

Variances

La revue des anciens élèves de l'ENSAE



**Vous achetez à vos
risques et périls**



DANGER
Illusion de reprise sur les
10 prochains jours



Évolution du nouveau marché sur les 3 dernières années

- **Le relais expert** : e-contact
- **Ethnographie des Stats** : la Russie
- Appel à soutien pour **Ingrid Bétancourt**

La Bourse, un nouveau père Noël ?

Numéro 22 - mai 2003

Pub



Ayant arpenté tous les débuts possibles, cette page demeurait blanche, immaculée comme peu de conceptions. Un soir d'avril, je suis allé dîner d'un très bon coq au vin chez des amis, espérant que les idées me viendraient comme l'eau à la bouche. Hélas, précisément, l'un des convives sauta du coq à l'âne en ces termes : « Et Bush, pourquoi qu'tu parlerais pas de Bush ? ». Les bras m'en tombèrent en même temps qu'un silence gêné.

C'est que l'aphonie vient de là, de l'empreinte des maux de ce maudit printemps qui met à la mode tant de mots déprimants : chute de la Bourse, propagande, tapis de bombes, rebond de la Bourse (sic !), hausse du chômage, rechute de la Bourse. Guerre. Rien qui ne justifie autre chose qu'un silence atterré.

Ou plutôt si : trois portraits. Celui de cet ancien élève devenu compositeur de musique classique à la Villa Medici à Rome, ou ceux encore de ces deux femmes si éloignées que rapproche un même tempérament solaire. Ces quelques trouées du côté obscur apportent quelques grammes de finesse à ce monde de brutes, et une vraie lumière à ce numéro.

Fabien TOUTLEMONDE

Variances

ISSN 1266-4499 - Variances (Malakoff)

**La revue des anciens élèves
de l'ENSAE**

Numéro 22 - mai 2003

Directeur de la publication
Fabrice Wilthien
(Ensaie 98)

Rédacteur en Chef
Fabien Toutlemonde (ENSAE 99)

Comité de Rédaction
Benoit Bellone (Ensaie 01)
Frédéric Gilli (Ensaie 00)
Hugo Hanne (Ensaie 92)
Sébastien Petithuguenin (Ensaie 01)
Eric Ralaimiadana (Ensaie 96)

Conception et réalisation
Fabien Toutlemonde (Variances)
Yasmine Vrod (Pulsar Création)
Tél. : 06 13 81 55 58

Publicité
Jean-Michel Amram,
Société OFERSOP
28, rue des Petites-Ecuries
75010 PARIS
Tél. : 01 48 24 93 39
jm.amram@ofersop.com

Commentaires ? Suggestions ?

Envoi de vos articles à :

Variances
Fabien Toutlemonde
24, rue Rousselet
75007 Paris
Variances@ensae.org

Imprimerie Néo-Typo
1 c, rue Lavoisier
25000 Besançon
Dépôt légal : 30363

Prochain numéro :
Novembre 2003

Prochain dossier :
Special London

Pub

Sommaire

ASSOCIATION

Conférences ASTEC-AMSEPI en 2003	16
E-contact, le relais experts	16
E-revue, revue électronique de débat.....	16
Le prix ALM 2002	16
Brèves.....	16

VIE DE L'ÉCOLE

L'ENSAE en finale du Debating 2003	16
Quand Risoul accueille l'ENSAE.....	16
Ca repart pour un Tour en 2003, avec e-racing et Théodora	16

TÊTE D'AFFICHE

Catherine GRANDCOING (ENSAE 1978), Directrice générale du Groupe JLA Hamster	16
---	----

DOSSIER

La Bourse, un nouveau père Noël ?

A quoi sert la Bourse ? (Pierre-Marie DEBREUILLE, ENSAE 1999)	
Après la bulle (Nicolas SOBCZAK, ENSAE 1993)	
La détention d'actions par les ménages français (Guilhem BENTOGGIO, ENSAE 2000)	
La compétition entre plate-formes de négociations d'action aux Etats-Unis (Sébastien COCHARD, ENSAE 1994)	
Quel est le risque que les bourses ne remontent pas ? (Patrick ARTUS, ENSAE 1975).....	

LES ANCIENS

L'ethnographie des stats : les sondages en Russie	
Profils atypiques : Fabien LEVY, musicien à la Villa Medici, Rome	
Mobilité.....	
Carnet.....	
Publications	

TRIBUNE LIBRE

Nous soutenons Ingrid Bétancourt	
--	--

C

onférences ASTEC-AMSEPI en 2003

L'économie est un lieu de débat. Parce qu'au cœur de ces débats se trouvent souvent des enjeux qui engagent notre avenir, il est important que les anciens de l'ENSAE prennent la parole et échangent avec l'ensemble des acteurs de leur environnement. C'est pourquoi l'Astec a souhaité inscrire la discussion et l'échange au cœur de sa démarche. C'est donc très naturellement qu'elle organise régulièrement, parfois en partenariat avec l'association des anciens de l'Université de Paris I Sciences économiques, l'Amsepi, une série de conférences traitant de sujets de fond, ayant trait à l'actualité économique, politique, porteurs d'idées nouvelles ou nécessitant quelques mises au point.

A chaque conférence débat, deux intervenants sont invités à échanger leur point de vue sur une question donnée. Ils sont souvent choisis pour leur opposition ou leur complémentarité. Les conférenciers sont des experts reconnus dans des domaines aussi variés que l'économie, les sciences politiques, la sociologie, les techniques statistiques : Christian de Boissieu, Christophe Clergeau, Carlos Quenan, Christine Riffart, Edouard Lecerf, Dominique Reynié, Michel Grignon, Stéphane Jacobzone, Anne-Marie Brocas, Joël Maurice, Jacques Lecacheux, Florence Lutsman. Après leurs exposés, chacun d'une dizaine de

minutes, la parole est donnée à la salle qui peut débattre avec l'ensemble des participants.

La liste des conférences débat s'est allongée cette année. Après : « Quel projet pour l'Europe », « Sondage et Démocratie », « Argentine », le cycle de ces conférences a abordé la question de la « **Réforme des retraites** » début octobre, permettant de présenter une synthèse des travaux du Conseil d'Orientation des Retraites. Outre la mise en lumière de faits stylisés concernant le modèle français, ce débat a permis d'évoquer les priorités et les propositions qui seront vraisemblablement opposées lors de la négociation qui s'est ouvert début 2002. Par ailleurs, sans s'enfermer dans un débat capitalisation-répartition, la discussion a évoqué le dilemme solidarité contre individualité, le caractère plus ou moins réaliste d'un changement du mode de financement ou la difficile notion de rendement d'un régime de retraite.

C'est ensuite, fin octobre, la question : « **Équité et efficacité du système de santé** » qui a été abordée. Après un rapide panorama des systèmes de santé internationaux et une caractérisation des imperfections du marché d'offre de soins, les intervenants ont discuté les concepts de régulation, de pluralité d'offre et d'opéra-

teurs de soins. Des questions aussi diverses que la soutenabilité du système de santé français et son coût macroéconomique, les raisons de la surconsommation médicale ou les mécanismes de prévention ont été débattues.

Enfin, alors que les scandales financiers sont encore vivaces dans les esprits, l'Astec et l'Amsepi ont abordé un cycle de débats concernant la régulation des marchés. Un premier volet intitulé « **Régulation du marché ou régulation par les marchés ?** » s'est concentré, en février 2003, sur les possibilités de risques systémiques, avec notamment comme cas d'école le marché de l'assurance. D'autres discussions devraient revenir sur ce thème rapidement. Entre temps, le thème « Travail et emploi dans la société » devrait être bientôt débattu.

Des comptes-rendus détaillés sont mis à disposition sur notre site www.ensae.org au sein de la rubrique conférences, faisant écho à chaque débat. Alors, n'hésitez plus, venez prendre la parole au sein des conférences débats de l'Astec. Proposez un thème de discussion !

Pour tout renseignement sur le contenu et l'organisation des conférences, contactez nous via conference@ensae.org, votre point de vue nous intéresse !

pub

E-contact, le réseau expert

L'Astec a pour objet notamment d'aider les anciens de l'ENSAE à optimiser leur trajectoire professionnelle. A tout moment de leur carrière, les diplômé(e)s de l'ENSAE peuvent être à la recherche de conseils à propos de leur orientation professionnelle. C'est pourquoi l'Astec a lancé un service en ligne ouvert aux diplômé(e)s de l'ENSAE, pour leur permettre de converser

avec des experts qui partagent avec eux leur expérience dans leur domaine d'excellence et répondent à leurs interrogations : e-contact.

A partir de notre site, les anciens de l'ENSAE peuvent ouvrir les portes de e-contact, pour joindre directement les experts de leur choix. Ces experts sont recrutés parmi les anciens élèves de l'ENSAE, sur la base

du volontariat. Sélectionnés par le bureau e-contact, issu du bureau de l'Astec, ils sont répertoriés par domaine de compétences. Afin de mieux les situer, ils mettent à la disposition des anciens un mini-CV, régulièrement mis à jour. Il ne reste plus qu'à leur poser des questions, à soumettre à leur analyse des choix. Ils répondront dans les meilleurs délais.

Si vous voulez devenir un de nos relais-experts

n'hésitez pas à contacter :
bureau-e-contact@ensae.org

et à consulter le site Internet de l'Astec :
www.ensae.org

NB : Les personnes non diplômées de l'ENSAE (journalistes, autres..) ont un accès indirect à ce service, les messages qu'elles souhaitent adresser à ces experts étant modérés par le bureau de e-contact.

Pourquoi payer sa cotisation à l'ASTEC ?

...et bien pour permettre à l'ASTEC de continuer de proposer

> Des services personnalisés destinés aux seuls adhérents :

- Envoi de l'annuaire (version papier) à domicile;
- Accès gratuit aux services de recherche bibliothécaire de l'ENSAE ;
- Invitation aux manifestations et cocktails privés organisés par l'ASTEC ;

E-revue, revue électronique de débat

L'analyse économique se trouve très souvent au cœur de discussions intenses, faisant aussi l'objet d'enjeux cruciaux pour notre avenir. Parce qu'il fallait occuper le créneau du débat, l'Astec a lancé en février dernier une revue électronique de débat en économie, en finance ou sur tout autre sujet : **la e-revue**. Tous les deux mois nous assurerons la diffusion électronique de la **e-revue**, à destination des anciens de l'ENSAE et de toute personne intéressée. Ainsi, en s'assurant que la réflexion des anciens de l'ENSAE rencontre le plus grand l'écho possible, la e-revue signale au mieux le niveau d'expertise des diplômés de l'école, renforçant in fine la

visibilité et le prestige de celle-ci.

Dans une première partie, les anciens de l'ENSAE peuvent exprimer leur point de vue sur un sujet de fond ou d'actualité. Il leur suffit pour cela de nous envoyer leur papier, sans calendrier fixé à l'avance, à **e-revue@ensae.org**. Nous avons déjà reçu à ce titre plusieurs articles traitant de sujets aussi divers que le marché des dérivés de crédit, les swaps, la flexibilité du marché du travail, les 35 heures ou des papiers à tonalité humoristique. Chaque article est mis en ligne sur notre site.

Mais la **e-revue** va plus loin : elle répertorie et diffuse auprès de tous ses

abonnés les résumés des papiers que les anciens de l'ENSAE ont écrit dans leur contexte professionnel. Un hyperlien permet à chaque fois que cela est possible de consulter l'intégralité du papier. La liste de cette production est déjà très longue au moment où le deuxième numéro de la **e-revue** vient de paraître. Là aussi, il appartient aux anciens de l'ENSAE de nous signaler leurs publications, afin de faciliter et de rendre aussi exhaustive que possible cette « bibliographie des anciens de l'ENSAE ».

A vos claviers, donc. Votre point de vue nous intéresse, il intéresse aussi le reste du monde.

(hein, c'est pas une bonne question ça ?)

mais surtout ...

> Des services de qualité, utiles et accessibles à tous :

- Un site Internet interactif déjà utilisé régulièrement par plus de 2000 anciens élèves : offres d'emplois, mail ASTEC à vie pour chaque ancien, consultation de l'annuaire en ligne, clubs ;
- e-contact, réseau d'experts issus de l'ENSAE ;
- Le Cycle de conférences AMSEPI-ASTEC (gratuites) ;
- Le Cycle de conférences AMSEPI-ASTEC (gratuites) ;
- e-revue et Variances, vecteurs centraux de communication entre les anciens, vitrines de leurs travaux, réflexions et publications ;
- Actions pour développer la renommée de l'ENSAE et de ses diplômés ;
- Subventions aux activités des élèves de l'ENSAE, aide ponctuelle aux anciens rencontrant des difficultés financières (prêts d'honneur) ;
- etc

Le prix ALM 2002

Le 19 décembre dernier, Aude GUILHAMON (ENSAE 2001) recevait le prix du meilleur mémoire ALM 2002 décerné par l'Association Française des Gestionnaires Actif-Passif (AFGAP), pour sa thèse d'actuariat sur les CDO. Comment ne pas lui rendre honneur : elle le vaut bien.

Tout de que vous avez toujours voulu savoir sur les Collateralized Debt Obligations

Les dérivés de crédit ont émergé comme les nouveaux instruments qui ont rendu négociables sur un marché les créances consenties par les établissements financiers (crédits à la consommation, immobiliers, cartes de crédit revolving et bien d'autres). Dans un contexte marqué par des faillites récentes d'acteurs du marché non forcément spéculateurs, les autorités de régulation scrutent à la loupe les modèles d'évaluation des risques que retiennent les banques, tant pour calculer leur ratio prudentiel - ratio normatif dont le respect les oblige à consommer d'autant plus de fonds propres que leurs actifs sont risqués, que pour guider leur allocation interne de capital.

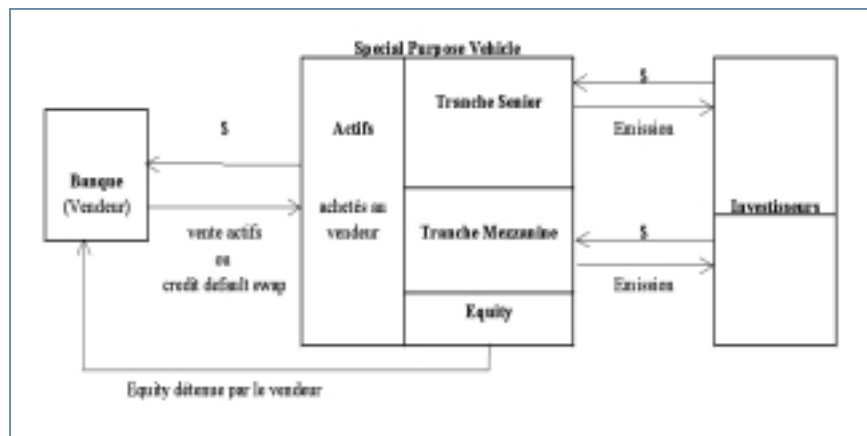
L'enjeu principal de cette thèse était la valorisation d'un instrument dérivé, le CDO - Collateralized Debt Obligation - avec pour pièce maîtresse la modélisation du risque de défaut, et s'appuyant en particulier sur le modèle à intensité stochastique de Duffie et Garleanu. Ces travaux ont mis en exergue une application fort intéressante de ce modèle au calcul des diversity scores. Enfin, dernière étape si cruciale avant la livraison d'un nouveau modèle, la phase de calibration a exposé différentes techniques permettant d'estimer les paramètres du modèle de défaut. Précisons

que la touche finale de cette thèse est la réalisation du modèle sous langage C++.

Le comité de Bâle a concentré son attention sur les instruments dérivés, et en particulier sur les dérivés de crédit, qui donnent aux établissements financiers la faculté de transférer à d'autres agents le risque de crédit, soit en revendant le risque de défaut à une contrepartie tout en gardant la propriété des créances, par le biais d'un "Credit Default Swap", soit en vendant un portefeuille de créances à une structure ad hoc, un "Special Purpose Vehicle", qui à son tour émettra des titres de meilleur rating que les créances initiales en diversifiant ses actifs.

Le montage aboutissant à l'émission de ces titres est une opération classique de "titrisation", décrite dans le schéma ci-dessous.

Schema d'un cash CDO en dollar :



Les titres sont répartis en tranches de qualité de signature croissante, appelées dette junior (equity), mezzanine, et senior, cette dernière pouvant atteindre le rating suprême AAA.

Du cœur du modèle ...

L'approche de Duffie et Garleanu consiste à considérer le processus de défaut comme une variable aléatoire pouvant effectuer des sauts, qui traduisent les migrations de rating, suivant un modèle à intensité stochastique.

On cherche à définir une « intensité » d'arrivée de défaut $\lambda(t)$, telle que l'intensité au cours du temps varie avec la qualité du crédit, et que les corrélations des changements de qualité de crédit des débiteurs soient reflétées par celles des variations de leurs intensités de défaut. On définit donc la pré-intensité, pour le temps d'arrêt t , comme un processus stochastique

_ tel que pour tout t précédant t , l'intensité d'arrivée de défaut vaut $_{-}(t)$ et :

$$P\left(\tau < t + \Delta t | F_t\right) = E\left[\exp\left(\int_t^{t+\Delta t} -\lambda_s ds\right) | F_t\right]$$

Les temps de défauts d'un débiteur ont une pré-intensité ? vérifiant une équation différentielle stochastique de la forme :

$$d\lambda(t) = k(\theta - \lambda(t))dt + \sigma\sqrt{\lambda(t)}dW(t) + \Delta J(t)$$

qui fait intervenir un mouvement brownien standard W et un processus de sauts J . On parle de processus affine fondamental de paramètres $(k, \theta, \sigma, \lambda, J)$. Les paramètres peuvent être ajustés de nombreuses manières pour contrôler l'évolution du risque de défaut avec le temps.

Pour passer à l'étude d'une population de N émetteurs, on exploite le fait que sous certaines conditions, un modèle affine fondamental peut s'écrire comme la somme de modèles affines indépendants. En supposant la proportionnalité entre les paramètres d'une composante commune et ceux des composantes individuelles de chaque émetteur, on se ramène à l'étude de $N+1$ processus d'intensité indépendants.

Il est en outre possible d'élargir ce principe au risque multifactoriel, en décomposant la pré-intensité en plusieurs processus affines indépendants (pour intégrer notamment les risques liés au secteurs et à la région), de manière plus ou moins compliquée selon les hypothèses faites.

...à la valorisation du CDO

Les principaux phénomènes à prendre en compte, outre le défaut, sont celui du recouvrement des créances, et de l'absorption des pertes, éventuellement des bénéfices, par le Special Purpose Vehicle.

On suppose que la fraction de recouvrement en cas de défaut est en espérance constante au cours du temps, et que les fractions de recouvrement correspondant aux différents sous-jacents sont indépendantes et uniformément distribuées. On constate empiriquement que c'est la distribution

des titres de la tranche senior, les senior unsecured bonds, qui est la plus proche de la distribution uniforme. Sous certaines hypothèses, la valeur initiale d'une obligation de maturité t s'obtient en fonction de la pré-intensité ? affine de l'émetteur, du taux zéro-coupon de maturité t , et de t . On en déduit finalement la valeur des flux du CDO jusqu'à la maturité.

L'absorption des pertes et des bénéfices par le véhicule obéit aux règles dites de priorisation. Les porteurs de la tranche senior reçoivent en priorité les intérêts, et les éventuels bénéfices, tandis que la tranche junior absorbe les premières pertes. Il existe plusieurs méthodes de priorisation (suivant qu'il y ait ou non un remboursement anticipé du capital) mais toutes respectent ce principe fondamental qui garantit les ratings de chaque tranche.

