

Gouvernance Une grille des salaires des dirigeants des banques sera approuvée par l'Etat fédéral en 2009

Discipliner les rémunérations colossales de Wall Street

NEW YORK

ENVOYÉ SPÉCIAL

En 2007, Lloyd Blankfein, PDG de la banque Goldman Sachs a gagné, au total, 53,5 millions de dollars (40 millions d'euros), James Dimon, patron de JP Morgan Chase, 30,4 millions de dollars, et Kenneth Lewis, de Bank of America, 16,4 millions de dollars.

Primes de fin d'année, parachutes dorés, avantages en nature : des mots magiques, il y a peu. Mais c'était hier, avant la crise du crédit qui a poussé ces établissements financiers au bord du gouffre, balayant au passage leurs cours en Bourse et, dès lors, une grande partie du patrimoine actions des stars de Wall Street. Aujourd'hui, neuf des plus grandes banques américaines ont été partiellement nationalisées. Et en échange de l'injonction massive de fonds publics, le Trésor entend en finir avec les rémunérations colossales des professionnels de la finance.

A New York et, dans une moindre mesure, sur les autres grandes places financières, les rémunérations se divisent en trois catégories : un salaire de base (relativement) bas, des frais de représentation (généreux) ainsi qu'une couverture des soins de santé et, surtout, un bonus substantiel qui représente souvent trois quarts de la fiche de paie. Un chiffre mesure l'ordre de grandeur de ces primes accusées d'encourager la prise de risques démesurée : la rémunération moyenne chez Goldman Sachs (émoluments totaux divisés par le nombre d'employés) est de 662 000 dollars, contre 50 000 dol-

lars pour un travailleur américain moyen.

« Traditionnellement, les banques américaines ont toujours choyé leurs cadres pour les garder et les pousser à la performance. Elles vont être contraintes de réduire la part variable du salaire au profit du fixe pour sauver la réputation de Wall Street auprès des analystes et du public », indique Thomas Cooley, directeur de la Stern Business School de New York University. En vertu des mesures annoncées le 14 octobre par le Trésor, les dégrèvements fiscaux dont bénéficient les sociétés sur les bonus et les « parachutes dorés » octroyés à leurs dirigeants seront fortement réduits.

Par ailleurs, la grille des rémunérations pour 2009 devra être soumise à l'Etat avant d'entrer en vigueur. Ces règles visent le PDG, le directeur financier et les trois opérateurs les mieux payés. A écouter le professeur Thomas Cooley, ces procédures pourraient rapidement devenir la norme pour l'ensemble du secteur financier.

Le bouleversement des « comps » (compensations dans le jargon) est sans doute la raison pour laquelle un banquier travaillant pour un établissement bénéficiaire de l'assistance de Washington sous couvert d'anonymat, déclare : « Nous ne voulions pas de cet argent, dont nous n'avions pas besoin, mais l'administration Bush nous l'a imposé pour donner l'impression qu'elle lutte contre notre prétendue âpreté au gain. »

Rendez-vous au Bobby's Van Steakhouse, le restaurant des gros pontes de la Bourse installé dans une ancienne sal-

le des coffres de Broad Street. Au menu : steak, frites et jus de tomate épicé : terrain neutre en ces temps maussades. « De toute manière, la combinaison des yo-yos de la Bourse et de la récession va contraindre les banques à réduire drastiquement le poste rémunération. Mais dès qu'on aura remboursé l'Etat, ce sera à nouveau comme avant », insiste un habitué, à l'évidence peu impressionné par le tour de vis salarial.

A l'écouter, les limites aux parachutes dorés pourront être facilement contour-

nées grâce à des salaires plus élevés et des primes basées davantage sur les résultats collectifs plutôt qu'individuels. Par ailleurs, la surveillance du Trésor est pénalisée par le manque de fonctionnaires compétents. C'est pourquoi Washington a fait appel au civisme des enfants gâtés de la finance pour se montrer raisonnables en période de crise.

Reste qu'à ce jour, à l'exception de l'assureur AIG, aucune banque américaine en détresse n'a proposé de soumettre sa politique salariale au régulateur. Encore

moins de renoncer au système d'incitations financières. Le contraste est saisissant avec l'Europe.

Ainsi, les dirigeants des banques britanniques nationalisées, HBOS et Royal Bank of Scotland, ont quitté leur poste les mains vides. Les responsables de la banque d'affaires de la Deutsche Bank ont carrément renoncé à leur prime pour 2008. A l'évidence, le plus court chemin vers la fortune continue de passer par Wall Street. ■

MARC ROCHE

Londres veut bannir de la City les mauvaises pratiques

Gordon Brown vient d'annoncer que l'Etat britannique allait injecter jusqu'à 37 milliards de livres sterling (47,6 milliards d'euros) pour recapitaliser et nationaliser partiellement Royal Bank of Scotland (RBS) et le futur groupe qui sera constitué de HBOS et Lloyds TSB. L'Office national des statistiques, l'équivalent local de l'Insee français, vient, pour sa part, de publier des chiffres qui ne manqueront pas de désespérer le contribuable britannique : les bonus distribués dans le secteur financier au titre de l'année 2007 ont représenté 16,8 milliards de livres (21,6 milliards d'euros). Presque la moitié de l'argent public que Londres a décidé d'injecter dans les trois banques.

Conscients du préjudice que pourrait leur faire subir la juxtaposition de ces deux chiffres, le gouvernement comme les autorités financières ont décidé de s'attaquer aux politiques de rémunéra-

tion du secteur financier qui font régulièrement débat outre-Manche.

La Financial Services Authority (FSA) a envoyé une lettre, le 13 octobre, jour de l'annonce des modalités du plan de sauvetage des banques britanniques, à une trentaine de patrons d'établissements financiers, une sorte de guide des bonnes manières en matière de bonus. « Des modes de rémunérations inappropriés ont pu contribuer à la crise actuelle », y explique le gendarme de la City.

En clair, en rémunérant trop le risque, les bonus ont poussé les banquiers à l'irresponsabilité. « Nous voulons nous assurer que les établissements financiers adoptent des politiques de rémunération cohérentes avec une gestion saine du risque et des systèmes de contrôle », poursuit la FSA qui liste les mauvaises pratiques qu'elle veut voir bannies : des bonus uniquement en cash, calculés sur les revenus et pas sur

les profits, assis sur les performances d'une seule année. Reste désormais à voir dans quelle mesure la FSA fera appliquer ses recommandations. En théorie, elle peut infliger des amendes, et même aller jusqu'au tribunal.

M. Brown, de son côté, s'est aussi voulu très ferme sur le sujet, en présentant son plan lundi. Les banques qui tombent sous la tutelle publique ne verseront ni dividende ni bonus en 2008. Qui plus est, en 2009, si elles sont en mesure de verser des bonus, ceux-ci devront être exclusivement en actions. Quant à Fred Goodwin, le patron de RBS, qui a touché 5,375 millions de livres en 2007, il quittera ses fonctions sans indemnités de licenciement. Tout comme Andy Hornby, son homologue chez HBOS, qui a, pour sa part, perçu 2,337 millions en 2007. ■

VIRGINIE MALINGRE
(LONDRES, CORRESPONDANTE)

La grande réserve des patrons européens



Vendredi 17 octobre, M^{me} Parisot a reçu, à Paris, quatre de ses homologues du G8. MARLÈNE AWAAD/IP3 POUR « LE MONDE »

ILS se sont contentés d'une prudente recommandation à propos de la « *gouvernance des entreprises* ». Les représentants des unions patronales de cinq pays (Allemagne, France, Etats-Unis, Grande-Bretagne et Italie), réunis vendredi 17 octobre à Paris à

l'invitation de Laurence Parisot, la présidente du Medef, ont seulement retenu de comparer les systèmes de rémunération des dirigeants dans les différents pays.

En prévision d'une nouvelle rencontre élargie à l'ensemble des dirigeants patronaux des pays du

G8 en décembre, ils ont demandé aux Etats qu'ils « *écartent toute mesure protectionniste et qu'ils renoncent à poursuivre les interventions publiques au-delà de ce qui est nécessaire pour faire face aux circonstances actuelles* ».

Pour les patrons français, le contrôle des rémunérations reste un sujet sensible. Sous la menace d'une législation visant à supprimer les « parachutes dorés », le Medef et l'Association française des entreprises privées (AFEP), cénacle des sociétés du CAC 40, ont proposé, le 7 octobre, un nouveau « *code de gouvernance* ».

Parmi ses principales dispositions, l'interdiction du cumul d'un contrat de travail et d'un mandat social, l'interdiction d'indemnités de départ en cas d'échec ou de démission, la limitation des compléments de rémunération (stock-options et retraites complémentaires...).

Pour la présidente du Medef, « *il reste beaucoup de travail pour la mise en application de ces recommandations* », a-t-elle précisé, le 14 octobre. M^{me} Parisot n'envisage pas que ces dispositions aient une application rétroactive. Elles ne devraient donc pas concerner les dirigeants actuels. ■

MICHEL DELBERGHE

NATALIE DESSAY
EMMANUELLE HAIM
LE CONCERT
D'ASTRÉE
JS BACH
CANTATES

Entre ciel et terre,
3 chefs-d'œuvre
de la musique
sacrée.

Virgin CLASSICS
inter
mac.com
www.natalie-dessay.com
Agitateur de curiosité

Allemagne : 500 000 euros maximum par an

BERLIN

CORRESPONDANCE

« Pas d'aide sans contrepartie » : le gouvernement d'Angela Merkel n'entend pas que les 480 milliards d'euros mis sur la table pour venir en aide aux banques allemandes soient vus comme un chèque en blanc accordé au secteur financier. Adopté vendredi 17 octobre par le Parlement, le plan de sauvetage prévoit – entre autres contreparties – de limiter les émoluments des dirigeants d'établissements qui feront appel à l'Etat pour se renflouer.

Aucun montant plafond n'est explicité dans le texte de loi. Mais le ministre des finances, Peer Steinbrück, a déjà formulé ce qui lui semble « raisonnable » : un salaire annuel limité à 500 000 euros et pas de bonus pour les banquiers qui auraient recours à l'aide publique.

Le social-démocrate (SPD) cherche à répondre à l'émotion populaire suscitée outre-Rhin par le montant des sommes mises sur la table par Berlin. Le plan de sauvetage « n'est en rien une opération de charité du contribuable en faveur du secteur bancaire », a-t-il martelé dans une interview jeudi à l'hebdomadaire *Die Zeit*. Le ministre a, en outre, souhaité que la crise financière soit l'occasion de rouvrir le débat sur les excès des revenus octroyés aux élites dirigeantes en Allemagne.

La proposition de M. Steinbrück est plutôt bien accueillie dans les rangs des Unions chré-

tiennes CDU-CSU, partenaires du SPD au gouvernement. « Le montant de 500 000 euros ne vaut pour l'instant qu'à titre indicatif et comme base de la réflexion », précise Otto Bernhardt, expert des questions financières à la CDU.

Mais cela semble plutôt approprié quand on sait que le salaire annuel de la Chancelière est à peu près deux fois inférieur. Dans un tout autre ordre de grandeur, le président de la première banque allemande, la Deutsche Bank, Josef Ackermann, a touché en 2007 près de 14 millions d'euros.

Limite « arbitraire »

Jusqu'à présent, les milieux bancaires se sont abstenus de toute critique ouverte à l'encontre de M. Steinbrück. M. Ackermann a même annoncé dans le *Bild* à paraître dimanche qu'il renonçait à son bonus annuel, évalué à plusieurs millions d'euros.

A en croire les rumeurs, la Deutsche Bank n'entend pourtant pas solliciter l'aide de l'Etat. Mais son patron dit vouloir offrir un signe de « solidarité » en ces temps de crise financière.

L'idée d'un plafonnement des salaires suscite aussi des réserves.

Selon Hans-Werner Sinn, président du célèbre institut de recherche économique de Munich (IFO), une telle mesure risque de décourager certaines banques d'appeler à l'aide.

En outre, plusieurs experts ont déjà rappelé que, d'après la loi, seul le conseil de surveillance d'une entreprise peut décider en toute indépendance du montant des rémunérations accordées à ses dirigeants. Enfin, la limite fixée à 500 000 euros a été dénoncée comme trop « arbitraire ».

Un conseil des ministres devrait préciser les contreparties qui seront exigées des banques. Le gouvernement devra notamment clarifier si les établissements financiers qui feront appel à la garantie publique pour les prêts interbancaires seront soumis au même régime drastique que ceux nécessitant des injections de capital de la part de l'Etat.

« Il n'y aura probablement pas de règle rigide, mais des décisions au cas par cas, en fonction de ce que demandent les banques », prédit Hans-Ulrich Krüger, porte-parole des questions de finance au groupe parlementaire SPD. ■

MARIE DE VERGÈS

MÉDIAS

Les sociétés de journalistes boycottent les états généraux de la presse

Le Forum des sociétés de journalistes de 27 médias a décidé, le 16 octobre, de ne pas participer aux états généraux de la presse, jugeant sa représentation insuffisante. Il dénonce « l'opacité » qui entoure leur préparation.

IMMOBILIER

Baisse record des mises en chantier aux Etats-Unis

Le ministère du commerce américain a annoncé, vendredi 17 octobre, que les mises en chantier de logements ont baissé en septembre de 6,3 % en un mois.

m o b e c o

DETAILLANT - GROSSISTE VEND AUX PARTICULIERS
TOUTES LES GRANDES MARQUES AUX MEILLEURS PRIX

Tréca • Epéda • Simmons • Tempur •
Pirelli • Dunlopillo • Bultex • etc...



50, av. d'Italie
Paris 13^e
M^o Pl. d'Italie

148, av. Malakoff
Paris 16^e
M^o Pte Maillot

247, rue de Belleville
Paris 19^e
M^o Télégraphe

01 42 08 71 00 • www.mobeco.com

Livraison gratuite sur toute la France

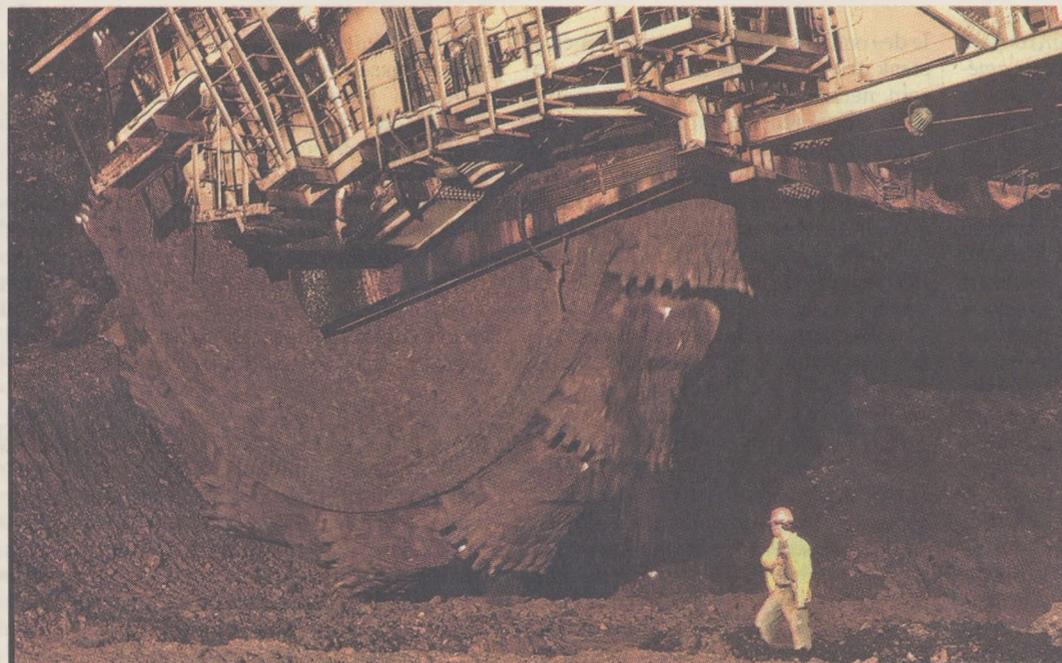
La baisse des prix du brut compromet l'avenir de certains projets pétroliers

Si le prix du baril reste durablement sous la barre des 80 dollars, pays producteurs et majors risquent de retarder l'exploitation de gisements

Des plates-formes pétrolières en chantier qui rouillent en mer, des usines de gaz naturel liquéfié (GNL) livrées aux sables du désert... Ces images ne viennent pas hanter les nuits des grands pétroliers. Dans la tourmente financière, ils affichent l'air impavide de ceux qui jugent leur secteur relativement immunisé.

