manière décisive.

Prenons le cas de la Chine, désormais portée au pinacle en raison de ses performances économiques impressionnantes. Chaque année qui passe voit ce pays *élargir* l'éventail de ses productions pour le marché intérieur ou pour l'exportation. Chaque année qui passe voit ce pays obtenir des excédents extérieurs dans des filières ou des secteurs où il accusait auparavant un déficit. Déficitaire dans le secteur de l'acier en 2003, la Chine s'est aujourd'hui hissée au premier rang, avec la moitié de la production mondiale !

Prenons ensuite le cas de l'Inde. Voici un pays qui aurait dû, selon le schéma des avantages comparatifs, se spécialiser dans l'ensemble des activités requérant une importante main-d'œuvre, mais une faible intensité capitaliste et un faible recours à la matière grise. Or, non seulement cette grande économie occupe une position de force bien connue dans le domaine informatique, mais ses entreprises s'appuient désormais sur la maîtrise informatique de leurs ingénieurs pour concurrencer le reste du monde pour la production d'articles manufacturés de différentes sortes. Si la société informatique doit succéder à la société industrielle, alors l'Inde semble idéalement placée pour devenir un géant de l'économie mondiale dès 2020 ou 2025 au plus tard.

Je voudrais aussi souligner le « trou noir » de la réflexion économique de ces trente dernières années, représenté par la non prise en compte de la mobilité des entreprises et du capital productif. Ricardo se place fermement dans l'hypothèse que le facteur de production « capital » reste immobile. Dès lors, le producteur qui veut accéder à un marché étranger doit pouvoir y exporter librement les marchandises qu'il réalise sur son sol national. Toute tentative de l'en empêcher représente effectivement une entrave à la concurrence internationale.

Or, et dès « L'avenir du capitalisme » précité, j'ai avancé l'idée simple que « *la liberté des investissements productifs avait inversé les données du problème commercial* ». En effet, si l'on peut s'installer sans entraves d'aucune sorte sur un territoire autre que son territoire d'origine, pour y produire ce que l'on sait faire aussi bien sinon mieux que les autres, alors la concurrence peut jouer, même si le territoire concerné bénéficie d'une protection commerciale. Mais, cela va de

soi, le producteur étranger nouvellement installé devra respecter l'ensemble des conditions qui prévalent sur ce territoire : conditions salariales, conventions collectives du travail, protection sociale, régime fiscal, règles environnementales. C'est aussi à cela que vise le protectionnisme européen que je défends, inciter à une concurrence saine en attirant les compétiteurs non européens à s'installer chez nous, pour se mesurer à armes égales avec nos entreprises, tout en créant de l'emploi et des revenus par leurs activités productives.

V. - *Une restriction des importations signifierait aussi une réduction des exportations de l'Europe, pourtant capitales pour l'emploi et l'activité en général ?*

JL.G. - Bien entendu, le recentrage des échanges au sein de la grande zone européenne protégée, aura pour effet de réduire les montants dans les deux sens. Je voudrais attirer cependant l'attention sur deux points largement occultés dans le débat sur le commerce international.

Premier point : quand l'échange est aussi inégal qu'il l'est aujourd'hui entre les zones développées et les pays émergents efficaces, les montants d'emplois représentés par les marchandises exportées ou importées varient du tout au tout. Aujourd'hui, quand l'Europe exporte pour une valeur de 100 vers la Chine, elle en importe pour une valeur de 300. Mais il faudrait multiplier le chiffre de la Chine par huit ou dix pour obtenir le rapport entre les emplois exportés et les emplois importés. Dans ces conditions, une contraction des échanges ne peut être que profitable, surtout si elle est assortie de relocalisations sur le sol européen.

Deuxième point : la supériorité européenne ou américaine sur certains segments ou créneaux est vouée à disparaître, de deux façons. D'abord, parce que nos acheteurs seront de plus en plus en mesure de faire eux-mêmes ce qu'ils importent encore aujourd'hui. Ensuite, parce qu'ils exigent de plus en plus, naturellement, que les biens qu'ils importaient soient réalisés chez eux : l'assemblage des premiers Airbus A 320 sur le site de Tian Jin en fournit une forte illustration.

V. - *Une telle mesure, si elle était mise en oeuvre, ne nuirait-elle pas au développement des économies émergentes ?*

JL.G. - Je préférerais un terme plus adapté que « pénalisées ». Est-on pénalisé si l'on vous retire

un avantage excessif ? Le mot qui s'impose est « dissuadées ». La protection commerciale des pays développés ou des pays pauvres encore peu armés vise aussi à inciter les puissances exportatrices à faibles coûts, à basculer vers un schéma économique où la demande extérieure ne sera plus le premier moteur de la croissance. Il faut et il suffit, et qui pourrait s'y opposer, de redresser les rémunérations au rythme très élevé de la productivité et d'instaurer une protection sociale, ce qui créera des gisements considérables pour la demande intérieure locale.

A ce sujet, il convient aussi de remarquer que tous les pays émergents ne suivent pas le schéma qui donne la priorité absolue à l'exportation. La consommation indonésienne représente 65% du PIB local. Le commerce extérieur brésilien ne dépasse guère 15% de la production et de la demande, malgré le fait que ce pays est un des grands pourvoyeurs de produits primaires agricoles et miniers. Ils indiquent, *a contrario*, que le « tout pour l'exportation » ne constitue pas une nécessité pour un grand pays émergent.

V. - *La compétitivité prix est aussi liée aux parités monétaires. Quel est votre point de vue à ce sujet ?*

JL.G. - Excellente question. Oui, les parités monétaires jouent un rôle considérable. Après tout, si le yuan chinois était réévalué de 80% vis-à-vis du dollar et de 100% vis-à-vis de l'euro, les projets de protection commerciale n'auraient plus lieu d'être. Mais il est illusoire d'espérer les ajustements massifs de parités que certains préconisent. Car la stratégie de conquête des plus grands pays émergents passe par le verrouillage de l'avantage compétitif salarial au moyen d'une sous-évaluation délibérée de la monnaie : les deux facteurs du commerce prédateur, coût et monnaie, vont ensemble.

Cela étant, la question des parités se pose aussi entre pays à coûts de production comparables, comme ceux de la zone Euro, les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, ... Les Européens seraient bien inspirés de proposer le retour à des parités fixes réalistes entre pays développés.

V. - *Outre cette mesure au niveau européen, avez-vous envisagé d'autres initiatives, plus globales, ou visant d'autres aspects, notamment les transactions financières, ou prenant en compte des considérations environnementales ?*

« Je ne vois guère d'autre issue que celle d'une protection commerciale ciblée par pays et par produits. »

JL.G. - La question commerciale n'épuise certainement pas les sujets de réforme et de réorganisation des relations internationales, il faut l'admettre. Mais je préfère, pour des raisons de pédagogie et d'efficacité, ne pas mêler les grandes questions entre elles.

Par ailleurs, nous voyons apparaître la tentation de saisir le prétexte environnemental, aussi bon soit-il dans son principe, pour mettre en œuvre des taxes à l'entrée qui n'apparaîtraient pas comme des mesures de protection économique. Or, si ces mesures se justifient, nous devons les prendre. Les considérations écologiques peuvent venir en surcroît, mais pas en substitut des considérations d'égalité économique entre les pays commerçants.

V. - *Avez-vous réfléchi à la mise en oeuvre opérationnelle de cette ou ces mesures et à leur impact chiffré ?*

JL.G. - La mise en œuvre opérationnelle d'une politique de protection commerciale pose moins de difficultés pratiques que de problèmes de volonté politique. Les entreprises industrielles qui ont largement délocalisé leurs productions et leurs fournitures et les grands distributeurs qui accroissent leurs marges en se fournissant à bas prix ne manqueront pas d'exercer une intense action de lobbying pour faire échapper le maximum de produits à l'application des droits envisagés dans le cadre de la protection commerciale. C'est là, à mon sens, la pierre d'achoppement de la protection nécessaire. Aurons-nous des politiques assez fortes et responsables pour s'opposer aux lobbies dont le pouvoir d'influence est aujourd'hui disproportionné, au sein des Etats comme à l'échelon de la Commission européenne ? That's the question. ■

La compétitivité d'un territoire

Quelle politique locale ?

Christian Sautter (1965), Adjoint au Maire de Paris chargé de l'Emploi, du Développement économique et de l'Attractivité internationale

La mondialisation n'est pas un processus déterritorialisé et l'ouverture ou la fermeture des frontières affecte au premier chef les grandes métropoles, cœur des échanges et lieux d'accumulation des richesses: retour sur la manière dont Paris se projette dans le monde de demain.

Il y a peu, les « villes-monde » de BRAUDEL étaient redevenues à la mode. Il était banal de croire que la mondialisation avait rendu désuets les Etats, privés de leurs pouvoirs de régulation par la rapidité des mouvements des capitaux et des technologies. Les étoiles montantes de la nouvelle économie globale étaient les entreprises multinationales et les fameuses « villes-monde » qui se disputent pour les accueillir. New York, Londres, Tokyo, Paris, Shanghai déploient tous leurs charmes pour attirer les sièges sociaux, les grandes banques, les services avancés aux firmes mondiales (droit, publicité, comptabilité, audit, ...), les centres de recherche.

Le 15 septembre 2008, quand Lehman Brothers a fait faillite, un plus juste sens des proportions a prévalu. Les grandes métropoles continuent à valoriser leurs atouts pour faire bonne figure dans l'économie mondialisée mais elles le font dans un cadre très influencé par la politique nationale et internationale des Etats où elles sont situées.