Le modèle à intensité stochastique a été appliqué au calcul du diversity score. Il consiste à remplacer un portefeuille de N actifs, avec une corrélation r , par un portefeuille dit de comparaison ayant la même distribution de perte globale et comprenant S actifs identiques et indépendants. S est appelé diversity score. Cette méthode a d'abord été proposée par Moody's qui ne donne bien évidemment pas au public ses méthodes de calculs. Cependant Schorin et Weinreich (1998) ont introduit une méthode combinatoire basée sur des probabilités de défaut historiques. En remplaçant les probabilités historiques par celles déduites de la fonction de répartition calculée grâce au modèle à intensité stochastique de Duffie et Garleanu, on peut valoriser un CDO avec une grande économie de temps de calcul.

Sans oublier la calibration

Le calibrage de ce modèle représente une étape très délicate, les observations de défaut étant rares. Trois approches ont été explorées : la première utilise les probabilités de défaut cumulées données par Moody's pour calibrer le modèle en fonction du rating ; la seconde applique une méthode des moments généralisés aux prix d'obligations d'un secteur particulier, pour estimer les paramètres du modèle (discrétisé) en omettant les sauts, mais est moins satisfaisante quant aux résultats ; la troisième est une calibration du modèle en temps continu intégrant les sauts, qui utilise la méthode GMM spectrale. Cette dernière voie, qui paraît très prometteuse, reste ouverte à l'investigation.

Les résultats du modèle sont cohérents avec les prix de marché. Pour un CDO contenant des obligations ratées B-BA, attribuées à 80% à la tranche senior, et à 10% à la mezzanine, les spreads obtenus correspondent à un rating AAA pour la première, et BA pour la seconde, ces spreads se dégradant avec la corrélation. Inversement, une meilleure diversification, conjuguée avec une faible collatéralisation, accentue l'amélioration de la tranche senior.

On le voit, ces travaux ont atteint leur premier objectif, celui de développer un modèle de valorisation des dérivés de crédit, alternatif aux références actuelles (KMV, CreditMetrics ou CreditRisk+). En outre, ils permettent aux établissements financiers d'éclairer leurs choix d'allocation de capital, et offrent un outil d'évaluation de leur rentabilité.

Eric RALAIMIADANA
(CESS-MASTERE 1996)

Parcours :

Après l'ENSAE, Aude GUILHAMON a fait un Master en Finance et Economie à la London School of Economics et est maintenant en VIE à Londres chez Crédit Agricole Indosuez (recherche économique sur les taux d'intérêt). Lors de la remise de son prix, Aude GUILHAMON a tenu à associer publiquement à son succès Laure JUVANON (ENSAE 2001), co-auteur du mémoire de GT (Groupe de Travail) qui a servi de base aux travaux ayant été récompensés. Laure JUVANON travaille depuis sa sortie de l'ENSAE à la Direction Financière de EDF.

B rêves

Les 99 préparent 2004

Les anciens élèves de la promotion 1999 commencent à penser (déjà !) à la manière de fêter comme il se doit en 2004 les 5 ans de cette promotion. Du simple dîner à un « night-trip » à Londres, les idées fusent. Aidez-vous à canaliser ces énergies !

Quant aux maîtres de cérémonies, qui seront chargés de donner corps à tous ces beaux rêves, ils vous faut aussi les désigner (même si le nom de Pablo est sur toutes les lèvres à Paris comme à Boavista).

Envoyez vos suggestions et doléances :
99a5ans@ensae.org

Compte à rebours pour e-london

Un nombre croissant d'anciens élèves vit et travaille à Londres. Pour eux, nous travaillons à créer une structure sur le site Internet de l'ASTEC qui leur permettrait de se mettre en contact facilement les uns avec les autres : aide et conseils aux jeunes diplômés fraîchement débarqués de l'Eurostar, bons plans, tournée des pubs et sorties nocturnes.

Le prochain numéro de Variances, un spécial « London », donnera un large éclairage à cette initiative qui devrait donner au réseau des anciens élèves de l'ENSAE un nouvel ancrage au cœur de La City.

Erratum

Même les moins attentifs de nos lecteurs l'auront remarqué : la couverture du précédent numéro (Variances 21) était datée de novembre 2003. Il fallait bien sûr lire novembre 2002. Cet excès issu d'un engouement fougueux, mais excessif en ce cas, pour le futur n'empêchera pas la parution en novembre 2003 d'un nouveau numéro de Variances, le 23ème.

L'Assemblée Générale 2003

*Rejoignez-nous **le lundi 16 juin à 19h30**
pour une soirée au sommet de la **Tour Montparnasse** !*

- Cette année, l'assemblée générale se déroulera à l'Espace 56 :
56ème étage de la Tour Montparnasse, rue de l'Arrivée, Paris 15ème.
- Chaque ancien élève recevra par courrier une convocation. Renseignements et candidatures, contacter Karine Pain :
secretaire@ensae.org ou 01 41 17 38 62
- L'assemblée générale sera suivie d'un cocktail offert par l'Astec, avec vue imprenable sur la Tour de l'Insee !

Aujourd'hui, on n'a plus le droit Ni d'avoir faim ni d'avoir froid

Pour permettre aux bénévoles
des Restaurants du Cœur
de distribuer chaque hiver
des centaines de milliers
de repas par jour...

Pour soutenir nos actions
d'insertion, d'hébergement
et de formation...

Pour redonner espoir à ceux
qui souffrent de la faim
et de l'exclusion...

Rejoignez-nous en adressant
vous aussi, votre chèque aux



RESTAURANTS DU CŒUR
75515 PARIS CEDEX 15

Vous recevrez un reçu fiscal
vous faisant bénéficier
d'une réduction d'impôt
sur le revenu correspondant
à 60% de votre don jusqu'à
un montant fixé chaque
année par la loi de finances

2.100 Francs
sur le revenu 2000

**LES RESTAURANTS
DU CŒUR**
LES RELAIS DU CŒUR

En 2000/2001
570 000
REPAS PAR JOUR
dans **2 200**
CENTRES ET
ANTENNES
avec **40 000**
BÉNÉVOLES

remercient vivement
VARIANCES

de s'associer à leur action en leur offrant cet espace.

Maquette réalisée par les Ateliers d'Insertion des Restaurants du Cœur



L'ENSAE en finale du Debating

L'American University of Paris remplace depuis deux ans maintenant Sciences-Po au sein du carré magique qui compte également l'Ecole Polytechnique, l'ENA et l'ENSAE. Cette année, c'est donc un adversaire inédit que l'ENSAE a retrouvé en finale du Debating 2003.

L'assemblée nationale, c'est plutôt confortable. On vous chouchoute dès l'entrée, on vous donne du « madame », du « mademoiselle », du « monsieur, si vous voulez bien vous donner la peine de me donner votre manteau afin que je l'accrochasse sans trop le froisser sur ce magnifique cintre 27 carats ». Puis on entre dans ce haut lieu de la démocratie française. Des fauteuils en cuir, larges, moelleux, où l'on peut bien s'étaler, poser ses deux coudes sans toucher ceux du voi-

le discours de l'orateur flotte comme un rêve au-dessus des têtes, les murmures du public le bercent plutôt qu'ils ne le dérangent...

Seulement voilà, une fois par an ça ne se passe pas comme ça. Une fois par an, une bande de gais lurons débarquent dans cette magnifique salle, et là je mets au défi les plus illustres de ses occupants habituels d'arriver à y trouver le repos. Hier soir, 27 mars 2003, l'Ensa debating team débarque avec son public pour s'opposer à l'équipe de l'American University of Paris, et

dant brillamment la motion selon laquelle « capital punishment is wrong ». L'adversaire était difficile à négocier, qui plus est loin de l'ombre protectrice de la tour de l'Insee. Difficile à négocier, mais bien connu. En effet, nombre d'entre nous étaient à des années lumières de savoir qu'un jour ils calculeraient des chi-deux, que déjà notre chairman, Declan Mac Cavana, organisait des joutes oratoires palaiso-malakofiottes.

Mais hier soir, l'adversaire était



Le public, sans lequel le debating ne serait pas le debating.

sin. Des fauteuils dans lesquels on peut se lover confortablement en attendant l'heure du déjeuner. Le député y ferme les yeux, son corps est envahi d'une torpeur exquise,

croyez-moi, du bruit, il y en a eu ! Quelques jours auparavant, l'Ensa avait remporté la victoire en demi-finale contre polytechnique (sur leur terrain) en défen-



nouveau pour l'Ensaë. Cela faisait deux ans déjà que l'American University of Paris, AUP pour les intimes (prononcer « et youpi »), participait au debating sans passer le cap de la demi-finale contre l'Ena. Cette année, une équipe sans doute plus mûre que les années précédentes accédait pour la première fois aux finales.

La motion présentait l'avantage de ne pas favoriser une équipe par rapport à une autre : « This house believes that any good thing in life is either illegal, immoral or fattening ». Le government de l'AUP nous a proposé entre autres les points de vue d'un ange, d'un prêtre et du diable, et l'opposition Ensae a aligné des arguments frappants tels que « la Guinness ne fait pas tant grossir que ça », ou encore que faire l'amour à sa femme et avoir un enfant est le plus grand des bonheurs sans pour autant être illégal, immoral, ou grossissant.

Bref, nous avons assisté à un combat de toute beauté... mais il faut bien un vainqueur. Après un quart d'heure d'une attente insoute-



Yves RENNO en plein discours.

nable, S.E. Padraic MACKERNAN, ambassadeur d'Irlande à Paris et chairman du jury annonçait que la victoire était accordée à... l'AUP. L'Ensae remportait cependant le prix du meilleur orateur, qui revenait à Edgar SIMIU. Titre parfaitement mérité étant donné sa présence, son contact avec le public et la façon dont il a repris les arguments de la partie opposée.

Pour finir, un grand merci aux dix concurrents : Anna BARICH,

Paul COCIUBA, Tanya DE VILLIERS, David HALEY, Emilia ZAWITKOSKI, de l'AUP et Benoît COURMONT, Cosme DEMONTPELLIER, Yves RENNO, Mirna SAFI et Edgar SIMIU, de l'Ensae, pour le cœur qu'il ont mis à l'ouvrage. Merci aux organisateurs de l'AUP et de l'Ensae. Et merci encore Declan pour ce spectacle que tu veux bien nous offrir chaque année.

Damien JACOMY (ENSAE 2001)



La finale du debating est pour certains l'occasion d'apprendre à faire un nœud de cravate.

Quand Risoul accueille l'ENSAE

Du 1er au 8 février, 62 élèves ont télétransporté l'ENSAE au cœur des vallées alpines, pour un séjour de ski d'une semaine à Risoul. Impressions et couleurs par l'un des participants de cette expérience toujours magique.

“ Des pistes immaculées et désertes, un soleil radieux et des mélèzes enveloppés moelleusement dans leur manteau de neige, voilà ce à quoi nous avons eu droit durant la semaine de ski organisée en février par l'ENSAE.

Le programme de la journée s'est résumé pour tous en un même cri de guerre : « A 9h00, sur les pistes ! ». Il faut dire qu'il y avait de quoi en profiter... En plus des jour-

nées fantastiques que nous passions à skier, surfer ou « rider » pour les connaisseurs, on rentrait le soir la tête vide mais les poumons gonflés d'air pur. Généralement, cela se finissait par un chocolat chaud dans une des chambres occupées par notre cher BDE (Bureau des Elèves), qui, soit dit en passant, se levait aux aurores pour distribuer dans chaque chambre des baguettes de pain fraîches. Bien évidemment, tout le monde était bien trop fatigué

pour sortir le soir, mais on a tout de même fait un effort le dernier jour à l'occasion du dîner gracieusement offert par la JE (Junior Entreprise).

Bref, ce voyage au ski a été un moyen de rapprochement indéniable entre les élèves et l'occasion de profiter d'une ambiance détendue et insouciance : une ambiance ensaeienne ! »

Sahar BAGHERY (promotion 2005)





Ayez du cœur
pour qu'il en ait un.



1 - UNE RÉALITÉ QUI JUSTIFIE NOTRE ACTION.

Près de 1 enfant sur 100 naît avec une malformation du cœur...

Dans le monde, des milliers d'enfants sont atteints de malformations cardiaques graves. Qu'elles soient d'origine infectieuse ou congénitale, ces maladies sont souvent mortelles. Seule la chirurgie peut les sauver. Ce traitement existe, il fait appel à des techniques médicales très pointues, rodées, mais extrêmement coûteuses. De nombreux enfants ne peuvent être opérés pour des raisons essentiellement financières. En France, l'équipe de Mécénat Chirurgie Cardiaque Enfants du Monde apporte une réponse. Elle agit pour mobiliser les volontés et apporter la vie à ces enfants. Le Professeur Francine Leca, Chef du Service de Chirurgie Cardiaque de l'Hôpital Necker, et Patrice Roynette, ont initié cette chaîne de solidarité exceptionnelle d'efficacité et de dévouement.

2 - LA VOCATION DU MÉCÉNAT CARDIAQUE.

Faire face à l'urgence et agir sur le long terme...

Mécénat Chirurgie Cardiaque Enfants du Monde se mobilise en faveur de ces enfants. Quand ils ne peuvent bénéficier des soins nécessaires à leur état dans leur pays d'origine, nous les prenons en charge et finançons leur opération et leur séjour en France (1 mois environ). Dans le souci de pérenniser cette action, nous dispensons une formation à des chirurgiens étrangers à l'Hôpital Necker, à Paris. Ils acquièrent des connaissances techniques dans l'espoir de pouvoir, un jour, traiter les enfants sur place.

3 - FINANCEMENT ET FONCTIONNEMENT.

Aidez-nous à continuer dans cette voie...

La chirurgie cardiaque est une spécialité médicale très coûteuse (1524euros/jour d'hospitalisation en service spécialisé). Grâce aux efforts de nos bénévoles, à l'aide de nos mécènes et à la participation de nos partenaires, le séjour d'un enfant nous revient à environ 7700 euros...

4 - RÉSULTATS ET OBJECTIFS.

Nous recherchons des nouveaux donateurs et des familles d'accueil (Paris et RP).

360 enfants ont été opérés grâce au Mécénat Cardiaque depuis 1996. Pour répondre aux nombreuses sollicitations que nous recevons du monde entier, nous avons besoin de vos dons et nous recherchons de nouvelles familles d'accueil (Paris et RP).
MERCI A TOUS !

BULLETIN DE SOUTIEN

A compléter et à retourner à l'Association Mécénat Chirurgie Cardiaque Enfants du Monde
Service du Professeur F. Leca Hôpital Necker 149, rue de Sèvres 75015 PARIS • Tél. 01 49 24 02 02

De la part de :

Adresse :

Code Postal : Ville :

Oui, je souhaite apporter mon soutien aux enfants cardiaques,

je vous adresse un chèque d'un montant deEuros

(libellé à l'ordre de Mécénat Chirurgie Cardiaque - Enfants du Monde)

Mécénat Chirurgie Cardiaque Enfants du Monde est reconnue de bienfaisance donc assimilée fiscalement à une Association reconnue d'utilité publique. Votre don est déductible à hauteur de 60% pour un montant plafonné à 315 Euros. Au delà, la déduction est de 50% des sommes versées dans la limite de 6% de vos revenus imposables, pour les particuliers. Pour les entreprises, 100% du montant du don sont déductibles du résultat imposable dans la limite de 3,25‰ du chiffre d'affaires.

Ça repart pour un Tour en 2003, avec e-racing et Théodora

Après de très bons premiers résultats en 2002 (dont une victoire d'étape à Marseille), l'ENSAE sera de nouveau présente sur le Tour de France à la Voile (TFV) en juillet 2003, aux côtés de l'association Théodora. Et l'aventure continue...

A peine rentré, il faut déjà repartir ! Dès le mois de septembre, l'association e-racing s'est décidée à repartir pour un deuxième Tour de France à la Voile consécutif. Elle est constituée de passionnés de la voile et de la mer, parmi lesquels un noyau dur d'étudiants de l'ENSAE et de l'ENS Cachan qui s'est affûté sur le TFV 2002. De nouveaux ENSAE ont rejoint ce groupe, tous enthousiastes à l'idée de courir eux aussi cette épreuve fantastique. Au total, l'équipe est aujourd'hui composée de 15 personnes.

Repartir, certains le savent bien, signifie remonter un projet très ambitieux, préparer une nouvelle plaque, donner un coup de jeune au site internet (www.e-racing.org),

engager tôt des contacts média, s'entraîner, mais aussi ne l'oublions pas, convaincre des entreprises d'associer leur nom à cette belle aventure. De nombreux obstacles à franchir donc.

Mais le projet prend forme. Xavier Rohart le skipper de méditerranée avec qui l'ENSAE s'est imposée à Marseille décide de repartir avec nous. Le double sélectionné olympique, est rappelons le auteur d'une saison 2002 exemplaire : champion du monde de J80, vainqueur des Jeux Mondiaux de la Voile, il qualifie également la France aux Jeux Olympiques d'Athènes en Star ! Un spécialiste de la course en solitaire devrait quant à lui nous apporter son expertise en Manche et en Atlantique.

L'ASSOCIATION

*Cette association permet à des enfants d'oublier leur maladie le temps d'une journée, en faisant venir des « **docteurs Rêves** » dans les hôpitaux. Les « docteurs » se nomment Coucou, Daisy, Mad KO, Kazoo, Elastok, Lili, Maboule, Ratatouille, Lulu, Volette... Ce sont en fait des clowns qui apportent soutien et réconfort aux enfants malades.*

Ils travaillent chaque semaine dans 74 hôpitaux, offrant ainsi cette année 190 000 visites individuelles aux enfants hospitalisés ainsi qu'à leurs familles. La jeune association, parrainée en France par Carla Bruni, est également active en Afrique du Sud, Angleterre, Biélorussie, Chine, Espagne, Italie, Suisse et Turquie.



Duel au près sur le TFV 2002 (e-racing est à droite)

Parallèlement, des contacts se nouent avec l'Association Théodora pour proposer un projet sportif à vocation humanitaire. Grâce à ce partenariat, Théodora va en effet pouvoir se faire connaître auprès d'un très large public. Nous sommes tous très enthousiastes à l'idée de contribuer au travail des « docteurs rêves » en suivant ces enfants et en les faisant participer à notre aventure. Nous savons d'ores et déjà que des enfants assisteront aux dernières régates de Juan les Pins sur un bateau accompagnateur.

Des partenaires nous rejoignent alors, parmi lesquels le conseil général des Hauts de Seine. L'ENSAE est également une précieuse alliée. Consciente de l'impact du TFV en termes d'image et de notoriété, elle

nous donne les moyens du démarrage de nos sponsors : impression d'une nouvelle plaquette, lignes téléphoniques, frais de courrier, mais aussi de nos entraînements en nous aidant à courir la Coupe de l'Armorica.

La communication n'est pas négligée, ce afin de satisfaire au mieux nos partenaires. La comédienne Julie Depardieu accepte d'être la marraine de notre bateau, elle le baptisera à Dunkerque et viendra nous apporter fraîcheur et bonne

humeur sur plusieurs étapes de cette rude épreuve sportive qu'est le Tour de France à la Voile. Les premiers contacts avec la presse sont noués : nous obtenons un article dans le magazine Transfac, un autre dans le journal l'Equipe, qui seront réalisés lors de l'étape à Saint Quay-Portrieux.

Pendant ce temps, les entraînements reprennent avec la Route des Iles mais aussi le Championnat de France Universitaire de Match Racing, alias la Coupe de l'Armorica, où l'ENSAE engage deux bateaux et arrive en finale de Bassin Manche en mars 2003. Mais la saison commence à peine : Spi Ouest France en avril, Obelix Trophy en mai, National Mumm 30 en juin vont jalonner la route vers la ligne de départ du Tour de France 2003, le 28 juillet.

Désormais, il ne reste plus que 3 mois avant de repartir défier, cet été, les étudiants, amateurs et professionnels de la voile. Le 26e anniversaire de l'épreuve marque le record du nombre de pré-inscriptions avec 59 bateaux et pas moins de 20 étudiants ! 13 étapes nous attendent et nous vous invitons dès aujourd'hui à venir nous y encourager.