On voit pourtant mal comment la restriction du crédit et la chute du baril – tombé de 147 dollars à 70 dollars en trois mois – peut épargner certains projets. A ce prix, on se rapproche de la zone dangereuse où leur rentabilité est compromise ; on l'a même dépassée pour les plus gourmands en capitaux, qui risquent d'être reportés.

L'Agence internationale de l'énergie (AIE), qui défend des prix modérés face à l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), juge difficile de tomber en dessous de 80 dollars pour le développement de nouveaux projets. A ce prix, on approche de « la cote d'alerte », juge Nicolas Sarkis, directeur de la revue *Le Pétrole et le gaz arabes*. Ce prix permet tout de même un retour sur investissement « raisonnable » pour les sables bitumineux du Canada (les plus coûteux à produire), indiquait récemment le directeur général de Total,



Dans l'Alberta, au Canada, extraction de sables bitumineux. KENNETH GARRETT/NATIONAL GEOGRAPHIC/GETTY IMAGES

Christophe de Margerie. A 60 dollars, ce n'est plus le cas.

« Je ne vois pas les compagnies internationales abandonner leurs projets, analyse cependant Nathalie Alazard-Toux, directrice des études économiques de l'Institut français du pétrole (IFP). Elles les financent en grande partie sur fonds propres [Total a une trésorerie de 10 milliards d'euros, ExxonMobil de plus de 40 milliards], elles doivent renouveler leurs réserves et elles ont pris des engagements vis-à-vis des pays hôtes. »

La question se pose pour la mise en production de nouveaux gisements. Difficultés géographiques ou géologiques, envolée des prix

des équipements, rareté de la main-d'œuvre : depuis 2005, tout s'est conjugué pour faire exploser les coûts. Seul le récent recul des matières premières apporte une bonne nouvelle aux compagnies.

Enormes profits

Mais les majors dégagent encore d'énormes profits. Total ne compte pas renoncer à ses trois grands projets à l'étude : sables bitumineux de l'Alberta (Canada), gaz du gisement géant de Chtokman (Russie) et programme de GNL d'Ichthys (Australie). Le groupe français n'a pas prévu de prendre de décision définitive avant 2009 ou 2010. D'ici là, l'horizon

économique sera sans doute plus dégagé.

Plus pessimiste, M. Sarkis prévoit un « ralentissement » des investissements dans les pays exportateurs d'or noir. En particulier ceux du Golfe, frappés par la baisse du brut et la dévalorisation de leurs actifs placés sur les marchés occidentaux. Mais beaucoup d'experts assurent que le prix du baril restera élevé à moyen terme, ce qui maintiendra la rentabilité de nombreux projets. « La crise ne remet pas en cause nos prévisions : le prix du brut restera élevé et nous maintenons nos projets d'investissement », affirme un dirigeant de multinationale. ■

JEAN-MICHEL BEZAT

La pharmacie confirme son statut de secteur refuge

« SUPERFORMANCE ». Ce barbarisme d'analyste fait florès pour caractériser la reprise boursière rapide des grands laboratoires pharmaceutiques. A l'issue d'une crise financière au cours de laquelle 40 % de la valeur de l'indice américain Stoxx 600 du Dow Jones se sont volatilisés, le compartiment Santé (Healthcare Stoxx 600) qui regroupe les plus importantes valeurs du secteur santé a « seulement » perdu 17 %.

Jean-François Descaves, directeur de la Financière de Champlain, remarque à juste titre que, pendant la crise, les groupes pharmaceutiques ont, comme les autres valeurs, souffert des ventes massives et précipitées d'« investisseurs paniqués à la recherche d'argent frais ».

Le 29 septembre, alors que la Chambre des représentants aux Etats-Unis rejetait le plan Paulson, l'indice Amex Pharmaceutical qui fait référence aux Etats-Unis perdait 5 %. Certaines valeurs du secteur comme GlaxoSmithKline (GSK), Novo Nordisk et Sanofi-Aventis enregistraient des pertes supérieures à 6 %, tandis que les meilleures biotech comme Gilead et Celgene perdaient plus de 12 %.

Aujourd'hui, les titres du secteur de la santé font office de valeurs refuges. Sur la deuxième semaine d'octobre, l'anglais GSK présente une perte de valeur de 6 % alors que le London Stock Exchange est à - 27 %. Idem pour AstraZeneca qui, sur les trois derniers mois, n'a cédé que 7 % contre 25 % pour l'indice général. Vendredi 17 octobre, Sanofi-Aventis prenait la tête du CAC 40 avec + 7 % sur la journée et une hausse supérieure à 15 % sur la semaine contre seulement 4 %

pour le CAC 40. « Face au risque de récession, la pharmacie retrouve sa dimension de valeur refuge, indépendante des cycles économiques », confirme Delphine Le Louet, analyste chez Lombard Odier.

Qualités défensives

Même si les problèmes des géants du secteur ne sont pas plus résolus aujourd'hui qu'hier (faible productivité de la recherche, compétition avec les fabricants de génériques, coûts salariaux importants), le vieillissement de la population mondiale, la capacité des pays émergents à consommer des médicaments – fût-ce des génériques – et la montée en puissance des maladies chroniques (le nombre de diabétiques va doubler au cours des dix prochaines années) ont remis à la page les qualités défensives du secteur.

Thierry Verrecchia, analyste chez Raymond James, précise « que la pharmacie avait été sévèrement purgée » au cours des deux dernières années. « Les cours sont d'autant mieux protégés, qu'ils étaient à des niveaux raisonnables avant la crise ».

Beatrice Muzard, analyste de Natixis Asset Management, ajoute que les laboratoires « émergent en meilleure position vis-à-vis des biotech, plus durement touchées ». Réservoirs à molécules innovantes pour les grands laboratoires, les start-up de la biotech, très courtisées, étaient devenues de plus en plus chères. Laminées par la crise, elles constituent des proies tentantes. « Des acquisitions moins onéreuses deviennent possibles », anticipe Beatrice Muzard. ■

YVES MAMOU

Les 600 millions d'euros perdus par l'Ecureuil ne sont « pas acceptables », selon M. Sarkozy

L'AFFAIRE des 600 millions d'euros perdus sur les marchés par les Caisses d'épargne prend un tour politique. En déplacement au Québec, vendredi 17 octobre, quatre jours après l'annonce du plan d'aide européen en faveur des banques, Nicolas Sarkozy, en colère, a estimé que ce n'était « pas acceptable » et que « 600 millions de perdu, c'est suffisant pour que les responsables sachent en tirer les conséquences » !

Sur France 2, la ministre de l'économie Christine Lagarde s'est déclarée « vraiment, vraiment en colère, [alors que] tout le gouvernement est mobilisé pour prendre des mesures fortes, pour essayer de faire tourner l'économie ». En dévoilant un plan de soutien des banques à 360 milliards d'euros, le 13 octobre, Paris avait réaffirmé que celles-ci étaient gérées avec prudence.

Vendredi, la Commission bancaire s'est rendue à la Caisse nationale des Caisses d'épargne

(CNCE), pour enquêter. Elle doit savoir s'il s'agit d'une « affaire Kerviel bis » – ce trader accusé d'une perte de 4,9 milliards d'euros à la Société générale – ou d'une infortune liée au krach boursier.

Quatre mises à pied

Si l'on en croit le rapport d'étape de la mission d'inspection de la CNCE, la perte n'a pas de caractère frauduleux. « Ce n'est pas Kerviel, il n'y a ni dissimulation ni intrusion informatique », glisse un dirigeant. La perte serait le fait d'un trader employé à la gestion pour compte propre – une activité en extinction – qui aurait dépassé la limite de risques fixée par la direction. Cette limite de risques, dite « value at risk » (VAR), fixe le niveau de risques maximal qu'un trader peut prendre quotidiennement. Elle est de 2,5 millions d'euros à la CNCE.

Le trader, chargé de couvrir les actifs face aux risques de marché, se serait trouvé en difficulté, le

6 octobre, jour du krach. Il serait sorti de son mandat, en prenant des positions de plus en plus élevées sur les dérivés actions en euros, du 6 au 10 octobre. Ces positions pariaient sur un rebond de la Bourse et la fin de la volatilité... L'inverse s'est produit !

C'est le vendredi 10 octobre que Julien Carmona, chargé des finances et des risques au directoire de la CNCE, est averti par son directeur financier d'un « dépassement de position ». La perte semble limitée à 15 millions d'euros. M. Carmona a attendu le lundi 13 octobre au matin, pour alerter le directoire, notamment les dirigeants, Charles Millhaud et Nicolas Mérimol. Une mission d'inspection est diligentée. Son diagnostic affole : les positions du trader sont mises au jour dans des marchés volatils, les pertes potentielles se creusent d'heure en heure.

Lundi à 21 heures, M. Carmona appelle l'état-major de la banque et parle d'un problème grave. Mardi 14 octobre au matin, les pertes atteignent alors 300 millions d'euros. M. Mérimol, en accord avec le directoire, donne l'ordre de « déboucler toutes les positions », ce qui sera fait en 48 heures dans des marchés en chute. A 8 heures mardi, la Commission bancaire est prévenue. C'est elle qui met l'Elysée et Bercy au courant, le lendemain, mercredi 15 octobre au soir.

Les Caisses d'épargne ont mis à pied le trader et ses trois supérieurs hiérarchiques directs, accusés de ne pas avoir réagi immédiatement : son chef, le responsable du compte propre de la CNCE, qui n'aurait pas tenu compte d'une alerte risques, dès le 6 octobre ; le trésorier, qui n'a pas stoppé les positions ; et le directeur financier. Selon nos informations, la perte de 600 millions d'euros se traduira au final par une perte après impôts de 350 millions d'euros sur le compte de résultat. ■

ANNE MICHEL

NATALIE DESSAY
EMMANUELLE HAIM
LE CONCERT
D'ASTRÉE
JS BACH
CANTATES

Entre ciel et terre,
3 chefs-d'œuvre
de la musique
sacrée.

Virgin CLASSICS
france inter
mac.com
www.natalie-dessay.com
Agitateur de curiosité

Sale temps pour le soja

Reflux

► COURS DU SOJA, à échéance novembre, en dollars le boisseau à Chicago (CBOT)
1 boisseau = 27,21 kg



Source : Bloomberg

Pas sûr que la dégringolade du cours du boisseau de soja se soit arrêtée, vendredi 17 octobre, jour il est remonté à 8,80 dollars (livraison novembre) après avoir touché le fond à 8,58 dollars, deux jours plus tôt. Car les raisons qui l'ont fait chuter (- 46 %) des 16,36 dollars où il s'était perché le 3 juillet, perdurent.

Chronique

Matières premières

Alain Faujas

D'abord, il a fait un temps de rêve pour cette légumineuse dont on engraisse, à tout-va, veaux, vaches, cochons, couvées. Le Midwest américain (premier producteur mondial) en a planté à tire-larigot, parce que le soja exige moins d'engrais que le maïs.

L'Argentine (troisième producteur) a remplacé le blé, qui avait séché sur pied pour cause de sécheresse, par du soja. La Chine (quatrième producteur) devrait aussi connaître une récolte record, ce qui lui permettra d'importer moins que ses 35 millions

de tonnes habituelles. Seule stagnation, celle du soja du Brésil (deuxième producteur) qui a peut-être eu le mérite de ralentir la déforestation de la forêt amazonienne.

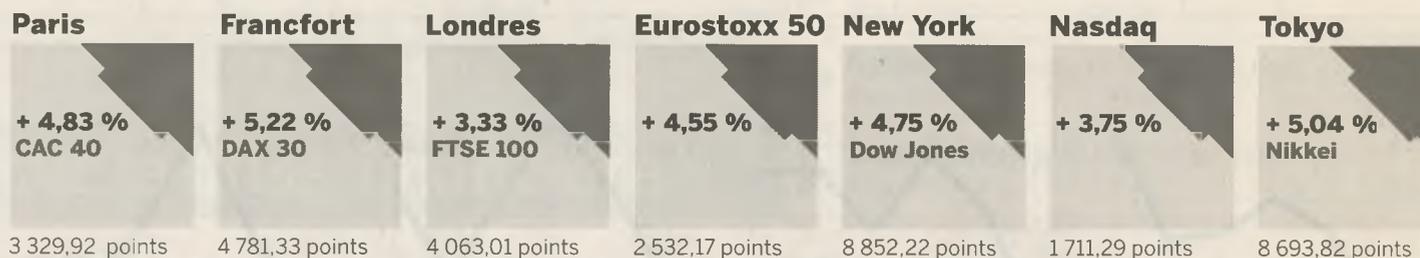
Résultat, la récolte 2008-2009 attendue atteindra un sommet historique de 239,43 millions de tonnes, selon le département américain de l'agriculture. Ce qui portera les stocks mondiaux de 52,6 millions de tonnes à 55,2 millions. Evanouis, les risques de pénurie !

Pour ne rien arranger, de gros nuages s'accumulent sur les agrocarburants, dont fait partie le biodiesel que l'on tire des oléagineux (palme, colza, tournesol et soja). Il n'est plus du tout politiquement correct d'en vanter les mérites écologiques. Nicolas Sarkozy, Angela Merkel et José Manuel Barroso s'évertuent à rogner les subventions qu'ils leur avaient attribuées quand ces carburants dits « verts » étaient à la mode.

Quant à John McCain, il est prêt - s'il est élu à la Maison Blanche - à répudier le seul héritage écolo de George Bush et à les supprimer purement et simplement. Son adversaire démocrate Barack Obama ne dit mot, mais pense pareil.

Enfin, le prix du pétrole a presque été divisé par deux en trois mois, ce qui rend beaucoup moins compétitif un agrocarburant fabriqué à partir du soja, qui ne l'est déjà pas beaucoup.

Donc, les investisseurs, qui ont pas mal d'ennuis et de gros besoins de liquidités en ce moment, ont répudié le soja sur lequel ils avaient misé gros. « La baisse des cours qui en est résultée est tout à fait exagérée », soupire un trader londonien. La preuve, c'est que le prix des tourteaux de soja dont raffolent les vaches laitières n'a, lui, pas bougé : il ne figure pas dans les indices sur lesquels misent les investisseurs. ■



Extrême nervosité sur les places boursières

Pour les investisseurs, la récession sera sévère, mondiale et prolongée. Les analystes prévoient un recul des profits et un réajustement des cours

Sur le site Internet du *Wall Street Journal* une photo de trader illustre traditionnellement le résumé de la séance à la Bourse de New York. Lundi 13 octobre, on y voyait un courtier hilare après le bond historique du Dow Jones de 11,08 %. Le surlendemain, le dit courtier était effondré, l'indice ayant plongé de 7,87 %, son pire score depuis le krach de 1987. Jeudi, regain de liesse pour notre opérateur après un sursaut de 4,68 % du Dow Jones.

« Pour le moment je n'ai vu personne craquer, mais la nervosité est extrême », raconte un courtier chez Stuart Frankel & Co, au parquet de Wall Street. Et pour cause. Sur la semaine, l'indice Vix, qui mesure la volatilité des marchés, aussi appelé « indice de la peur », a atteint des niveaux historiques.