Prenons l'exemple de Paris pour le montrer. Et d'abord de quel Paris parlons-nous ? La capitale enserrée par le boulevard périphérique, avec ses 2,3 millions d'habitants ? ou la métropole dense (8 millions d'habitants) qui est si proche de la Région Ile-de-France (11 millions d'habitants) ? C'est évidemment la métropole qui importe pour deux raisons. Elle est un bassin d'emploi et de vie parcouru de larges migrations quotidiennes d'habitants des petite et grande couronnes qui travaillent à Paris et de Parisiens dont l'emploi

est au-delà des boulevards des Maréchaux. Elle seule a la taille critique pour concourir à l'excellence mondiale avec d'autres cités qui dépassent les 10 millions d'habitants.

Deux débats agitent actuellement la Région parisienne qui ont pour point commun de se situer à l'échelle métropolitaine : celui de l'innovation et celui des transports collectifs.

L'innovation d'abord. L'Etat a eu la bonne idée en 2004 de lancer une vaste politique de « pôles de compétitivité » (on dirait « clusters » en anglais) pour constituer des masses critiques de laboratoires, d'universités, d'entreprises grandes et petites, aptes à figurer dans le peloton de tête du progrès technique mondial. Des pôles sont nés sur les systèmes logiciels complexes (Systematics), les biotechnologies (Medicen Paris Région), les éco-technologies urbaines (Advancity), l'Automobile et l'Aéronautique.

Ces pôles ne sont pas « territorialisés », même si Systematics est fortement enraciné à Saclay mais aussi à Paris; Cap Digital s'étale entre Paris et la Seine-St-Denis; Medicen entre Paris, le Val-de-Marne et l'Essonne, etc. Ces pôles s'étaient en rosace autour de Paris qui en est le foyer commun et qui a soutenu leur création aux côtés de la Région.

La stratégie dite du « Grand Paris » proposée par le Secrétaire d'Etat Christian Blanc suit une logique différente, celle de créer neuf « clusters » géographiques autosuffisants dans la grande

couronne parisienne. L'idée est de fonder de toutes pièces des « Silicon valleys » en collier autour de Paris, qui serait désormais cantonné à une fonction politique et touristique. L'expérience de Saclay, qui est le plus proche du modèle visé, montre que trente ans ne suffisent pas pour créer un espace d'excellence à la californienne. La Californie c'est un mode de travail, un mode de vie, une ouverture complète au monde. S'il y a une Silicon Valley en France, c'est l'ensemble de l'Ile-de-France, Paris compris.

Parlons transports. Pour relier les neuf pôles de l'Ile-de-France du futur, l'Etat entend créer un métro souterrain (souvent en rase campagne) qui bouclerait un huit autour et à travers Paris. L'idée d'une grande rocade ferroviaire est séduisante, qui évite à tout voyageur de passer par la station Châtelet pour aller d'un point à l'autre de la Région. Mais ce projet si coûteux ne peut éclipser la priorité de la modernisation des transports en commun dans la zone dense : RER radiaux, rocade de métro en petite couronne, ligne 13, liaison Paris - Roissy, Paris - la Défense.

Le choix à faire est donc net entre l'amélioration de la compétitivité et de l'urbanité de la métropole à horizon de 10 ans (2020) et la création ex nihilo d'une grande couronne technologique à long terme (2040).

Je pense que la compétition mondiale va très vite et qu'il importe de renforcer d'urgence les avantages comparatifs de la métropole parisienne, tout en jetant progressivement les bases d'un projet à plus long terme. C'est en tout cas ce que fait Paris (intra muros) dans son « master plan 2020 » :

- Urbanisation de 10 % du territoire parisien (des friches ferroviaires telles que Clichy Batignolles) avec construction de 2 millions de mètres carrés de bureaux (de 16 à 18 millions de mètres carrés).
- Plan climat : réduction de 25 % des émissions de carbone entre 2004 et 2020 (et 25 % d'énergies renouvelables dans la consommation totale).
- Plan hôtelier : 7 000 chambres d'hôtel d'ici 2020 (de 75 000 à 82 000) pour accueillir un flux de touristes qui doublera en quinze ans.
- 1 milliard d'euros sur la recherche, l'université et l'innovation d'ici 2014 (le budget annuel de Paris est de 7 milliards d'euros) avec doublement de la surface des incubateurs et pépinières et soutien renforcé à la recherche (Institut de la Vision, Institut du Cerveau et de la Moëlle) et aux pôles de compétitivité.

Paris agit. Paris attire. Terre traditionnelle d'accueil des investissements des pays développés, la métropole se tourne maintenant vers les pays émergents (Brésil, Chine, Inde,...) qui cherchent une porte d'entrée vers le marché prospère de la zone euro (350 millions de consommateurs à haut niveau de vie).

Paris et sa Région ont besoin du soutien de l'Etat pour entraîner la France et participer au sursaut européen. Elles entendent, de leur côté, jouer de tous les atouts d'une cité durable du XXIème siècle, tonique, solidaire et écologique et le montreront dans un beau pavillon à l'exposition universelle de Shanghai de 2010. ■



Variances change...

mais accueille toujours vos contributions !
Variances vous ouvre ses colonnes : variances@ensae.org

Sortie de crise pour Dubaï ?

au prix d'une profonde adaptation du modèle de développement de la ville

Elies Chitour (1998)

La sortie de crise pour Dubaï sera certainement longue et difficile : si la crise bancaire et financière semble circonscrite, la place de Dubaï tarde à entamer une restructuration pourtant nécessaire.

Une crise bancaire sévère qui semble aujourd'hui circonscrite grâce à l'injection de liquidités de la part des autorités fédérales.

L'ensemble du système bancaire des EAU, y compris les banques de Dubaï, a connu une crise financière aigue d'octobre 2008 à la fin du premier trimestre 2009.

L'élément déclencheur a été une crise de liquidités due au retrait d'urgence de 70 milliards de dirhams (20 milliards de dollars environ) de capitaux spéculatifs des Etats-Unis et d'Europe attirés par une rumeur de depegging du dirham par rapport au dollar avant la fin de l'année 2008. Ce retrait s'est produit en septembre 2008, immédiatement après la faillite de Lehman Brothers. Il a été le détonateur d'une perte de confiance sur le marché interbancaire local et d'une crainte généralisée de défaillance des contreparties bancaires. Si les craintes initiales d'exposition des banques locales aux faillites internationales, notamment celle de Lehman Brothers, via leurs opérations de trésorerie en compte propre se sont révélées

relativement infondées, il existait une menace due à une hausse rapide des créances non performantes dans l'économie, notamment les crédits immobiliers, les crédits à la consommation et les cartes de crédit, du fait de la chute des prix de l'immobilier, des pertes boursières et des premiers licenciements. Cette crise de confiance, particulièrement forte au dernier trimestre de l'année 2008, a provoqué en retour un quasi gel des crédits à l'économie et un renchérissement extraordinaire des rares crédits encore accordés par une poignée de banques, que ce soit pour les entreprises ou les particuliers. Depuis la fin de l'année 2009, les craintes de risque systémique pour le secteur bancaire des Emirats (voire de l'ensemble du GCC) reprennent avec la nouvelle menace de défaillance des sociétés parapubliques de Dubaï dont les banques de l'émirat (notamment Abu Dhabi Commercial Bank) sont les plus gros créanciers.

Pour rétablir la confiance au sein du système bancaire, la banque centrale a pris depuis un an des mesures similaires aux autres grandes banques centrales à travers le monde. La banque centrale a été alors contrainte d'assurer :

- Une injection massive de liquidités sur le marché interbancaire de l'ordre de 50 milliards de dirhams pour les banques à fin 2008 (13,5 milliards de dollars). Encore récemment, à la suite du mouvement de panique provoqué par la demande de moratoire de Dubaï World sur le sukuk (obligation islamique) de Nakheel, la banque centrale a ouvert une ligne de crédit illimitée aux banques locales et résidentes dans les Emirats à un taux préférentiel de EIBOR + 50 points de base pour faire face à tout problème de liquidités ;
- la garantie de l'ensemble des dépôts sans limite de montant pour éviter une panique générale (mesure plus généreuse qu'en Europe ou aux Etats-Unis) ;
- la diminution des taux d'intérêt à court terme de 3,5 à 1 % (aidée par la baisse similaire des taux de la FED que la banque centrale des Emirats suit du fait du peg avec le dollar ;
- un relèvement des seuils de capital obligatoire pour les banques selon un calendrier de deux ans (11 % à fin juin 2009 et 12 % à fin juin 2010 contre 10 % auparavant), mesure facilitée par la conversion en capital (tier 2) d'une partie des dépôts à long terme du gouvernement dans les principales banques du pays. Pour inciter les banques à relever leur capital, la banque centrale a réservé la conversion des dépôts gouvernementaux en capital tier 2 aux seules banques dont le ratio de capitaux propres en tier 1 était de 11 % (seuil finalement abaissé à 7,5 % dans la phase actuelle de transition); soit une stricte application du seuil de 100 % de couverture des prêts par les dépôts afin d'obliger les banques à améliorer leur niveau de liquidités).

Cette politique interventionniste de la banque centrale a circonscrit la crise de liquidités des banques à court terme et permis une augmentation graduelle de leurs dépôts.

Cependant, ces mesures de la banque centrale ont été insuffisantes pour encourager les banques à reprendre progressivement leurs crédits à l'économie, encore limités aux meilleurs profils de risque, ou à faire baisser les primes de risque, encore très élevées, notamment dans l'immobilier (des taux de l'ordre de 6,5 – 8 % avec une économie en décroissance). Pour financer une





vraie reprise des crédits à l'économie à moyen terme, des efforts plus structurels sont nécessaires, notamment pour « nettoyer » les bilans des banques de leurs créances douteuses, par une plus grande transparence (la centrale des risques établie à Dubaï en 2006 ne reçoit d'informations que de 6 banques commerciales sur les 50 de la place) ou en matière de provisions (banques extrêmement conservatrices dans leurs provisions pour maintenir des résultats positifs et rappelées à l'ordre par la banque centrale pour appliquer les normes en vigueur).