L'équipage ENSAE finaliste de la Coupe de l'Armorica 2003

Pour un budget modeste aux vues des retombées médiatiques que nous attendons, votre entreprise peut encore se joindre à notre projet, habiller notre coque et figurer dans le nom du bateau. Aidez nous à porter au plus haut les couleurs de l'ENSAE et de Théodora !

Nous remercions d'ailleurs à ce propos l'Astec pour son soutien précieux depuis deux ans.

Eric GAUTIER (promotion 2003)

THÉODORA



Fondation Théodora • Centre du Bief
1, Chemin des Mouettes • 1027 Lonay • Suisse
Tel +41 (0)21 811 51 91 • Fax +41 (0)21 811 51 90
CCP 10-61645-5 • UBS 243-G0.549
#8217;454.0

E-mail: info@theodora.org
<http://www.theodora.org>

e.racing

nsae regatta team



Pour tous renseignements complémentaires contacter :

Morgane Laudet : 06 19 05 23 74
Olivier Wintenberger : 06 64 45 66 78

Nous vous donnons rendez vous cet été sur les pontons :

- du 26 au 29 juin à Dunkerque
- du 30 juin au 2 juillet à Dieppe
- du 3 au 4 juillet à Cherbourg
- du 5 au 6 juillet à St Quay-Portrieux
- du 7 au 9 juillet à Camaret-sur-Mer
- du 10 au 11 juillet à Nantes et St Nazaire
- du 12 au 13 juillet à St Denis d'Oléron
- du 14 au 17 juillet à Arcachon
- du 17 au 19 juillet à Saint Cyprien
- du 21 au 23 juillet à Sète
- du 22 au 23 juillet à La Ciotat
- du 24 au 25 juillet à Sainte Maxime
- du 26 au 28 juillet à Antibes-Juan les Pins

Catherine Grandcoing, directrice générale du groupe de productions télévisuelles JLA - Hamster

« Chaque jour, la passion de faire, de convaincre, de partager, d'animer et de séduire ».

Comment une ENSAE 78 peut-elle atterrir dans la production télévisuelle ? Cela peut sembler complètement aberrant et pourtant j'y trouve une continuité personnelle parsemée de coups de cœur et de choix toujours fondés sur l'envie d'aller vers de nouveaux challenges et de nouvelles découvertes.

Vers l'équilibre des contraires

Refusant le chemin naturel des classes préparatoires, j'ai préféré pratiquer très tôt la diversité en m'inscrivant en facultés : celle des sciences pour une maîtrise de mathématiques fondamentales et celle des lettres pour une maîtrise de psychologie ! Parallèlement à cet enseignement universitaire, une admission à L'ENSAE m'a permis de m'ouvrir à l'économie et à la statistique. Ce fut une époque d'association heureuse de contraires conjugués au quotidien lorsque je passais indifféremment des amphis de l'école, dont les effectifs comptaient alors 5% de filles, à ceux de la Sorbonne qui, en psycho, rassemblaient moins de 5% de garçons. Mais surtout, ces enseignements, aussi différents soient-ils, nourrissaient ma curiosité de comprendre et de découvrir. Et finalement, je ressentais tout cela comme des éléments d'un seul tout, faits de contrastes et néanmoins d'équilibres.

A ma sortie de l'école, je me retrouvai pendant quelques temps chargée de cours de statistiques à l'ESSEC, psy-

chologue stagiaire à l'hôpital Sainte Anne auprès des schizophrènes et en sexologie à Boucicaut ! Inutile de préciser que, pour moi, la multiplicité des formations et des expériences est une source extraordinaire d'enrichissements et d'ouverture qui, loin d'éparpiller l'individu, lui permet au contraire de se construire et de découvrir la diversité de ses potentialités. Malheureusement, le système éducatif français pousse l'étudiant vers une spécialisation prématurée bien avant qu'il ait pu prendre vraiment conscience de son « moi » et de ses richesses.

Le chemin « psy » étant d'abord un long travail sur soi, tout en le tricotant jour après jour, je rentrai au Centre d'Etudes d'Opinion (CEO, ancêtre de Médiamétrie) pour y découvrir les études sur les media et m'orienter rapidement vers l'univers de la publicité. En 1982, Jacques Séguéla avait déjà fait de la marque une star, je compris que la publicité faisait de l'individu-consommateur un empereur ! Cela me convenait tout à fait : j'allais pouvoir travailler sur les pulsions psychologiques de l'individu-consommateur-lecteur-télespectateur-auditeur. Comment susciter son désir ? Et satisfaire sa pulsion de plaisir pour lui donner envie de recommencer ? ! Psychologie, marketing, économie, statistiques, media, publicité... cette juxtaposition prenait un sens.

Ensuite, curiosité et désir de se remettre régulièrement en question pour apprendre encore ont guidé mes choix : le planning stratégique de

l'agence de publicité J. Walter Thompson, puis la direction des études sur les produits de grande consommation et sur les medias chez BVA m'ont naturellement amenée chez TF1 en 1987 où j'ai créé aux côtés d'Etienne Mougéotte le marketing éditorial de la chaîne nouvellement privatisée. Nouveau concept, nouveau métier : comment faire en sorte qu'à chaque minute le plus grand nombre de téléspectateurs ait envie de regarder TF1 ? Quelle question à l'époque ! La télévision, produit noble et culturel devait donc se préoccuper de « séduire » le plus grand nombre ; comment ferait-elle pour ne pas y perdre son âme ?

Dix années passionnantes passées au sein d'une équipe de très grands professionnels, sans concession avec eux-mêmes pour atteindre les objectifs économiques qui leur étaient fixés, travaillant de manière rationnelle et lucide face aux choix souvent irrationnels et imprévisibles du téléspectateur-roi. J'étais, au sein de cette structure faite de saltimbanques - comme ils se dénomment eux-mêmes - et d'ingénieurs, un « mixte original », pratiquant alternativement ou simultanément les deux systèmes de pensées en faisant converger au sein de ma pratique professionnelle quotidienne l'exploration des pulsions psychologiques de l'individu-télespectateur, l'analyse statistique des comportements sociologiques que sont ceux du grand public et l'analyse économique exigeante que nécessite le fonctionnement de toute entreprise

privée, quelle qu'elle soit. Dix ans d'apprentissage, de challenges, de remises en cause quotidiennes devant les chiffres d'audience, rare certitude de ce métier !

Ouvrir d'autres fenêtres pour se ressourcer

Mais la télévision a beaucoup évolué au cours des quinze dernières années et, après dix ans passés au sein d'une « free TV », j'ai eu envie d'aller voir du côté de la « pay TV ». J'avais 43 ans, l'âge idéal pour me remettre en question, prendre des risques mais aussi ouvrir d'autres fenêtres, découvrir des horizons différents, en un mot tenter de nouvelles aventures qui ressourceraient ma propre énergie.

1997 : je crée donc la fonction de Marketing Stratégique au sein du Groupe Canal + / Canal Satellite et élargis ainsi ma « pratique » du télé-spectateur « consommateur satisfait » à celui de l'abonné qui doit toujours être dans le plaisir du désir et dans la fierté d'être abonné. Nouvelle forme de réflexion sur l'individu qui ouvre le marketing à une nouvelle dimension, complémentaire de celle du marketing-produit : la gestion de la relation client, le fameux « CRM » (Customer Relationship Management). Et je me lance avec passion dans un projet révolutionnaire pour le Groupe Canal+, la mise en place d'une vraie réflexion CRM avec création d'un datawarehouse et développement d'un datamining, soutien actif du marketing opérationnel. Encore une fois, l'enseignement reçu à l'école associé à la réflexion psychologique nécessaire à la compréhension du client trouve pour moi un champ d'action naturel.

Je travaille sur la chaîne complète de la réflexion stratégique du Groupe : comment un programme diffusé en clair peut-il incarner une valeur identitaire de la marque Canal + capable de créer chez le prospect le désir et chez l'abonné le plaisir « d'en être » ; comment la programmation cryptée sport-cinéma peut-elle satisfaire l'abonné ; comment la gestion de la relation avec le client peut-elle le fidéliser malgré les déceptions que lui apporte parfois le produit qu'il



consomme ; comment enfin, malgré la concurrence qui se développe et surtout les contraintes économiques originelles, rester dans une équation économique viable ?

Quatre ans passionnants, dans une conjoncture de groupe tout à fait extraordinaire au sens originel du terme m'ont amené à reprendre ma liberté fin 2001 et à entreprendre une formation personnelle au métier de ... coach ! Pour mettre au service des autres mes expériences professionnelles au sein de structures exigeantes et mon travail à long terme sur la psychologie humaine.

L'école de Palo Alto, les travaux de Paul Watzlawick et l'aide de Françoise Kourilsky m'ont ouvert les voies du travail de coach, lieu de convergence s'il en est entre les différents chemins que je n'ai cessé de parcourir depuis de nombreuses années.

Toute pratique professionnelle puise ses réussites ou ses échecs dans la nature harmonieuse ou conflictuelle des relations qu'entretiennent entre elles les personnes concernées : partant de ce constat, tout reste à faire pour améliorer l'opérationnalité des entreprises en privilégiant l'harmonie de l'humain au sein de son univers professionnel et dans ses relations avec l'extérieur.

Plus généralement, et sans forcément situer le travail du coach dans un

contexte de conflits ou de difficultés, il peut apporter une aide précieuse lors des nombreuses remises en question – volontaires ou imposées – que nous devons assumer au cours de notre trajectoire professionnelle. Et pourquoi pas dès l'école, au moment où, avec si peu de connaissances de la vie professionnelle, l'étudiant fait des choix – angoissants souvent – qui orienteront ses premières années d'activité ?

En un mot, le travail de coach tel que je l'ai personnellement apprivoisé me semble être une aide, voire peut-être seulement un nouveau regard, psychologique, sur la réalité de chacun s'exerçant prioritairement dans un cadre professionnel. La prise en compte de cet élargissement du vécu professionnel de chacun est, à mon sens aujourd'hui, un des grands enrichissements possibles de la réalité des entreprises qui devrait leur permettre de mieux traverser les années de crise actuelles.

La production télévisuelle : un nouveau challenge

J'en étais là de mon parcours quand, il y a quelques mois, Jean-Luc Azoulay, Président du Groupe JLA Hamster, m'a proposé de le rejoindre pour prendre la Direction Générale de son Groupe. Une nouvelle expérience s'offrait à moi : travailler pour satisfaire le public des téléspectateurs ; animer et manager des équipes artis-

tiques, techniques, financières, juridiques ... ; développer et structurer un groupe de productions télévisuelles leader sur son marché. Trois missions simultanées qui sont autant de champs d’actions pour mettre en œuvre ce que mes expériences passées et récentes m’ont appris et révélé.

Nos clients finaux sont les téléspectateurs ; les prescripteurs sont les chaînes de télévision auxquelles nous devons proposer des programmes capables de répondre aux goûts de leur public et aux objectifs de leur ligne éditoriale ; nos « outils » sont les femmes et les hommes, artistes, techniciens et gestionnaires qui partagent la même passion de concevoir et de fabriquer ce qui va plaire au public de la télévision. Des exemples récents de productions JLA – Hamster : depuis toujours Navarro sur TF1, l’Insti et Quai n°1 sur France 2, SOS 18 sur France 3, mais aussi Les Liaisons Dangereuses avec Catherine Deneuve et Ruppert Everett, mis en scène par Josée Dayan, La Maison des Enfants d’Aline Isserman avec Sandrine Bonnaire, Les Parents Terribles avec Jeanne Moreau et Nicole Garcia, le portrait de France Gall sur France 3 et celui de Michel Berger sur TF1 ...

Des possibles mais un fil rouge

Quelle cohérence dans ce parcours ? Une, évidente : celle de suivre mon désir au risque parfois de me mettre en danger, de privilégier la passion qui anime mon activité professionnelle sur la raison qui pourrait la diriger, de toujours chercher à partager le plaisir de faire avec de vrais professionnels qui sont, eux aussi, guidés par leurs envies et non par leur logique de carrière.

L’ENSAE nous donne la chance de

faire partie de ceux qui peuvent, sans trop de risques, privilégier leurs envies, écouter leurs passions. C’est parfois moins confortable, mais quel bonheur ! La vie professionnelle devient un immense champ des possibles dans lequel de multiples occasions nous sont offertes de nous découvrir et d’épanouir notre « moi multifacettes ». Le fil rouge reste alors celui ou celle qui fut jeune étudiant(e) et qui petit à petit se construit et s’épanouit.

Depuis 7 ans, je suis Professeur associée au Conservatoire National des Arts et Métiers où j’enseigne un cours de « Stratégie et Communication d’entreprise » et depuis cette année un cours de « CRM ou Gestion de la Relation Client ». Cette activité parallèle est un vrai bonheur pour moi et me permet de rester en contact actif avec les étudiants du CNAM qui sont pour la plupart en reprogrammation professionnelle active. A l’occasion des nombreuses conversations que j’ai avec eux, je leur demande toujours ce qui anime véritablement leur pulsion de plaisir, quel est l’univers professionnel qui les fait vibrer. Dès lors qu’ils réussissent à le définir, ils trouvent plus facilement en eux l’énergie, la détermination voire l’obstination pour y parvenir. Et si l’on s’inspire de l’Oréal (!), trouver tout ce qui va faire « qu’on le vaut bien » et qu’on arrivera à bien le valoir ! S’octroyer le droit, le bonheur, le plaisir d’être soi ... au risque de devoir se donner les moyens d’y arriver !

En conclusion, je voudrais parler de l’évolution socioculturelle que l’on observe depuis une dizaine d’années et que l’on peut caractériser, entre autres, par l’émergence des valeurs féminines dans l’organisation et le fonctionnement des sociétés occidentales. Cette évolution me paraît importante à souligner

car elle traduit une tendance de fond vers un équilibre plus grand entre le « Yin » et le « Yang » dont chacun dispose en lui. Pour avoir fait des études réputées « Yang » et d’autres considérées « Yin », je me suis heurtée depuis toujours à cette opposition sclérosante et voudrais redire combien la parité, voire l’osmose « Yin-Yang » au sein de tout un chacun doit être respectée, cultivée, encouragée. A ce moment là, la question des femmes à des postes de responsabilité dans la vie professionnelle n’a plus de sens : que les femmes puissent quand il le faut être « Yang » et les hommes « Yin » en refusant les rôles et stéréotypes convenus. La vie des entreprises, comme la vie tout court, en sera tellement plus riche et passionnante !

Quand on participe à la création de grands héros télévisuels, ces questions prennent un sens supplémentaire : en effet, ces héros de demain seront d’une certaine façon des modèles d’identification et il faudra que le public s’y retrouve pour les aimer. Il faut que les héroïnes puissent avoir des responsabilités, une vie de famille, une vie personnelle ... qu’elles arrivent en un sens à se trouver et à être le fil rouge de leur vie. C’est comme cela que j’essaie de décliner la mienne, en en faisant une vie qui se veut être une unité : que je lise un roman ou un scénario, que je fasse des projets avec mon mari, que je travaille sur les prévisions 2003 du Groupe, que j’aie un moment de complicité avec mes fils ou que j’aie au cinéma avec des amis Je ne concilie rien avec rien, je suis la même partout, exigeante avec moi-même, Yin et Yang, heureuse de vivre pleinement aujourd’hui et impatiente de découvrir, au risque de devoir me remettre en question, ce que m’offrira demain !

*Propos recueillis par
Fabien TOUTLEMONDE (ENSAE 1999)*

*L'association des anciens élèves
a confié l'édition
et la régie exclusive
de la publicité
de la revue Variances
et de l'annuaire
à la société OFERSOP*

N'hésitez pas à contacter Jean-Michel AMRAM
qui est seul habilité à répondre à votre demande :

Tél.: 01 48 24 93 39

e-mail : jm.amram@ofersop.com

OFERSOP

28, rue des petites-Écuries - 75010 Paris

Fax : 01 45 23 33 58

e-mail : publicite@ofersop.com

La Bourse : un nouveau père Noël ?

Le CAC40 ayant crevé un à un ses planchers, le regard s'est fait critique sur les Eldorado d'hier. Flexibilité, gestion du risque, les marchés affichaient un monde dans lequel l'épargne des uns devenait l'investissement des autres. Croissance, innovation et redistribution étaient possibles ! Quelques points de PIB plus tard, les marchés sont accusés de maux que personne n'assume depuis des années. Ils sont surtout accusés de sacrifier innovation et investissement pour des rendements à court-terme : patrimoine contre esprit d'entreprise, la question se poserait donc de savoir « à quoi sert la Bourse ? ».

La question ne sous-entend pas nécessairement « A rien ». Elle invite à se pencher sur le rôle des marchés financiers. Rôle économique, car « après la bulle », les liens entre croissance et financement réapparaissent : la bulle n'était pas uniquement financière et le risque systémique n'est pas nul. Rôle social car « la détention d'actions par les ménages français » est importante et en augmentation, posant autant la question de la volatilité de ces portefeuilles que celle de leur inégale répartition.

Mais les marchés financiers sont aussi des institutions. On ne reviendra pas dans ce dossier sur le mouton oeconomicus ni sur la collusion entre conseil, certification, notation et banques d'investissement... On s'arrêtera par contre sur « la compétition entre plate-formes de négociations d'action », méta-acteurs majeurs du marché.

Coupables ou non, les marchés financiers se retrouvent comptables d'une situation structurellement dégradée. Leur importance actuelle dans le financement de l'économie rend important « le risque que les bourses ne remontent pas » : les dynamiques gagnant-gagnant ne sont jamais très éloignées des logiques perdant-perdant...

Frédéric GILLI (ENSAE 2000)



Sommaire Dossier

- A quoi sert la Bourse ?21
- Après la bulle24
- La détention d'actions par les ménages français26
- La compétition entre plate-formes de négociations d'action aux Etats-Unis28
- Quel est le risque que les bourses ne remontent pas ? ..30

A quoi sert la bourse ?

Pierre-Marie DEBREUILLE, (ENSAE 1999), pmdebreuille@republicain.net

L'enthousiasme a fait place à la déprime - voire à l'ironie - mais aussi à la remise en cause. Si Variances avait proposé un tel dossier il y a 3 ans, le débat aurait vraisemblablement eu lieu en d'autres termes. De par l'actuel marasme boursier, le ton sera, en tous les cas, en complet décalage avec l'impudique exubérance qui régnait sur les marchés boursiers au plus fort de la « bulle ». Il était alors en effet impossible de trouver l'espace, le moment, l'auditoire, pour développer un discours un peu critique, ou simplement analytique, sur les mécanismes boursiers.

Au plus fort de la « bulle »

Les chiffres parlaient d'eux-mêmes. Abondamment commentée dans les médias, la richesse qui s'accumulait sur les marchés actions constituait une gigantesque campagne de publicité pour le libéralisme financier. Le traditionnel débat entre libéraux et régulateurs tournait définitivement à l'avantage des premiers. Les maux que l'on savait de tous temps le libéralisme engendrer - croissance des inégalités, exploitation de certaines catégories sociales - allaient disparaître grâce à la manne boursière. Et ce trésor qui s'amassait sous nos yeux, c'était le capitalisme, par l'intermédiaire de son institution symbole, qui le créait. Au milieu des hurlements d'excitation qu'une foule bigarrée de petits porteurs, journalistes économiques, fondateurs de start-up, capital risqueurs et simples passants pris dans l'enthousiasme, poussait à chaque nouvelle hausse des cours, il eut été vain de faire entendre une autre voix.