Entre le 13 et le 17 octobre, à Paris, Londres, Francfort ou Tokyo, les soubresauts de la Bourse ont été tout aussi exceptionnels. In fine, le Dow Jones a fini sur un gain de 4,75 %. A Paris le CAC 40 a progressé de 4,83 %, le Footsie de Londres de 3,33 %, et

le Dax de Francfort de 5,22 %. En Asie, les marchés japonais étaient fermés lundi. En quatre séances, le Nikkei s'est adjugé 5,04 %.

Mais personne n'interprète ce score comme une tendance et encore moins comme le début de la fin de la crise. Certes les plans de sauvetages massifs du secteur bancaire, décidés lundi en Europe puis aux Etats-Unis, ont écarté le risque d'une crise systémique. La faillite d'un établissement comme Lehman Brothers qui avait traumatisé les investisseurs mi-septembre n'arrivera plus. Mais tout n'est pas réglé.

Le secteur financier est encore sous tension. Les pertes liées à la crise vont obliger la plupart des établissements à des recapitalisations massives néfastes pour les actionnaires. En France, pour éviter la sanction du marché la Société générale, BNP Paribas et le Crédit agricole ont démenti avoir besoin de lever du capital. Dexia a, de son côté, réfuté « toute rumeur » de nationalisation par l'Etat belge.

En dépit de ces précisions, les cours du secteur financier ont reculé. Sans compter la chute de Natixis après l'« incident » survenu à sa maison mère. Vendredi, les Caisses d'épargne ont annoncé une perte de 600 millions d'euros liée à une prise de risques inconsidérés d'un de leurs traders.

En outre, le secteur financier n'est plus le seul dans la tourmente. La crise économique succède à la tempête financière. Sur la semaine, les signes d'une entrée en récession se sont multipliés. Mercredi, les investisseurs ont appris qu'aux Etats-Unis les ventes au détail avaient baissé de 1,2 %, vendredi, que la production industrielle américaine avait reculé de 2,8 % en septembre, sa plus forte baisse depuis décembre 1974, et que le marché de la construction de logements continuait de s'effondrer.

En Europe, les économies flanchent aussi. François Fillon a évoqué mercredi une crise « profonde » et « exceptionnelle » et craint « une panne de croissance » pour la France en 2009. Ailleurs, les pays comme la Chine seront pénalisés par le ralentissement américain, qui grippera leurs échanges commerciaux.

Pour le marché, il ne fait plus de doute que la récession qui se profile sera sévère, mondiale et prolongée. Les analystes prévoient donc que les profits des entreprises reculeront fortement, et les cours s'ajustent sur ces nouveaux calculs.

Cet exercice est délicat, car personne ne se sait exactement quelle sera l'ampleur des dégâts. Les économistes parlent de la pire crise depuis 1929 et les analystes manquent de références. Certains

jugent ainsi la sanction boursière exagérée, d'autres non. Et les cours fluctuent selon que les uns sont plus écoutés que les autres.

Quoi qu'il en soit, les investisseurs s'éloignent des secteurs les plus sensibles au ralentissement de la croissance comme la construction, l'immobilier ou l'automobile. A moins que des spéculations sur un rachat, une OPA, ou une fusion comme entre General Motors et Chrysler ne rendent leurs cours ponctuellement attractifs.

Les entreprises liées au secteur du pétrole sont, elles aussi, affectées. Redoutant un ralentissement mondial de la demande d'hydrocarbures, les cours de l'or noir ont plongé cette semaine à 70 dollars le baril. Cette donnée rend le choc pétrolier moins pesant pour la consommation, mais les investisseurs voient surtout que les profits des géants pétroliers seront moins élevés et qu'ils feront moins appel aux entreprises de services comme Technip (- 13,2 % sur la semaine) ou Valourec (- 10,3 %).

Les actions des secteurs dits défensifs comme les télécommunications (France Télécom), l'agroalimentaire (Nestlé) ou la pharmacie (Sanofi-Aventis) sont en revanche recherchées, les investisseurs jugeant que, même dans une économie en crise, les gens continueront de téléphoner, de se nourrir et de se soigner. ■

CLAIRE GATINOIS

Yo-yo

La recherche d'un peu de sérénité pour redémarrer, le marché primaire obligataire de l'euro, hors les Etats, bien sûr, attend toujours. Le mouvement de yo-yo que subissent les marchés d'actions, dont les indices perdent aussi facilement 8 % qu'ils gagnent 3 %, ne facilite pas, il est vrai, la détente sur les marchés de taux.

Les agences de notation ajoutent un peu de piment à la situation. L'une d'elles, Moody's, a ainsi estimé que pour les entreprises qui ne sont pas les mieux notées,

croit qu'il est encore possible de raisonner à moyen terme.

Or, l'extrême et actuelle aversion à l'imprévu a poussé les primes de risque à des niveaux que certains jugent déraisonnables, pour ce qui est des entreprises notées dans la catégorie « investissement » comme pour celles qui sont à « haut rendement ». Globalement, les primes demandées aux sociétés ont doublé en moyenne en deux mois.

En d'autres termes, si la fin du monde financier n'est pas pour demain, c'est-à-dire si le système financier mondial ne s'effondre pas et si l'économie réelle arrête sa chute avant la dépression, les valorisations du marché du crédit semblent excessives. Ainsi, les primes de risque des obligations à haut rendement aux Etats-Unis traduisent un taux de défaut attendu de 40 % dans les deux années à venir. Sans être d'un optimisme fou, certains gérants trouvent ce scénario trop sombre.

Seul souci, comme toujours sur les marchés, le calendrier. Or, les entreprises non financières peuvent s'attendre à être devancées par les firmes financières dans le mouvement de resserrement des primes de risque, grâce, notamment, aux plans de soutien qui les ciblent. Dans un premier temps cela pourrait peser un peu plus sur les premières. ■

Chronique

Capitaux

Isabelle Ehrhart

les perspectives se dégradent. Déjà, l'accès à ce marché du crédit en euros est pour l'instant fermé, et cela depuis juin 2007, pour les entreprises dont les obligations appartiennent à la catégorie des « junk bonds ». Et personne ne voit émerger une bonne raison qui justifierait sa réouverture immédiate. L'heure n'est pas à ce type de prise de risque.

Pourtant, les gérants doivent bien trouver où investir. Et le marché du crédit n'est pas le plus insensé des placements pour qui

SOCIÉTÉ DES LECTEURS DU « MONDE »

Conforter l'indépendance du « Monde »

Vous êtes attaché à l'indépendance du *Monde*. Vous pouvez y concourir en rejoignant la Société des lecteurs (SDL). Elle contrôle 7,71 % du capital du journal – titres inscrits sur le marché libre, code ISIN FR0000034779. Ceux qui ont un portefeuille peuvent passer un ordre d'achat à leur banque ; les autres, acheter une ou plusieurs

actions en s'adressant à la SDL. Les titres ainsi acquis seront inscrits en « *compte nominatif pur* », formule qui n'entraîne pas de droit de garde pour l'actionnaire.

Cours de l'action

LE 17 OCTOBRE 2008 : 5,95 €

Société des lecteurs du « Monde »,

80, boulevard Auguste-Blanqui,

75707 Paris Cedex 05.

Tél. : 01-57-28-25-01.

Courriel : sdl@lemonde.fr



SANOFI-AVENTIS Euphorie

Sanofi-Aventis caracolait, vendredi 17 octobre, en tête du CAC 40. Le titre a terminé la séance à 17,21 euros, en hausse de 17,2 % sur la semaine. Après avoir subi les effets du krach, la valeur du quatrième laboratoire mondial a regagné une partie du terrain perdu. En ces temps de forte agitation sur les marchés financiers, le secteur pharmaceutique bénéficie de son statut défensif. L'arrivée d'un nouveau directeur général au sein du groupe laisse aussi espérer une stratégie en recherche et développement plus dynamique.

AIR FRANCE-KLM Envol

Avec un gain de 15,4 % en cinq séances à 14,36 euros, Air France-KLM signe l'une des plus fortes progressions hebdomadaires de la Bourse de Paris. Pour les analystes, l'action de la première compagnie aérienne mondiale, selon le critère du chiffre d'affaires, a bénéficié du net reflux des cours du pétrole. Le groupe a également profité de fondamentaux sains et d'une trésorerie suffisante qui lui permettraient de réaliser, le cas échéant, des emplettes profitables sur un marché européen du transport aérien en difficulté.

TOTAL Confiance dans l'avenir

L'action du groupe Total, première capitalisation de la Bourse de Paris, a progressé de 9,8 % sur la semaine, à 36,43 euros, sur fond de légère remontée des cours de pétrole. Surtout, la major française reste confiante dans l'avenir. Lors d'un récent séminaire, à Bruxelles, Total a confirmé ses projets d'investissements en dépit de la crise financière et du fort recul de l'or noir. Ses dirigeants tablent sur une « hausse des cours pétroliers à moyen terme », notamment en raison de la demande de la Chine et de l'Inde.

ACCOR Révision

Le titre Accor a fini, vendredi 17 octobre, sur des niveaux proches de ceux du 10 octobre. En une semaine, l'action du numéro un européen de l'hôtellerie a gagné 0,8 %, à 28,99 euros. Elle s'était pourtant envolée de 12,41 % mardi et elle affichait encore une progression hebdomadaire de 5 % jeudi en fin de séance. Mais l'annonce par l'entreprise, après la fermeture du marché, d'une révision à la baisse de son résultat courant pour 2008 et de mauvaises perspectives pour 2009 ont eu raison de ce bel optimisme.

EADS Obstacles en série

Conséquence de la crise, Airbus, filiale du groupe EADS, a suspendu la montée en cadence de sa production d'A320. Ce dernier négocie aussi avec les pays ayant commandé son avion de transport militaire - l'A400M - le moyen d'éviter des pénalités dues au retard du programme. Jeudi 17 octobre, le ministère français de la défense s'est dit prêt à faire preuve de « pragmatisme » sur les pénalités tout en réfléchissant à des aménagements destinés à accélérer la livraison. En cinq séances, le titre EADS a pris 0,8 %, à 10 euros.

AXA Chahuté

La semaine a été très chahutée pour le titre Axa. Lundi 13 octobre, il engrangeait 13,81 % avant d'abandonner finalement 10,74 % mercredi et encore 12,51 % jeudi. Au terme de la semaine, l'action a terminé en repli de 4,3 %, à 16,42 euros. La défiance pèse sur les valeurs financières. Ainsi, l'agence de notation Fitch a abaissé à « négative » la perspective du secteur de l'assurance de sept pays, dont la France, faisant état de « pressions » sur les entreprises liées à des pertes sur leurs portefeuilles d'investissement.

VALEURS DU SBF120

Valeurs françaises et zone euro

Vendredi 17 octobre 19h40

| Valeur | Dernier cours | Sem. préc. | % var. /heb. | % var. 31/12 | Plus haut | Plus bas | Divid. net | Code ISIN |
|-------------------|---------------|------------|--------------|--------------|-----------|----------|------------|--------------|
| ACCOR | 28,99 | 28,75 | 0,83 | -47,00 | 56,30 | 27,55 | 3,15 | FR0000120404 |
| ADP | 46,06 | 45,41 | 1,43 | -34,20 | 84,60 | 42,50 | 1,63 | FR0010340141 |
| AIR FRANCE-KLM | 14,37 | 12,45 | 15,38 | -40,27 | 24,61 | 12,26 | 0,58 | FR0000031122 |
| AIR LIQUIDE | 65,47 | 68,01 | -3,73 | -29,24 | 95,64 | 60,06 | 2,25 | FR0000120073 |
| ALCATEL-LUCENT | 1,89 | 1,71 | 10,36 | -61,92 | 5,15 | 1,63 | 0,16 | FR0000130007 |
| ALSTOM | 42,03 | 43,49 | -3,37 | -42,82 | 84,12 | 39,00 | 1,60 | FR0010220475 |
| ALTEN | 20,00 | 19,86 | 0,70 | -23,66 | 27,80 | 16,52 | n/d | FR0000071946 |
| ALTRAN TECHNO | 4,29 | 4,13 | 3,87 | 4,28 | 6,21 | 3,08 | 0,20 | FR0000034639 |
| APRIL GROUP | 31,00 | 29,50 | 5,08 | -32,83 | 46,35 | 23,77 | 0,44 | FR0004037125 |
| AREVA CIP | 449,39 | 453,25 | -0,85 | -42,75 | 820,00 | 385,00 | 6,77 | FR0004275832 |
| ARKEMA | 19,02 | 19,90 | -4,42 | -57,68 | 45,75 | 18,00 | 0,75 | FR0010313833 |
| ATOS ORIGIN | 20,46 | 22,98 | -10,97 | -42,12 | 40,45 | 20,13 | 0,40 | FR0000051732 |
| AXA | 16,43 | 17,16 | -4,31 | -40,03 | 27,60 | 15,20 | 1,20 | FR0000120628 |
| BENETEAU | 6,80 | 7,12 | -4,49 | -61,17 | 18,34 | 6,80 | 0,39 | FR0000035164 |
| BIC | 34,72 | 34,12 | 1,76 | -29,14 | 49,74 | 29,70 | 1,35 | FR0000120966 |
| BNP PARIBAS | 55,94 | 59,87 | -6,56 | -24,64 | 75,41 | 51,23 | 3,35 | FR0000131104 |
| BONDUELLE | 65,00 | 56,60 | 14,84 | -22,16 | 90,39 | 51,80 | 1,35 | FR0000063935 |
| BOURBON | 23,16 | 22,21 | 4,28 | -48,33 | 48,79 | 21,30 | 1,00 | FR0004548873 |
| BOUYGUES | 27,33 | 28,68 | -4,69 | -52,05 | 57,25 | 24,04 | 1,50 | FR0000120503 |
| BUREAU VERITAS | 28,00 | 29,14 | -3,91 | -30,86 | 41,97 | 27,20 | 0,60 | FR0006174348 |
| CAP GEMINI | 23,41 | 23,96 | -2,30 | -45,56 | 45,14 | 21,95 | 1,00 | FR0000125338 |
| CARBONE-LORRAINE | 22,92 | 26,62 | -13,90 | -51,44 | 48,76 | 22,04 | 0,85 | FR0000039620 |
| CARREFOUR | 26,80 | 25,32 | 5,85 | -49,71 | 53,75 | 24,16 | 1,08 | FR0000120172 |
| CASINO GUICHARD | 52,56 | 45,73 | 14,94 | -29,35 | 84,68 | 45,73 | 2,30 | FR0000125585 |
| CGG VERITAS | 11,81 | 13,28 | -11,07 | -69,72 | 40,00 | 11,30 | 1,22 | FR0000120164 |
| CIMENTIS FRANCAIS | 53,81 | 56,34 | -4,49 | -54,29 | 132,59 | 51,82 | 2,50 | FR0000120982 |
| CLUB MEDITERRANEE | 17,20 | 18,54 | -7,23 | -60,21 | 43,97 | 17,01 | 1,00 | FR0000121568 |
| CNP ASSURANCES | 64,25 | 65,37 | -1,71 | -27,80 | 89,99 | 63,20 | 2,85 | FR0000120222 |
| CREDIT AGRICOLE | 10,48 | 11,44 | -8,39 | -50,78 | 21,58 | 9,60 | 1,20 | FR0000045072 |
| DANONE | 42,90 | 41,92 | 2,31 | -30,14 | 64,00 | 38,60 | 1,10 | FR0000120644 |
| DASSAULT SYSTEMES | 32,74 | 31,52 | 3,87 | -19,14 | 44,29 | 29,68 | 0,46 | FR0000130650 |
| DERICHEBOURG | 2,64 | 2,27 | 16,30 | -52,17 | 6,56 | 2,05 | 0,09 | FR0000053381 |
| DEXIA | 4,60 | 6,00 | -23,20 | -73,25 | 18,86 | 4,01 | 0,68 | BE0003796134 |
| EADS | 10,01 | 9,93 | 0,76 | -54,17 | 22,20 | 9,29 | 0,10 | NL0000235190 |
| EDF | 41,41 | 36,85 | 12,37 | -49,17 | 83,90 | 35,20 | 0,70 | FR0010242511 |
| EDF ENERGIES NOUV | 25,51 | 24,40 | 4,55 | -43,36 | 45,47 | 23,81 | 0,26 | FR0010400143 |
| EIFFAGE | 29,93 | 31,16 | -3,95 | -55,57 | 69,28 | 27,57 | 1,20 | FR0000130452 |
| ERAMET | 170,29 | 188,36 | -9,59 | -51,35 | 669,98 | 158,00 | 6,00 | FR0000131757 |
| ESSILOR INTL | 28,65 | 29,33 | -2,32 | -34,36 | 44,39 | 28,26 | 0,62 | FR0000121667 |
| EULER HERMES | 39,00 | 37,00 | 5,41 | -53,99 | 86,90 | 35,10 | 5,00 | FR0004254035 |
| EURAZEO | 46,42 | 48,39 | -4,07 | -44,43 | 85,00 | 44,86 | 1,20 | FR0000121121 |
| EUTELSAT COMMUNIC | 15,90 | 14,93 | 6,50 | -21,87 | 20,50 | 14,14 | 0,58 | FR0010221234 |
| FIMALAC | 40,71 | 38,35 | 6,15 | -13,38 | 54,90 | 32,01 | 1,50 | FR0000037947 |
| FONC REGIONS | 53,50 | 54,00 | -0,93 | -38,33 | 101,55 | 52,01 | 5,30 | FR0000064578 |
| FRANCE TELECOM | 20,51 | 16,93 | 21,11 | -16,69 | 26,14 | 16,40 | 0,60 | FR0000133308 |
| GDF SUEZ | 29,39 | 24,30 | 20,97 | -26,52 | 44,77 | 22,00 | 1,26 | FR0010208488 |
| GECINA | 56,68 | 55,80 | 1,58 | -47,19 | 113,87 | 53,00 | 5,01 | FR0010040865 |