A plus long terme, des regroupements semblent indispensables sur le marché bancaire car les 50 banques et établissements financiers du pays ne pourront pas tous faire face aux nouvelles exigences en termes de capital, dans un marché où celui-ci s'est précisément fortement raréfié. Ils risquent néanmoins d'être lents en l'absence de traditions de fusion-acquisition, de la structure largement familiale du capital de nombreuses banques locales, de l'absence de normes comptables partagées et du manque de transparence sur les portefeuilles de créances douteuses.

Si ces différentes mesures semblent aujourd'hui avoir permis de circonscrire la crise bancaire, en

revanche la position de Dubaï comme hub financier régional reste menacée. La place financière de Dubaï (Dubai International Financial Center, ou DIFC) subit la conjonction de trois secousses :

- une partie des grandes banques d'affaires présentes à Dubaï, touchées par leurs difficultés internationales, ralentissent mécaniquement leurs activités et leurs plans futurs de développement dans la région;
- les opérations d'investment banking ou de placements se sont effondrées, avec des baisses d'activité de l'ordre de 50 - 70 %;
- le secteur des fonds d'investissement et de private equity, qui avait drainé près de 15-20 milliards de dollars de capitaux de la région du Golfe jusqu'en 2008, souffre des retraits d'engagement de nombreux investisseurs institutionnels ou riches particuliers, de la disparition de l'effet de levier bancaire et de la dégradation des perspectives de profitabilité des investissements déjà effectués.

Cette baisse d'activité généralisée provoque des licenciements importants, atteignant 15 - 20 % de la masse salariale pour certaines banques, et se transmet aux métiers connexes qui avaient prospéré au DIFC (cabinets d'avocats, assurance, cabinets de recrutement, cabinets d'audit).

Malgré son infrastructure de niveau mondial et sa régulation supérieure à celle de ses voisins, Dubaï va certainement perdre une partie de sa prépondérance en tant que place financière de la région, notamment au profit de Bahreïn, de l'Arabie Saoudite ou d'Abu Dhabi lorsque la reprise arrivera. Les gouvernements, qui restent les moteurs du développement des marchés dans la région, vont essayer de localiser leurs opérations financières (IPO, émissions de sukuk ou d'obligations) dans leur pays plutôt qu'à Dubaï. De même, il sera difficile à Dubaï de devenir le hub financier d'une zone de 2 milliards de personnes - comme elle entendait l'être - avant de régler ses problèmes économiques.

La crise immobilière est encore plus profonde que la crise financière

Avec le secteur financier, c'est le secteur de l'immobilier qui a été le plus touché dès septembre 2008. Le retrait des capitaux internationaux et l'arrêt brutal des prêts bancaires locaux ont

provoqué la disparition de la demande pour les ventes sur plan qui représentaient la majorité des transactions, ainsi que des défauts de paiement massifs des investisseurs et de nombreux promoteurs, entraînant à leur tour l'arrêt des chantiers et du paiement des sociétés de construction. Les prix des biens immobiliers ont baissé de près de 50 % entre septembre 2008 et septembre 2009 avant de se stabiliser. Il y a eu, durant cette période, dans le secteur de la construction, premier employeur à Dubaï, des vagues de licenciements et de départs d'expatriés massifs, probablement de l'ordre de 20 000 à 30 000 personnes par mois, laissant présager une baisse de la population résidente de Dubaï de l'ordre de 10-20 % à fin 2009. Cette baisse de la population de la ville et l'atonie du marché de l'emploi grèvent les perspectives de reprise du secteur de l'immobilier, notamment avec l'arrivée de près de 40,000 nouvelles résidences prévues en 2010 et 2011, risquant de créer un excès d'offre durable sur le marché et des baisses de prix supplémentaires.

Pour pouvoir envisager une réelle sortie de la crise immobilière et éviter son prolongement sur de nombreuses années, il faudra d'une part s'attaquer aux projets immobiliers des géants publics, même s'il faut annuler des projets encore emblématiques il y a quelques mois, et certainement se résoudre à mettre en place un fonds d'indemnisation public, peut-être alimenté par de nouvelles recettes fiscales. Pour l'instant la restructuration du secteur de l'immobilier est restée timide et insuffisante pour assainir le marché:

- d'une part les annulations pures et simples par le RERA (Real Estate Regulatory Agency, régulateur du secteur de l'immobilier) à fin mai 2009 ne touchent que les chantiers des promoteurs privés non entamés ou dont les constructeurs et promoteurs sont défaillants ou véreux, soit environ 25 % des projets immobiliers. Par contre, pour les chantiers déjà entamés, même très légèrement, il n'est pas question d'annulation mais de dédommagement des investisseurs selon une procédure extrêmement complexe (l'indemnisation des acheteurs ou des promoteurs se fait en fonction de seuils de complétude estimés par l'administration), ce qui ne fait que retarder l'arrivée de dizaines de milliards de dollars de contentieux auprès des tribunaux;
- d'autre part, les projets des 'master developers' publics comme Emaar, Nakheel, ou les

trois promoteurs de Dubaï Holding (Dubai Properties, Sama Dubai ou Tatweer) qui sont aussi les détenteurs de la plus grande partie du portefeuille de projets immobiliers, n'ont pas encore fait l'objet d'une investigation de RERA. Cette démarche se heurte au problème plus général du nouveau modèle économique de l'Emirat et de la nécessaire restructuration des holdings publics.

Les autres secteurs (transport et logistique, tourisme, commerce) devraient se redresser avec le retour à la croissance mondiale, notamment asiatique, après une année 2009 difficile

De manière moins brutale que l'immobilier, la majorité des secteurs dans lesquels Dubaï s'est diversifiée sont touchés par la crise :

- Après une baisse constatée de l'ordre de 20-30 %, en ligne avec le commerce international, au début de l'année 2009, le transport et la logistique se sont bien redressés, d'autant plus que Dubaï Ports, 4ème opérateur portuaire mondial, recueille les fruits de sa présence dans 45 ports internationaux dont plusieurs en Chine et en Asie du Sud-Est;
- le tourisme a diminué fortement au cours du dernier trimestre 2008 et du premier trimestre 2009, avec des taux d'occupation des hôtels passant de plus de 90 % à 50 - 60% environ, obligeant les hôtels à baisser leurs prix de moitié pour pouvoir retrouver des taux d'occupation de 70 % en fin d'année ;
- La consommation (dans les fameux malls) a également baissé significativement en 2009 et les malls ont été obligés d'accorder des abattements sur les niveaux de loyers de nombreux clients.

Dans ces secteurs, même si les entreprises ont subi des pertes de chiffre d'affaires limitées, elles ont gelé ou annulé leurs projets de développement, notamment du fait des grandes difficultés à obtenir un financement bancaire et des incertitudes sur la reprise économique, et ont procédé à des licenciements ou des gels d'embauche en 2009, alors qu'elles croissaient à un rythme de 20 à 30 % par an depuis 2006.



Le retour de la croissance est attendu principalement de la reprise internationale qui devrait bénéficier à l'économie très internationalisée de Dubaï, à partir de 2010. Spécialisé dans les flux entre l'Asie, l'Europe et dans une moindre mesure l'Afrique, Dubaï a relativement peu profité de la reprise asiatique comparativement à Hong-Kong ou Singapour par exemple, plus insérés dans les échanges internes à l'Asie. Mais, lorsque la reprise se renforcera en Europe, Dubaï jouera à nouveau son rôle de hub des échanges de marchandises et de personnes du fait de son avance incontestable dans ce domaine par rapport à ses concurrents dans la région (Abu Dhabi, Manama à Bahrein, Doha au Qatar).

Sur un plan microéconomique, il faudra aussi venir en aide aux grands groupes familiaux (dynasties marchandes) qui ont perdu des milliards de dollars depuis le début de la crise économique (pertes boursières à Dubaï, placements financiers à l'étranger et opérations immobilières lors de la bulle) pour qu'ils retrouvent des structures d'endettement viables et reprennent leurs investissements. Dans un contexte d'extrême contrainte financière sur les holdings gouvernementaux, ce sont ces groupes familiaux - qui ont globalement mieux résisté que les grands groupes publics - sur lesquels reposent les perspectives de reprise.

Un problème majeur de dette publique à court et moyen terme

Dubaï connaît depuis septembre 2008 un problème majeur de dette publique à court et moyen terme, qui pèsera fortement sur les capacités du gouvernement à dynamiser la croissance.

La crise financière de 2008 est survenue en plein cycle d'investissements et de bulle financière et immobilière pour Dubaï. Elle plonge l'Emirat dans une situation macroéconomique extrêmement délicate.

En octobre 2008, au moment où la crise survient, Dubaï a accumulé un endettement supérieur à 100 % du PIB du pays (80 milliards annoncés mais probablement plus près de 110 milliards de dollars selon des estimations récentes de Morgan Stanley incluant l'ensemble des sociétés parapubliques, pour un PIB de 80 milliards de dollars en 2008). La structure de cet endettement est également très défavorable à l'Emirat : alors que les revenus du développement immobilier et en infrastructures de Dubaï ne devraient arriver qu'à long terme (pour la fraction des investissements non spéculatifs qui produiront des revenus un jour), l'endettement massif contracté pour le financer est à court, voire très court terme, avec

des prêts ou des obligations (conventionnelles ou sukuk) de trois à cinq ans, arrivant à échéance au cours des quatre prochaines années : ainsi, 50 milliards de dollars, soit 50 % de la dette, se concentrent sur la période 2009-2012 avec des niveaux de 15 milliards de dollars en 2009, 10 en 2010 et 15 pour 2011 et 2012. Cette situation est particulièrement critique pour la société Nakheel : après une année 2008 euphorique (4,5 milliards de dollars de chiffre d'affaires pour un bénéfice de 1,5 milliards de dollars) elle finit 2009 avec un chiffre d'affaires de 1 milliard de dollars, un arrêt quasi-complet de tous ses chantiers en cours et 7 milliards de dollars de pertes, largement dues à 5,5 milliards de dollars de dépréciation d'actifs fonciers et immobiliers.