Ceux qui avaient personnellement intérêt au développement et à la pérennité d'un système financier complètement libéral, à savoir les détenteurs du capital et les intermédiaires financiers, utilisaient la toute récente appréciation des cours boursiers comme argument politique dans le débat public. Ils pouvaient ainsi affirmer que le transfert au marché de pans entiers de

l'économie, culture, transports, santé, assurance vieillesse, rémunération du contrat de travail, servirait l'intérêt commun. Mais les gouvernements sociaux démocrates européens prenaient aussi volontiers acte de cette nouvelle donne. Les mains liées par le pacte de stabilité et les critiques sur le poids des prélèvements publics, ils espéraient détourner cette source spontanée de création de richesse pour soulager leurs propres finances.

Le problème des retraites, spectre démographique si fatal et si lointain, pouvait enfin être résolu. C'est sûr qu'en prenant les 20 % de rendement du CAC 40 sur l'année 2000, et en les élevant à la puissance 40, se constituait une somme qui pouvait sans problème couvrir la liquidation en 2040 des pensions d'une population dont l'espérance de vie serait montée à 110 ans et le taux de fécondité descendu, malgré le PACS, à 0,05. A l'époque, les plus sérieux se bornaient juste à demander qui donc allait bien pouvoir acheter en 2040 ces énormes paquets d'action accumulés pendant toute une vie, puisque tout le monde allait vendre en même temps. Le même calcul fait aujourd'hui, sur la base des rendements négatifs constatés en 2002, ont rendu les défenseurs du système par capitalisation plus circonspects.

De telles solutions, certes radicales, avaient au moins l'avantage de laisser

le temps à nos politiques de se poser les vraies questions. Rappelons nous les débats enfiévrés sur la fiscalité des « stock options ». C'était une question d'attractivité du territoire, il fallait « enrayer la fuite des cerveaux », disait-on à l'époque. Cerveaux, qui en l'occurrence, étaient loin d'imaginer que deux ans après, ces options ne vaudraient de toutes façons plus rien.

Que faire des lendemains qui déchantent ?

Maintenant que la bourse est au plus bas, les défenseurs d'une autre régulation des rapports économiques doivent-ils profiter de la conjoncture actuelle pour lancer leur contre offensive ? Peut-être. Mais qu'auraient-ils à reprocher aux marchés boursiers ?

Certes pas de baisser, puisqu'ils jouent alors leur rôle de révélateurs d'information. Les krachs sont ces moments de très violente révision des anticipations des agents qui font suite à la prise en compte de nouvelles informations. Que nous enseignent les dernières évolutions ? 1) Que beaucoup des investissements réalisés n'auront pas la rentabilité attendue, ou du moins que cela prendra du temps ; 2) Que ces investissements ont été financés par une augmentation

de l'endettement, dette que les entreprises auront du mal à rembourser ; 3) Que de toutes façons les techniques comptables sont retors et qu'il est difficile de savoir si une entreprise est en bonne santé ou non. Ce ne sont certes pas de bonnes nouvelles, mais les temps ont changé depuis la Grèce Antique où les messagers qui annonçaient les défaites étaient exécutés.

De même, faut-il voler au secours de l'actionnaire ruiné ? Sur l'échelle de violence des sanctions qu'inflige le libéralisme économique aux perdants, les salariés licenciés restent quand même des victimes plus évidentes.

Doit-on en conclure alors qu'il n'y a pas de catastrophe ? Peut-être que non. Le plus blâmable est justement l'absence de catastrophe. Le CAC 40 a été multiplié par 3 entre 1998 et 2000, puis divisé par 3 entre 2000 et 2003, et c'est comme s'il ne s'était rien passé. Le grand brassage des capitaux des 6 dernières années n'a conduit ni à l'émergence d'un nouveau secteur, ni à la faillite d'un autre devenu obsolète.

Revenons peut-être un peu en arrière. La hausse commence au début des années 90. La France se demande si elle ne doit pas renouveler son modèle économique. Le chômage est au plus haut, l'investissement qui redynamiserait et consoliderait les entreprises est atone. Dans ce contexte, l'actionnaire apparaît comme le sauveur. Avatar moderne de l'entrepreneur Schumpeterien, il est celui qui va non seulement apporter à l'économie française les capitaux nécessaires à son développement, mais aussi changer notre vision de l'entreprise, sclérosée par des acquis sociaux étouffants et une frilosité de fonctionnaires.

Or, surprise : l'actionnaire, notamment sous sa forme la plus achevée, c'est-à-dire l'investisseur institutionnel, casse à la longue complètement le mythe du fou romantique, amoureux du risque et des grandes sagas industrielles. Pour se protéger, il se réfère sans cesse aux préceptes d'une gouvernance d'entreprise qui s'appa-

rente plus à une charte de revendication des droits fondamentaux de l'actionnaire qu'à un manuel de stratégie. Aussi vindicatif au sein du Conseil d'Administration que le délégué syndical au sein du Comité d'Entreprise, il abreuve la direction générale de revendications farfelues, comme une garantie de 15% de rentabilité à coup sûr tous les ans, quelle que soit la conjoncture.

Et le fond du problème est là : il refuse d'assumer le risque entrepreneurial et cherche à le transférer vers d'autres agents économiques. Ceci sans compter que cette exigence de rendements élevés et réguliers est en soi un énorme coup de bluff de la part des investisseurs actions : par construction, l'action est rémunérée en dernier dans la « cascade » des flux financiers réglés par l'entreprise à ses divers créanciers, ce qui en fait le titre dont le rendement est le plus incertain.

Les marchés boursiers doivent porter le risque entrepreneurial

Les entreprises sont aujourd'hui jugées par les marchés boursiers autant sur la pertinence de leur stratégie industrielle que sur leur aptitude à se conformer aux exigences desdits investisseurs. Ceux-ci, pour valoriser leur capital, comptent certes sur les succès économiques des entreprises dans lesquels ils investissent, mais essaient également d'influer sur la part des excédents qui leur revient. A une logique d'arbitrage entre différents investissements sur des critères économiques, les marchés boursiers auraient donc partiellement substitué une démarche de négociation avec la direction générale de l'entreprise. Dès lors, la hausse des cours boursiers observée il y a quelques années ne révélait pas seulement une anticipation de hausse du revenu net de chaque entreprise. Ce mouvement intégrait aussi une anticipation de la capacité de la sphère capitaliste à prélever une part éventuellement croissante des revenus de l'entreprise.

Le travail de sélection et de soutien des projets les plus rentables est la raison d'être économique du marché boursier. Or, dans les faits, ce rôle n'est plus assumé : les agents développent d'autres comportements stratégiques pour maximiser le rendement des actions. Comme le critère prépondérant est désormais la part du revenu total qui sera reversée à l'actionnaire, les marchés boursiers deviennent les défenseurs de la rémunération du capital dans le débat sur le partage de la valeur ajoutée, devenu une pure négociation financière qui ne veut pas s'avouer. Le processus d'allocation du capital n'est alors plus guidé par la recherche de la plus grande productivité économique, considérée au sein du système de production dans son ensemble. C'est pourtant ce mécanisme qui, selon la théorie libérale, est censé aboutir à une allocation optimale du capital productif, et donc légitimer l'existence de la bourse.

Nous venons de vivre un cycle complet, croissance puis chute, et nous avons la désagréable impression de nous retrouver au même point qu'il y a 10 ans : fort chômage structurel, faible hausse de la productivité, fragilité des PME. Nous avons bien vu que les logiques d'investissement sur les marchés boursiers obéissaient à d'autres règles que la vision économique de long terme initialement affichée. Mais nous voyons surtout que le marché boursier peine à créer le climat de stabilité et de confiance durable nécessaire à des transformations profondes de l'économie réelle. S'il s'agit juste de prélever une dîme, sans être ni plus clairvoyant ni plus audacieux, il est peut-être temps de réfléchir sérieusement à d'autres systèmes de collecte des capitaux, puis de financement des investissements.

Plus que de leur éventuelle morale, les marchés boursiers doivent prioritairement nous convaincre de leur utilité économique. En d'autres termes : de leur plus-value.

Après la bulle

Nicolas SOBCZAK (ENSAE 1993), Economiste Goldman Sachs.

L'ajustement des bourses mondiales met en lumière les différents liens que les marchés entretiennent avec le monde réel. Après deux ans de chute des indices et dans le contexte d'un fort ralentissement de l'activité économique, les relations entre les marchés et les dynamiques macroéconomiques sont analysées. Le vecteur principal de l'influence des marchés reste l'effet de richesse, pour les ménages comme les entreprises. Le rôle des politiques économiques est donc central dans la sortie de crise et nécessite beaucoup d'inventivité.

L'éclatement de la bulle boursière de la fin des années quatre-vingt dix constitue un choc formidable pour les économies occidentales. Depuis leur point le plus haut – atteint au printemps de l'année 2000 aux Etats-Unis et à l'automne en Europe – les marchés boursiers ont perdu près de la moitié de leur valeur (un peu moins aux Etats-Unis, un peu plus en Europe). Un tel repli situe la période actuelle dans la lignée des grandes crises boursières de l'histoire du capitalisme, comme la grande dépression des années trente, le choc pétrolier de 1973 ou plus proche de nous le Japon des années quatre-vingt dix.

C'est dire les implications potentielles sur l'activité, l'inflation et le bien être de chacun. Ce qui est en jeu, ce n'est rien moins que le risque d'une déflation généralisée et la faillite d'un système de capitalisme dit « patrimonial », avec son éventuel cortège de répercussions internationales et politiques. Les marchés financiers ne s'y trompent pas puisqu'ils intègrent encore aujourd'hui dans leurs anticipations une probabilité non négligeable que se développe un scénario « à la japonaise » aux Etats-Unis comme en Europe. C'est ce qui maintient par exemple les taux d'intérêt de long terme aux alentours de 4%, un niveau

artificiellement bas au regard des perspectives de croissance, et d'inflation en dépit du rapide creusement des déficits publics.

On s'intéresse ici aux conséquences macroéconomiques de l'ajustement des bourses mondiales. Après quelques éléments descriptifs sur l'épisode actuel, on montrera l'importance des effets de richesse dans la dynamique de « purge » qui entrave le rebond de la croissance. Elle suppose en contrepartie une réactivité et une inventivité des politiques économiques pour éviter de basculer dans une dynamique déflationniste.



La moitié du terrain est perdue

Une typologie des « bear markets »

On pourrait dissenter à l'infini sur les causes du boom et de la chute des bourses. Avec le bénéfice du recul, il ne semble pas faire de doute que l'épisode récent a constitué une des bulles spéculatives les plus marquées de l'histoire récente. Ce qui suggère un aveuglement collectif de l'ensemble des acteurs et observateurs de marché. Par exemple, de 1994 à 1999, le niveau des indices boursiers a triplé aux États-Unis, et doublé sur les principales places financières européennes. Cependant, les « fondamentaux » peuvent difficilement rendre

compte de cette envolée des cours : les profits n'ont progressé que de 60% sur la même période.

Mais ce diagnostic n'a pas toujours été aussi clair. Il ne faut pas oublier que l'expansion des indices boursiers s'est accompagnée de performances macroéconomiques exceptionnelles aux Etats-Unis, nourries par de formidables gains de productivité et un boom considérable de l'investissement. Cela suggérerait un régime de croissance plus vertueux. Les nouvelles technologies en fournissaient la preuve microéconomique imparable. Par ailleurs, le vieillissement progressif de la population justifiait une montée considérable de l'épargne financière pour financer les retraites. Cet apparent « miracle américain », observable dans les données macroéconomiques, a alimenté et justifié les attentes délirantes de la sphère financière. L'exemple le plus caractéristique de « l'onction » donnée par les économistes au développement fulgurant des marchés est certainement le changement d'attitude d'Alan Greenspan. Après avoir pointé « l'exubérance irrationnelle » des marchés en 1996, le président de la Réserve Fédérale n'a eu de cesse de rappeler sa confiance dans les importants gains de productivité réalisés par l'économie américaine.

Cette thèse du miracle a néanmoins été plus difficile à soutenir en Europe, où les marchés ont finalement progressé plus fortement encore qu'aux Etats-Unis, sans que la productivité ait montré le moindre signe d'accélération. C'est bien une dynamique de croyance collective, autoréalisatrice (et donc parfaitement « rationnelle ») qui a largement contribué à l'essor des bourses.

L'effondrement qui suit l'éclatement de la bulle ne devrait donc pas être rattrapé rapidement. Une analyse purement descriptive des différents types de marchés « baissiers » montre en effet que l'épisode actuel emprunte bien des caractéristiques communes aux corrections structurelles observées dans le passé. Dans son étude exhaustive des chutes des marchés

boursiers aux Etats-Unis comme en Europe depuis 1750, P. Oppenheimer distingue trois types de « bear markets » (« Share Despair », 12 décembre 2002, Goldman Sachs, Goldman Strategy Research) :

- Ceux directement liés à un choc extérieur (par exemple la crise asiatique). Ils durent en général moins d'un an et sont corrigés rapidement ;
- Ceux liés au cycle. Ils sont déclenchés par le durcissement monétaire qui accompagne la montée des tensions inflationnistes et prennent fin grâce aux baisses de taux d'intérêt. En moyenne, le repli du marché ne dure pas plus de 2 ans, et le précédent pic est retrouvé dans les cinq années qui suivent.
- Enfin, les corrections structurelles. Ces périodes de baisse marquée sont précédées par une bulle financière et une surévaluation aiguë des actifs. Cette bulle est en général nourrie par la croyance en une « nouvelle ère » déclenchée par une innovation technologique (chemin de fer, électricité, technologie de l'information) ou un changement de paradigme dans la gestion du pays (les « restructurations » du Japon à la fin des années quatre-vingt. Elle s'alimente sur d'importants gains de productivité, mais qui finissent toujours par profiter aux consommateurs. Les ratios d'endettement s'accroissent considérablement. L'éclatement de la bulle fait apparaître d'importants abus de comptabilité des entreprises. L'assouplissement monétaire ne suffit pas à relancer les marchés : la baisse est bien plus prononcée que dans les deux cas précédents. Elle dure en moyenne près de cinq ans, et il faut typiquement une décade pour retrouver les niveaux qui prévalaient avant la crise.

Quelles conséquences macroéconomiques ?

La bulle est parfois décrite comme la conséquence d'une déconnexion de la sphère financière d'avec la sphère réelle. Dans ce cadre, le retour à la réalité des bourses ne devrait pas avoir de conséquences trop dommageables : les marchés ont progressé

sans l'économie, ils peuvent donc corriger à la baisse sans affecter l'économie.

Mais cette approche néglige le fait que la bulle boursière s'est aussi accompagnée d'une bulle macroéconomique. Ce point est le plus marquant aux Etats-Unis, où la dynamique boursière a suscité une sur-accumulation de capital (sur-investissement) et provoqué une baisse massive du taux d'épargne des ménages. Il est alors inévitable que la chute des marchés provoque un repli de la demande intérieure.

En temps « normal », les variations des marchés boursiers ne sont pas si prononcées qu'elles justifient de leur prêter une attention particulière. Mais les enjeux macroéconomiques de la correction récente des marchés sont suffisamment forts pour qu'ils perturbent la dynamique traditionnelle du cycle d'activité. Les ordres de grandeur sont en effet considérables : la destruction de « richesse » liée à la perte de capitalisation boursière depuis le point haut du marché représente près de 70% du PIB aux Etats-Unis et 40% du PIB en Europe ! Même si la propension à consommer ou à investir cette richesse est faible (de 2% à 5% en général dans les estimations standards), l'impact de cet ajustement patrimonial sur la dépense est potentiellement très significatif, de l'ordre de 1% à 3.5% de PIB (sans même compter les effets multiplicateurs).

Du côté des entreprises, la baisse des marchés reflète une baisse des profits anticipés et une augmentation de la prime de risque exigée par les investisseurs. Elle affecte négativement l'investissement car elle traduit une baisse du Q de Tobin. Elle peut aussi se comprendre comme un durcissement des conditions de financement externes, puisqu'il devient plus difficile de lever des fonds sur le marché boursier.

Du côté des ménages, le mécanisme de transmission est le standard « effet de richesse ». Le patrimoine financier des ménages diminue lorsque les marchés d'action baissent. En conséquen-

ce, les ménages se sentent « moins riches », et ont tendance à faire remonter leur taux d'épargne. Dans un modèle de consommation du type cycle de vie, on montre aisément que le taux d'épargne dépend négativement du patrimoine net des ménages exprimé en proportion de leur revenu disponible.

sur la même période. Alors que le taux d'épargne avait évolué autour de 8% depuis la fin de la seconde guerre mondiale, il a plongé durant les années 1990 pour atteindre une valeur proche de zéro en 2000 au plus haut de la Bourse. Ce mouvement a coïncidé avec la montée du patrimoine des ménages, qui est passé d'une valeur

fois plus faible (les estimations suggèrent une propension à consommer proche de 2.5% contre 5% en général aux Etats-Unis). Mais l'ajustement des bourses a été si prononcé que l'effet sur la consommation des ménages n'est pas négligeable non plus. Nos propres estimations suggèrent qu'une baisse de 10% des marchés actions se traduit à terme par une remontée du taux d'épargne d'environ 7 de point.

Par conséquent, la baisse de plus de 60% des marchés boursiers européens depuis la fin de l'année 2000 aura coûté à l'Europe près de 1.5% de consommation en moins sur deux ou trois années. En revanche, l'Europe paraît dans une situation plus assainie que les Etats-Unis, car l'ajustement qui lui reste à faire sur son taux d'épargne ne semble pas insurmontable : tout au plus 0.5% contre les 4 points nécessaires aux ménages américains.



L'effet de richesse pousse le taux d'épargne à la hausse

Etats-Unis :

Aux Etats-Unis, ce seul effet de richesse supposerait que le taux d'épargne remonte de près de 4 points dans les prochaines années. Les ménages américains sont en effet très exposés aux variations des marchés d'action, soit parce qu'ils détiennent directement des titres, soit parce que le montant de leur future retraite est lié à la valeur des actions détenues par leur fonds de retraite. Environ la moitié des américains est directement exposée au marché boursier à la fin des années quatre-vingt dix. Les fortes variations des bourses ont donc entraîné de fortes variations du taux d'épargne.

Ce phénomène est particulièrement visible dans les évolutions récentes. Le remarquable déclin du taux d'épargne depuis 1994 peut en effet être rapproché de l'expansion sans précédent de la richesse des ménages

moyenne de 4.5 années de revenu à environ 6.5 années de revenu (voir le graphique). Mais maintenant que la richesse des ménages est revenue à son niveau initial, sous l'effet du repli des bourses, le taux d'épargne doit lui aussi revenir proche de la valeur qu'il avait avant la bulle, soit donc autour de 8%. Cet ajustement n'a pas encore été réalisé complètement, puisque le taux d'épargne évolue aujourd'hui autour de 4%. La reprise de l'économie américaine sera handicapée par ce nécessaire assainissement du compte des ménages.

En Europe, il est traditionnel d'insister sur le fait que les effets de richesse sont beaucoup plus négligeables. Il est vrai que l'exposition des ménages au marché des actions y est moins importante qu'aux Etats-Unis (près de 3 fois moins) et que la sensibilité des ménages européens aux effets de richesse y est traditionnellement deux

Pression sur les Banques Centrales

On le voit, le fort ajustement des marchés boursiers constitue un handicap sérieux pour le rebond de l'activité. Les périodes de ralentissement économique débouchent en général sur une période de croissance soutenue, mais il sera cette fois ci difficile de répliquer une performance cyclique aussi flatteuse : l'investissement reste contraint par les surcapacités héritées de la bulle, la consommation risque de rester peu dynamique car les ménages doivent reconstituer leur épargne.

Ce contexte conduit à d'importantes difficultés dans la conduite de la politique monétaire. La Fed ainsi que la BCE ont été contraintes d'abaisser leurs taux à leurs plus bas niveaux historiques, sans toutefois parvenir à relancer l'économie. La raison en est simple : l'effondrement des bourses peut être analysé comme un durcissement des conditions financières que compense à peine la baisse des taux d'intérêt.