| Valeur | Dernier cours | Sem. préc. | % var. /heb. | % var. 31/12 | Plus haut | Plus bas | Divid. net | Code ISIN |
|-------------------|---------------|------------|--------------|--------------|-----------|----------|------------|--------------|
| HAULOTTE GROUP | 6,38 | 6,86 | -7,00 | -68,85 | 20,88 | 5,61 | 0,22 | FR0000066755 |
| HAVAS | 1,68 | 1,66 | 1,20 | -49,70 | 3,41 | 1,49 | 0,04 | FR0000121881 |
| HERMES INTL | 93,81 | 94,50 | -0,73 | 8,53 | 118,80 | 59,42 | 1,00 | FR0000052992 |
| ICADE | 46,41 | 40,50 | 14,59 | -54,50 | 107,00 | 39,02 | 3,25 | FR0000035081 |
| ILIAD | 52,01 | 44,29 | 17,43 | -29,33 | 74,79 | 43,23 | 0,31 | FR0004035913 |
| IMERYS | 36,12 | 38,26 | -5,59 | -35,78 | 59,70 | 34,18 | 1,90 | FR0000120859 |
| IMS(INT.METALSER) | 13,44 | 10,62 | 26,55 | -48,68 | 28,10 | 10,00 | 1,10 | FR0000033904 |
| INGENICO | 11,87 | 12,64 | -6,09 | -45,43 | 23,45 | 11,56 | 0,25 | FR0000125246 |
| IPSEN | 26,54 | 27,37 | -3,03 | -35,66 | 43,72 | 25,77 | 0,66 | FR0010259150 |
| IPSEN | 16,50 | 17,18 | -3,96 | -15,38 | 25,00 | 16,07 | 0,40 | FR0000073298 |
| JC DECAUX | 13,00 | 12,72 | 2,20 | -51,67 | 26,95 | 12,20 | 0,44 | FR0000077919 |
| KLEPIERRE | 21,00 | 20,16 | 4,17 | -39,95 | 41,40 | 17,50 | 1,25 | FR0000121964 |
| LAFARGE | 52,56 | 55,00 | -4,43 | -57,78 | 125,45 | 50,15 | 4,00 | FR0000120537 |
| LAGARDERE | 27,90 | 24,43 | 14,20 | -45,60 | 54,68 | 23,56 | 1,30 | FR0000130213 |
| LEGRAND | 12,39 | 13,03 | -4,91 | -46,94 | 24,39 | 11,95 | 0,70 | FR0010307819 |
| L'OREAL | 63,31 | 59,27 | 6,83 | -35,38 | 99,26 | 57,22 | 1,38 | FR0000120321 |
| LVMH MOET HEN | 54,63 | 51,53 | 6,03 | -33,92 | 83,93 | 45,10 | 1,25 | FR0000121014 |
| M6-METROPOL TV | 13,11 | 12,43 | 5,47 | -27,17 | 18,19 | 12,09 | 1,00 | FR0000053225 |
| MAUREL ET PROM | 9,03 | 8,85 | 2,03 | -36,90 | 16,49 | 8,61 | 1,20 | FR0000051070 |
| MICHELIN | 41,49 | 41,00 | 1,21 | -47,14 | 79,90 | 37,09 | 1,60 | FR0000121261 |
| NATIXIS | 2,10 | 2,25 | -6,67 | -75,71 | 8,91 | 1,75 | 0,45 | FR0000120685 |
| NEOPOST | 63,57 | 65,42 | -2,83 | -9,82 | 78,97 | 60,00 | 3,65 | FR0000120560 |
| NEXANS | 44,29 | 45,77 | -3,23 | -48,20 | 92,11 | 40,03 | 2,00 | FR0000044448 |
| NEXITY | 7,10 | 7,20 | -1,39 | -77,32 | 31,68 | 6,89 | 2,00 | FR0010112524 |

| Valeur | Dernier cours | Sem. préc. | % var. /heb. | % var. 31/12 | Plus haut | Plus bas | Divid. net | Code ISIN |
|---------------------|---------------|------------|--------------|--------------|-----------|----------|------------|----------------|
| NICOX | 5,05 | 5,24 | -3,63 | -54,09 | 15,47 | 4,55 | n/d | FR0000074130 |
| ORPEA | 24,59 | 24,49 | 0,41 | -45,36 | 45,68 | 24,20 | n/d | FR0000184798 |
| PAGESJAUNES | 7,74 | 7,88 | -1,78 | -43,54 | 14,15 | 7,60 | 0,96 | FR0010096354 |
| PERNOD RICARD | 46,80 | 41,84 | 11,85 | -40,80 | 79,97 | 41,40 | 0,63 | FR0000120693 |
| PEUGEOT | 19,70 | 18,95 | 3,96 | -62,01 | 53,68 | 18,15 | 1,50 | FR0000121501 |
| PPR | 42,48 | 44,67 | -4,90 | -61,38 | 112,76 | 40,12 | 3,45 | FR0000121485 |
| PUBLICIS GROUPE | 17,77 | 16,74 | 6,15 | -33,64 | 26,74 | 16,10 | 0,60 | FR0000130577 |
| REMY COINTREAU | 27,90 | 26,25 | 6,29 | -42,79 | 49,24 | 25,18 | 0,65 | FR0000130395 |
| RENAULT | 28,57 | 28,00 | 2,02 | -70,55 | 99,16 | 26,90 | 3,80 | FR0000131906 |
| REXEL | 6,76 | 7,05 | -4,11 | -45,92 | 12,80 | 6,15 | 0,37 | FR0010451203 |
| RHODIA | 8,01 | 8,17 | -1,96 | -69,66 | 27,35 | 7,62 | 0,25 | FR0010479956 |
| SAFRAN | 9,38 | 9,93 | -5,54 | -33,14 | 15,26 | 8,92 | 0,40 | FR0000073272 |
| SAINT-GOBAIN | 26,59 | 26,00 | 2,25 | -58,78 | 65,26 | 24,85 | 2,05 | FR0000125007 |
| SANOFI-AVENTIS | 44,45 | 37,92 | 17,21 | -29,43 | 66,90 | 36,05 | 2,07 | FR0000120578 |
| SCHNEIDER ELECTRIC | 45,84 | 45,07 | 1,72 | -50,53 | 94,29 | 42,80 | 3,30 | FR0000121972 |
| SCOR SE | 12,61 | 11,51 | 9,56 | -27,94 | 17,73 | 10,40 | 0,80 | FR0010411983 |
| SEB | 25,78 | 25,00 | 3,12 | -37,57 | 44,00 | 23,51 | 2,80 | FR0000121709 |
| SECHILLENNE SIDEC | 26,79 | 28,37 | -5,57 | -52,58 | 57,15 | 26,10 | 1,21 | FR0000060402 |
| SILIC | 73,79 | 67,50 | 9,32 | -26,42 | 105,22 | 63,03 | 4,00 | FR0000050916 |
| SOCIETE GENERALE | 45,30 | 50,00 | -9,40 | -51,08 | 93,52 | 41,41 | 0,90 | FR0000130809 |
| SODEXO | 34,44 | 33,05 | 4,21 | -18,00 | 48,89 | 31,84 | 1,15 | FR0000121220 |
| SOITEC | 3,04 | 2,91 | 4,47 | -63,59 | 8,65 | 2,75 | n/d | FR0004025062 |
| SPIERIAN PROTECTION | 55,50 | 66,55 | -16,60 | -28,89 | 86,10 | 54,29 | 1,50 | FR0000060899 |
| STALLERGENES | 35,96 | 36,68 | -1,96 | -22,18 | 60,50 | 28,10 | 0,40 | FR0000065674 |
| STERIA GROUPE | 11,24 | 11,70 | -3,93 | -54,97 | 25,20 | 10,89 | 0,42 | FR0000072910 |
| STMICROELECTRONICS | 6,21 | 6,53 | -4,98 | -36,68 | 9,89 | 5,71 | 0,05 | NL0000226223 |
| SUEZ ENV | 16,38 | 14,43 | 13,51 | -17,00 | 19,95 | 14,06 | n/d | FR0010613471 |
| TECHNIP | 22,75 | 26,20 | -13,17 | -58,26 | 63,10 | 21,15 | 1,20 | FR0000131708 |
| TELEPERFORMANCE | 15,10 | 15,28 | -1,18 | -43,30 | 27,90 | 14,07 | 0,44 | FR0000051807 |
| TF1 | 10,25 | 10,23 | 0,20 | -43,99 | 19,19 | 9,28 | 0,85 | FR0000054900 |
| THALES | 30,93 | 31,15 | -0,71 | -24,10 | 43,62 | 28,85 | 1,00 | FR0000121329 |
| THEOLIA | 5,36 | 4,36 | 22,94 | -73,43 | 24,93 | 4,01 | n/d | FR0000184814 |
| THOMSON | 1,33 | 1,24 | 7,26 | -86,33 | 9,65 | 1,20 | 0,33 | FR0000184533 |
| TOTAL | 36,44 | 33,18 | 9,81 | -35,89 | 59,50 | 31,52 | 1,07 | FR0000120271 |
| TRIGANO | 4,90 | 4,77 | 2,73 | -83,45 | 30,19 | 4,55 | 0,55 | FR0005691656 |
| UBISOFT ENTERTAIN | 41,38 | 39,57 | 4,57 | -40,43 | 71,50 | 34,00 | n/d | FR0000054470 |
| UNIBAIL-RODAMCO | 122,09 | 113,97 | 7,12 | -18,56 | 175,50 | 110,50 | 1,75 | FR0000124711 |
| VALEO | 14,18 | 13,44 | 5,51 | -49,72 | 28,60 | 12,81 | 1,20 | FR0000130338 |
| VALLOUREC | 92,49 | 103,07 | -10,26 | -50,05 | 224,45 | 91,21 | 7,00 | FR0000120354 |
| VEOLIA ENVIRON | 23,42 | 22,27 | 5,16 | -62,50 | 64,00 | 20,73 | 1,21 | FR0000124141 |
| VINCI | 24,02 | 25,54 | -5,95 | -52,58 | 51,15 | 23,50 | 1,05 | FR0000125486 |
| VIVENDI | 20,70 | 18,31 | 13,05 | -34,03 | 31,60 | 16,32 | 1,30 | FR0000127771 |
| WENDEL | 34,58 | 36,91 | -6,31 | -65,05 | 99,49 | 32,30 | 2,00 | FR0008121204 |
| ZODIAC | 23,73 | 25,84 | -8,17 | -45,75 | 43,93 | 23,50 | 2,00 | FR0000125684 |
| NYSE EURONEXT | 21,87 | 17,89 | 22,25 | -63,24 | 60,69 | 16,01 | 0,17 | A US6294911010 |
| ARCELORMITTAL | 22,22 | 21,91 | 1,39 | -58,23 | 67,79 | 19,04 | 0,22 | A LU0323134006 |
| GEMALTO | 23,05 | 21,22 | 8,62 | 7,21 | 30,08 | 14,83 | n/d | NL0000040653 |
| SES | 12,77 | 11,34 | 12,61 | -29,06 | 18,28 | 10,88 | 0,51 | T LU0080807324 |
| | n/d | n/d | n/d | n/d | n/d | n/d | n/d | n/d |

Cours en euros. En gras : CAC40. **▲** : valeur pouvant bénéficier du service de règlement différé (SRD). **#** : valeur faisant l'objet d'un contrat d'animation. **▲** : Plus haut et plus bas : depuis le 1/1/2008. **n/d** : valeur non disponible. **A** : acompte, **D** : divers, **S** : solde, **T** : totalité.

LES BOURSES DANS LE MONDE 17/10, 22h21

| Pays | Indice | Dernier cours | % var. /heb. | Maxi 2008 | Mini 2008 | PER |
|-------------------------|-------------------------|----------------|--------------|--------------|----------------|------|
| UNION EUROPÉENNE | | | | | | |
| ALLEMAGNE | DAX Index | 4781,33 17/10 | 5,22 | 8100,64 2/1 | 4308,00 10/10 | 9,60 |
| | Euro Neu Markt Price IX | 617,91 17/10 | 5,75 | 1158,81 2/1 | 563,43 10/10 | |
| AUTRICHE | Austria traded | 2011,36 17/10 | 0,47 | 4549,23 2/1 | 1904,64 10/10 | 6,00 |
| BELGIQUE | Bel 20 | 2015,30 17/10 | 5,09 | 4170,27 2/1 | 1921,04 16/10 | 8,50 |
| DANEMARK | Horsens Bnex | 295,95 17/10 | 5,44 | 469,88 19/5 | 274,51 10/10 | |
| ESPAGNE | Ibex 35 | 9655,20 17/10 | 7,31 | 15186,00 2/1 | 8835,00 10/10 | 8,70 |
| FINLANDE | Hex General | 6080,19 17/10 | 4,84 | 11642,12 2/1 | 5542,10 10/10 | |
| FRANCE | CAC 40 | 3329,92 17/10 | 4,83 | 5665,94 2/1 | 3047,85 10/10 | 7,70 |
| | CAC Next20 | 3712,64 17/10 | 1,92 | 6885,17 2/1 | 3526,28 10/10 | |
| | CAC Mid100 | 4735,87 17/10 | 1,35 | 7736,69 2/1 | 4587,09 10/10 | |
| | CAC Small 90 | 4479,14 17/10 | 2,69 | 8124,81 2/1 | 4361,64 10/10 | |
| | SBF 250 | 2336,52 17/10 | 4,35 | 3953,69 2/1 | 2232,37 10/10 | 8,20 |
| | CAC IT20 | 2862,36 17/10 | 6,66 | 4716,87 2/1 | 2594,92 10/10 | |
| GRÈCE | ASE General | 2117,41 17/10 | -10,74 | 5207,44 2/1 | 2105,17 17/10 | |
| HONGRIE | Bux | 13824,83 16/10 | -7,92 | 26242,90 9/1 | 13022,93 16/10 | 5,50 |
| IRLANDE | Irish Overall | 2720,38 17/10 | -5,25 | 7097,76 4/1 | 2643,25 16/10 | 4,90 |
| ITALIE | S&P Mib index | 21645,00 17/10 | 6,58 | 38544,00 2/1 | 19831,00 10/10 | 7,10 |
| LUXEMBOURG | Lux Index | 1056,59 17/10 | -8,03 | 2423,04 2/1 | 1010,40 16/10 | |
| PAYS BAS | Amster. Exc. Index | 252,26 17/10 | -2,24 | 518,27 2/1 | 242,37 17/10 | 5,40 |