L'endettement global de Dubaï est réparti entre 10 milliards de dollars de dette souveraine, plutôt orientée à long terme et 90 milliards de dollars pour les diverses entités publiques (59 pour DP World, 8 à 10 pour Dubaï Holding et au moins une dizaine dans les grosses entités concentrées au sein de Investment Corporation of Dubaï).

En l'absence de revenus (pas d'impôt sur le revenu ni sur les sociétés), ni de réserves financières suffisantes, le gouvernement de Dubaï et les holdings parapubliques ont à leur disposition quatre outils pour faire face à cet endettement. L'usage de ces quatre instruments au cours de l'année 2009 n'a pas été optimal :

- la levée d'argent frais à long terme sur les marchés financiers via la signature étatique et les entités les plus crédibles : seuls 1,8 milliards de dollars ont pu être levés en août dernier auprès d'investisseurs internationaux sous la forme d'obligations gouvernementales. Compte tenu de la réaction frileuse des marchés et de la dégradation de la crédibilité de l'Emirat en fin d'année, cette source de financement semble tarie pour quelques années,
- la vente d'actifs, notamment les plus liquides : les ventes d'actifs internationaux du gouvernement et des holdings parapubliques ont été insignifiantes jusqu'à présent, du fait de leur très grande réticence à « brader » des actifs chèrement acquis, souvent au sommet de la bulle. Il est vrai que la dernière vente a été traumatisante pour Isthimar, la société d'investissement de Dubaï World : l'hôtel W à New York, payé 286 millions de dollars en 2006 a été vendu aux enchères pour 2 millions de dollars uniquement,

- la restructuration et la réduction de tout ou partie de la dette publique et para-publique auprès des créanciers locaux et internationaux afin d'alléger le poids initial de la dette : la restructuration consiste à revoir les échéanciers de la dette pour transformer des échéances à court terme en échéances à long terme ; la réduction de la dette consiste à obtenir une décote des créanciers à leur détriment en leur disant qu'il vaut mieux récupérer une partie de la dette que de continuer à en réclamer la totalité et finalement, ne rien obtenir. La stratégie de restructuration de la dette menée sous l'égide du gouvernement de Dubaï commence à se faire jour : elle consiste à séparer la dette souveraine de l'Etat ainsi que celles des parties les plus « saines », économiquement viables et génératrices de revenus pour les holdings publics (gestion de ports, tourisme - aéroport et compagnie aérienne -, services publics) de celle liée à des entités dont le modèle économique ne semble plus viable, notamment liées à l'immobilier. Les premières dettes bénéficieront d'une garantie étatique et seront remboursées intégralement à échéance, comme des dettes courantes. Pour les secondes dettes, le gouvernement de Dubaï annonce vouloir retirer sa garantie et, in fine, forcer les créanciers à renégocier une restructuration pour en diminuer le poids (diminution du montant, allongement des échéances). Malheureusement, cette stratégie est conduite maladroitement, relativement mal communiquée et sans un arsenal juridique adéquat,
- l'aide directe d'Abu Dhabi : jusqu'à présent, seul le soutien d'Abu Dhabi a permis d'éviter une faillite à Dubaï. Ainsi, Abu Dhabi a débloqué au cours de l'année 2009, 25 milliards de dollars en quatre tranches en faveur de Dubaï en souscrivant aux programmes d'émissions d'obligations de cinq ans à taux préférentiel de 4 % de son voisin (10 milliards de dollars par la banque centrale, 5 milliards de dollars par les banques National Bank of Abu Dhabi et la banque islamique Al Hilla fin novembre, et de nouveau 10 milliards de dollars le 14 décembre pour permettre à Dubaï de payer les créanciers de Nakheel).

Les enseignements que l'on peut tirer pour les trois prochaines années de la gestion de la dette de Dubaï et de la réaction des créanciers internationaux en 2009 sont les suivants :

- le premier essai de mise en œuvre de la stratégie de restructuration de la dette avec l'annonce, le 26 novembre 2009, d'un moratoire sur les remboursements de la dette de Dubaï World jusqu'en mai 2010 a été un échec. Le remboursement de l'obligation islamique contractée par Nakheel, une filiale de Dubaï World, arrivant à échéance le 14 décembre 2009, était considéré depuis des mois comme le test de la solvabilité de l'Emirat pour les années à venir ; or le gouvernement n'a pas réussi à éviter de rembourser intégralement les détenteurs de l'obligation pour mettre fin à une crise financière qui se propageait à l'ensemble des Emirats Arabes Unis ;
- les clarifications de périmètre entre dette garantie par l'Etat et dette non garantie sont tardives et laissent encore des zones d'ombre : si, dans le cas de Dubaï World, les autorités ont ainsi annoncé 26 milliards de dollars à restructurer pour un total de 59 milliards de dettes, les marchés ne connaissent toujours pas le sort de la dette des deux autres holdings, Dubaï Holding et Dubaï Investment Corporation, dont certaines obligations arrivent bientôt à échéance (un remboursement de 1,25 milliard de dollars est attendu en juin 2010 pour la société d'investissement Dubai Investment Capital) et Morgan Stanley estime que le total des montants à restructurer pourrait rapidement atteindre 46,7 milliards de dollars ;
- l'absence de communication sur les intentions du gouvernement et sur les plans de restructuration économique et financière provoque une incertitude sur les marchés, une dégradation généralisée par les agences de notation du rating des sociétés parapubliques, dont les obligations arrivent à échéance prochainement, un renchérissement significatif de leur prime de risque et des risques de déclenchement de remboursements anticipés lors du passage d'une catégorie de risques à une catégorie de risque supérieur (rumeur d'accélération du remboursement d'une obligation de 2 milliards de dollars de DEWA à échéance 2036 pour la fin de 2009) ;
- la stratégie de différenciation des parties « saines » et « non saines » dans la dette de Dubaï pour obtenir de meilleures conditions de remboursement va se heurter à trois obstacles majeurs (aléas moraux) :

- l'absence de crédibilité de la mise en faillite des sociétés immobilières comme Nakheel ou Limitless ; en effet, comme les garanties des différents instruments financiers à rembourser, en particulier les obligations islamiques, sont constituées de terrains cédés par le gouvernement à ces sociétés, l'absence d'accords de restructuration permet aux créanciers, en théorie, de saisir des morceaux conséquents du territoire de Dubaï (63 kilomètres carrés au bord de la mer, soit 10 % du territoire de Dubaï, dans le cas de l'obligation du 14 décembre de Nakheel), ce qui est difficilement acceptable pour le gouvernement de Dubaï, voire des EAU ;

- ensuite, toujours en cas de désaccord avec les créanciers, le défaut des filiales immobilières peut entraîner la saisie des actifs de la société mère à l'étranger, voire du gouvernement de Dubaï ou du Sheikh de Dubaï eux-mêmes (puisque ces entités sont détenues majoritairement voire à 100 %) ;

- enfin, Dubaï va avoir de plus en plus affaire à des fonds d'investissement internationaux qui vont racheter aux banques commerciales de la dette de Dubaï (tout au moins pour les 20 milliards de dollars de sukuk qui arrivent à échéance au cours des trois prochaines années) sur le marché secondaire avec une décote de 20 à 40 %. Ces fonds vont mener des négociations acharnées en utilisant tous les leviers (menace de saisies à Dubaï et à l'étranger) pour obtenir un remboursement à 100 % de la dette en misant sur un sauvetage récurrent contraint et forcé par Abu Dhabi, dont les avoirs sont estimés autour de 600 milliards de dollars.

Malgré la mise en place le 14 décembre d'un tribunal spécial pour soutenir la restructuration de Dubaï World et de nouvelles lois qui s'apparentent au chapitre 11 de la loi sur la faillite américaine, l'Emirat de Dubaï se retrouve dans une situation défavorable à l'entame de cette longue période de négociation.

Conséquence directe de cette situation, le remboursement de la dette va absorber une très grande partie des ressources que Dubaï obtiendra auprès d'Abu Dhabi, le rythme des investissements dans les infrastructures pour soutenir la croissance, socle de l'avance régionale de Dubaï, va ralentir, que ce soit les 19 milliards de dollars d'investissements de DEWA dans les cinq prochaines années, le programme de travaux rou-

tiers et du métro (qui, heureusement, sont très avancés) ou les 10 milliards de dollars d'investissements dans le nouvel aéroport.

Une transformation du modèle économique nécessaire mais encore peu entamée

La transformation du modèle économique de Dubaï se heurte à certaines contraintes fédérales et régionales. Trois freins bloquent le rebond de Dubaï du fait des lenteurs de la prise de décision à un niveau fédéral et régional, notamment du fait d'intérêts divergents entre Etats pétroliers et créanciers et Etats pauvres en pétrole et débiteurs :

- la mise en place concertée d'une politique fiscale, pourtant nécessaire à Dubaï dans le contexte de faibles revenus du gouvernement pour faire face à ses remboursements : la création d'une TVA, projet qui fait l'objet d'un consensus de principe entre pays du GCC, est constamment repoussée (elle devrait se situer aux alentours de 3-5 %) ; celle d'un impôt sur les revenus et les bénéfices des sociétés rencontre des réticences de principe de la part des autres pays du GCC alors qu'elle est certainement techniquement imprésentable à Dubaï ;
- la réduction des subventions très conséquentes pour l'eau, l'électricité ou le carburant se heurte à des questions d'équilibre social ;
- enfin, la révision de la loi sur la propriété des étrangers dans les entreprises locales dans certains secteurs d'activité, notamment dans l'industrie, afin de favoriser les in-

vestissements directs étrangers qui constitueraient aujourd'hui une source de capital bienvenue pour soutenir la croissance du secteur privé (aujourd'hui, la loi impose, comme dans tous les pays du Golfe, une participation majoritaire minimum de 51 % à un ressortissant de la région dans toutes les entreprises non installées dans une zone franche). Cette révision, annoncée comme imminente depuis au moins cinq ans, est constamment repoussée.