Ce point est illustré par le durcissement progressif de l'indice des conditions financières. Un indice des

conditions financières est construit comme une mesure synthétique des différents canaux monétaires et financiers par lesquels la politique monétaire joue sur l'activité. En pratique, il s'agit d'une moyenne pondérée des taux d'intérêt réels de court et de long terme, du taux de change effectif réel et de la capitalisation boursière exprimée en part du PIB. Les pondérations reflètent l'influence respective de ces différents facteurs sur la croissance.

En général, la baisse des taux de court terme de la banque centrale induit une détente des taux longs, un affaiblissement du change, et une remontée des marchés boursiers – soit donc un assouplissement significatif de notre indice des conditions financières. Ce n'est pas le cas aujourd'hui, puisque la forte baisse des taux d'intérêt de court terme n'a pu empêcher une détérioration. Le graphique ci-contre décompose pour l'Europe l'évolution de notre indice en ses trois composantes principales : la courbe en rouge (qui mesure le durcissement de l'indice depuis le début du ralentissement, en points de base) est la somme de la contribution liée aux taux d'intérêt, à l'appréciation du taux de change et à la baisse du marché boursier. On le voit, les baisses de taux ont effectivement contribué à assouplir les conditions financières

de près de 130 bp, mais elles n'ont pu contrecarrer les effets de l'appréciation de l'euro et de la forte correction sur les marchés boursiers.

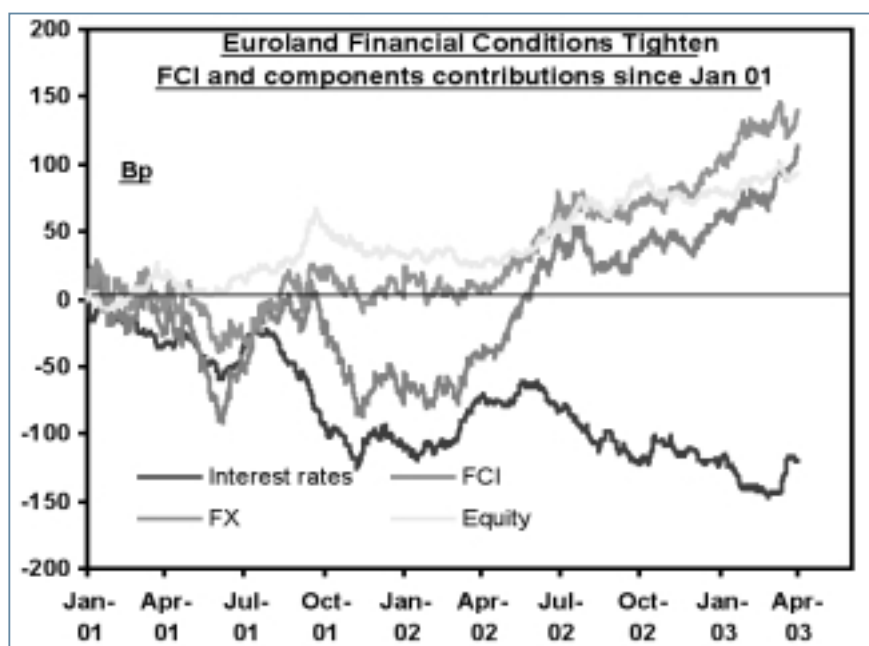
Cette situation pose évidemment la question de l'efficacité de la politique monétaire dans un contexte de chute profonde des bourses. Le spectre d'un enchaînement déflationniste « à la japonaise » a donc commencé à marquer les anticipations. Avec une inflation très faible, des marchés boursiers en chute libre, des taux d'intérêt à des niveaux maintenant proches de zéro, et le secteur bancaire en difficulté, certains ont évoqué le risque que la politique monétaire n'ait plus aucun levier d'action sur l'économie. Les économies occidentales seraient donc menacées d'une récession durable en cas de nouveau choc sur l'activité.

A ce stade, le scénario de déflation semble néanmoins pouvoir être écarté. Une des raisons principales en est l'absence de bulle marquée sur les actifs immobiliers comparable à celle du Japon de la fin des années 1980. Un éventuel éclatement, consécutif à l'éclatement de la bulle boursière, aurait eu des conséquences extrêmement dommageables sur l'activité et les bilans des banques. Le maintien de cet équilibre précaire suppose une réactivité voire une inventivité

des banques centrales confrontées à des situations assez inédites.

La Fed a en fait la démonstration évidente en reconnaissant le risque de déflation immédiatement et en théorisant sa doctrine de réaction : il vaut mieux prendre le risque de « trop » baisser les taux d'intérêt – quitte à les remonter plus tard si l'inflation repart – que de se trouver piégé par la déflation. Par ailleurs, si les baisses de taux courts se révèlent insuffisantes, la Fed pourra recourir à des mesures « non conventionnelles » de politique monétaire, par lesquelles elle peut assouplir les conditions financières. Dans deux interventions importantes, le Président Greenspan et le Gouverneur Bernanke ont explicité que la politique monétaire ne serait pas à court de munitions si les taux courts venaient à descendre jusqu'à zéro. La Fed pourrait dans un premier temps racheter des obligations afin de faire baisser les taux longs et aplatir la courbe des taux. Dans un second temps, elle pourrait même acheter des obligations privées, voire des actions. La situation n'exige pas encore ce genre de réponse, mais il est rassurant de voir que la Fed est pleinement consciente des risques et de ses instruments potentiels, alors qu'il aura fallu près de 10 ans à la Banque du Japon pour commencer à les mettre en œuvre (on ne doute pas non plus de la capacité des Etats-Unis à laisser le dollar se déprécier).

En Europe, la BCE est plus réticente à reconnaître que sa politique devient plus agressive et quelle devra peut-être continuer à l'être. Il n'y a pas non plus de doctrine claire sur la réaction optimale aux éventuelles pressions déflationnistes qui pourraient aujourd'hui affecter l'Allemagne. Mais en pratique, elle a déjà abaissé les taux d'intérêt réels à des niveaux sans précédent et semble prête à assouplir ses taux encore si la situation l'exige. Il faut espérer que la jeune institution monétaire européenne saura réagir avec la même flexibilité que d'autres banques centrales pour éviter au continent une récession provoquée par l'éclatement de la bulle boursière.



La détention d'actions par les ménages français

Guilhem BENTOGGIO (ENSAE 2000), Economiste au Commissariat Général au Plan

De plus en plus de Français détiennent des actions, mais la part de celles-ci dans le patrimoine fluctue beaucoup, au gré des variations des indices boursiers. Pour pallier cela, les placements indirects sont en augmentation, témoins de la diversification des portefeuilles des ménages. Il ne faut cependant pas oublier que c'est un patrimoine très inégalement réparti, 75% de la population n'ayant pas d'actions et 1% des ménages concentrant 50% des placements.

Les années boursières particulièrement fastes de la fin de la décennie 1990 ont suscité un engouement pour les placements en actions. Même après les fortes déconvenues récentes, les banques rivalisent de produits « mutants » censés combiner les rendements d'une Bourse en bonne santé et la sécurité d'un placement de père de famille. On ne peut plus écouter les informations sans être perfusé des heurs et malheurs des valeurs du Nikkeï japonais. Même le site des anciens de l'Ensaë vous distille en temps réel les (contre-) performances des indices boursiers indispensables à l'épanouissement de la femme moderne. Et pourtant. Dès que l'on prend ses distances avec les flashes de BFM, force est de constater que les Français ne sont pas tous devenus actionnaires. Certes, le nombre de ménages détenteurs d'actions augmente. Mais la plupart des Français n'a pas fait sa lettre au nouveau Père Noël, refusant ou n'ayant pas les moyens de succomber aux sirènes de la Bourse. Et c'est tant mieux, parce que le Père Noël n'existe pas. Bien sûr, au niveau individuel, il est toujours possible de faire des affaires, à conditions d'être doté d'un nez et d'une patience hors du commun. Mais au niveau agrégé, qui est le cadre de cet article¹, il apparaît que l'évolution des comportements, bien que réelle, reste lente. Et que le placement actions est à considérer avec prudence.

Les actions se diffusent graduellement au sein des ménages français

Les Français sont de plus en plus nombreux à détenir des actions. A la fin des années 1990, près d'un quart des ménages détiennent des actions soit directement soit indirectement. En ce qui concerne les seules actions directes, le taux de détention par ménage passe de 7 % en 1986 à 17 % en 2000. (Le taux de détention directe par individu est quant à lui de 12 % en 2000.) Il existe

des différences sensibles de détention selon les types de ménages. Sans surprise, il apparaît que l'archétype du ménage détenteur d'actions est celui dont la personne de référence est âgée de 40 à 60 ans, exerce une profession libérale ou d'encadrement et a suivi des études supérieures.

Ces caractéristiques se retrouvent dans les principaux autres pays européens et aux États-Unis. Cependant, il existe une assez forte variabilité dans les taux de détention, allant en 1998 de 15 % en Italie à 49 % aux États-Unis, en passant par 23 % en France.

De quelles actions parle-t-on ?

Alors que la plupart des études sur le sujet se restreignent aux actions cotées, ou aux actions détenues directement, les chiffres donnés ici comptabilisent toutes les actions détenues par les ménages, qu'elles soient cotées en Bourse ou non, qu'elles soient détenues directement ou indirectement (par l'intermédiaire de produits de détention collective comme l'assurance-vie ou les OPCVM, SICAV par exemple). Une évaluation rigoureuse des actions des ménages ne peut faire abstraction des actions non cotées. En effet, ces dernières constituent une part prépondérante de l'actionnariat des ménages français. En outre, tous les pays n'ayant pas la même proportion de coté et de non coté, les comparaisons internationales imposent de travailler sur le total. De même, le poids croissant des actions détenues indirectement par les ménages implique de tenir compte de ce mode de détention.

Le patrimoine en actions reste cependant très concentré

Bien que les actions se diffusent parmi les ménages français, il reste que 75 % d'entre eux ne possèdent aucune action. En outre, parmi les détenteurs la distribution est très inégale : 1 % des ménages détiennent presque la moitié des actions. Cette extrême concentration de l'actionnariat se retrouve aux États-Unis où 47 % d'actions sont détenues par 1 % des ménages. Le fort écart entre la France et les États-Unis dans les taux de détention ne doit donc pas faire illusion quant à l'impact de cette différence de structure au niveau national : la frange de la population qui est actionnaire aux États-Unis mais qui ne l'est pas en France ne détient que 3 % des actions des ménages américains. Puisque ces derniers détiennent globalement plus d'actions que les ménages français alors que la concentration de l'actionnariat est presque aussi forte aux États-Unis qu'en France cela signifie que la détention conditionnelle (part des actions dans le patrimoine financier de la sous population des détenteurs d'actions) est plus élevée aux États-Unis. Le fait que la culture de l'actionnariat soit plus diffusée aux États-Unis n'a finalement que peu d'impact sur le montant global des actions en jeu.

Les actions représentent en 2001 près d'un tiers du patrimoine financier des ménages français

Depuis vingt-cinq ans, la part des actions dans le patrimoine financier des ménages français a fortement progressé, s'établissant à environ 30 % fin 2001 (contre 11 % en 1977), ce qui représente 14 % du patrimoine total des ménages. Ce chiffre place la France dans la moyenne européenne et sensiblement en dessous des pays anglo-saxons (où il est de l'ordre de 45 %). Ce différentiel entre la France et les États-Unis reflète les particularités de la structure économique française, marquée par le poids relativement fort des entreprises publiques qui ne sont pas détenues par les mé-

nages et l'organisation collective de la protection sociale et d'une certaine forme de production (coopératives).

Mais leur poids a fortement varié dans le temps en fonction des cours boursiers

La hausse constatée lors des vingt-cinq dernières années n'est cependant pas régulière. En France comme dans les autres pays étudiés, le patrimoine en actions des ménages passe par des phases successives de hausse et de baisse liées essentiellement aux fluctuations boursières. En particulier, l'éclatement de la bulle boursière rappelle que le produit action est un actif particulièrement volatil. Ainsi, une estimation pour mars 2003 donne une diminution de la part des actions dans le patrimoine financier des ménages de 9 points en France et 5 points aux États-Unis par rapport à décembre 2001.

L'évolution de la part des actions dans le patrimoine des ménages tient donc

beaucoup moins à des comportements actifs d'achats ou de ventes d'actions qu'à des effets de valorisation sur les marchés boursiers. La faiblesse des achats nets montre que les ménages français dans leur ensemble ne se sont pas particulièrement tournés vers les actions lors des dernières années (ce qui n'empêche pas des redistributions entre différents ménages). Ils se sont essentiellement contentés de laisser leurs portefeuilles grossir avec la hausse des cours jusqu'en 2000 (et inversement depuis).

La détention indirecte croît via les OPCVM et l'assurance-vie

Parallèlement, le mode de détention des actions se modifie. En France, la détention indirecte reste minoritaire (35 % de l'ensemble des actions en 2001), mais elle s'est fortement accrue en vingt-cinq ans. Les ménages français sont de plus en plus attirés par les produits de détention collecti-

Les actions non cotées détenues par les ménages

Il est très délicat d'estimer la valeur marchande des actions non cotées au plan macro-économique, en l'absence d'un marché organisé permettant de suivre l'évolution du prix de ces valeurs. Pour assurer l'homogénéité temporelle des évaluations du patrimoine national, la comptabilité nationale n'a pas d'autre choix que de se référer à la valeur de marché des composantes de ce patrimoine, à la date où les comptes sont établis. L'application de cette règle pose problème pour les actions non cotées, qui n'ont pas de prix de marché observable. Les normes recommandent alors la référence à un marché le plus comparable possible, en l'occurrence celui des actions cotées. Elles invitent toutefois à tenir compte des différences pouvant exister entre actions cotées et non cotées, en terme de liquidité, de rendement, d'appartenance sectorielle et de niveau des réserves accumulées au bilan. Il existe différentes méthodes de valorisation, qui mènent à des résultats sensiblement différents.

En tenant compte de ces aléas de mesure, on peut considérer que la part des actions non cotées dans le patrimoine en actions des français s'élève à 60 % en 2001. Ce chiffre place la France en position intermédiaire parmi les principaux pays d'Europe continentale (Allemagne, Espagne, Italie).

ve tels que l'assurance-vie ou les OPCVM de long terme (SICAV par exemple). En revanche, le poids des actions dans ces produits reste relativement stable, entre 20 et 30 %.

En Europe, les chiffres sur la part de la détention indirecte montrent de très fortes variations d'un pays à l'autre. Il faut souligner que ces taux sont très sensibles au mode d'évaluation du non-coté (essentiellement détenu en direct). Aux États-Unis, la part de l'indirect est de 47 % en 2001. L'écart entre la France et les États-Unis provient en partie des différences de système de retraite : les Américains détiennent une part importante d'actions dans des fonds de pension, ces dernières représentant 59 % de l'indirect. Un des types de fonds de pension américain (fonds de pension à cotisations définies, de type 401k par exemple) s'apparente à l'épargne sa-

lariale en France. Cette dernière est majoritairement investie en actions, qui représentent 2 % de l'ensemble des actions détenues par les ménages français et 11 % de l'indirect (respectivement 19 % et 38 % pour les actions détenues via les fonds de pension à cotisations définies aux États-Unis). Environ 80 % des actions détenues via l'épargne salariale sont des actions de l'entreprise. Dans le contexte récent de difficultés financières rencontrées par certaines entreprises (allant parfois jusqu'à la faillite), ce chiffre donne la mesure des risques pesant sur l'épargne salariale des ménages.

Sans entrer dans le débat répartition/capitalisation, on peut souligner quelques éléments. Tout d'abord, d'éventuels placements complémentaires en actions doivent tenir compte

des règles élémentaires de diversification. Or le mélange des genres qui prévaut actuellement entre participation (dont la logique est d'intéresser les salariés aux profits de leur entreprise et donc de les inciter à détenir des actions de ladite entreprise) et épargne retraite tend à faire oublier le principe de diversification. Ensuite, une approche de long terme des ratios de rentabilité financière des entreprises laisse par ailleurs penser la période de la fin des années 1990 était exceptionnelle et que, malgré les fortes corrections qui ont suivi, il y a peu de raisons pour que, à moyen terme, les marchés boursiers repartent à la hausse à des rythmes semblables à ceux qui prévalaient alors. Cela rappelle que les placements en actions sont des placement de long ou très long terme.

1 Je m'appuie ici sur les résultats des rapports du Commissariat général du Plan publiés en 2002 à la Documentation française : La place des actions dans le patrimoine des ménages, présidé par Olivier Garnier et Rendement et risque dans le nouveau régime de croissance, présidé par Dominique Plihon.

La compétition entre plate-formes de négociations d'action aux Etats-Unis

Sébastien COCHARD (ENSAE 1994), DREE, Ministère de l'Economie et des Finances

Le commissaire priseur des marchés financiers n'est pas Walrasien : il influence en partie le prix d'équilibre. En l'occurrence, la structure du marché des places boursières a une influence non négligeable sur la fixation des prix d'échange et sur les cours. Entre impératif concurrentiel et fragmentation induite de la liquidité, les places boursières et les intermédiaires vivent, du fait des nouvelles technologies de communication, une recomposition radicale des marchés.

La compétition à laquelle sont soumis les marchés d'action américains se concentre depuis 1966 sur la captation des flux d'ordres qui se répartissent entre une vingtaine de plate-formes de négociation principales. En leur sein, la montée des Electronic Communication Network (ECN) fait l'objet d'une attention particulière du régulateur boursier. La Security and Exchange Commission (SEC) s'efforce en effet depuis trente ans de concilier deux objectifs contradictoires : (1) assurer un processus de fixation des prix qui soit le plus efficace et le plus concurrentiel possible (2) tout en évitant que la concentration des flux d'ordres, nécessaire à la fixation des meilleurs prix, ne concoure à instaurer un monopole. Ainsi, dès la fin des années 1970, tout en cherchant à créer des concurrents au monopole naturel du New York Stock Exchange, la SEC cherchait à protéger les investisseurs des externalités négatives de la fragmentation du marché en mettant en place le National Market System (NMS).

La compétition entre les marchés : des cotations à la captation des flux d'ordre

La compétition pour les cotations se limite à deux acteurs principaux : au 31 janvier 2002, 2794 sociétés étaient cotées sur le Nyse, représentant une capitalisation boursière de 11585 Mds USD et 4072 sociétés étaient cotées au Nasdaq pour une capitalisation totale de 2873

Mds USD. Très loin derrière, l'American Stock Exchange liste 680 sociétés pour 102 Mds USD. Les flux d'ordres se répartissent eux entre une vingtaine de plate-formes de négociation : outre le Nyse, le Nasdaq, l'Amex et les bourses régionales (Pacific, Boston, Chicago, Philadelphie, Cincinnati), une dizaine d'ECN représentent des volumes importants de transaction. Au cours du mois de janvier 2002, les ECN ont représenté 53% des volumes et 40% de la valeur des transactions de titres listés sur le Nasdaq. Les parts de marché des ECN sur le Nyse seraient restées moins importantes.

La SEC a délibérément suscité cette concurrence par la promulgation, en août 1996, de la règle sur la diffusion des ordres limites qui vise explicitement à accroître la pression concurrentielle sur les market makers du Nasdaq (1) en leur interdisant de faire de la rétention des ordres dont les cours limites ne leur conviennent pas (ce que la SEC appelle les marchés dissimulés) et (2) en offrant, par la publication instantanée de ces ordres, une opportunité à des systèmes électroniques capables de réaliser l'appariement entre l'offre et la demande non satisfaites par les market makers d'accéder à grande échelle aux investisseurs.

Inquiétudes sur une éventuelle fragmentation de la liquidité

L'article 11A(a) du Securities Act révisé fixe les deux principes fondamentaux qui doivent guider la SEC dans

son action de régulation des marchés financiers :

- les intérêts de l'investisseur (individuel ou non) priment toute autre considération.
- La SEC s'engage à mettre en place et à maintenir une structure de marchés qui assure simultanément à l'investisseur (1) le bénéfice de la plus grande interaction possible entre les ordres de vente et d'achat et (2) une concurrence équitable entre les différents centres proposant des services d'exécution de transactions.