MARCHÉ DES CHANGES 17/10, 22h21

| | Dollar | 100 Yens | Euro | Livre | Franc S. |
|-----------------|-----------|----------|-----------|-----------|----------|
| NEW YORK (\$) | | 0,98580 | 1,34305 | 1,73320 | 0,88113 |
| TOKYO (¥) | 101,44000 | | 136,24000 | 175,85000 | 89,42144 |
| PARIS (€) | 0,74457 | 0,73400 | | 1,29060 | 0,65610 |
| LONDRES (£) | 0,57697 | 0,56867 | 0,77495 | | 0,50836 |
| ZURICH (FR. S.) | 1,13490 | 1,11830 | 1,52415 | 1,96710 | |

Cours de l'euro

| | Achat | Vente |
|--------------------|----------|----------|
| COURONNE DANOISE | 7,4530 | 7,4540 |
| COURONNE NORVÉG. | 8,8060 | 8,8120 |
| COURONNE SUÉDOISE | 9,9414 | 9,9464 |
| COURONNE TCHÉQUE | 24,8540 | 24,8740 |
| DOLLAR AUSTRALIEN | 1,9405 | 1,9415 |
| DOLLAR CANADIEN | 1,5934 | 1,5944 |
| DOLLAR HONGKONG | 10,4126 | 10,4176 |
| DOLLAR NÉO-ZÉLAND. | 2,1911 | 2,2011 |
| FORINT HONGROIS | 264,9600 | 265,9600 |
| LEU ROUMAIN | | |
| ROUBLE | 35,3030 | 35,4030 |

| Pays | Indice | Dernier cours | % var. /heb. | Maxi 2008 | Mini 2008 | PER |
|------------------|-------------------------|----------------|--------------|---------------|----------------|-------|
| POLOGNE | WSE Wig 20 | 1899,68 16/10 | -12,34 | 3431,72 3/1 | 1899,68 16/10 | 8,60 |
| PORTUGAL | PSI 20 | 6689,23 17/10 | 6,50 | 13112,60 2/1 | 6065,38 10/10 | 13,50 |
| ROYAUME UNI | FTSE 100 index | 4063,01 17/10 | 3,33 | 6534,70 4/1 | 3808,11 16/10 | 7,30 |
| | FTSE techMark 100 index | 1167,90 17/10 | 0,66 | 1654,44 4/1 | 1113,37 16/10 | |
| SUÈDE | OMX | 632,34 17/10 | 1,50 | 1081,44 2/1 | 601,67 10/10 | 8,50 |
| TCHÉQUIE | Exchange PX 50 | 938,50 16/10 | -10,16 | 1815,09 28/12 | 888,50 10/10 | 7,60 |
| EUROPE | | | | | | |
| ISLANDE | ICEX 15 | 643,76 16/10 | -78,57 | 5720,53 7/1 | 643,76 16/10 | |
| RUSSIE | RTS | 667,62 17/10 | -20,97 | 2487,93 19/5 | 713,90 16/10 | |
| SUISSE | Swiss market | 6099,62 17/10 | 14,07 | 8421,00 3/1 | 5265,86 10/10 | 15,20 |
| TURQUIE | National 100 | 27600,71 16/10 | -10,62 | 55538,13 2/1 | 27011,77 16/10 | |
| AMÉRIQUES | | | | | | |
| ARGENTINE | Merval | 1185,92 16/10 | -7,88 | 2248,62 22/5 | 1185,72 15/10 | 6,80 |
| BRÉSIL | Bovespa | 36833,35 17/10 | 3,09 | 73920,30 29/5 | 33237,71 10/10 | 6,80 |
| CANADA | TSX Composite | 9536,89 17/10 | 2,91 | 15154,77 6/6 | 8761,02 16/10 | 10,30 |
| CHILI | Ipsa | 2441,93 17/10 | 19,83 | 3113,93 29/5 | 2017,79 10/10 | |
| ÉTATS-UNIS | Dow Jones ind. | 8852,22 17/10 | 4,75 | 13279,54 2/1 | 7882,51 10/10 | 11,70 |
| | Nasdaq composite | 1711,29 17/10 | 3,75 | 2661,50 2/1 | 1542,45 10/10 | 15,50 |
| | Nasdaq 100 | 1311,72 17/10 | 3,30 | 2094,22 2/1 | 1192,25 16/10 | 14,60 |
| | Wilshire 5000 | 9514,32 17/10 | 4,32 | 14854,65 2/1 | 8502,77 10/10 | |
| | Standards & Poors 500 | 940,55 17/10 | 4,59 | 1471,77 2/1 | 899,80 10/10 | 11,70 |
| MEXIQUE | IPC | 20380,33 17/10 | 2,25 | 32095,04 21/4 | 19905,27 10/10 | 10,40 |

TAUX

Taux d'intérêt le 17/10

| | Taux 12 mois | Taux 3 mois | Taux 10 ans | Taux 30 ans |
|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| FRANCE | 3,62 | 5,04 | 4,19 | 4,77 |
| ROYAUME-UNI | 4,69 | 6,16 | 4,83 | 4,87 |
| ITALIE | 3,62 | 5,04 | 4,74 | 5,18 |
| ALLEMAGNE | 3,62 | 5,04 | 4,07 | 4,53 |
| JAPON | 0,80 | 1,06 | 1,59 | 2,36 |
| ÉTATS-UNIS | 1,67 | 4,42 | 3,96 | 4,72 |
| SUISSE | 3,82 | 3,09 | | 3,43 |

Marchés à terme le 17/10, 22h21

| | Echéance | Premier prix | Dernier prix | Contrats ouverts |
|-------------|----------|--------------|--------------|------------------|
| PARIS | | | | |
| CAC 40 TER. | 10/8 | 3356,00 | 3218,00 | 628199 |
| EURO NOTIO. | 0/0 | 0,00 | 0,00 | 0 |
| EURO ST. 50 | 12/8 | 2560,00 | 2538,00 | 3205573 |
| FRANCFORT | | | | |
| BUND 10 ANS | 12/8 | 114,00 | 114,76 | 1040709 |
| LONDRES | | | | |
| EURIBOR 3M. | 12/8 | 95,99 | 96,16 | 692067 |
| NEW YORK | | | | |
| DOW JONES | 12/8 | 8750,00 | 8795,00 | 26847 |
| S. & POORS | 12/8 | 921,50 | 939,00 | 629973 |

TAUX COURANTS

| | |
|-----------------------------------------------|---------|
| Taux de base bancaire | 6,60 % |
| Taux des oblig. des sociétés privées | 4,54 % |
| Taux d'intérêt légal | 3,99 % |
| Crédit immobilier à taux fixe | |
| taux effectif moyen | 5,52 % |
| usure | 7,36 % |
| Crédit immobilier à taux variable | |
| taux effectif moyen | 5,60 % |
| usure | 7,46 % |
| Crédit consommation (- de 1 524 euros) | |
| taux effectif moyen | 15,82 % |
| usure | 21,09 % |
| Crédit renouvelable, découverts | |
| taux effectif moyen | 15,54 % |
| usure | 20,72 % |
| Crédit consommation (+ de 1 524 euros) | |
| taux effectif moyen | 7,33 % |
| usure | 9,77 % |
| Crédit aux entreprises (+ de 2ans) | |
| moyenne taux variable | 6,93 % |
| usure taux variable | 9,24 % |
| moyenne taux fixe | 6,11 % |
| usure taux fixe | 8,15 % |
| (Taux de l'usure : taux maximum légal) | |

| Pays | Indice | Dernier cours | % var. /heb. | Maxi 2008 | Mini 2008 | PER |
|---------------------|----------------|----------------|--------------|---------------|----------------|-------|
| ASIE-OCÉANIE | | | | | | |
| AUSTRALIE | All Ordinaries | 3944,80 17/10 | 0,13 | 6462,80 2/1 | 3936,60 17/10 | 9,90 |
| CHINE | Shanghai B | 104,24 17/10 | 5,84 | 373,10 4/1 | 103,25 16/10 | |
| | Shenzen B | 253,31 17/10 | -4,51 | 728,66 11/1 | 253,85 16/10 | |
| CORÉE DU SUD | K Composite | 1180,67 17/10 | -4,90 | 1911,67 28/12 | 1178,51 10/10 | |
| HONG KONG | Hang Seng | 14554,21 17/10 | -1,64 | 27853,60 2/1 | 14398,54 10/10 | 9,20 |
| | HKEX LargeCap | 17832,04 17/10 | -1,51 | 33770,02 2/1 | 17595,56 10/10 | |
| INDE | Bombay SE 30 | 1201,95 17/10 | 4,11 | 2743,78 7/1 | 1194,55 17/10 | |
| ISRAËL | Tel Aviv 100 | 674,13 16/10 | -5,90 | 1159,23 2/1 | 674,13 16/10 | |
| JAPON | Nikkei 225 | 8693,82 17/10 | 5,04 | 15156,66 4/1 | 8115,41 10/10 | 10,60 |
| | Topix index | 894,29 17/10 | 6,35 | 1461,31 4/1 | 823,46 10/10 | |
| MALAISIE | KL composite | 905,23 17/10 | -3,08 | 1524,69 14/1 | 903,60 17/10 | 10,40 |
| NOUVELLE-ZÉLANDE | All ordinar. | 715,12 16/10 | -6,23 | 1095,04 3/1 | 713,59 16/10 | |
| SINGAPOUR | Straits Time | 1880,66 17/10 | -3,21 | 3482,30 31/12 | 1902,28 16/10 | |
| TAIWAN | Weighted | 4960,40 17/10 | -3,32 | 9309,95 20/5 | 4924,73 17/10 | 9,70 |
| THAÏLANDE | ThaiSE | 471,58 17/10 | 4,12 | 886,57 22/5 | 449,52 10/10 | |
| AFRIQUE | | | | | | |
| AFRIQUE DU SUD | All share | 20139,59 17/10 | -2,21 | 33309,82 22/5 | 19932,08 16/10 | |
| COTE D'IVOIRE | BRVM | 211,92 16/10 | -2,32 | 246,72 5/8 | 199,22 2/1 | |

PER - Price Earning Ratio (ou cours/bénéfice) : cours de Bourse divisé par le bénéfice par action estimé pour l'exercice courant. PER : FactSet ICF Estimates ; données : la Cote Bleue.
n/d : valeur non disponible.

OR

Vendredi 17 octobre 22h21

| | Cours | % var. /heb. |
|--------------------------|----------|--------------|
| ONCE D'OR EN DOLLAR | 801,00 | -9,67 |
| OR FIN KILO BARRE | 19790,00 | -12,04 |
| OR FIN LINGOT | 19790,00 | -12,04 |
| PIÈCE 20 FR. FRANÇAIS | 130,00 | -15,86 |
| PIÈCE 20 FR. SUISSE | 129,90 | -13,40 |
| PIÈCE UNION LAT. 20 | 120,00 | 7,69 |
| PIÈCE 10 US\$ | 445,00 | -20,54 |
| PIÈCE 20 US\$ | 855,00 | -2,84 |
| PIÈCE 50 PESOS MEXICAINS | 749,25 | -16,28 |

DENRÉES

Vendredi 17 octobre 22h21

| | Cours | % var. /heb. |
|----------------------------|---------|--------------|
| BLE (\$ CHICAGO) | 563,00 | 0,18 |
| CACAO (\$ NEW YORK) | 2705,00 | 0,00 |
| CAFE (€ LONDRES) | 1740,00 | 2,96 |
| COLZA (€ PARIS) | 313,50 | 0,08 |
| MAÏS (\$ CHICAGO) | 401,00 | -1,78 |
| ORGE (\$ WINIPEG) | 109,00 | -32,67 |
| JUS D'ORANGE (\$ NEW YORK) | 135,00 | 0,00 |
| SUCRE BLANC (€ LONDRES) | 324,70 | -0,49 |
| SOJA TOURT. (\$ CHICAGO) | 258,50 | 6,38 |

MÉTAUX

Vendredi 17 octobre 22h21

| | Cours | % var. /heb. |
|---------------------------|----------|--------------|
| ALUMINIUM COMPTANT (\$/T) | 2110,50 | -5,78 |
| ALUMINIUM À 3 MOIS (\$/T) | 2178,00 | -5,24 |
| CUIVRE COMPTANT (\$/T) | 4880,00 | -9,66 |
| CUIVRE À 3 MOIS (\$/T) | 4819,00 | -9,77 |
| ETAIN COMPTANT (\$/T) | 13855,00 | -7,63 |
| ETAIN À 3 MOIS (\$/T) | 13950,00 | -6,09 |
| NICKEL COMPTANT (\$/T) | 11430,00 | -11,05 |
| NICKEL À 3 MOIS (\$/T) | 11610,00 | -11,17 |
| PLOMB COMPTANT (\$/T) | 1440,00 | -10,28 |
| PLOMB À 3 MOIS (\$/T) | 1460,00 | -9,60 |
| ZINC COMPTANT (\$/T) | 1203,50 | -17,57 |
| ZINC À 3 MOIS (\$/T) | 1242,50 | -16,36 |

NEW YORK
ARGENT À TERME (\$/once).....
PLATINE À TERME (\$/once).....

PÉTROLE

Vendredi 17 octobre 22h21

| | Cours | % var. /heb. |
|-------------------|-------|--------------|
| LIGHT SWEET CRUDE | 72,21 | -10,51 |
| BRENT (LONDRES) | 69,85 | -8,99 |
| WTI (NEW YORK) | 69,85 | -19,33 |

Décryptages

Regards sur la crise financière

► **Comprendre** Les plans de sauvetage des banques en 14 questions. Page 14-15

► **Débat** Trois points de vue sur la crise. Page 16

► **Grand entretien** Paul Virilio, philosophe. Page 17

Nouriel Roubini Cassandre à Wall Street

PARCOURS

1958

Naissance à Istanbul.

1960

Sa famille s'installe à Téhéran puis rejoint Tel-Aviv avant d'aller à Milan.

1988

Obtient son doctorat à l'université d'Harvard, aux Etats-Unis.

1995

Devient professeur d'économie à l'université de New York.

1998-2000

Conseiller économique à la Maison Blanche, sous l'ère Clinton.

2008

La crise financière dégénère, confirmant ses analyses.

Dès septembre 2006, et dans l'indifférence générale, l'économiste américain annonçait qu'une grave crise couvait. S'il séduit le grand public inquiet, il ne fait pas l'unanimité chez ses pairs

Nouriel Roubini a l'air un peu blasé. En cette fin septembre, un samedi matin, dans son loft new-yorkais de Tribeca, pas très loin de Soho, installé dans son fauteuil Breuer, l'économiste prend le thé. « Vous en voulez ? » A quelques centaines de mètres de là, Wall Street est en train de s'effondrer, comme il l'avait prévu. Les banques d'affaires les plus prestigieuses font faillite, comme il l'avait prévu. Une récession des plus sévères menace les Etats-Unis, comme il l'avait prévu. « Vous savez, ça ne me réjouit pas plus que ça d'avoir eu raison », assure-t-il. Un peu quand même.

Il y a deux ans, ce fils d'un marchand de tapis né à Istanbul s'était fait moquer par les plus grands experts. Lors d'une conférence au Fonds monétaire international (FMI), celui que le *New York Times* surnomme « Dr Doom » (« M. Mauvais Présage ») avait fait le récit de cette catastrophe annoncée. Après son discours, l'animateur avait lancé, cruel : « Peut-être qu'après cela il nous faudra un petit remontrant ? » Tout le monde avait ri. « Les gens pensaient que j'étais fou », se souvient-il. Alors, l'argent était facile, le Dow Jones prenait 10 % l'an, les banquiers d'affaires engrangeaient des bonus en « zillions ». Autrement dit, c'était la belle époque.