La difficulté propre à Dubaï à renoncer à son modèle de développement antérieur

Une sortie franche de la crise actuelle ne pourra passer que par la révision à la baisse des objectifs officiels du gouvernement : croissance annuelle moyenne du PIB prévue à 13 % entre 2008 et 2015, ou augmentation de la population de 2 à 6 ou 8 millions d'habitants sur la même période. Ces objectifs ne semblent plus réalisables dans la nouvelle conjoncture d'assèchement des ressources financières internationales et d'endettement local élevé. Revenir à des objectifs de croissance plus raisonnables de l'ordre de 5 % par an permettra implicitement de faire le deuil des grands projets emblématiques (îles artificielles pouvant accueillir 1 à 2 millions de résidents, canal artificiel de 75 kilomètres de long, 7 parcs d'attraction géants, 50 hôtels de luxe pour un total de 60 000 chambres supplémentaires) qui ne semblent pas pouvoir être annulés au niveau des holdings après avoir été endossés auparavant par le gouvernement.

Avec des objectifs plus modestes, les plans d'affaires des grands holdings de Dubaï pourront être réellement revisités et orientés vers des projets plus raisonnables et





adaptés aux besoins réels de la ville en visant des segments de clientèle négligés jusque-là (budget hôtels correspondant aux hôtels à une, deux ou trois étoiles, logements destinés à la classe moyenne) qui trouveront plus aisément des financements bancaires ou de fonds d'investissement.

Outre ces révisions stratégiques, la restructuration des holdings publics doit s'accélérer :

- pour l'instant, la seule opération de restructuration majeure a touché le secteur de l'industrie : les différents parcs ont été regroupés sous l'égide de TECOM, opérateur de Dubai Holding ;
- par contre, la restructuration n'avance pas dans l'immobilier : l'absorption des actifs immobiliers de Dubai Holding (possédant un parc de projets sur plusieurs centaines de kilomètres carrés à Dubaï) par Emaar, le promoteur le plus solide de l'Emirat qui devait avoir lieu en octobre 2009, a finalement été abandonnée. Industriellement, cette absorption faisait sens et aurait pu transformer le secteur en abandonnant les projets les moins réalistes de manière relativement indolore. Au contraire, le flou demeure sur le tri nécessaire à effectuer dans la masse considérable de projets immobiliers en cours puisque le fonds public de gestion des fonds reçus d'Abu Dhabi continue à assurer le *working capital* des sociétés immobilières (en particulier de Nakheel) et de promettre l'aboutissement des projets prioritaires, dont la liste n'est pas rendue publique. De même, les sociétés dubaïotes engagées pour des centaines de milliards d'investissements immobiliers dans la rive sud de la Méditerranée, la Tur-

quie, et la péninsule indienne refusent encore de clarifier l'avenir de ces projets, pourtant peu réalistes dans le nouveau contexte international et leur propre situation ;

- dans le domaine financier, les mesures de restructuration ou de vente d'actifs des fonds d'investissement ont également eu une portée limitée : Isthimar, le fonds de Dubai World est pour l'instant exclu de toute restructuration. De même, les deux sociétés d'investissement de Dubai Holding, Dubai International Capital et Dubai Investment Group n'ont pas fusionné ni annoncé de plan de cession d'actifs non prioritaires, mais fusionnent uniquement leurs départements support.

Recentrer les activités assainies autour des opérateurs les plus performants permettrait pourtant de concentrer les ressources du gouvernement sur un nombre restreint d'entreprises plus solides, de donner plus d'autonomie à ces entités sur les plans stratégique et financier et de soumettre leurs projets à la sanction des banques et des marchés financiers.

Conclusion

Dubaï a, dans une large mesure, réussi sa diversification économique dans les services, fondée sur l'exploitation de sa position géographique, ses investissements dans des infrastructures urbaines, de logistique et de transport de niveau mondial et l'instauration d'une culture entrepreneuriale, commerçante et culturellement relativement libérale, unique dans la région. Le revers de la médaille a été le recours excessif à l'endettement et un emballement au cours des dernières années dans la finance et surtout l'immobilier.

La crise économique mondiale a révélé que le modèle de croissance effréné de Dubaï n'était plus soutenable. L'Emirat devra procéder à des remises en question douloureuses et certainement se recentrer au cours des prochaines années sur ses points forts. Afin d'asseoir sa prééminence régionale, il lui faudra restructurer ses holdings parapublics et régler le problème de la dette.

Ce n'est qu'une fois sorti de cette phase difficile que l'Emirat pourra à nouveau envisager d'étendre géographiquement le rayon d'action de ses fleurons, plus naturellement vers l'Asie que l'Europe ou les Etats-Unis, voire vers de nouveaux secteurs, dans les services et certains pans de l'industrie. ■

A l'assaut des dunes !

Clotilde Bureau (2008), administratrice INSEE qui travaille actuellement à la DGTPE au Ministère de l'Economie, de l'Industrie et de l'Emploi, participera en mars 2010 à la 20^{ème} édition du rallye Aïcha des Gazelles.

Le rallye Aïcha des Gazelles, c'est un rallye raid 4x4, 100 % féminin, qui réunit chaque année depuis 20 ans plus de 200 concurrentes dans le désert marocain.

L'objectif ? Récupérer le maximum de balises en ayant parcouru le minimum de kilomètres.

Les moyens ? Le rallye est fondé sur une navigation à l'ancienne : pas de GPS donc, seules carte et boussole permettent de s'orienter !

Pas de notion de vitesse, c'est uniquement le kilométrage qui compte. L'écoconduite est donc valorisée.

De plus, le rallye s'inscrit dans une démarche environnementale : compensation des émissions, recyclage des déchets sur le parcours, économies d'eau, tout est fait pour minimiser l'impact de la course sur l'environnement. Et pour ses 20 ans, le rallye entre définitivement dans une démarche environnementale internationale avec la normalisation ISO 14 001.

Enfin, le rallye des Gazelles est un rallye qui a du cœur : au travers de son association Cœur de Gazelles, le rallye œuvre chaque année au développement des populations reculées du Maroc.

L'enjeu sportif et humain, le courage et le dépassement de soi, mais également l'entraide entre les participantes et l'ouverture vers d'autres cultures, ce sont toutes ces valeurs auxquelles Clotilde croit et qui la motivent à participer à ce rallye, même si l'objectif principal est bien sûr de gagner !

Avec Anaëlle, jeune ingénieur également, et amie de longue date, elles ont ainsi monté leur

association, et forment maintenant l'équipage des Raid'y to go, fin prêt à participer à la course au volant de leur véhicule personnel.

Avant de prendre le départ, l'heure est à la préparation de la course : entre les stages de conduite, de mécanique et de navigation, les visites au Maroc, les événements de collecte de fonds, et surtout la recherche d'entreprises pour soutenir financièrement leur projet, l'emploi du temps est chargé. Et c'est bien là le premier défi : à l'heure actuelle, il leur reste encore un tiers du budget à rassembler, alors n'hésitez pas à les contacter !

Rendez-vous dans les prochains Variances, pour le récit détaillé de leurs aventures ! ■



Si vous souhaitez plus d'informations sur le rallye et l'équipage, ou pour soutenir l'équipage, n'hésitez pas à jeter un coup d'œil sur le site internet des Raid'y to go : <http://raidytogo.wordpress.com>.



Portrait de
Benjamin Lebrave
(2003)

Variations : *Benjamin, tu vis aujourd'hui à Los Angeles où tu te consacres à la distribution de musiques du monde. Peux-tu nous en dire un peu plus sur ton activité actuelle ?*

Benjamin Lebrave - Je travaille depuis cinq ans dans différents segments de l'industrie du disque, et j'ai créé fin 2008 Akwaaba Music, une plateforme de diffusion des musiques contemporaines d'Afrique. Promotion, distribution, licences, concerts : nous soutenons ces musiques selon un modèle simple et équitable.

V - *Qu'entends-tu par modèle simple et équitable ?*

B.L. - Notre objectif principal est de donner plus de visibilité aux musiques qui se créent aujourd'hui en Afrique. Pour cela, nous distribuons des titres préexistants, souvent sortis sur les marchés locaux, mais quasiment invisibles pour le reste du monde. Cette distribution s'accompagne de campagnes marketing et de partenariats à mettre au point. Par ailleurs, nous représentons notre catalogue pour développer des licences, notamment audiovisuelles, c'est-à-dire placer des morceaux dans des films, des publici-

tés et des programmes de télévision. Équitable parce que nous partageons nos revenus nets 50-50 avec chaque cosignataire. Et j'essaie de signer directement avec les artistes.

Enfin, je suis toujours DJ, et j'assure la promotion du label derrière les platines, qui restent un outil supplémentaire particulièrement efficace pour diffuser ces nouvelles sonorités.

V - *Comment en es-tu venu à ces activités après avoir choisi de faire tes études à l'ENSAE ? Autrement dit es-tu un musicien qui s'est égaré dans une école d'ingénieur ou un ingénieur passionné de musiques, musicien lui-même... ?*

B.L. - Depuis l'adolescence je suis féru de musique, j'ai acheté mes premières platines au lycée, et j'ai toujours consacré du temps à cette passion. C'est par hasard, durant mon année de stage en 2001-2002, que j'ai eu l'occasion de me plonger dans le monde de la musique. Parti pour Los Angeles, où vit toute ma famille maternelle, j'y ai rencontré musiciens, producteurs et cinéastes, et j'ai constaté que ma double culture franco-américaine pouvait m'ouvrir de nombreuses por-

tes, notamment dans les domaines de la culture et du divertissement. Je suis néanmoins revenu à Paris pour terminer l'ENSAE, après quoi je suis reparti me lancer à LA !