Or, la politique de la Commission d'autoriser la déconcentration des ordres présente des risques importants en matière de recherche du meilleur prix pour l'investisseur. En créant les conditions d'un détournement des ordres du lieu de négociation central (Nyse, Nasdaq), la SEC risque de favoriser les comportements de 'passagers clandestins' de plate-formes qui proposent à leurs donneurs d'ordres une simple reconduction en temps réel des prix découverts sur le marché sans que leurs propres flux d'ordres ne participent eux-mêmes au processus de découverte des prix. Ce détournement de liquidité se traduit par des prix moins compétitifs et est ainsi préjudiciable à l'ensemble de la communauté des investisseurs.

Une enquête de la SEC menée sur les transactions d'un échantillon de 200 titres du Nasdaq en 200 a ainsi montré que 85% des ordres des investisseurs avaient été dirigés vers des plate-formes de transaction qui ne proposaient pas dans leurs cotations le meilleur prix disponible sur le marché. L'appariement en interne est ainsi une pratique courante.

La fragmentation de la liquidité, externalité négative de la réalisation de l'objectif concurrentiel de la SEC, est ainsi potentiellement en contradiction avec son premier objectif : la protection des intérêts de l'investisseur. La SEC a toujours eu une conscience claire de cette contradiction. Ainsi, au cours des années 1970, elle a cherché à combattre, par la création du National Market System (NMS) les risques de fragmentation liés à la mise en place du Nasdaq comme concurrent du Nyse. Créé en 1978, le NMS reste encore aujourd'hui le cadre dans lequel doivent se comprendre les actions du régulateur. Il a été conçu dès l'origine comme un ensemble, destiné à lier entre eux les différentes places par l'intermédiaire de trois systèmes électroniques chargés de (1) diffuser les caractéristiques des transactions après leur réalisation - Consolidated Tape - (2) publier les informations pré-transaction et déterminer les meilleurs offres à l'achat et à la vente pour chaque titre - National Best Bid and Offer - et (3) rediriger les ordres d'un marché vers un autre pour exécution - Intermarket Trading Service, ITS.

En dépit des efforts de la SEC, les ECN (sauf Instinet) ont refusé de participer aux systèmes électroniques de re-création de la liquidité du NMS. Ils justifient ce refus par les insuffisances du NMS et l'impossibilité d'y valoriser leurs avantages compétitifs hors-prix. L'ITS est en effet lent à comparer et exécuter les ordres (90s) par rapport aux vitesses d'exécution des ECN qui peuvent être inférieures au millième de seconde. Selon les ECN, un investisseur peut être plus intéressé par un gain de vitesse que par un avantage financier (parfois peu considérable) lié à la règle de la meilleure exécution, qui l'obligerait à patienter le temps que « l'antique » ITS compare tous les prix disponibles entre les différentes plates-formes.

Limiter l'influence des facteurs favorisant la fragmentation

Afin de limiter les effets de cette fragmentation, la Commission est parvenue à imposer aux entreprises de marché et aux courtiers le passage aux cotations décimalisées. Mais surtout les conditions d'une réunification de la liquidité ont été mises en œuvre par l'adoption d'un pro-

jet devant permettre à terme de créer ce « carnet central des ordres limites » que la Commission n'avait jamais réussi à imposer aux marchés.

En effet, en janvier 2001 et après quinze mois de négociations avec le Nasdaq et les ECN, la SEC donnait son accord à la mise en place d'une nouvelle plate-forme de trading supposée révolutionner les conditions de transaction des ordres sur les marchés américains. La Nasdaq Order Display Window, plus connue sous le nom de Super Montage, vise à recréer les conditions d'une liquidité maximale dans le processus de découverte des prix : les ordres collectés y sont dirigés automatiquement et anonymement vers les trois meilleurs prix disponibles sur le marché. Les négociations avec les ECN ont porté essentiellement sur l'algorithme retenu pour l'adressage des ordres. En particulier, ils se sont insurgés contre la première version du projet qui prévoyait une exécution automatique des ordres en fonction de critères stricts meilleur prix - ordre de soumission : contrepartie revendiquée de leurs services 'hors-prix' (en particulier leur rapidité d'exécution), les ECN prélèvent en effet des commissions qui les auraient systématiquement disqualifiés. Dans la dernière version retenue par la SEC, les participants à la plate-forme ont ainsi le choix entre trois options d'exécution automatique : stricte priorité prix/présentation, priorité prix/taille/présentation ou priorité prix/présentation le prix excluant les commissions prélevées par les ECN.

Si l'utilisation de Super Montage est prévue pour être facultative, les intentions de la SEC ne trompent personne et les ECN ont obtenu la mise en place d'un garde-fou concurrentiel : le Nasdaq ne pourra débiter les opérations de Super Montage avant qu'une plate-forme alternative n'ait été mise en place par la Nasd. Cette plate-forme à participation volontaire permettrait en particulier l'affichage des cotations des plate-formes de négociations dont les prix ne leur ont par permis d'être retenues dans les trois meilleures offres par Super Montage.

Les ECN ont en effet souligné le conflit d'intérêt d'une entreprise de marché (le Nasdaq) qui gèrerait un outil de concentration de la liquidité comme Super Montage. L'agrément du Nasdaq comme bourse étant lié à la completion du processus de démutualisation et de séparation de la Nasd, les ECN ont ainsi réussi à imposer un calendrier difficile.

A la suite de ce projet de reconstitution de la liquidité par la SEC, l'appréciation majoritairement partagée est que les parts de marchés des ECN ne devraient pas résister à la mise en place de Super Montage. Dans cette perspective, la fusion de Archipelago (5,6% de part de marché sur le Nasdaq en janvier 2002) et Redibook (8,2%) a été annoncée fin novembre 2001 et réalisée dès mars 2002. Archipelago avait par ailleurs proposé à la SEC en janvier 2000 sa fusion avec le Pacific Stock Exchange (PCX). L'acceptation de ce rapprochement par la SEC a ainsi permis à Archipelago d'obtenir le statut de bourse (et donc la capacité à lister des sociétés), principal appui du PCX dans une optique de concurrence post- Super Montage.

Instinet de son côté cherche à favoriser la consolidation par une guerre des prix, annonçant par exemple en mars 2002 une réduction de l'ordre de 60% des commissions imposées aux courtiers. Super Montage favorise également la tendance à l'effacement des distinctions opérationnelles entre les différentes plates-formes de négociations. La distinction continue donc de s'amenuiser progressivement entre marchés d'enchère (Nyse, où la liquidité est animée pour chaque valeur par un 'spécialiste') et marché de marchands (Nasdaq, où les courtiers membres se chargent collectivement d'animer le marché). Le Nyse a ainsi mis en place en avril 2001 son propre ECN, fonctionnant selon les principes du Nasdaq. De son côté, le Nasdaq a débuté en décembre 2001 un processus d'enchères imité du Nyse.

Au total, on peut surtout attendre de Super Montage qu'elle réoriente la concurrence entre plate-formes sur le terrain des listings. La structure de revenu du Nyse se décompose ainsi : 20% du chiffre d'affaire provient des revenus du trading, 20% de la vente d'informations au marché, 20% de revenus divers et 40% des commissions du listing. Avec la stabilisation des parts de marché des différentes plates-formes de transaction que devrait induire Super Montage, la concurrence pourrait ainsi se réorienter vers la vente d'information et les tentatives d'attirer les cotations des sociétés. Le statut de bourse, dans ce contexte, devient primordial ; le rapprochement de l'ECN Archipelago avec le Pacific Stock Exchange doit vraisemblablement s'interpréter dans ce sens.

Quel est le risque que les bourses ne remontent pas ?

Patrick ARTUS (ENSAE 1975), Directeur des Etudes et Recherches de CDC-Ixis.

Des mécanismes défavorables se succèdent dans le temps, qui font courir le risque que les marchés d'actions ne se redressent pas. La prise en compte de la gravité de la détermination de la structure de bilan des entreprises d'abord ; puis la remontée des taux d'intérêt à long terme due à l'accroissement généralisé des déficits publics ; ensuite encore la faiblesse de la croissance de long terme, déjà présente en Europe et au Japon et venant aux Etats-Unis d'un policy-mix défavorable ; enfin, le vieillissement démographique qui conduit à des ventes nettes d'actions.

Des facteurs négatifs qui se succéderaient

Remarquons d'abord qu'il est déjà arrivé dans le passé que les cours boursiers restent faibles pendant une longue période de temps : durant chacune des deux guerres mondiales, lors de la crise de 1929 ou bien encore à l'occasion des chocs pétroliers dans les années 1970. Ces phases de stagnation coïncident à chaque fois avec de faibles taux de croissance, mais correspondent aussi, de 1942 à 1949 ou de 1967 à 1978, à des épisodes de poussée d'inflation et, dans le second cas, de remontée des taux longs. Nous allons évoquer ici une série de causes, certaines semblables à celles qui viennent d'être mentionnées, qui pourraient également provoquer à partir d'aujourd'hui une longue période de stagnation des cours boursiers.

L'argumentation que nous proposons ici et qui concerne les prochaines années consiste à dire qu'il y aurait bien dans le futur une succession de chocs qui pourraient empêcher la remontée des cours boursiers :

- D'abord, la prise de conscience par les marchés financiers que les bilans des entreprises sont durablement dégradés ;
- Puis la hausse des taux longs due à la dégradation généralisée des finances publiques ;
- Le passage à une situation de croissance de long terme faible, avec un policy-mix défavorable aux Etats-Unis, le vieillissement et l'absence de gains de

productivité en Europe et au Japon ;

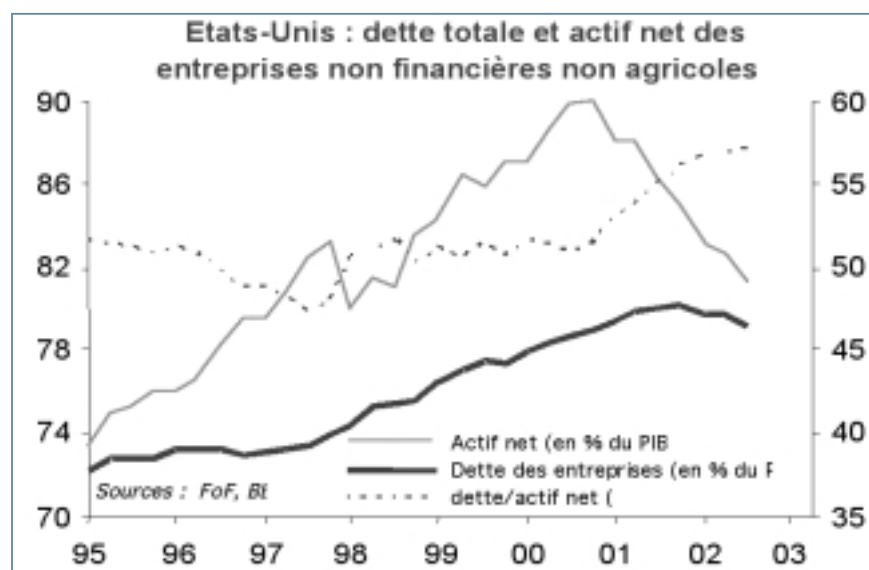
- Enfin, le vieillissement démographique, conduisant à des ventes nettes d'actions dans les pays où les fonds de pension sont de forte taille.

Des structures de bilan et une profitabilité durablement dégradées

Au-delà des manipulations comptables (Enron, Ahold...) qui créent un climat de défiance défavorable, les marchés financiers comprennent progressivement à quel point les structures de bilan des entreprises sont dégradées, avec l'excès d'endettement, la baisse

de la valeur des actifs et la perte de profitabilité. Le recul de l'actif net des entreprises américaines, rapporté au PIB, est sensible depuis le milieu de l'année 2000 (cf. graphique 1) et l'emporte sur le désendettement de sorte que le ratio « dette / actif net » est toujours très élevé à la fin de 2002.

Les pertes à l'actif des entreprises américaines viennent surtout de celles faites sur les acquisitions réalisées entre 1997 et 2000 avec le recul des indices boursiers, notamment dans le secteur des nouvelles technologies. On sait qu'il est d'ailleurs probable que ces pertes sont encore sous évaluées, puisqu'elles sont inférieures à celles qu'implique la baisse des cours boursiers.



GRAPHIQUE 1

Où en est le taux d'endettement des entreprises en dehors des Etats-Unis ? Il n'augmente plus au Japon, mais reste à un niveau extrêmement élevé. Il a en revanche beaucoup augmenté dans la zone euro entre 1999 et 2002. Parallèlement, si la profitabilité est maintenant stabilisée à un niveau faible au Japon, on voit qu'aux Etats-Unis et dans la zone euro le recul de profitabilité, qui débute dès 1998 aux Etats-Unis et en 1999-2000 en France, n'a pas encore été corrigé.

De nombreux mécanismes continuent à dégrader les bilans et les « cash flows » des entreprises : poursuite de l'amortissement des « goodwill », recapitalisation nécessaire des fonds de pension, hausse des coûts de la santé. On se trouve donc aujourd'hui dans une situation où les ratios de bilan (dette / fonds propres, taux d'endettement) sont encore très dégradés et où, simultanément, la profitabilité est loin d'être restaurée. Ceci est évidemment très défavorable à un redressement des cours boursiers. Il n'est pas sûr que les marchés financiers, qui enregistrent encore en 2003 dans la zone euro une hausse de 14% des résultats opérationnels et de 32% des résultats nets, intègrent correctement cette situation.

Les déficits publics feront monter les taux d'intérêt à long terme

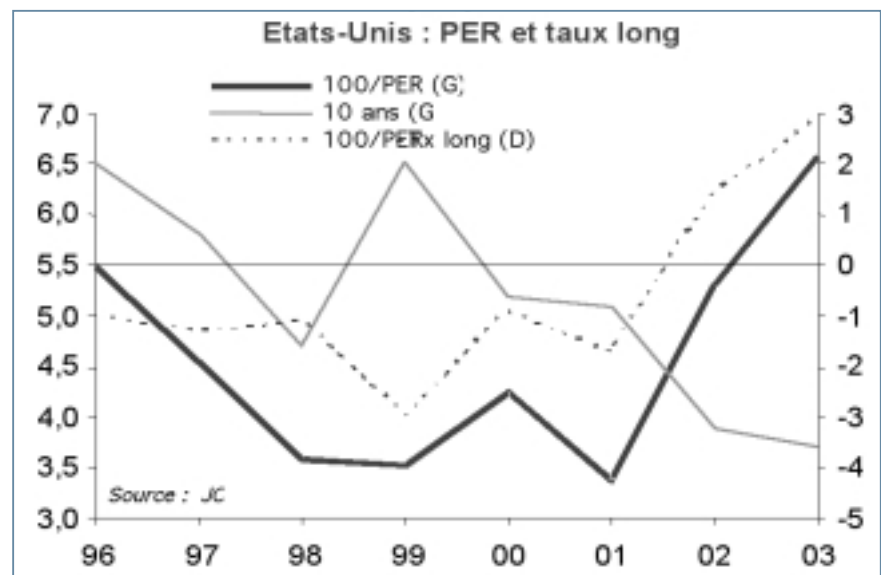
Jusqu'à présent, l'augmentation généralisée des déficits publics n'a pas provoqué de hausse visible des taux longs. Mais ceci est dû à des circonstances exceptionnelles, au premier chef parce que les banques ont substitué des titres publics au crédit dans leurs actifs. Ceci est très clair aux Etats-Unis où, depuis le début de 2001, les crédits autres que les crédits hypothécaires reculent fortement et où les portefeuilles de titres publics des banques s'accroissent après avoir baissé nettement en 1999-2000. C'est également le cas depuis 1998 au Japon. De même, le basculement des fonds d'investissement vers les obligations et les politiques monétaires expansionnistes menées par les banques centrales constituent des facteurs à caractère exceptionnel dont il faut aussi tenir compte.

De fait, à terme, la forte dégradation des

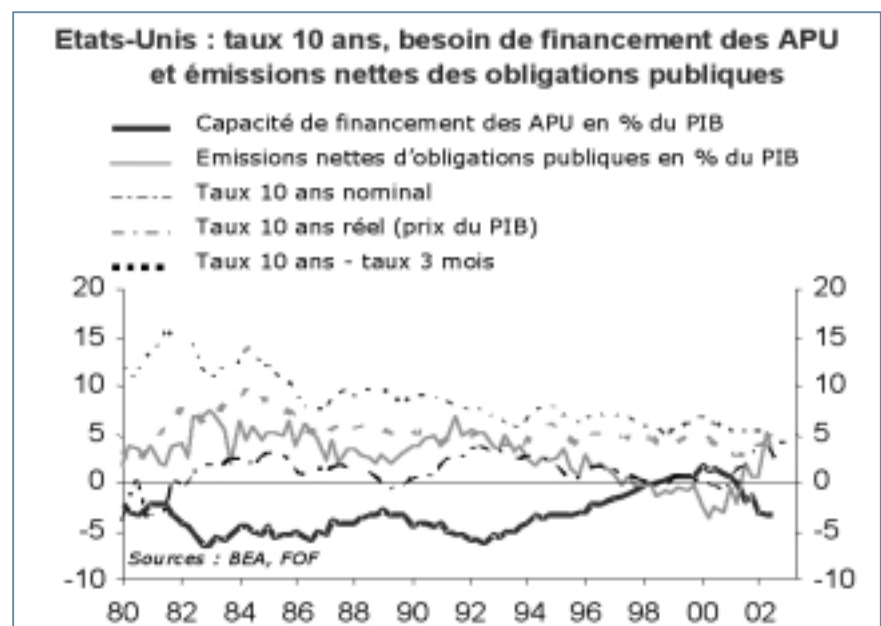
dépenses publiques fera monter les taux d'intérêt à long terme, ce qui sera défavorable à la valorisation des actions. Une remontée de 2 ou 3 points des taux d'intérêt à long terme par rapport aux niveaux très bas observés actuellement ferait disparaître la quasi-totalité de la supposée « sous évaluation boursière », telle qu'elle est mesurée par l'écart entre l'inverse du PER (« Price Earning Ratio ») et le taux long (cf. graphique 2). L'observation du passé (cf. graphique 3) montre un lien très étroit entre les émissions obligataires du Trésor américain, reflet des déficits publics, et la pente de la

courbe des taux. Dans le futur, une hausse des taux longs semblable à celle que nous venons de mentionner est donc parfaitement raisonnable, et envisageable.

La croissance de long terme (potentielle) sera plus faible que dans les années 90. Une croissance potentielle plus faible réduit naturellement la valorisation nominale des actions puisque la croissance de long terme anticipée pour les résultats des entreprises est aussi plus faible. Cette diminution de la croissance potentielle n'est pas uniquement le résultat mécanique du ralentissement de la croissance de la population active



GRAPHIQUE 2



GRAPHIQUE 3

avec le vieillissement démographique. Aux Etats-Unis, on note aussi le passage à un policy-mix défavorable, qui privilégie, comme dans les années 80, le soutien de la croissance par les déficits publics et les dépenses des ménages, et non par les investissements productifs comme dans les années 90. Dans le premier cas, il y a eu dans le passé éviction de l'investissement des entreprises et progressivement moindre croissance de la productivité, d'où une moindre croissance de long terme (cf. graphique 4). A contrario, dans les années 90, l'apparition d'excédents publics a favorisé la progression des investissements et de la productivité. Enfin, dans la zone euro, et à un moindre degré au Japon, les gains de

tivité implique une croissance de long terme réduite, donc des PER plus bas.