Aujourd'hui le monde est secoué par une crise que le magazine *Time* compare à la Grande Dépression de 1929. Et Nouriel Roubini est devenu l'un des économistes les plus réclamés. Il anime des colloques à Davos, Paris, Hongkong ou Londres, s'entretient avec le président de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet, comme avec les proches de la Maison Blanche. « Hier j'étais à Londres, avant-hier dans le Connecticut, je ne dors plus beaucoup », énumère-t-il. Calmement, sans animosité ni rancœur. « Je ne suis pas fâché, les gens mettent du temps avant de réaliser les choses, c'est souvent comme ça », confie-t-il. Nouriel Roubini vient tout juste de fêter ses 50 ans mais donne le sentiment que sa vie ne fait que commencer. « Je n'ai pas du tout peur de vieillir, ce que je fais est chaque jour plus intéressant », assure-t-il.



Ce fils d'Iraniens aisés, ballotté de pays en pays, d'Istanbul à Téhéran, de Tel-Aviv à Milan au gré des affaires paternelles, a été un élève studieux. Diplômé de l'université Bocconi à 24 ans, il a ensuite quitté ses proches pour la prestigieuse université Harvard, « parce que c'était la meilleure », explique-t-il. Depuis il enseigne à l'université de New York. « Un boulot à plein temps », qu'il semble apprécier plus que tout et qu'il n'a interrompu qu'entre 1998 et 2000 pour rejoindre le cercle des conseillers du Trésor à la Maison Blanche, sous l'ère Clinton.

Dans le petit milieu académique, la soudaine renommée de Nouriel Roubini agace. Il y a encore peu, il était davantage connu pour ses virées en boîtes de nuit que pour ses théories iconoclastes. « Quand je

suis arrivé à Washington, la réputation de Nouriel c'était : il a une grande maison, il fait des grosses fêtes », se souvient Romain Rancière, professeur à l'École d'économie de Paris en poste au FMI, qui avoue le trouver un peu « vulgaire ». « Roubini, ce n'est pas Nostradamus, ajoute l'économiste, il n'a pas inventé une nouvelle manière de penser l'économie. Il a pris un scénario, il l'a tenu, c'est la thèse de l'opinion contraire. »

Pour certains, « Dr Doom » devrait sa renommée à son étonnante ténacité plus qu'à son talent. L'économiste, qui se revendique aussi entrepreneur, a, de fait, astucieusement diffusé ses analyses. Il a été l'un des premiers à faire part de ses idées sur un blog, même si, au début, personne n'y faisait très attention. Il a aussi fondé un cabinet d'analyse d'une quarantaine de

personnes, RGE (Roubini Global Economics), pour vendre son expertise.

Reconnu du grand public, Nouriel Roubini a ainsi encore du mal à s'imposer auprès de ses pairs. « Il fait partie de cette génération pour qui l'économie est une théorie appliquée un peu dénigrée par les puristes », reconnaît M. Rancière. Dans ses ouvrages ne figurent quasiment aucun calcul mathématique, aucune équation. Nouriel Roubini ne parle pas que d'inflation, mais aussi du prix de l'essence, pas que du PIB, mais aussi de salaires. « Moi, je le trouve un peu brouillon, un peu trop latin », juge Paul Jorion, professeur invité à l'université de Californie.

Dans le milieu, l'économiste est « à part », confirme Thomas Philippon, qui enseigne avec lui à New York. Nouriel

Roubini passe ses vacances à Saint-Tropez. Son appartement de New York, ultra design, ressemble à celui d'un yuppie. Le style est épuré, presque clinique, le mobilier métallique, les peintures claires. Au plafond, des bulles de verre d'un artiste avant-gardiste. Au mur, des photos de rave parties à Tel-Aviv...

A l'évidence, Nouriel Roubini ne s'intéresse pas qu'à l'économie. Curieux, il passe son temps à voyager, parle de nombreuses langues dont l'hébreu et le farsi. Aime l'opéra, mais aussi le rap, MC Solaar ou Snoop Doggy Dog, précise-t-il. Ses proches assurent aussi que M. Roubini est drôle. « Il fait souvent des blagues », signale le portier de son immeuble qui ajoute que, dans le quartier, « c'est l'un des plus sympathiques ». Le matin, en prenant le journal, il se moque avec lui de l'actualité, de la gestion de la crise financière par l'administration de George Bush, qu'il compare à une « république bananière ».

Vous savez, ça ne me réjouit pas plus que ça d'avoir eu raison

Nouriel Roubini est amène. Il a été élu « professeur de l'année » par ses élèves. Cette facette du personnage trouble. Elle colle peu à celle assez anxieuse du « Dr Doom ». D'autant que le goût de Nouriel Roubini pour les messages apocalyptiques n'est ni neuf ni feint. En 2004, il évoquait déjà le cauchemar que traverserait l'économie américaine. Peter Kennen, professeur à l'université Columbia, qui le croise régulièrement lors des colloques, l'a d'ailleurs toujours trouvé assez « alarmiste ». « Je ne vais pas faire sa psychanalyse, mais je crois que je ne l'ai jamais vu sourire », ajoute M. Kennen. Lorsque cela lui arrive, le *New York Times* parle d'une torsion étrange de son visage « qui finit par ressembler davantage à une grimace ». C'est un peu vrai. Un sourire réclame visiblement un effort à M. Roubini. Peu expansif, son apparence indolente frôle même parfois la tristesse. Il a l'air de ces globe-trotteurs un peu déracinés, à l'aise partout, mais nulle part chez eux.

En dépit de cette langueur manifeste, Nouriel Roubini assure être un optimiste. A l'évidence, le mot a un sens particulier pour lui. Sur son blog figurent une bonne dizaine de fois les expressions : « crise systémique », « récession mondiale », « dépression » ; il y évoque aussi « l'arrêt cardiaque » des entreprises ou le « stress » de l'économie. Le titre de son dernier article : « Le risque sévère d'explosion du système financier mondial et d'une récession mondiale ». Optimiste, non ? ■

CLAIRE GATINOIS
PHOTO EMMANUEL FRADIN

Comprendre les plans de sauvetage

Agnès Bénassy-Quéré, directrice du Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), explicite les mesures prises par les Etats pour sauver les banques. Son analyse n'est pas très optimiste

PROPOS RECUEILLIS PAR MARIE-BÉATRICE BAUDET ET ADRIEN DE TRICORNOT

1) Les plans présentés cette semaine constituent-ils une première ?

Beaucoup de crises bancaires que le système capitaliste a déjà traversées ont coûté très cher. Au Japon, à la suite de la crise des banques liée à l'éclatement de la bulle immobilière, au début des années 1990, le gouvernement a lancé douze plans de relance pour un total de 1 027 milliards d'euros, ce qui a conduit à un taux d'endettement public de 178 % du produit intérieur brut (PIB). Dans les années 2000, la Chine a discrètement procédé à des recapitalisations bancaires massives très onéreuses.

Les montants en jeu aujourd'hui sont, eux aussi, très élevés. Mais ils sont faibles, comparés à la valeur totale des bilans bancaires qui représentent, en France, l'équivalent de 3,5 fois le PIB ! La nouveauté tient plutôt à la généralisation et à la coordination des plans.

2) Comment est-on passé d'un plan européen de 300 milliards d'euros à des plans à 1 700 milliards ?

Le premier plan proposé à la hâte par le gouvernement français aux autres pays européens se voulait la réplique du plan Paulson américain, sans qu'on sache très bien ce qu'il allait contenir : le rachat des actifs douteux des établissements financiers ? Des mesures destinées à la recapitalisation des banques ? Des garanties sur les prêts interbancaires ?

Le second plan européen est d'une toute autre ampleur car il a été discuté et structuré à partir de trois types d'interventions possibles. Première possibilité (à l'américaine) : récupérer les actifs douteux d'une banque, lui donner du cash à la place, puis revendre – ou plutôt tenter de revendre – ces actifs toxiques.

Deuxième option (à l'européenne) : prendre des participations dans une banque en lui versant du cash. Cette entrée d'un Etat dans le capital d'un établissement se veut, en principe, temporaire. Il faut espérer que la plupart des banques vont se redresser et

RECÉSSION, BAISSÉ DU CRÉDIT,
BAISSE DE LA CONSOMMATION,
RECRUESCENCE DE LA CRIMINALITÉ,
CHÔMAGE, IMPACT CO2 NÉGATIF...



donc se revaloriser, ce qui permettra à l'Etat actionnaire de revendre sa participation en faisant une plus-value.

Troisième voie (à la britannique) : garantir les prêts entre les banques afin d'assurer au prêteur qu'il récupérera, quoi qu'il arrive, son argent. C'est le principe de la caution. Ce dispositif ne coûte rien tant qu'un emprunteur ne fait pas défaut.

Le plan de sauvetage français repose, lui, sur deux piliers. Une enveloppe de 40 milliards d'euros est destinée à d'éventuelles recapitalisations. Par ailleurs, une société de droit privé est créée, la Société de refinancement. Elle est présidée par Michel Camdessus, ex-directeur général du Fonds monétaire international (FMI). L'Etat en sera actionnaire à hauteur de 34 %, ce qui lui donne une minorité de blocage. Les 66 % restants sont détenus par les banques. En échange d'actifs « de bonne qualité » (point sur lequel la ministre de l'économie Christine Lagarde a insisté) qui serviront de gage en cas de défaillance, elle refinancera les établissements de crédit en leur prêtant du cash. L'Etat se portant garant à hauteur de 320 milliards d'euros. Cette approche vise à permettre aux banques de prêter de nouveau aux entreprises et aux particuliers. Elle n'a pas pour objectif direct de faire refunctionaliser le marché interbancaire. C'est donc un mécanisme différent de celui promu par les Britanniques.

3) Comment chaque pays a-t-il fixé le montant du plan de sauvetage ?

Les ratios, les résultats, etc., sont connus, mais il n'est pas pensable qu'un Etat ait une parfaite connaissance des bilans des banques. Concernant les montants des plans de sauvetage retenus, des discussions ont eu lieu au sein des gouvernements de la zone euro et les chiffres sont à peu près proportionnés au PIB respectif de chaque Etat. Les ordres de grandeur sont comparables.

4) Les banques françaises en ont-elles besoin ?

Les banques françaises sont des établissements dits universels : elles ont des activités diversifiées. Elles investissent mais sont aussi des banques de dépôt. Même si certaines souhaiteraient faire appel au plan de sauvetage, elles n'osent sans doute pas sauter le pas pour éviter de se « signaler » au public et de rentrer dans une possible spirale de défiance. Qui plus est, il n'est pas certain que beaucoup de banquiers aient envie, en cas de recapitalisation, de voir l'Etat décider (un peu) à leur place.

Si les banques françaises persistent dans cette attitude, il leur faudra trouver

des investisseurs pour conforter leurs fonds propres. Elles pourraient se tourner vers la Russie, la Chine, les pays du Golfe, etc.

5) Les montants dégagés sont-ils suffisants ?

Il est difficile d'en juger à la date d'aujourd'hui. Grâce aux mesures prises, les banques vont pouvoir obtenir des liquidités et donc alimenter la machine économique en distribuant des crédits aux entreprises et aux particuliers. De même, elles amélioreront leur solvabilité si elles acceptent d'être recapitalisées. Mais sur ce dernier point, une remarque : l'enveloppe de 40 milliards d'euros sera-t-elle suffisante ? Paris a déclaré qu'il ne laisserait tomber aucun établissement bancaire. Implicitement, cela signifie que le gouvernement est prêt à porter secours à l'ensemble des établissements français... donc à dépenser 3,5 fois le PIB. C'est inimaginable...

Toutes ces mesures sont des rustines. Elles se substituent au marché interbancaire mais ne le relancent pas. Ce dernier a beaucoup de mal à repartir : les établissements ne se font pas assez confiance entre eux pour se prêter. Si les Bourses ne montrent pas une tendance à la hausse, les gouvernements risquent d'être obligés de prendre d'autres dispositions.

6) D'où vient l'argent ?

C'est l'un des aspects les plus simples. Le monde entier court après des bons du Trésor ou des obligations d'Etat, encore perçus comme un refuge. La crise financière n'a pas fait disparaître l'épargne. L'appétit pour de la dette publique est fort chez les Chinois, les Russes, mais aussi en Europe, dans les fonds de pension, par exemple. Les fonds souverains à eux seuls ont un portefeuille de l'ordre de presque 3 000 milliards de dollars.

7) Est-ce de la création de monnaie ?

Au niveau mondial, il ne s'agit pas de création de monnaie, plutôt d'un transfert. Un Etat émet des obligations ou des bons du Trésor qui sont souscrits par tel ou tel prêteur, qui lui verse du cash en échange. Ces liquidités sont ensuite distribuées dans l'économie. Si le prêteur est de la zone euro, les liquidités passent d'une main à l'autre sur le territoire de la zone. S'il est extérieur à la zone, les liquidités en devises doivent être converties en euros, mais cela ne crée pas forcément de la monnaie. Quoi qu'il en soit, il est clair que l'Etat augmente son taux d'endettement brut.

8) Est-ce inflationniste ?

Pour beaucoup d'Etats, l'inflation serait une solution à la progression importante de leur taux d'endettement. L'inflation est, en effet, une manière de transférer du revenu, du créancier au débiteur. Les revenus de celui-ci augmentent (en valeur nominale) alors que le montant de sa dette se déprécie. C'est plus facile que d'augmenter les impôts !

Mais ce n'est pas si simple de « faire » de l'inflation, surtout depuis l'indépendance des banques centrales qui, comme la Banque centrale européenne (BCE), veillent farouchement sur la hausse des prix. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale n'a pas pour seul objectif, contrairement à la BCE, la lutte contre la hausse des prix. C'est pourquoi un certain nombre d'observateurs pensent que le gouvernement américain pourrait pencher en faveur d'une inflation plus élevée pour régler la question de l'endettement.

Cette technique n'a rien de nouveau. Après la seconde guerre mondiale, la Grande-Bretagne affichait un taux d'endettement de 300 % de son produit intérieur brut. Taux qui a diminué au cours des années grâce à une inflation élevée. Il est vrai qu'à cette époque, les banques centrales n'étaient pas indépendantes.

9) Qu'est-ce que l'injection de liquidités ?

Prenons l'exemple de la BCE. Une banque lui demande des liquidités. Elle va prendre en pension des titres détenus par l'établissement, et les mettre de manière temporaire à son bilan. Parallèlement, elle va créditer le compte BCE de la banque – toutes les banques de la zone euro ont un compte à la BCE – et lui transmettre ainsi du cash.

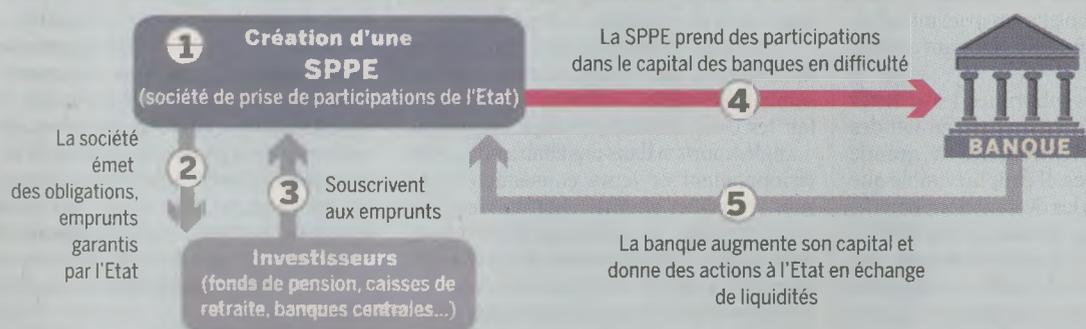
En France, l'Etat crée deux outils pour sauver le système bancaire

Présidée par Michel Camdessus, la Société de refinancement, détenue à 66 % par les banques et à 34 % par l'Etat, prêtera des liquidités à cinq ans. La société de prise de participation de l'Etat (SPPE), détenue à 100 % par l'Etat, entrera au capital des banques qui le souhaitent.