V - *Penses-tu qu'internet rend possible de nouvelles formes de business musical ou, au contraire en complexifie la rentabilité ?*

B.L. - La création musicale est en ébullition. Jamais il n'y a eu autant de nouveaux disques, jamais l'accès à la musique n'a été aussi simple et immédiat. Internet a certainement bouleversé en profondeur nos habitudes en matière de consommation de musique, mais il a surtout mis un sérieux coup à l'industrie du disque telle qu'elle fonctionnait depuis les années 1950. Il était temps ! Le mammouth va maigrir sensiblement, et le marché se réinventera.

V - *Penses-tu participer activement à l'invention d'autres formes de distribution et d'exploitation capables de générer des solutions alternatives, sources de nouvelles rentabilités ?*

B.L. - Mon pari est de jouer non seulement sur la musique elle-même, mais aussi sur son contexte. Internet intervient doublement : la musique devient immédiatement accessible partout, et le contexte peut être abordé en ligne de façon vivante et interactive. Au lieu de gagner de l'argent principalement sur la vente du disque, c'est la relation avec le fan qui prend de la valeur. Il est maintenant possible de mieux connaître ces fans et de mieux décrypter leurs habitudes de consommation. Ce sont des données essentielles pour l'artiste et le label, mais aussi pour des partenaires et sponsors potentiels.

V - *Quelle est la philosophie qui te guide dans ce métier que tu défriches un peu ?*

B.L. - Jusqu'à présent le modèle de l'industrie du disque reposait sur une répartition très segmentée des tâches autour de l'artiste : producteur et équipe d'ingénieurs du son, maison de disque, agent, manager, tourneur, attaché de presse, assistants en tous genres. Aujourd'hui une part considérable des tâches est désuète ou automatisée, le modèle classique est en crise, ce qui autorise des modèles horizontaux plus audacieux, et plus bénéfiques à l'artiste. Ayant choisi de travailler avec l'Afrique, il était pour moi indispensable de travailler de façon équitable et transparente, à ce titre, cette évolution du fonctionnement de l'industrie musicale tombe au bon moment.

V - *Quel est ton positionnement par rapport aux acteurs traditionnels du métier ?*

B.L. - Je ne compte pas gagner ma vie à vendre des mp3, ce qui est intolérable pour les labels. Je ne compte pas non plus exclusivement sur les concerts pour survivre, ni sur l'utilisation de nos musiques au cinéma ou à la télévision. À écouter ce qui se dit dans les conférences consacrées à l'avenir de l'industrie musicale, ce sont les seules options viables.

C'est là que les statistiques pointent le bout de leur nez... car je compte sur les données que nous allons recueillir sur nos fans. Ce sont, à mes yeux, ces informations qui ont le plus de valeur. Si les gens ne consomment plus de musique, la musique en dit néanmoins long sur eux. Les contenus offerts par Akwaaba sont précis et rassemblent un public dont les caractéristiques - statistiques et non pas individuelles, pas de folie orwellienne chez Akwaaba ! - peuvent être monétisées.

V - *Dans quel sens vois-tu évoluer la création, l'édition et la diffusion de musiques ?*

B.L. - La création va continuer de croître : les logiciels de création musicale sont tous les jours plus accessibles, les studios sont moins chers, la création musicale va se banaliser. En plus, un artiste connecté à internet peut publier et diffuser lui-même sa musique, l'avalanche musicale va donc s'aggraver encore !

V - *Et toi dans ce futur, comment penses-tu faire évoluer ton activité ?*

B.L. - Mon but est de créer une destination liée à une niche spécifique, ce qui sous-entend agréger et de filtrer les contenus pertinents suivant un modèle et des valeurs précis : la musique, l'Afrique, l'équité. Internet permet aux niches d'exister et de prospérer, j'espère servir de starting-block pour la création musicale et culturelle africaine, et pour son intégration au paysage musical contemporain.

V - *Pourquoi Los Angeles, n'est-ce qu'aux États-Unis que tu penses pouvoir faire le métier que tu pratiques aujourd'hui ?*

B.L. - Pas du tout, d'ailleurs je reviens en Europe en 2010 ! Je ne retourne pas à Paris, mais à Berlin. En 2003 j'avais mis de côté une éventuelle troisième année à la Humboldt Universität. Depuis tout ce temps, Berlin me trotte dans la tête, et là, après le succès de ma première

ournée européenne comme DJ et représentant d'Akwaaba, je me décide enfin à mettre ce projet à exécution !

V : Comment ta formation d'ingénieur économiste t'aide-t-elle dans ton activité actuelle ?

B.L. - J'avoue ne pas me replonger très souvent dans mes cours de l'ENSAE. Ce ne sont pas

tellement les enseignements spécifiques, mais plutôt la rigueur et le raisonnement analytique qui me servent le plus. Je pense que, sans avoir l'ENSAE en poche, je n'aurais jamais eu le courage, et surtout les capacités de créer Akwaaba, un projet qui m'absorbe totalement et nécessite ma plus grande attention. ■

Propos recueillis par Catherine Grandcoing



Le 16 décembre,
Thomas Mariotti (1992)

a reçu le **Prix du meilleur jeune chercheur en finance**,

décerné par l'**Institut Europlace de Finance**. Ce prix fait suite à 4 autres prix ou distinctions dont la médaille de bronze du CNRS décernée à Thomas en 2007. Thomas Mariotti, docteur en économie, diplômé de l'école normale supérieure et de l'ENSAE, est directeur de recherche CNRS à l'université de Toulouse – I, au sein de l'École d'économie de Toulouse.

Prix du meilleur
chercheur en finance

Carnet

Naissances

Bérénice BOUX (2006) et Antoine HANS

Nous sommes heureux de vous annoncer la naissance d'Arthur, né le 2 novembre 2009.



Mariages

Niklas Hoyer (2006)

Niklas Hoyer (2006) et Miriam Rottenburg sont heureux de vous faire part de leur mariage célébré le 27 juin 2009 à Berlin.



Morgane Laudet (2006)

Nous avons le plaisir de vous faire part du mariage de Morgane Laudet (2006) avec Geoffroy Catrice



Sébastien Cambier (2002)

Sébastien Cambier (2002) nous fait part de son mariage le 24 décembre dernier avec Géraldine Brun à la mairie de Montrouge.



Audrey Gasteuil (2006)

Audrey Gasteuil (2006) et Christophe Rougier sont heureux de vous faire part de leur mariage, célébré le 8 août 2009 dans la région bordelaise..



Dans les rayons

Entre landes et lochs

Pierre Ghigliazza (1978)

Un crime de rôdeur ? Une affaire de famille ? Un secret depuis longtemps enfoui ?

L'inspecteur de Scotland Yard Roy Fleming et son adjoint Sam Sawyer enquêtent au château de Foxbury dans les décors enneigés des Highlands, au nord de l'Écosse.

Unité de temps et de lieu. Cadre britannique. Meurtre en vase clos. Enigme psychologique. Logique de raisonnement.

Les nostalgiques d'Agatha Christie retrouveront, dans ce roman policier, tous les subtils ingrédients qui ont fait sa renommée.

Pour en savoir plus : <http://www.thebookedition.com>



Les États et le carbone

Alain Grandjean (1980), Patrick Criqui, Benoît Faraco

Le défi climatique appelle une mutation sans précédents de nos sociétés. Au Nord comme au Sud, il faudra bouleverser les modes de vie, changer les habitudes en matière de logement, de transport et d'alimentation. Ces changements, qui n'auront de sens qu'à l'échelle planétaire, remettent en cause notre mode de développement. Comment parvenir à réduire notre consommation d'énergie et nos émissions de gaz à effet de serre tout en répondant aux besoins essentiels de chacun ? Comment au Nord inventer une économie sans carbone tout en préservant les grands équilibres sociaux et économiques ? Comment au Sud sortir de la pauvreté sans compromettre par un surcroît d'émissions de CO2 le bien-être des générations futures ?

Il est impossible de surmonter de telles difficultés sans innovations en termes de politiques publiques. Ce livre dresse un état des lieux international des nouveaux instruments et politiques possibles, touchant tant la fiscalité, les normes, les investissements, que la justice sociale, qui pourraient rythmer nos vies au cours du XXIe siècle.

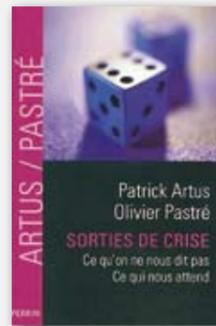


Sorties de crise :

Ce qu'on ne nous dit pas, ce qui nous attend

Patrick Artus (1975) et Olivier Pastré

Sortir de la crise, voilà ce qui doit mobiliser nos énergies et nos esprits. Car les grandes déclarations et les efforts plus ou moins efficaces multipliés depuis septembre 2008 n'y suffiront pas. Le protectionnisme, le repli, l'indifférence menacent et, hélas, l'histoire des années 1930 nous a appris comment cela finissait : par la guerre. Il faut donc réagir, délaissé l'intuition et l'approximation au profit des principes et des règles économiques, choisir des priorités, élaborer des scénarios et proposer des mesures, sans a priori et sans rien s'interdire. Mais de toute urgence.



Economie monétaire et financière

Daniel Szpiro (1981)

Cet ouvrage présente un large panorama de la monnaie dans l'analyse économique et financière actuelle. La première partie traite de la création et de la gestion des moyens de paiements, des questions liées aux taux d'intérêt - mesures et prévision -. La deuxième partie aborde les rapports existant entre l'inflation, le marché du travail, l'économie réelle et la politique monétaire. Dans la troisième partie, l'accent est mis sur les aspects plus récents de l'architecture prudentielle du système bancaire, en accordant une place importante aux enseignements à tirer de la longue histoire des crises financières et de leur gestion. Ces questions sont abordées d'un point de vue préventif et aussi curatif par l'analyse des interventions du prêteur en dernier ressort. Les sujets sont abordés le plus souvent de façon peu formalisée, avec de nombreuses illustrations sous la forme d'exercices de simulation ou d'exemples tirés de l'histoire récente des banques, afin de faire ressortir les aspects concrets de l'analyse. Ce manuel est issu de plusieurs cours dispensés du niveau 13 à M2.