Vieillesse démographique et équilibre du marché des actions

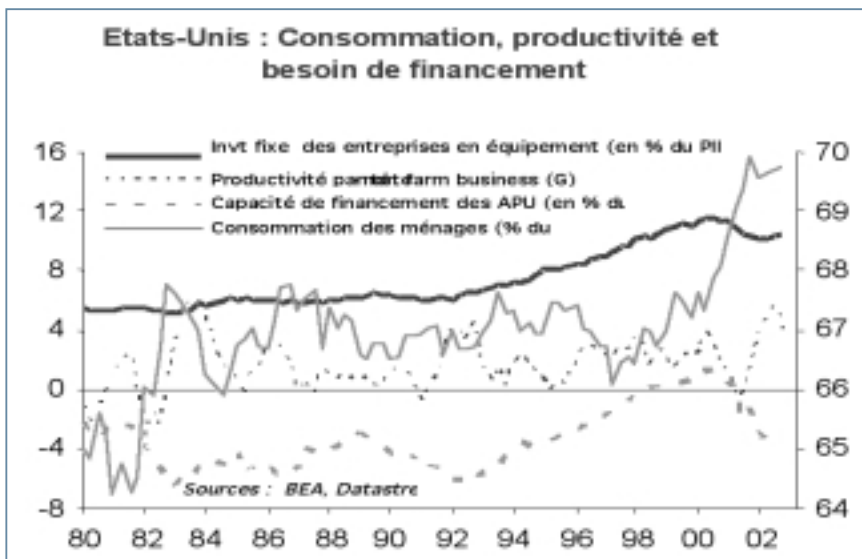
Dans les pays où les fonds de pension sont de forte taille, le vieillissement démographique entraîne l'apparition de ventes nettes d'actions qui financent les pensions des retraités, de plus en plus nombreux avec l'allongement de l'espérance de vie. De 1960 à 2002, un lien assez clair est ainsi apparu entre la structure démographique des Etats-Unis et la valorisation boursière mesu-

rée par le PER (cf. graphique 5). Avec quelques incertitudes - concernant l'ampleur de la hausse de la détention d'actions dans les pays où elle est faible, ou encore l'âge du passage à la désépargne après la retraite - le vieillissement démographique pourrait entraîner une baisse durable à moyen terme de la valorisation des actions.

Synthèse : un appétit pour les actions sans cesse contraire ?

Avec les niveaux très faibles de taux d'intérêt à long terme, les investisseurs voudraient pouvoir acquérir des actifs de rendement plus élevé. Ceci explique sans doute l'appétit qui se manifeste périodiquement pour le crédit, avec des « spreads » attrayants, ou pour les actions (au début de 2002 puis brièvement après l'été 2002). Mais ces velléités d'achat d'actifs risqués à rendement anticipé plus élevé disparaissent rapidement. Le graphique 6 montre que, depuis 2001, les reprises boursières sont rapidement suivies de rechutes. Il en serait de même dans le futur avec :

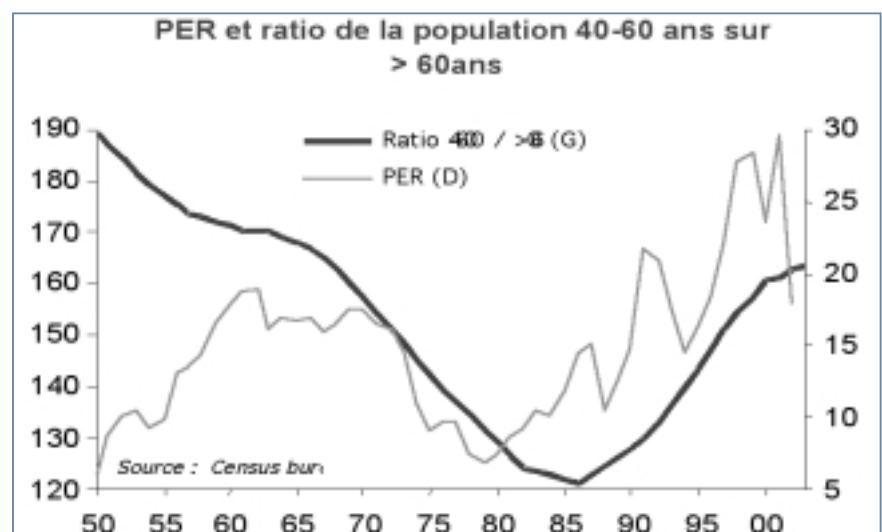
- des mauvaises nouvelles durables sur la situation financière des entreprises (ou sur la sincérité de leurs comptes) ;
- la remontée des taux longs avec les déficits publics ;
- la révision à la baisse des hypothèses de croissance de long terme ;
- le vieillissement démographique.



GRAPHIQUE 4

productivité sont très faibles. Ici aussi les raisons sont multiples : insuffisance des investissements en nouvelles technologies, maintien ou expansion de secteurs traditionnels utilisant une main d'œuvre peu qualifiée (construction, distribution, etc). La substitution d'emplois dans la construction ou dans la distribution aux emplois industriels, particulièrement claire dans la zone euro, a l'avantage à court terme de réduire le chômage, mais déprime le niveau moyen de productivité, donc la croissance de long terme.

Au total, l'addition du vieillissement démographique, du ralentissement des gains de productivité dû à un policy-mix défavorable (Etats-Unis) et de la faiblesse structurelle des gains de produc-



GRAPHIQUE 5

pub

Sondage à entropie minimale pour une société à entropie maximale

La Statistique et l'Administration Economique, d'accord, mais dans quelles conditions de température et de pression ? Pour le savoir, nous inaugurons dans ce numéro une nouvelle série d'articles consacrée à « l'ethnographie des stats ». Ou comment transposer dans un contexte particulier et pratique les aspects généraux et théoriques de l'enseignement de l'ENSAE...

Chaque année, au début de l'été, les élèves de l'ENSAE quittent Malakoff et partent à l'assaut du vaste monde, armés de leurs scores, de leurs garchs et de leurs sondages à entropie maximale.

Une fois le périphérique traversé, le portillon de la station Porte de Vanves culbuté, ils se dispersent aux gré des correspondances, dans le vaste réseau de la RATP. A la Défense, à Bercy, à Opéra, ils découvrent avec enthousiasme, soulagement ou désœuvrement ce que les heures qu'ils ont passé dans l'amphi « 1 » leur permet de réaliser dans le fameux « monde du travail ».

Après plusieurs changements, je suis enfin arrivé à la station que j'avais choisie pour faire mon stage d'application: Kurskaya au croisement des lignes Koltsevaya et Arbatsko-Pokrovskaya, l'une des neuf gares que compte Moscou, celle d'où partent les trains pour la Crimée et pour le Caucase. J'allais pouvoir découvrir ce que signifie la statistique dans un pays où l'alphabet compte 33 degrés de liberté.

L'« entreprise » où j'ai fait mon stage d'application était le VTsIOM, le Centre Panrusse d'Etude de l'Opinion Publique, le seul qui émette des avis autorisés sur « toute » la Russie. Celui qui a découvert début mars que Poutine n'avait plus que 14% d'opinions favorables dans la population. J'étais parti pour y faire des sondages et, armé de mon poly « Sondages » de l'ENSAE, je me sen-

tais paré à tout. Sauf à la question de savoir s'il faut ou non envoyer des enquêteurs en Tchoukotka (9.000 km de Moscou), en Tchétchénie ou dans la Presqu'île de Taïmyr (entre le 70ème et le 80ème parallèle nord), sachant que l'on ne sait ni très bien combien de gens y vivent ni combien cela pourrait coûter d'y aller.

d'opinion devait permettre aux dirigeants d'avoir une idée de la façon dont la population accueillait les réformes en cours. L'effondrement de l'URSS en 1991 désorganisa considérablement le VTsIOM (tirage des échantillons en Ukraine, calage au Kirghizstan, apurement en Lituanie...). La partie russe de l'institut était à



Un petit air de ressemblance avec Malakoff ?

Trois mois passés au VTsIOM m'ont fait découvrir un organisme passionnant car il avait tout à la fois vécu et observé le tumulte des années quatre-vingt dix en Russie. Il avait été fondé en 1987, en pleine Perestroïka, au moment où les dirigeants soviétiques s'apercevaient qu'à défaut de modeler la société, il pourrait être utile de la connaître. Réaliser des enquêtes

peine réorganisée que son financement ne tarda pas à être remis en cause. Après avoir bradé les grandes entreprises industrielles pour une poignée de dollars, l'Etat russe ne pouvait sans doute plus se permettre de financer de dangereux intellectuels, attachés qui plus est à étudier tout ce qui dans la société russe d'alors avait décidément du mal à

se mettre à l'heure du marché. Quitte à étudier l'opinion des gens, pourquoi ne pas leur demander au passage s'ils préfèrent les Camels ou les Lucky ou encore s'ils aimeraient bien que Danone leur concocte un petit kéfir à la pêche? Partant de cette idée, le VTsIOM se mit à financer ses lourdes et coûteuses études sociologiques à l'échelle de toute la Russie grâce à des enquêtes marketing réalisées dans les grandes villes, où un embryon de classe moyenne consumériste était en train de naître. Les sociologues et les statisticiens du VTsIOM ont maintenu leur organisme en vie grâce à leur enthousiasme et à la conscience de la nécessité de leur tâche: l'INSEE réalisant le jour les enquêtes de Bouygues Telecom pour financer l'Enquête Emploi la nuit...

« Bien, bien, jeune homme, mais n'avez vous donc rien appris en amph 1 ? ». Je tremblais, m'imaginant devant mon jury de stage, dans la grisaille d'octobre à Malakoff. Un mois déjà était passé. Passé à apprendre comment on dit « sondage aléatoire de grappes » en russe. Passé à comprendre qui n'arrivait au bureau qu'à 11 heures, car il faut bien aller aux champignons avant. Un mois passé aussi à expliquer aux gens qu'il fallait me donner quelque chose à faire à tout prix, qu'il fallait me donner de quoi appliquer tout ce que l'amphi 1 m'avait apporté d'inestimable.

Car dans la Russie des années 1990, le concept de stage non rémunéré n'est pas nécessairement évident pour tous. Venir voir comment ça se passe soit; mais vouloir mettre les mains dans le cambouis, pourquoi diable ? Surtout quand on pose des questions...Trois mois au VTsIOM ont été l'occasion de découvrir comment on réalise des enquêtes, et comment on réalise des enquêtes en Russie.

Sur le moment j'ai attribué beaucoup de ce qui n'était pas dans mon poly à la Russie, en fait, j'aurais sans doute dû attribuer beaucoup à la Réalité. Quand même, la Russie ne facilite pas les choses.



Alors, toujours persuadé qu'on est bon en géographie ?

Les enquêteurs d'abord : ils avaient l'air souvent tentés de remplir les questionnaires au café. Dans un pays où la pluriactivité est générale, être enquêteur constitue souvent une troisième voire une quatrième activité et le souci de la science passe bien souvent après celui du temps gagné que l'on peut utiliser à travailler ailleurs. Rapidement, il m'est apparu que le VTsIOM dépensait une énergie énorme à contrôler les enquêtes.

Les ménages ensuite. Les taux de non-réponse restaient incroyablement élevés : les ménages demeuraient réticents à l'idée d'ouvrir leur porte à un inconnu venant leur demander leur opinion. Les coups inattendus à la porte ont signifié à l'époque soviétique beaucoup plus que le simple hasard d'un tirage systématique. L'effet KGB nuisait encore beaucoup plus aux enquêtes russes (la France, elle, n'est qu'en train de découvrir que la peur et les enquêtes ne font pas bon ménage). Surtout, l'ambiguïté qui régnait sur le vrai rôle des enquêteurs incitait les ménages à dire plus ce qu'ils pensaient que l'on attendait d'eux que ce qu'ils pensaient réellement. D'après les chercheurs de l'institut, la popularité de Poutine au début de son mandat vient en partie d'un tel phénomène : nombres de ménages enquêtés ont considéré qu'il était plus prudent d'avoir l'opinion qu'ils imaginaient majoritaire, celle du soutien au pouvoir. Comme quoi

prophéties auto-réalisatrices et tâches solaires n'existent pas que sur les marchés financiers.

La Russie ne facilite pas beaucoup les sondages car elle est peuplée de 144.808.100 habitants pour une superficie totale de 17.075.400 kilomètres carrés. Cela correspond donc à une densité moyenne de 8,5 habitants au kilomètre carré (alors que la densité moyenne française est supérieure à 100 habitants au kilomètre carré). De plus la dispersion autour de cette moyenne est très importante. Ainsi certaines régions du nord ont en Russie une densité qui descend jusqu'à de 0,03 habitants au kilomètre carré. Ces ordres de grandeur sont importants parce qu'ils permettent de comprendre immédiatement qu'en Russie, un bon plan de sondage commence par choisir qui aura une probabilité d'inclusion nulle : il est hors de question de prendre le risque de laisser le hasard nous intimider l'ordre d'aller interroger un Komi, un Nenets, un Evenk ou un Tchouktche au-delà du cercle polaire ! Les enquêteurs de l'INSEE, même à la DR d'Auvergne, ne prennent pas l'hélicoptère pour atteindre leurs fiches adresses.

Toutefois certains endroits plus peuplés ne sont pas nécessairement plus accueillants : la situation actuelle dans le Caucase du Nord interdit la réalisation de toute enquête en Tchétchénie et dans les républiques avoisinantes de la Fédération de Russie. Une partie importante du

territoire de la fédération était donc exclu a priori des zones enquêtées. Le VTsIOM, comme ses concurrents, se bat pour afficher le taux de couverture maximal (entre 95% et 97%). Chaque fois qu'une petite hypothèse abusive de plus est introduite chez un concurrent (« allez, les Tchétchènes, c'est un peu des Tatars non ?, et hop on redresse »), permettant un taux affiché légèrement plus haut les négociations reprenaient entre ceux qui vendaient les enquêtes (et qui remarquent que Phillip Morris achèterait encore si le taux annoncé était de 102%) et ceux qui les font et qui savent qu'on ne peut tirer des habitants de la Toundra l'information qui manque sur ceux de la Taïga. Une fois choisis les coins qui ne sont pas enquêtés il ne devait plus rester qu'à tirer les ménages. D'habitude quand on tire, on a un chapeau, une urne, ou une base de sondage. En Russie, on a une carte. C'est là que j'ai commencé à hésiter à utiliser mon poly comme emballage pour mes pirojki¹. Que le plan de sondage soit à 5 degrés soit, ça permet de faire de belles formules LaTeX dans le rapport de stage, mais que la

base le soit aussi, alors là j'étais dépassé. Or c'est bien la caractéristique des échantillons tirés par le VTsIOM: comme ils ne disposent pas d'une base de sondage qui détaille bourgade par bourgade les logements que l'on peut aller enquêter, le seul moyen est de choisir une bourgade (ou une circonscription électorale dans les grandes villes) et d'envoyer l'enquêteur compter lui-même les logements, puis tirer lui-même ceux qu'il va enquêter : inutile d'essayer ensuite de calculer proprement des intervalles de confiance.

Deux mois déjà que j'étais là. J'arrivais enfin à rentrer chez moi à pied sans jamais marcher dans la rue. Mais la soutenance approchait. La mise à mort allait-elle avoir lieu en salle S8 ou en salle 12 ? Je me suis donc mis en tête de proposer quelques modifications du plan de sondage, modifications qui auraient permis ensuite des estimations de précision plus rigoureuses. Brave gars. Chacune de mes propositions aboutissait invariablement à deux conséquences. D'une part j'apprenais que tel ou tel problème logis-

tique rendait ma proposition complètement inapplicable. D'autre part je découvrais au passage un usage, de moi jusqu'alors inconnu, qui me faisait prendre conscience que même si ma proposition avait été appliquée, le gain à en attendre aurait été négligeable par rapport à la nuisance de cet usage. Un bel exemple : le traitement de la non-réponse par la méthode de Lash Laffair & Son O'Cotte (1991) : si un ménage ne répond pas, eh bien on interroge celui qui vit dans l'appartement suivant. Trois mois au VTsIOM m'ont ainsi fait comprendre qu'on pouvait faire des sondages dans le plus grand pays du monde à condition surtout d'écouter l'expérience des gens qui y travaillent depuis des années. A condition de ne pas essayer « d'appliquer » immédiatement ses connaissances théoriques mais bien plus de s'appliquer à connaître les conditions immédiates dans lesquelles les gens travaillent. Ensuite seulement vient l'idée d'une coopération fructueuse sur le plan technique.

Fabien DELL (ENSAE 2002)

1 Souvent au chou ou à la viande, très bon mais des fois un peu gras donc nuisible au poly de sondages.

pub

D e l'ENSAE à la Villa Medici

Poursuivant notre découverte des parcours professionnels atypiques des anciens de l'ENSAE, nous avons rencontré Fabien Levy (ENSAE 1992), compositeur de musique classique récemment admis comme pensionnaire à la Villa Medici à Rome.



Quel est ton parcours scientifique, et à quel moment as-tu décidé de faire bifurquer ta carrière vers la musique?

FL : Je viens d'une famille de cinq enfants, peu musicienne. Dès mes premières années de piano classique, à sept ans, je me suis mis à la composition, que je n'ai jamais cessé de pratiquer en « amateur » ensuite, durant toute ma scolarité. Cependant, notamment en France, lorsqu'on est bon en mathématiques, il est « normal » que l'on fasse les classes préparatoires, puis une Grande École (en l'occurrence l'ENSAE, car j'ai toujours aimé les mathématiques et les sciences humaines, et beaucoup moins les sciences physiques ou la biologie). Tout en continuant à composer en amateur, et à étudier le piano, l'harmonie et l'orchestration dans un

conservatoire municipal, il ne m'était jamais venu à l'idée, à l'époque, de devenir « compositeur professionnel ». J'ai donc continué le parcours traditionnel de l'Ensaïen moyen : DEA d'économie mathématique à l'EHESS et à l'ENS-ULM/laboratoire Delta en 1992, service de coopération en tant qu'économiste à l'Ambassade de France à Londres, entre 1992 et 1994, et économiste à la Direction des Études de la BNP en 1994.

En août 1994, j'ai obtenu de la fondation Singer-Polignac une bourse de la vocation d'un an non-renouvelable, et je me suis dit qu'il pouvait être intéressant de prendre une année sabbatique afin de perfectionner ma technique musicale. Tout est ensuite allé très vite. En octobre, j'étais reçu dans différentes disciplines théoriques (analyse, orchestration, écriture, composition) en cycle supérieur de Conservatoire de Région (pré-professionnel). Je réussissais en mars 1995 l'entrée, second nommé, en classe de composition du Conservatoire national Supérieur de Musique de Paris, et en juin, j'achevais premier classé un DEA de musicologie, ce qui me permettait de décrocher une bourse de thèse et de couvrir pendant trois ans ma scolarité musicale. Il ne s'agissait donc plus de revenir à l'économie mathématique. Après de longues études techniques au Conservatoire de Paris, financées par ma bourse de thèse, puis par différents boulots (enseignement, conseiller pédagogique à l'Ircam, etc.), je quittais la France en 2001, car j'obtenais sur concours une résidence d'un an à Berlin dans le cadre

du « DAAD-Berliner Künstlerprogramm » (une bourse internationale très réputée, que la plupart des compositeurs, de Stravinsky à Ligeti, Cage ou Xenakis, ont gagnée). J'ai ensuite été admis à la Villa Médici / Académie de France à Rome, où je suis pensionnaire depuis novembre dernier.

Quel a été ton cheminement dans le monde « très jaloux » des artistes de musique?