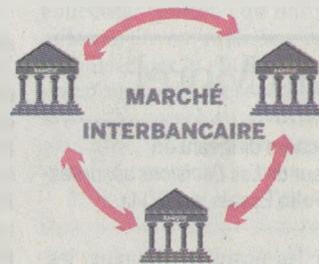
► Le refinancement des banques dans la limite de 320 milliards d'euros



► La recapitalisation des banques dans la limite de 40 milliards d'euros



► Pourquoi le système habituel du marché interbancaire ne fonctionne-t-il pas ?



La crise financière et la peur de la faillite d'un établissement bancaire conduisent les institutions financières à se méfier les unes des autres et à ne plus se prêter leurs liquidités excédentaires.

► Quel est le rôle des banques centrales ?

Elles « injectent » massivement des liquidités = elles prêtent à court terme de l'argent aux banques en prenant des titres en garantie.

Pendant le temps que dure l'opération, l'établissement bancaire voit juste l'actif de son bilan modifié : moins de titres mais plus de cash.

Quand la banque rembourse la BCE, elle réintègre les titres qu'elle avait mis en pension, l'actif de son bilan retrouvant sa structure initiale.

C'est un mécanisme classique. L'Euro-système, cette structure qui regroupe la BCE et les banques centrales de la zone euro, passe son temps à créer de la monnaie et à en détruire.

ment endettés (crédit-relais, etc.) pour l'achat de leur résidence principale ? Le rapport de Michel Pébereau réalisé en 2005 pour le gouvernement d'alors a alerté, à juste titre, sur l'ampleur de la dette publique française. Mais les circonstances actuelles qui sont tout à fait exceptionnelles peuvent conduire à l'augmentation du taux d'endettement de l'Etat sans

que le pays ne courre un véritable danger, surtout si l'augmentation de la dette a pour contrepartie une hausse des actifs détenus par l'Etat. Il n'y a aujourd'hui aucune anticipation de défaut de l'Etat. L'Italie vit depuis des années avec un taux d'endettement équivalent à 120 % de son PIB. S'il y a de l'épargne en face, le risque est faible.

12) Pourquoi créer deux établissements ?

Ces deux établissements ont été créés afin de montrer que ce dispositif est bien temporaire. La Banque de France est de plain-pied dans l'Eurosystème et le Trésor gère déjà, à travers ses agences, les emprunts et les participations de l'Etat.

10) Le coût figure-t-il dans le budget de l'Etat ?

Ces sommes correspondent à de la dette publique. L'Etat s'endette pour pouvoir fournir des liquidités aux acteurs économiques. Si l'on prend l'exemple de la France, l'ensemble du plan de relance est évalué à environ 400 milliards d'euros en incluant d'autres mesures de soutien (aides aux PME et aux promoteurs immobiliers), soit 20 points de PIB (1 point de PIB = 20 milliards d'euros environ).

Actuellement le taux des emprunts d'Etat à cinq ans est, pour la France, de 3,3 %. Si ces 400 milliards d'euros étaient mobilisés, le coût de la dette (les intérêts versés) serait donc de 13 milliards par an. Somme qu'il faut ajouter aux intérêts déjà versés pour la dette publique française actuelle (1 200 milliards), qui représentent 40 milliards d'euros.

Ces calculs traduisent l'hypothèse haute, c'est-à-dire si l'ensemble du plan de relance est mobilisé. Et c'est un montant brut, car l'Etat pourra très bien se désendetter s'il revend ses prises de participation, en faisant une bonne affaire.

On le sait peu mais seuls les intérêts de la dette sont inscrits dans le déficit public. Le déficit public français pourrait donc être aggravé de 13 milliards. Mais c'est sans tenir compte des commissions que l'Etat compte prélever sur les banques, en rémunération de la liquidité qu'il offrira, somme qu'il est évidemment difficile de chiffrer aujourd'hui. Par ailleurs, il faut mettre ce montant en face des objectifs du gouvernement.

Si le plan de sauvetage permet de sauver un point de croissance, soit 20 milliards, produisant 9 milliards d'euros de recettes supplémentaires puisque la pression fiscale est de 44 %, alors l'opération ne devient plus déficitaire que de 13 - 9 = 4 milliards d'euros. C'est le pari.

Rappelons que le déficit budgétaire est fixé dans le projet de budget 2009 à 52,1 milliards et que la dette publique remontera à 66 % du PIB en 2009.

11) Cela annonce-t-il un plan de rigueur ?

Politiquement, une telle annonce serait difficilement tenable. Qui plus est, est-ce la bonne solution ? Nous n'avons sans doute encore rien vu de la crise réelle. Ne faudrait-il pas plutôt un plan de relance ? Que va-t-il se passer ainsi pour les ménages français qui se sont forte-

La planète au secours des banques

1 France

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **320 mds €**
Fonds d'Etat pour la recapitalisation des banques : **40 mds €**
Garantie dépôts : **100 000 €** par personne et par établissement bancaire

2 Royaume-Uni

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **320 mds €**
Fonds d'Etat : **64 mds €** pour la recapitalisation des banques

3 Irlande

Coût potentiel de la garantie des dépôts bancaires : **400 mds €**

4 Belgique

Deux des principales banques du Royaume, Dexia et Fortis, sont passées sous le contrôle de banques françaises et néerlandaises. Fortis-Pays-Bas a été nationalisée.
Garantie dépôts : **100 000 €**

5 Pays-Bas

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **200 mds €**
Garantie dépôts : **100 000 €**

6 Allemagne

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **400 mds €**
Fonds d'Etat : **80 mds €**

7 Autriche

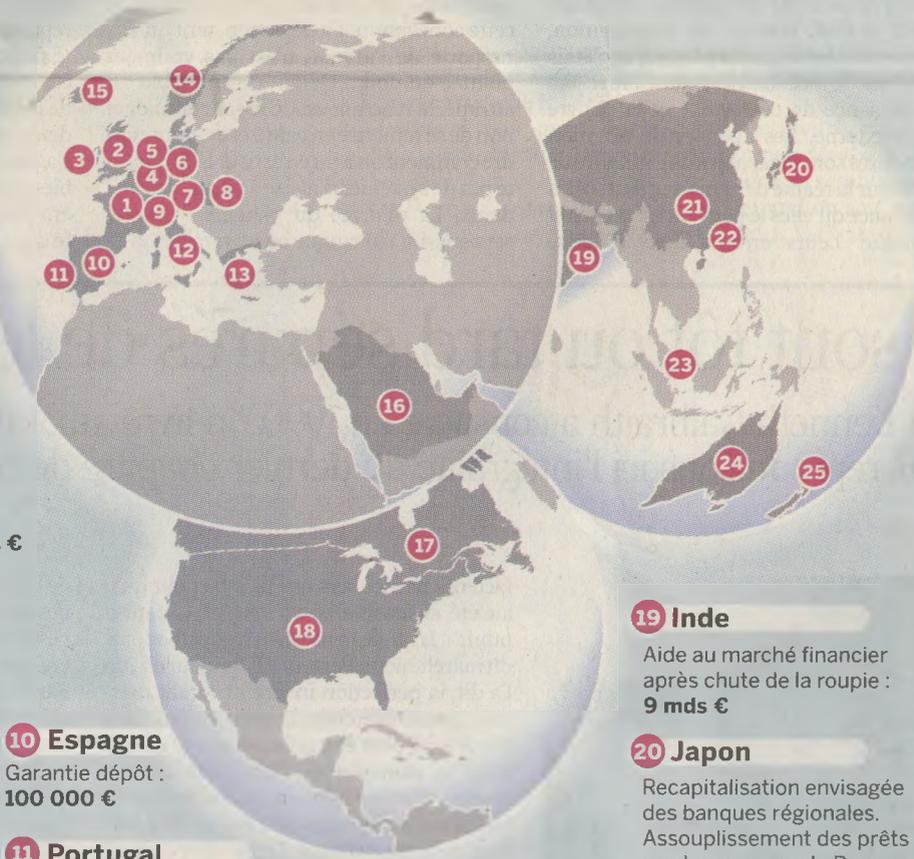
Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **85 mds €**
Fonds d'Etat pour la recapitalisation des banques : **15 mds €**

8 Hongrie

Montant de l'épargne garanti : **45 000 €**

9 Suisse

Recapitalisation d'UBS par l'Etat : **3,9 mds €**
Fonds de rachat d'actifs bancaires : **40 mds €**



10 Espagne

Garantie dépôt : **100 000 €**

11 Portugal

Opérations de refinancement des banques garanties par l'Etat : **20 mds €**

12 Italie

Fonds d'Etat pour la recapitalisation des banques : **40 mds €**
Garantie épargne : **103 291 €**

13 Grèce

Refinancement et recapitalisation des banques : **28 mds €**
Garantie dépôts : **100 000 €**

14 Norvège

Garantie des crédits immobiliers : **41 mds €**

15 Islande

Trois principales banques nationalisées.
Plan de sauvetage proposé par la Russie : **3,7 mds €** et discussions avec le FMI

16 Arabie saoudite

Aide aux banques : **30 mds €**
Baisse des taux d'intérêt par la banque centrale, pour la première fois depuis deux ans

17 Canada

Rachat de crédits immobiliers auprès des banques : **15,5 mds €**

18 Etats-Unis

Plan de sauvetage bancaire voté par le Congrès : **518 mds €**. L'Etat en utilisera une partie (185 milliards d'euros) pour entrer au capital de neuf banques - Citigroup, Wells Fargo, JP Morgan Chase, Bank of America... - dans la limite de 18,5 milliards chacune

19 Inde

Aide au marché financier après chute de la roupie : **9 mds €**

20 Japon

Recapitalisation envisagée des banques régionales. Assouplissement des prêts aux banques par la Banque centrale

21 Chine

Baisse des taux d'intérêt (sept. et oct.) à raison de 0,27 % chacun

22 Hongkong

Garantie de tous les dépôts bancaires jusqu'en 2010

23 Singapour

Fonds de **75 mds €** pour garantir tous les dépôts bancaires

24 Australie

Plan d'urgence pour relancer la consommation : **5 mds €**
Garantie globale des dépôts bancaires pendant trois ans au moins

25 Nouv.-Zélande

Garantie des dépôts bancaires, pendant deux ans au moins

Mais il fallait marquer la volonté gouvernementale d'agir en temps de crise sans pérenniser le dispositif choisi.

Des embauches ? Il faudra certainement recruter. Sans doute pas des fonctionnaires. Toutes ces questions de garantie de liquidités, etc. sont très techniques, et beaucoup d'experts estiment que la formation classique, Sciences Po puis l'ENA, y prépare mal. Beaucoup de personnes s'interrogent d'ailleurs pour savoir si le retard pris dans la régulation des marchés n'est pas lié aux différences de compétences – et de salaires – entre les fonctionnaires et les jeunes talents des salles de marché. Les premiers ayant souvent un train de retard vis-à-vis des seconds.

Mais regardons aussi ce qui se passe aux Etats-Unis, où les agents du Trésor sont très bien payés et, souvent, issus des grandes banques d'investissement. Ils connaissent bien les techniques bancaires... parfois même trop bien !

13) Qui, in fine, va payer ?

Nous assistons d'abord à un partage international des pertes entre les pays créanciers et les pays débiteurs. La Chine et le Japon, créanciers des Etats-Unis, ont investi dans de nombreux établissements américains dont la valorisation a baissé. Ils sont donc déjà perdants. Tout comme certains pays européens qui étaient détenteurs d'actifs américains.

Il y a aussi un partage national des pertes entre les contribuables, les actionnaires et les ménages. Aux Etats-Unis, ce partage est plus favorable aux actionnaires. Le rachat des actifs « pourris », prévu dans le plan Paulson, revalorise les banques, donc leurs actionnaires. En revanche quand il y a nationalisation partielle d'un établissement, l'arrivée d'un nouvel actionnaire, en l'occurrence l'Etat, dilue le capital et donc spolie les actionnaires déjà en place.

Quoi qu'il en soit, l'endettement supplémentaire de l'Etat peut, en cas de rigueur budgétaire affichée et obligatoire (le respect du pacte de stabilité, par exemple, qui fixe à 3 % du PIB le déficit budgétaire), et si les opérations en capital en cours se révèlent perdantes, se traduire soit par une hausse des impôts, soit par une baisse des dépenses de l'Etat (éducation, santé, politique de l'emploi, etc.), ce qui aura un impact sur la qualité de vie des contribuables et des ménages en général. Et si un Etat laisse grimper l'inflation pour dévaluer son endettement, ce sont les ménages qui en feront les frais puisque leur pouvoir d'achat baissera.

14) Ces mesures suffiront-elles ?

Ce n'est pas évident. Le marché interbancaire reste frileux. Il faudra peut-être un plan européen, voire international, de garantie interbancaire.

D'autres mesures sont nécessaires. La question des normes comptables est importante. Depuis quelques années, c'est le *mark to market* qui a fait loi, c'est-à-dire la valeur de marché trimestre par trimestre. C'est un cercle vicieux car à mesure qu'une banque voit ses actifs se dégrader, elle est obligée de les vendre ce qui fait encore plus baisser la Bourse... Il serait plus raisonnable d'évaluer les actifs selon d'autres méthodes. Pourquoi pas une moyenne historique ? Les gouvernements se sont penchés sur cette question lors du Conseil européen de Bruxelles.

Enfin, que dire des plans de recapitalisation ? Certes, les montants avancés sont importants (40 milliards d'euros pour la France) mais la valeur globale des banques est équivalente à 3,5 fois le PIB ! Que se passera-t-il s'il est nécessaire un jour de sauver l'ensemble des banques françaises ?

Pourquoi ne pas se poser, sans aucun a priori, les questions qui ont occupé les pays en développement dans les années 1980, c'est-à-dire, une restructuration de la dette des banques ou bien envisager une conversion forcée des dettes en actions ?

Toutes ces mesures seraient évidemment très compliquées à mettre en place : il existe 8 000 banques environ en Europe, dont 44 de grande taille : les dettes des unes sont bien souvent les actifs des autres. Mais, en dernière extrémité, il n'y aura peut-être pas d'autre choix. ■

Finance et sociologie

Le monde financier ne sait pas prendre de recul sur sa propre organisation. Or une remise en cause sera bel et bien nécessaire

La crise financière est abondamment analysée sous l'angle économique. Mais elle est aussi un phénomène qui relève largement de la sociologie. Sociologie de la connaissance d'abord. Ainsi, dans les organisations, en dépit de la culture scientifique qui y prévaut, on observe une tendance à mal percevoir et gérer les probabilités. Les patrons de la NASA qui ont décidé le lancement de la navette Challenger pensaient que le taux d'échec d'une fusée était de 1 pour 100 000 alors qu'il était de 1 pour 100.

Le monde financier, pourtant féru de mathématiques, n'échappe pas à ces erreurs de représentation. La titrisation des créances risquées a été vue comme un mécanisme d'assurance. Les quelques faillites seraient compensées par le gain sur l'ensemble. A quoi il faut ajouter les assurances proprement dites des *default credit swaps* (CDS). L'erreur est que les événements ainsi assurés sont liés, la faillite d'emprunteurs entraînant celle des autres, par des enchaînements économiques (baisse des prix de l'immobilier, hausse des taux, etc.).

Or on ne peut assurer que des événements, comme les accidents de la route, dont l'occurrence n'est pas liée. Il est improbable que les millions d'automobilistes soient tous l'objet d'un accident en même temps. Il n'était pas improbable que des milliers de propriétaires modestes tombent en faillite en même temps. La protection d'une réaction en chaîne ne peut pas relever de l'assurance.