Investir « responsable »

Patrick Artus (1975) et Alexis Garatti

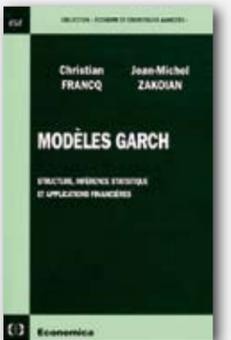
La finance doit se réinventer, elle se doit de mettre en oeuvre de nouvelles valeurs - celles de l'investissement responsable : voilà le point de départ de cet ouvrage destiné à mieux faire connaître les pratiques financières en forte croissance de la finance durable. Comment concilier la rentabilité de mon épargne avec son implication sociale et responsable ? En quoi consiste réellement l'investissement responsable, ou ISR ? Est-ce identique à la finance solidaire ? Quels sont les acteurs de ce marché ? Comment juger de la qualité des produits d'investissement responsable ? Sont-ils aussi rentables pour l'investisseur ? Quelles sont les techniques de gestion ? Quelles sont les perspectives d'avenir ? Ouvrage de vulgarisation, destiné à tous ceux qui s'intéressent à la finalité de leurs placements, le livre traite de manière simple et accessible de toutes ces questions. Mais il plaide surtout pour que les acteurs de la finance moderne, indispensable au développement de nos économies, sachent concilier finance et responsabilité. Et pour que chacun agisse, à son niveau, en investiss-acteur !



Modèles Garch : Structure, inférence statistique et applications financières

Jean-Michel Zakoian (1985) et Christian Franço

L'analyse des séries temporelles financières a connu des développements remarquables dans les deux dernières décennies. Les modèles de type GARCH en constituent l'élément central. Ce livre présente les résultats les plus avancés concernant la théorie et la mise en oeuvre de ces modèles. La structure probabiliste des modèles GARCH classiques (conditions de stationnarité, propriétés des solutions) est étudiée en détail, de même que l'inférence statistique (identification, estimation, tests). Plusieurs extensions (modèles asymétriques, multivariés) sont traitées, ainsi que des applications financières. Cet ouvrage comporte de nombreuses illustrations et des applications sur séries réelles. Il peut servir de support de cours de niveau Master 2 et propose une large collection d'exercices et problèmes résolus. Plusieurs chapitres du livre ont été enseignés par les auteurs à l'ENSAE (Ecole Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique) et dans des universités françaises et étrangères.



Mobilités

Chantal CASES (1992)



Chantal Cases est nommée présidente de l'Institut national d'études démographiques (Ined).

Chantal Cases, cinquante-trois ans, ENSAE 1992, a été chercheur à l'Insee avant de devenir, en 1994, chef de la section revenus des ménages puis de la division des services de l'Institut National. Nommée en 2001 sous-directeur de l'observation de la santé et de l'assurance-maladie, sous l'autorité conjointe du ministère de l'Emploi et du ministère de la Santé, elle était, depuis trois ans, directeur de l'Institut de recherche et de documentation en économie de la santé (Irdes).

Source : LesEchos.fr

Jean-Baptiste HERBET (1998)



Jean-Baptiste Herbert est nommé responsable du Département Sciences humaines et sociales, économie, épidémiologie et santé publique de la Direction de la recherche de l'Institut National du Cancer (INCa).

Jean-Baptiste Herbert, ENSAE 1998, administrateur de l'INSEE, a intégré l'INCa en septembre 2009. Sa formation de statisticien et d'économiste l'a amené à travailler sur les données du recensement, les modèles de prévision économique, il a également dirigé à La Réunion le service des études et de la diffusion de l'INSEE. Depuis 5 ans, il était responsable du bureau « Etat de santé de la population » à la DREES, bureau consacré à la mesure de l'état de santé et de la qualité de vie des Français.

Stéphane GREGOIR (1988)



Stéphane Gregoir est nommé Directeur de la recherche d'EDHEC.

Diplômé de l'Ecole Polytechnique et ENSAE 1988, ancien Directeur du CREST (Centre de Recherche en Economie

Statistique), Stéphane Gregoir, PhD en mathématiques appliquées, est arrivé à l'EDHEC en 2007. Professeur d'économie statistique et directeur du centre de recherche en économie, il aura désormais la responsabilité de l'ensemble de la stratégie de recherche du Groupe EDHEC.

Titulaire d'un doctorat en mathématiques appliquées, ses travaux portent principalement sur la macroéconomie et l'économétrie. Il a également travaillé sur l'analyse théorique des modes de formation des anticipations et de leurs conséquences. En recherche appliquée, il a développé des méthodes de datation du cycle économique et réalisé des études macroéconométriques de différentes politiques.

Lauréat du Prix Tjalling C. Koopmans en 1999, prix international qui récompense une contribution à la théorie économétrique, Stéphane Gregoir est co-éditeur et membre de comités éditoriaux de publications académiques. Il a rédigé de nombreux articles tels que « Subventions des emplois non qualifiés dans un marché du travail dual » en 2007 avec P. Bellan et M. Carré dans la Revue économique. Il est aussi l'auteur de plusieurs publications sur l'évaluation des politiques publiques et la réforme de l'Etat de l'EDHEC, telles que « L'incertitude liée à la contraction du marché immobilier pèse sur l'évolution des prix » (Janvier 2009) ou « Les prêts étudiants peuvent-ils être un outil de progrès social ? » (Octobre 2008).

Source : e-tud.com

Christian DESBOIS (1975)

Christian Desbois est nommé directeur financier du Crédit Mutuel Nord Europe (CMNE).

Christian Desbois, cinquante-huit ans, ancien élève de l'Ecole des mines de Nancy, ENSAE 1975, a exercé chez Fimagest puis Fortis Investment Management, avant de se voir confier, en 1999, la direction générale de CPR Gestion. En 2002, il rejoint UFG, filiale du Crédit Mutuel Nord Europe, et prend le poste de directeur de Multifonds. Il était, depuis l'an dernier, directeur général d'UFG Investment Managers.

Source : LesEchos.fr

Michel DUEE (1999)



Michel Duée est nommé chef de la division Conditions de vie des ménages à la Direction Générale de l'Insee.

Michel Duée, 35 ans, est diplômé de Polytechnique et ENSAE 1999. Il a débuté sa carrière en 1999 en tant qu'Adjoint au chef du service Etudes et Diffusion de la Direction régionale d'Alsace. De 2003 à 2005, il est chargé d'études sociales au sein du Département des études économiques d'ensemble. Depuis 2005, il était chef du Bureau des comptes et prévisions d'ensemble à la Direction de la Recherche, des Etudes et des Statistiques (DREES) au Ministère de la Santé et des Sports.

Source : Insee

Arnaud BUISSE (2000)

Arnaud Buisse devient sous-directeur du diagnostic et des prévisions à la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE).

Arnaud Buisse, trente-trois ans, ancien élève de l'Ecole polytechnique et ENSAE 2000, commence en 2000 à la Direction générale du Trésor et devient chargé de la prévision macroéconomique pour l'économie française. Envoyé en 2005 en tant qu'économiste spécialisé en macroéconomie et finances publiques au FMI, il rejoint en 2007 le cabinet d'Eric Woerth, ministre du Budget, au poste de conseiller technique.

Arnaud succède à Philippe Gudin de Vallerin (1989), nommé chef du service des politiques macroéconomiques et des affaires européennes.

Source : Les Echos.fr

Philippe PERRET (1986)



Philippe Perret est nommé président-directeur général de Sogecap

Philippe Perret, quarante-six ans, ENSAE 1986, titulaire d'un DEA d'analyse macroéconomique et conjoncture,

membre qualifié de l'Institut des actuaires, débute en 1987 à Natio-Vie, la compagnie d'assurances du groupe BNP, comme gestionnaire financier et en devient en 1992 directeur financier. Cinq ans plus tard, il rejoint Société Générale en tant que directeur général adjoint de Sogecap dont il est nommé en 2006 administrateur directeur général délégué.

Source : Les Echos.fr

Xavier NIEL (1992)



Xavier Niel est nommé chef de la division enquêtes et études démographiques à la direction générale de l'Insee.

Xavier Niel, quarante-cinq ans, ENSAE 1992 et titulaire d'un DEA d'analyse macroéconomique, débute en 1992 à l'Insee. Nommé en 1999 chef du bureau professions de santé puis du bureau état de santé de la population à la Direction de la recherche, des études, de l'évaluation et des statistiques (DREES) du ministère de la Santé, il était depuis 2004 chef de la division services au sein de la direction des statistiques d'entreprises de l'Insee.

Source : Les Echos.fr

Philippe GUDIN DE VALLERIN (1989)

Philippe Gudin de Vallerin a été nommé chef du service des politiques macroéconomiques et des affaires européennes à la Direction générale du Trésor et de la politique économique (DGTPE).

Philippe Gudin de Vallerin, quarante-cinq ans, ancien élève de l'École polytechnique et ENSAE 1989, commence en 1989 à l'Insee. Parti à Londres en 1994 comme économiste chez Goldman Sachs, il est nommé en 1997 directeur de la recherche économique France. Appelé en 2004 en qualité de directeur de projet chargé du développement et du suivi de la publication « Trésor-Eco », au Trésor, il était depuis le mois de janvier sous-directeur du diagnostic et des prévisions de la DGTPE.

Source : Les Echos.fr

Florence SOULE DE LAFONT (1986)



Florence Soulé de Lafont rejoint, en qualité de Partner, Neumann International.

Florence Soulé de Lafont, 46 ans, ENSAE 1986, membre de l'IAF et de la SFAF, a débuté sa carrière en 1986 à la

Caisse des dépôts et consignations comme gestionnaire obligataire, puis Responsable des activités de marché sur produits dérivés de taux. Elle rejoint ensuite la Caisse Autonome de Refinancement en tant que Directeur de la Recherche et du Développement. Puis elle dirige les activités de financements structurés de la CDC. De 2000 à 2005, elle participe à la création et au développement de CDC-IXIS puis d'IXIS CIB en tant que Directeur des Financements et membre du Comité de Direction Générale.

Florence sera en charge de développer la Practice Banque, Finance et Immobilier. Elle était auparavant Partner au sein de la Practice Finance de CTPartners.

Source : Neumann International

Jérôme ACCARDO (1991)



Jérôme Accardo devient chef de la division services au sein du département des synthèses sectorielles à la direction générale de l'Insee.

Jérôme Accardo, cinquante ans, ENSAE 1991 et docteur en mathématiques appliquées, débute à l'Insee avant de devenir en 1998 assistant du directeur pour la France à la Banque européenne pour la reconstruction et le développement. Directeur des études de l'ENSAE de 2001 à 2004, il était depuis chef de la division conditions de vie des ménages à l'Insee.

Jérôme Accardo succède dans ce nouveau poste à Xavier Niel (1992), appelé à d'autres fonctions au sein de l'Insee.

Source : Les Echos.fr

Philippe BRION (1978)



Philippe Brion est nommé chef du département Répertoires, infrastructures et statistiques structurelles à la direction des Statistiques d'entreprises de la direction générale de l'Insee.

Philippe Brion, 54 ans, est diplômé de l'École Polytechnique et ENSAE 1978.

Il débute sa carrière en 1978 comme responsable du traitement de l'enquête « Budget de famille » au centre informatique de l'Insee à Aix-en-Provence. Il rejoint ensuite le ministère de l'Agriculture en 1980, et devient chargé de la méthodologie statistique au Service central des enquêtes et études statistiques (SCEES).

Philippe réintègre ensuite l'Insee. Il occupe le poste de chef de la section Enquêtes et études sur les revenus entre 1989 et 1992 puis le poste de chef de la division Études et méthodes statistiques pour le développement, jusqu'en 1997.

Après avoir été chef de la division Agriculture jusqu'en 2000, il devient chef de la division Harmonisation d'enquêtes auprès des entreprises jusqu'en 2008. Depuis fin 2008, il était chef de l'unité Méthodologie statistique - entreprises à l'Insee.

Source : Insee

Vladimir PASSERON (1997)

Vladimir Passeron est nommé chef de la division des comptes trimestriels de l'Insee.

Vladimir Passeron, trente-cinq ans, ENSAE 1997, titulaire d'un DEA en analyse et politique économiques, débute en 1998 au ministère de l'Emploi. Devenu en 2004 chef du département de la prévision et des synthèses conjoncturelles à l'Agence centrale des organismes de Sécurité sociale (Acos), il était, depuis trois ans, chef de la division synthèses des biens et services à l'Insee.

Source : LesEchos.fr

Hervé SAINT-SAUVEUR (1970)



Le conseil d'administration de la chambre de compensation franco-britannique a nommé Hervé Saint-Sauveur comme président de son entité française, LCH.Clearnet SA.

Diplômé de l'École polytechnique et ENSAE 1970, Hervé Saint-Sauveur a commencé sa carrière par deux années passées en Afrique pour le compte du ministère des Affaires étrangères français. Il rejoint en 1973 le Département de Recherche Économique de la Société Générale. Entre 1980 et 1984, il dirige le Département de Contrôle et de Gestion du Groupe, puis devient Directeur Général de Europe Computer Systems de 1985 à 1990. De 1990 à 1995, il occupe le poste de Directeur des opérations de la Direction des Marchés de Capitaux. De 1995 à fin 2002 il est nommé Directeur Financier et de la Stratégie et membre du Comité Exécutif du groupe Société Générale.

Hervé Saint-Sauveur est par ailleurs administrateur de plusieurs sociétés et président de la commission économique et fiscale de la Chambre de commerce et d'industrie de Paris.

Source : LesEchos.fr, CNIS.fr

Pierre MICHEL (1993)



Pierre MICHEL est nommé Directeur Général Adjoint de CCR.

Né en août 1968, Actuaire qualifié, diplômé de l'École Polytechnique, de l'IEP Paris et ENSAE 1993, Pierre MICHEL a rejoint CCR en décembre 2007 en tant que Directeur des Catastrophes Naturelles en France.

Il a débuté sa carrière comme Commissaire Contrôleur à la Commission de Contrôle des Assurances (Paris), avant d'être détaché, en 1995, comme Expert National auprès de la Commission Européenne (Bruxelles). Il a intégré PartnerRe (Paris) en 1998, aux directions IARD puis Vie et a ensuite dirigé la succursale de PartnerRe au Canada (Toronto) entre 2003 et 2007.

Dans ce nouveau poste, il est en charge des Catastrophes Naturelles, des Fonds Publics et des Systèmes d'Information.

Source : CCR

Nicolas SCHIMEL (1989)



Nicolas Schimel devient Président Directeur Général de l'Union financière de France.

Nicolas Schimel, quarante-quatre ans, ancien élève de l'École polytechnique, ENSAE 1989, diplômé de l'IEP Paris, rejoint les AGF en 1989. Devenu en 1995 adjoint puis directeur commercial des réseaux salariés, il prend en 2002 la direction des agents généraux. Recruté en 2004 par Generali France en tant que directeur général adjoint et directeur commercial de Generali Assurances, puis de Generali Conseils, il fut en charge des réseaux de distribution agents et courtiers jusqu'en 2007. C'est à la fin de l'année dernière qu'il est nommé directeur général de l'Union financière de France. Il est par ailleurs, depuis le mois de juin, responsable des réseaux de distribution au sein du comité exécutif d'Aviva France.

Source : LesEchos.fr

Calendrier

Du 22 janvier au 13 février

Campagne pour l'élection du nouveau BDE

29 janvier

Petit-Déjeuner Vendredi Finance
avec Henri Prévot, auteur de Trop de pétrole !
Sortir des énergies fossiles : c'est possible !

2 février

Petit-Déjeuner ENSAE Carrières
avec Joël Templier (1972), associé de X-PM
Transitions Partners : Manager de transition : métier ou nécessité ?

12 février

Vendredi Finance
avec Michel Piermay (1976)
Assurance - Epargne : les défis de l'après-crise

18 mars

Petit-Déjeuner ENSAE Carrières
avec Christian Gury
Les cinq clés pour rebondir et piloter sa carrière

PROMOS
2005, 2000, 1990, 1980

Pensez à fêter vos
5, 10, 20 ou 30 ans !

L'association des Anciens peut vous aider,
contactez notre déléguée générale !

01 41 17 58 38 - info@ensae.org

OPPORTUNITÉS AU CRÉDIT FONCIER



CRÉDIT FONCIER

Filiale du Groupe BPCE (Banque Populaire Caisse d'Epargne), fort de 3.400 collaborateurs, le Crédit Foncier de France est une banque hypothécaire de référence en Europe, leader des établissements spécialisés dans le financement de l'immobilier en France, développant une ingénierie financière particulièrement appréciée des grands investisseurs internationaux.

Nos quatre offres clients inédites dans le financement sécurisé sont :

- le financement des collectivités locales et du secteur public international,
- le refinancement Crédit Foncier, les Caisses d'Epargne et Tiers,
- l'émission d'obligations foncières (1er émetteur mondial de covered bonds, 5^e émetteur privé mondial noté AAA),
- l'achat de créances hypothécaires résidentielles.

Chiffres clés en 2009 : 20 milliards d'euros d'émissions d'obligations foncières notées AAA.

Venez rejoindre un secteur en pleine expansion, exercer un métier technique, évoluer dans un contexte international.

Nous offrons régulièrement des opportunités à des collaborateurs H/F possédant une formation supérieure en finance de marchés. Des qualités de rigueur et relationnelles, un bon esprit d'analyse et de synthèse, une maîtrise des outils informatiques et/ou de programmation, une pratique parfaite de l'anglais seront requises.

La Direction des Ressources Humaines et la Direction Métier s'engagent à vous accompagner dans votre intégration en définissant avec vous un parcours de formation complémentaire adapté.

*Vous pouvez consulter nos offres disponibles en vous connectant sur www.groupe.caisse-epargne.com/recrute/
/ Entreprise : Crédit Foncier*

Vous pouvez également déposer votre candidature spontanée sur drh-recrutement@creditfoncier.fr, en précisant la référence VAR2010.

Les métiers types de notre Direction des Opérations financières sont les suivants :

- **Opérateur sur dérivés de taux h/f**
Vous analysez et suivez le marché, proposez et réalisez les opérations de dérivés/gestion des hors bilan, assurez les relations Métier.
- **Chargé de suivi Middle Office opérations de marchés h/f**
Vous garantissez la maîtrise des risques de marché et la validation des coûts de la rentabilité des opérations ainsi que de leur conformité. Vous analysez et mesurez les performances des opérations financières.
- **Gestionnaire de portefeuille back office opérations de marchés h/f**
Vous gérez et sécurisez les opérations financières (transactions, refinancements spécifiques) et réalisez des études/analyses dans le cadre de projets informatiques et/ou organisationnels.



AVEC L'ASSURANCE PROSPECTION, TOUT À COUP, VOTRE DÉVELOPPEMENT À L'ÉTRANGER DEVIENT POSSIBLE.

Avec l'Assurance Prospection, Coface prend en charge le risque commercial de vos démarches pour développer votre activité à l'étranger. Aujourd'hui, 6 000 entreprises l'utilisent. Et les entreprises innovantes bénéficient de conditions privilégiées. L'assurance prospection est ouverte à toutes les entreprises au chiffre d'affaires annuel de moins de 500 millions d'euros. Concrétisez vos projets à l'export avec Coface, en consultant le site www.coface.fr.