En second lieu, les organisations sont de plus en plus envahies par des outils de gestion extrêmement sophistiqués : modèles mathématiques, logiciels, indicateurs composites, reportings volumineux, etc. Or les responsables, aussi haut placés soient-ils, ne connaissent pas les postulats et les mécanismes internes de ces outils et n'ont pas le temps de les comprendre. Ce sont pour tous des boîtes noires. Seuls leurs auteurs les comprennent. Les opérations de subprime, de titrisation et autres ont été validées par de tels outils. On leur a fait confiance

Christian Morel

Sociologue, ex-cadre dirigeant en entreprise, auteur de *Les Décisions absurdes* (Gallimard, « Folio Essais », 2004)

sans percevoir les postulats douteux, les lacunes et les effets pervers que ces outils comportaient.

Par ailleurs, se pose le problème de la connaissance des organisations de l'extérieur. Un des grands enseignements de la sociologie des organisations est que les organisations modernes sont infiniment opaques. En dépit d'enquêtes approfondies et longues, on a du mal à comprendre leur fonctionnement réel.

La déviation, tant qu'elle rapporte de l'argent, n'est pas vraiment pointée du doigt. Il n'existe pas de systèmes d'alerte à partir des incidents

Au cours de ma vie professionnelle en entreprise, mon secteur été évalué à plusieurs reprises par des acteurs extérieurs (audit qualité, conseil en organisation, expert comptable...). A chaque fois, j'étais effaré par le décalage existant entre ma connaissance de ce secteur et la pauvre vision externe. Les agences de notation financières sont incapables de connaître de l'extérieur la réalité de ce qui se passe. Mais la croyance qu'elles le peuvent est tenace et répandue. Leurs erreurs dans la crise

actuelle ont été lourdes de conséquences.

Un autre enseignement de la sociologie des organisations est que la sous-traitance est un point très fragile des organisations : flou sur les responsabilités, perte de savoirs, doublons, sources d'incertitudes. Faut-il rappeler que la majorité des problèmes de qualité dans l'industrie automobile ne proviennent pas de l'interne, mais de l'organisation de la sous-traitance ? La sociologue Karlene Roberts, spécialiste des organisations hautement fiables, a déclaré que l'externalisation des activités, telle qu'elle est à la mode dans l'industrie, introduisait des noeuds de fragilité, mettant en cause la fiabilité.

Dans la crise des subprimes, les activités multiples de titrisation ont été en fait des opérations de sous-traitance à grande échelle des créances. Il était inévitable que se produisent tous les dysfonctionnements inhérents aux sous-traitances mal gérées. En particulier, les banques ne se sont plus considérées responsables des créances risquées et les fonds qui les ont gérées ont perdu la connaissance des risques. Une organisation financière qui cède son cœur de métier perd le sens de ce qu'elle fait.

Enfin la sociologie des organisations nous enseigne que la fiabilité des organisations repose largement sur la façon dont on considère l'erreur. Dans les organisations hautement fiables technologiques, l'erreur est considérée comme une façon de développer la fiabilité : politique de non-punition (il est plus utile de parler des erreurs que de les punir), retours d'expérience sur les accidents, analyse systématique des incidents mineurs, débat ouvert dans tous les sens sur les erreurs.

Dans le monde financier, sauf quelques exceptions, on est à des années-lumière de cette conception. La déviation, tant qu'elle rapporte de l'argent, n'est pas vraiment pointée du doigt. Quand un coupable est attrapé, la réaction est de le sanctionner et non de se remettre en cause et de comprendre comment on a pu en arriver là. Il n'existe pas de systèmes d'alerte à partir des incidents. La réforme du système financier sera aussi sociologique ou ne sera pas. ■

Subprimes et mélamine, deux catastrophes liées

Les marchés et l'industrie ont recours à la même logique déresponsabilisante de sous-traitance

Clairement, la crise économique aura des répercussions sur le devenir de la mondialisation et sur les chaînes d'approvisionnement qui l'irriguent. Les chefs d'entreprise exploiteront-ils la crise comme alibi pour justifier l'inaction ? Oui car de nombreuses entreprises se serviront des conditions économiques pour restreindre leurs actions d'entreprise citoyenne. Non, car la crise rend nécessaire une plus grande attention aux enjeux de transparence et de responsabilité si le capitalisme mondialisé veut avoir une chance de survivre.

Les créances hypothécaires pourries et la mélamine dans le lait chinois peuvent sembler à des galaxies de distance, mais en fait les deux ont été provoquées par des « angles morts » dans nos chaînes d'approvisionnement et leurs conséquences se sont propagées pour toucher un bien plus grand nombre de personnes qu'on aurait pu le penser. Des géants financiers en faillite et des enfants empoisonnés sont les résultats d'un système économique qui se déploie sur toute la planète, et ce faisant, s'assure que les risques sont découpés en rondelles, puis disséminés entre les divers acteurs de la chaîne. L'ultime – sinon délibérée – conséquence est que peu de gens parviennent à comprendre et moins encore à maîtriser la véritable ampleur de ces risques. Dans les deux cas, la cupidité et l'irresponsabilité de la part de certains intermédiaires ont servi de détonateurs.

De même que ces crises ont des causes communes, elles ont aussi des conséquences communes. Ce qui a commencé localement a eu des effets systémiques. Les conséquences subies par le groupe laitier chinois Sanlu se répercutent désormais sur de nombreuses autres sociétés, et la mauvaise réputation de la Chine en matière de qualité s'en trouve encore plus écornée. Dans le cas des subprimes, c'est toute l'économie de la planète qui est en danger. Et dans les deux cas, des innocents sont touchés, qu'il s'agisse de bébés chinois ou de contribuables américains. Ces polémiques mettent en évidence le besoin croissant de traçabilité dans les chaînes d'approvisionnement.

Aujourd'hui, la valeur des entreprises est de plus en plus liée à la valeur du réseau d'approvisionnement qu'elles ont créé. Grâce aux nouvelles technologies et aux marchés financiers, les grands groupes sont les chefs d'orchestre d'une myriade de compétences disséminées sur l'ensemble de la planète. Et trop souvent, ces chaînes d'approvisionnement, aussi fortes qu'elles paraissent, ont en fait un maillon faible qui fragilise l'ensemble. Les directeurs des achats sont confrontés à la tâche redoutable de rendre leur réseau toujours plus fiable et en même temps plus compétitif.

Il existe pourtant déjà d'innombrables réglementations, souvent apparues en réaction à des accidents sanitaires. Des règles sont bien évidemment nécessaires, mais trop de réglementation risquerait de déresponsabiliser les dirigeants d'entreprise, provoquant des effets secondaires imprévus. La prime à la transparence et la responsabilité des entreprises devraient être la conséquence première des événements actuels.

Staline était convaincu que la Grande Dépression des années 1930 était la preuve que le capitalisme était en voie d'extinction – et il n'a pas du tout apprécié que l'économiste Nikolai Kondratiev soutienne que le capitalisme avait en réalité démontré sa capacité à rebondir après un effondrement, tel un phénix économique renaissant de la crise. Staline finit d'ailleurs par bannir Kondratiev dans les mines de sel où il mourut. Mais s'il vivait encore, il nous dirait vraisemblablement qu'au lieu de rédiger la rubrique nécrologique du capitalisme, nous ferions mieux d'en écrire le nouveau code génétique. Qu'il s'agisse de crédit ou de lait chinois, les clés ultimes du succès passeront par plus de transparence et de responsabilité. ■

John Elkington, cofondateur du « think tank » SustainAbility et de Volans ; Pierre-François Thaler, cofondateur du cabinet de conseil en approvisionnement socialement responsables EcoVadis ; Sylvain Guyoton, vice-président d'EcoVadis.

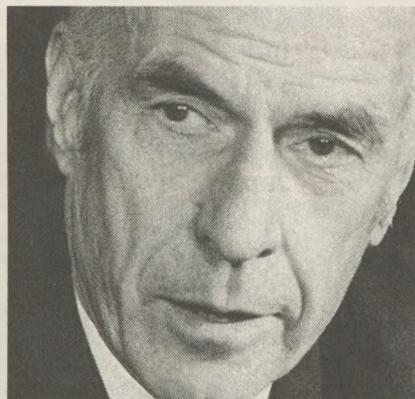
« Les imbéciles sont tôt ou tard séparés de leur argent »

Economiste iconoclaste, John Kenneth Galbraith a consacré en 1990 un livre aux bulles spéculatives qui scandent l'histoire du capitalisme. Nous reproduisons ici l'intégralité du dernier chapitre de cet ouvrage, qui reste ô combien d'actualité

Il est peu de points de repère plus couramment invoqués dans la vie que les « leçons de l'Histoire ». Ceux qui ne la connaissent pas sont condamnés à la répéter. Mais les leçons de l'Histoire sont parfois d'une ambiguïté troublante, et tout spécialement peut-être en économie. C'est que la vie économique est engagée dans un processus continu de mutation ; ce qu'ont observé les savants du passé – Adam Smith, John Stuart Mill, Karl Marx, Alfred Marshall – est donc un guide incertain pour le présent ou l'avenir.

Si les facteurs déterminants sont les mêmes, cependant, les leçons de l'Histoire ont force de loi – elles sont même inélectables. C'est le cas ici.

Prenons le risque de la répétition – la ré-annulation de ce qu'on espère désormais évident –, et résumons ces leçons. Les facteurs qui induisent les égarements répétés dans la démente financière n'ont pas changé, pour l'essentiel, depuis la tulipomanie de 1636-1637 [la première bulle spéculative de l'histoire, fondée sur le commerce de la tulipe]. Individus et institutions sont piégés par la merveilleuse satisfaction qu'on trouve à voir grandir sa fortune. Elle leur donne en même temps l'illusion de la puissance intellectuelle, elle-même protégée par le préjugé collectif notoire qui veut que l'intelligence – la sienne et celle des autres – soit proportionnelle à l'argent qu'on possède. La conviction ainsi ancrée produit l'action : on surenchérit, on fait monter le prix – dans le foncier, ou à la Bourse, ou encore comme tout récemment dans l'art. La dynamique de la hausse conforte l'intéressé dans son choix, elle lui prouve sa propre sagesse et celle du groupe. Et ça continue, jusqu'au jour de la désillusion générale et du krach. Celui-ci – ce devrait être à présent



AFP

Breve histoire de l'euphorie financière John Kenneth Galbraith

Traduit de l'anglais par Paul Chemla. Seuil, 1992.

Aujourd'hui publié dans « Economie hétérodoxe » (© Seuil, 2007)

assez clair – n'arrive jamais en douceur. Il s'accompagne toujours d'un effort désespéré et généralement vain pour se dégager.

C'est au sein même de cet enchaînement qu'il faut chercher les raisons pour lesquelles, globalement, il est si mal compris. Ceux qui sont impliqués n'avouent jamais leur stupidité. De plus, théologiquement, les marchés sont sacro-saints. On peut faire quelques reproches aux ex-spéculateurs les plus en vue ou les plus malhonnêtes, mais non aux autres participants, si récemment enchantés et désormais désenchantés. Les questions les moins importantes sont les plus vivement discutées :

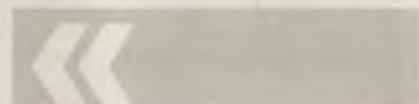
Qu'est-ce qui a déclenché le krach ? Des

facteurs particuliers ont-ils joué pour qu'il ait été si terrible, si violent ? Qui faut-il punir ? L'un des postulats de l'orthodoxie du marché actuellement à l'honneur est, on l'a dit, la perfection inhérente au dit marché. Il peut refléter des besoins artificiels ou frivoles ; il peut être déformé par le monopole, la concurrence imparfaite ou des erreurs d'information, mais, en dehors de cela, il est intrinsèquement parfait. Et pourtant, de toute évidence, l'épisode spéculatif où la hausse provoque la hausse est interne au marché lui-même. Et le krach, son point culminant, l'est aussi. Cette idée étant théologiquement inacceptable, il est nécessaire de chercher des influences extérieures – citons, pour les cas les plus récents, le retournement de tendance de l'activité économique pendant l'été 1929, le déficit budgétaire des années 1980 et les « mécanismes boursiers » qui ont entraîné le krach de 1987. En l'absence de ces facteurs, on présume que les cours seraient restés hauts et auraient continué à monter, ou alors qu'ils auraient connu un lent déclin indolore. Si l'on voit les choses ainsi, on peut absoudre le marché de toute dynamique interne conduisant obligatoirement à l'erreur. Rien dans la vie économique n'est si délibérément mal compris que le grand épisode spéculatif.

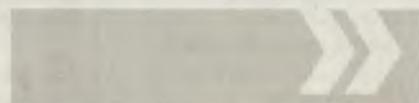
Il reste une dernière question : peut-on faire quelque chose ? et quoi ? La chute périodique dans la démente n'est pas un trait merveilleusement séduisant du capitalisme. Son coût humain n'est pas négligeable, ses effets économiques et sociaux non plus. Aux lendemains du krach de 1929, les dégâts furent considérables, et, on l'a vu, contribuèrent manifestement à la dépression qui suivit. Après 1987 – et c'est encore vrai aujourd'hui –, il y a eu le lourd résidu

de la dette due à l'exercice du levier, le choc des exigences de l'intérêt et de celles de l'investissement pour produire et innover, et enfin le traumatisme de la banqueroute. Sans compter l'effet persistant des pertes subies dans les junk bonds par les individus et les fonds de retraite.

Cependant, au-delà d'efforts pour que soient mieux compris la tendance à la spéculation et le processus spéculatif lui-même, il n'y a probablement pas grand-cho-



De toute évidence, l'épisode spéculatif où la hausse provoque la hausse est interne au marché lui-même. Et le krach, son point culminant, l'est aussi



se à faire. Une réglementation déclarant hors la loi la crédulité financière et l'euphorie collective n'est pas une possibilité pratique. Pour l'appliquer de façon exhaustive à ces comportements humains, il faudrait un corpus de lois impressionnant, probablement oppressif et à coup sûr inefficace.

Le seul remède, en fait, ce serait un scepticisme renforcé, qui associerait résolument l'optimisme trop affiché à l'imbécilli-

té probable, et ne lierait pas l'intelligence à l'acquisition ni à l'emploi – ni non plus à la gestion, d'ailleurs – de grosses sommes d'argent. Voici l'un des principes infailibles qui devront guider l'investisseur et, cela va sans dire, le gestionnaire de caisse de retraite ou d'autres fonds « institutionnels » : lorsque quelqu'un est en étroite relation avec l'argent, il est possible et même probable qu'il soit imbu de sa personne et qu'il tende à l'erreur jusqu'à l'extravagance. Puisse-t-on voir dans cette règle aussi la leçon durable de cet essai.

Autre règle : quand un climat de surexcitation envahit un marché ou entoure une perspective d'investissement, quand on parle d'occasion unique fondée sur un flair exceptionnel, que tous les gens sensés mettent les chariots en cercle ! L'heure est à la prudence ! Peut-être y en a-t-il vraiment une, d'occasion. Peut-être existe-t-il, ce trésor au fond de la mer Rouge. Mais une longue histoire nous prouve qu'aussi souvent ou plus souvent, il n'y a là que tromperie et autosuggestion.

En concluant un essai comme celui-ci, nul ne peut espérer échapper à deux questions : quand viendra le prochain grand épisode spéculatif ? et sur quoi portera-t-il – l'immobilier, les titres, les objets d'art, les voitures de collection ? Eh bien, il n'y a pas de réponse. Personne n'en sait rien, et celui qui prétend savoir ne sait pas qu'il ne sait pas. Mais une chose est certaine : il y aura un autre épisode, et d'autres encore après lui. Oui, comme on le dit de longue date, les imbéciles sont tôt ou tard séparés de leur argent. Le sont aussi, hélas, ceux qui, répondant à un climat général d'optimisme, se laissent prendre au sentiment de leur propre flair financier. Il en est ainsi depuis des siècles. Et il en sera ainsi pour longtemps. ■