FL : Je suis assez peu, si ce n'est jamais, joué en France (« nul n'est prophète en son pays »). Cependant mes œuvres commencent à être reconnues ailleurs. Je rentre de Londres où une œuvre a été jouée au Queen Elisabeth Hall. Je suis souvent joué en Allemagne par différents ensembles et orchestres, ainsi qu'aux États-Unis, au Canada, en Italie, etc. Ma dernière pièce d'orchestre a été lauréate du Concours de l'Unesco organisé par la communauté internationale des radios de chaque pays (j'ignorais d'ailleurs que cette pièce y avait été présentée, et curieusement non par Radio-France, mais par la radio allemande !). Je ne suis certes pas une « star », et cela ne m'intéresse pas, mais différentes personnes ici ou là apprécient ma musique, indépendamment de notions de CV ou de relations, et c'est cela qui me fait plaisir.

Cependant, je sais que ce ne sera pas toujours facile dans les prochaines années, et j'espère simplement que mes œuvres continueront d'être jouées par des musiciens motivés et de bons niveaux, et qu'elles seront accessibles.

Quel jugement as-tu sur la musique classique contemporaine?

FL : Je n'aime pas trop le terme de « musique contemporaine » (c'était le terme qu'on employait pour les nouvelles musiques au sortir de la deuxième guerre mondiale, aujourd'hui vieilles de cinquante ans !). Je préfère le terme de « musiques d'aujourd'hui ». Plus généralement, beaucoup de chefs d'œuvre composés au XX^{ème} siècle et au début de XXI^{ème} ne méritent pas de ceux des siècles passés, et sont d'une diversité et d'une originalité extraordinaires. Le XX^{ème} siècle a en fait connu trois révolutions musicales : d'abord, la découverte de l'historicité de la musique occidentale (en particulier la redécouverte des musiques antérieures à la Renaissance), phénomène qui a en fait commencé au milieu du XIX^{ème} siècle. Ensuite, la découverte des musiques des autres cultures, ce qui a beaucoup relativisé les principes de notre musique occidentale qu'on croyait jusqu'alors universels. Ceci a permis d'entendre d'autres styles et de se pencher sur d'autres formes artistiques (par exemple, Varèse a été le premier à composer une œuvre entièrement pour percussions, Ionisation, nomenclature qui serait banale dans d'autres cultures, mais qui aurait été impensable dans les musiques baroques, classiques ou romantiques occidentales). Enfin l'invention de l'électricité, qui a ouvert la voie à de nouveaux instruments, de nouvelles musiques, mais aussi à l'enregistrement, ce qui a modifié notre façon d'écouter. Grâce à ces changements ont émergé des compositeurs prolifiques et très diversifiés : Debussy, Stravinsky, Ravel, Bartok, Webern, et, plus proche de nous, Ligeti, Reich, Lachenmann, Feldmann, Grisey, etc...

Certes, depuis quelques années, l'engouement pour l'expérimentation, de la part du public comme des compositeurs, s'est un peu atténué. Il faut voir que les années d'après-guerre étaient originales, chacun, public comme artiste, souhaitant une table rase et ayant une curiosité exacerbée pour la nouveauté. Mais je suis content de continuer à être surpris

positivement à l'écoute de certaines créations, et qu'un large public à travers le monde continue à entretenir cette curiosité. On me rétorquera peut-être que Beethoven était lui connu dans toute l'Europe de son vivant. Cependant, des compositeurs comme Ligeti, Lachenmann ou Xenakis sont joués dans le monde entier, d'ailleurs plus que Beethoven de son vivant, et auprès de ce même public, curieux et amateur. Rien n'a vraiment changé. Le reste du public du XIX^{ème} siècle écoutait, lui aussi, dans sa grande majorité, la « variété » de l'époque, pour se divertir et danser, et non pas les symphonies de Beethoven.

Cependant, certains connaisseurs et professionnels semblent eux-mêmes éprouver de la difficulté avec ces musiques d'aujourd'hui (voir par exemple l'interview de ton collègue Karol Beffa dans le précédent numéro)

FL : Cela peut se comprendre. Un bon métier, construit depuis sa plus tendre enfance, peut parfois engendrer une certaine « conformité » de l'oreille. Imagine un peintre doué dans le portrait académique. Il trouvera certainement, notamment s'il a beaucoup de préjugés et est un peu « aigri » par la vie, le portrait de Dora Maar par Picasso un peu amateur, sans métier, avec un œil plus grand que l'autre et des doigts dessinés comme un enfant. Je ne suis pas non plus certain qu'il comprenne l'originalité des visages du Caravaggio, qui choquaient beaucoup à leur époque par leur expressivité trop réaliste et pas assez idéalisée. Pour certains, l'art est une norme, c'est dommage.

À l'inverse, je me souviens de l'engouement, à l'écoute d'œuvres inouïes, de certains étudiants de l'Ensaë que j'emmenais aux concerts, en tant que président du club-musique de l'école. J'en ai d'ailleurs retrouvé plusieurs, longtemps après, assistant assidûment aux créations. J'ai continué ensuite longtemps ces conférences et concerts « d'initiation », et je me souviens par exemple d'un cycle de cinq conférences-concerts devant les employés de la RATP. Une fois, ils se sont

enthousiasmés pour une œuvre de Lachenmann, et m'ont demandé pourquoi ils n'y avaient pas eu accès auparavant. Lachenmann est pourtant un des compositeurs les plus « difficiles » à écouter, et je dois avouer qu'à 18 ans, j'ai entendu pour la première fois une œuvre de ce compositeur en concert, et qu'en musicien de culture classique, je me suis levé, choqué, et me suis dit « ce n'est pas possible, c'est horrible, ce n'est pas de la musique » (maintenant, j'adore).

Bref, je crois que pour comprendre l'art, et s'ouvrir à ce à quoi on n'est pas encore habitué, que ce soit à des musiques récentes, très anciennes, ou venant d'autres cultures, il faut non pas posséder un métier mais savoir se défaire de ses préjugés et rester un enfant.



Imagines-tu de revenir à des métiers qui sont plus du domaine de l'ENSAE?

FL : Je n'espère pas, mais on ne sait jamais. On ne vit malheureusement pas de la composition, et je devrais toute ma vie chercher en parallèle des activités plus alimentaires (résidences et bourses, enseignement, administration, etc.). Mais ce ne seront toujours que des activités alimentaires. Ma vie, c'est la composition.

*Propos recueillis
par Hugo HANNE (ENSAE 1992)*

Mobilité

Pierre Sasson, 39 ans, ENSAE 1988

est nommé président-directeur général de Cogifrance (société immobilière du groupe Benjamin et Edmond de Rothschild), en remplacement de Victor Sasson. Victor Sasson demeure administrateur de la société et est nommé président d'honneur. X-Ensaie, Pierre Sasson a commencé sa carrière en 1988 chez Gamma International comme consultant en organisation avant d'entrer à l'Union Européenne de CIC en 1990 à la direction de l'organisation puis, à partir de 1993, à la direction du développement comme responsable marketing des technologies nouvelles. Il a rejoint Cogifrance en 1998 au poste de directeur financier et occupait, depuis 1999, celui de directeur général adjoint.

Olivier Neau, 38 ans, ENSAE 1989

est nommé président du directoire de CPR Alternative Asset Management, filiale spécialisée en gestion alternative de Crédit Agricole Indosuez. Il succède à Dominique Larue. Ancien élève de l'Ecole polytechnique, Olivier Neau a débuté sa carrière au sein du groupe CPR en 1989, au département de recherche quantitative. En 1991, il intègre les équipes de trading sur les marchés de taux, comme trader senior sur le marché italien puis comme responsable des marchés émergents. En tant que directeur général adjoint de Banque CPR à partir de 1999, il a

participé au lancement de CPR Alternative Asset Management et en était, depuis mars 2000, le directeur général.

Pierre Doré, 45 ans, ENSAE 1979

est nommé président d'Eurosud, la régie publicitaire des quotidiens régionaux du groupe Hachette Filipacchi Médias. Pierre Doré a rejoint le groupe Havas en 1992, après avoir occupé des fonctions de direction média d'agences de communication telles que Saatchi & Saatchi, Alice et CLM-BBDO. Au sein d'Havas, il a successivement dirigé Concerto Media, de 1992 à 1994, présidé MCBB de 1995 à 1999 et Media Contacts en 2000 et 2001, agences média du groupe MPG. Membre du comité de direction de MPG de 1992 à 2001, il était également administrateur de Diffusion Contrôle.

Alain Chappert, 54 ans, ENSAE 1971

est nommé directeur des études et synthèses économiques à la direction générale de l'Insee. Il remplace Jean-Luc Tavernier, qui a été nommé Directeur de la Prévision. Alain Chappert a commencé sa carrière en 1971 à la Direction de la Prévision, dont il deviendra chef du bureau services et commerce, puis du bureau Europe. En 1990, il intègre l'Insee au poste de directeur de cabinet du directeur général avant de

prendre la responsabilité, en 1992, du département de la conjoncture. Directeur de la recherche à l'EIFB, devenu CIC-Securities, de 1997 à 1999, il était, depuis 2000, à la Direction de la Prévision, secrétaire général de la commission économique de la nation.

Philippe Delerive, 36 ans, ENSAE 1991

est nommé directeur technique vie de GAN Assurances. Ancien élève de l'Ecole Polytechnique, actuaire IAF, il a débuté sa carrière dans le groupe UAP. En 1998, il rejoint AXA France, où il prend la responsabilité opérationnelle du développement des innovations en santé. Philippe Delerive occupait, depuis 2001, le poste de directeur technique et financier des particuliers et des professionnels d'AXA Courtage

Michel Dosièrè, 53 ans, ENSAE 1977

est nommé membre du conseil de surveillance de la Caisse nationale des Caisses d'Epargne. Il remplace Georges Cara, chargé de mission auprès de Charles Milhaud, président du directoire de la CNCE. Michel Dosièrè, titulaire d'un troisième cycle de sciences économiques, a réalisé l'ensemble de sa carrière au sein du groupe Caisse d'Epargne, qu'il a intégré en 1978. Il préside le directoire de la Caisse d'Epargne de Poitou-Charentes depuis sa création en 1991.

Georges François, 53 ans, ENSAE 1974

est nommé secrétaire général d'Euronext Paris. Membre du comité exécutif d'Euronext Paris et adjoint du président, il sera plus particulièrement responsable de la coordination de l'administration d'Euronext Paris. Ancien élève de l'Ecole Polytechnique, administrateur de l'Insee, il a été, de 1987 à 1990, directeur au sein de la SBF. Il avait ensuite rejoint la société de Bourse EIFB au poste de directeur général puis de président-directeur général.

Alexandre Draznieks, 34 ans, ENSAE 1994

Administrateur Insee, X-Ensaie, il a été récemment nommé chef du bureau "pays émergents et autres pays en développement ou en transition" à la Direction du Trésor au Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie.

Paul Champsaur, ENSAE 1968

directeur général de l'Insee, a été nommé officiellement président de l'Autorité de régulation des télécommunications (ART). Egalement Polytechnicien, il succède à Jean-Michel Hubert, dont le mandat de six ans a expiré le 3 janvier. Outre Paul Champsaur et Gabrielle Gauthier, le collège de l'ART comprend l'économiste Dominique Roux, l'ingénieur des télécoms Michel Feneyrol et l'énarque Jacques Douffiagues.

Jean-Michel Charpin, 54 ans, ENSAE 1973

succède au poste de directeur général de l'Insee à Paul Champsaur devenu président de l'ART. X-Ensaie, commissaire au Plan depuis 1998, Jean-Michel Charpin a été l'auteur, en 1999, du rapport au Premier ministre sur l'avenir des retraites. Chef du service des programmes à l'Insee de 1981 à 1983, il a été directeur du CEPII de 1985 à 1990, puis, à la BNP, successivement directeur des études économiques et direc-

teur de la gestion actif-passif, membre du comité de direction générale.

Bernard Sinou, 53 ans, ENSAE 1974

a été nommé directeur de cabinet du président de la SNCF Louis Gallois et de la direction générale, en remplacement de Gérard Gibot, désormais directeur de l'audit groupe. X-Ensaie, administrateur hors classe de l'Insee, Bernard Sinou était directeur chargé de la stratégie et du développement à la direction du transport public régional et local à la SNCF.

Samir Roumieh, ENSAE 1983

entré dans la société MIRIAD TECHNOLOGIES en 2002 comme directeur du développement, en devient aujourd'hui directeur général. X-Ponts-Ensaie, il était auparavant directeur général de Motorola SA.

Jean-Pierre Le Gléau, 54 ans, ENSAE 1972

succède à Jean-Marie Ruch, qui rejoint l'Inspection générale, comme chef du département de la coordination statistique. X-Ensaie, administrateur de l'Insee, Jean-Pierre Le Gléau était chef du département des études et statistiques locales à la Direction générale des collectivités locales au ministère de l'Intérieur.

Ronan Davit, 30 ans, ENSAE 1997

prend la responsabilité du contrôle de gestion groupe EULER & HERMES. X-Ensaie, il était en charge de la gestion des risques et des systèmes d'information au sein de Sofaris.

Sébastien Cochard, ENSAE 1994

rejoint la DREE et a été nommé Conseiller Commercial à la Mission

Economique pour l'Elargissement de l'UE, basée à Varsovie, avec compétence sur les 12 pays de l'adhésion. Sébastien Cochard a été représentant de la division de coopération de l'Inspection Générale des Finances en Europe Centrale, en poste à Budapest (1994-1995) ; chargé du suivi des Etats-Unis, du Canada et du Japon à la Direction de la Prévision du Ministère de l'Economie (1996) ; Conseiller Financier, représentant de la Direction du Trésor auprès de l'Ambassade de France en Algérie (1997-1998), auprès de l'Ambassade de France en Italie (1999-2000), et était depuis septembre 2000 Conseiller Financier-adjoint à l'agence financière de New York.

Claudie Louvot, 55 ans, ENSAE 1972

Auparavant Chargée de mission, Claudie Louvot remplace Brahim Laouisset comme chef de la division Echanges extérieurs de l'INSEE. Elle était rédactrice en chef de l'Economie française et chef de la cellule Rapport sur les comptes.

Philippe Nahum, 41 ans, ENSAE 1985

Actuaire, précédemment président de Fidelity France, il rejoint Oddo Pinatton Gestion Privée en qualité de directeur général.

Lucile Olier, 36 ans, ENSAE 1995

est nommée directeur de cabinet du directeur général de l'Insee, Jean-Michel Charpin. Ancienne élève de l'ENS (Ulm), agrégée de sciences sociales, elle a commencé sa carrière à l'Insee en 1995 puis a rejoint, en 1998, le Commissariat Général du Plan. Conseiller scientifique au Conseil d'Analyse Economique à partir de 2000, Lucile Olier était, depuis 2001, chef de la division salaires et revenus d'activité de l'Insee.

Carnet

Naissances

**Benoît Bellone, ENSAE 2000**

Benoît et Violaine Bellone ont la joie de vous annoncer la naissance de Faustine le 12 mars 2003 à 5h45, jolie brunette qui pèse 3,5 kg et mesure 51,5 cm...

Arthur Charpentier, ENSAE 1999

Arthur Charpentier et Hélène Guérin sont ravis de vous faire part de la naissance de Maël, le 31 décembre 2002, histoire de finir l'année en beauté.

Pierre et Isabelle Hebert, ENSAE 1997

Pierre et Isabelle Hebert sont très heureux d'annoncer la naissance d'Alexandre, le 12 décembre 2002, à Hartford, Connecticut, Etats-Unis.

Isabelle et Vincent Brenellière, ENSAE 1994 et 1996

Isabelle (ENSAE 94) et Vincent Brenellière (X91-ENSAE96) sont heureux de vous faire part de la naissance le 21 septembre 2002 de Clémentin, petit frère d'Alexandre et d'Amélie.

pub

Publications

Lecture critique par Sébastien PETITHUGUENIN (ENSAE 2001)

Tous ces ouvrages peuvent être commandés en ligne sur le site Internet de l'ASTEC : www.ensae.org, rubrique Publications.

Olga et la rue de l'écolo

Comme la naïveté délibérée du titre choisi par Dominique Guarrigues nous l'indique d'emblée, c'est à un parcours introductif et ludique aux problématiques liées à l'écologie que nous sommes conviés. Le sujet est clef à tous points de vue, qu'il s'agisse de son importance grandissante dans les préoccupations des citoyens européens ou du développement significatif des réglementations afférentes au plan européen et national, et le lecteur ne peut qu'applaudir à l'idée d'une perspective synthétique sur ce sujet. L'ouvrage de D. Guarrigues embrasse pourtant plus large. Renouveler les idées reçues sur l'écologie, c'est le pari des pages qui se cachent derrière une couverture vert prairie qui fleure étonnamment bon le cliché. Pourtant, la suite de courts chapitres rythmés qui composent l'ouvrage révèlent mieux qu'une floraison printanière de bons sentiments. Pour chaque chapitre consacré à un thème tiré de l'actualité et dont la sélection se révèle éclectique – la biodiversité, les menaces concernant la couche d'ozone ou encore le principe de précaution – l'auteur présente les questions pas si naïves de la petite "Olga" et les réponses que lui apportent les passants qu'elle rencontre "au hasard" dans sa rue – comme la nature est bien faite, ils sont tous élus, représentants de groupes de pression, avocats ou encore fonctionnaires en charge des administrations publiques-. Autant le dire tout de suite, le prétexte de l'itinéraire de la fillette, visiblement dotée d'une mémoire et de capacités de raisonnement dépassant de beaucoup le cadre

supérieur moyen, n'est pas des plus convaincants; à peine plus que celui de la Sophie de Jostein Gaarder pour les connaisseurs, c'est dire! Mais derrière Olga, c'est chaque citoyen qui se reconnaît dans les questions de la fillette qui oscillent entre demandes de clarifications techniques salutaires, d'ordre d'idée des coûts économiques liés aux initiatives de la politique environnementale ou de compréhension des intérêts des acteurs socio-politiques en présence. La méthode de questionnement n'est pas pour autant socratique puisqu'elle préfère confronter les opinions des différents acteurs sur les sujets plutôt que de poursuivre la recherche de la vérité et les contradictions internes à chaque discours. Le résultat est décapant par moment qu'il s'agisse de la politique publique concernant les nitrates dans l'eau ou encore du traitement par les médias

des problématiques écologiques. Si la réflexion reste centrée sur chacun des sujets sans élargissement à un tableau plus général, la position de l'auteur apparaît clairement en filigrane: toujours et partout, il faut faire appel à la régulation des marchés et à la responsabilité individuelle des acteurs pour régler les problèmes posés. La possibilité offerte à chacun de recourir à des moyens légaux pour valider dans la durée des réglementations est préférable aux interventions de l'Etat, souvent tributaires de préoccupations électorales et en décalage avec une compréhension fine de la réalité du terrain. Si la thèse est clairement libérale, l'auteur a le mérite de la poser clairement et d'accepter de placer l'écologie, au-delà du débat de principe, sur le terrain peu souvent exploré de l'analyse coûts-avantages. Garrigues rappelle ainsi que l'approche fondamentaliste qui condamne toute pollution comme atteinte grave aux droits des générations futures, oublie ainsi souvent qu'il existe des conditions économiques à toute politique de protection de l'environnement et qu'à moins de retourner à des stades primitifs, le maintien de l'espèce humaine est synonyme de transformation de son environnement! La question que pose la petite Olga est donc aussi la notre: quelles politiques faut-il choisir de mettre en oeuvre, pour quelle efficacité et à quel prix? Comment donner une valeur aux droits qu'ont les générations futures sur l'état du monde que nous nous proposons de leur léguer?

◀ **Dominique GARRIGUES**
(ENSAE 1968)
Editions Benevent.



La question ayant le mérite d'avoir été posée, il faut maintenant examiner les réponses qui sont apportées. En s'interdisant d'avoir un regard global sur les problématiques environnementales, l'auteur livre à la fois la clef et la faiblesse de sa démarche. Comme toute personne convaincue de l'efficacité absolue des marchés, il croit en la possibilité de résoudre chacun des problèmes exposés de façon indépendante à condition de créer les conditions de marché correspondantes et d'avoir confiance dans la capacité des acteurs à estimer de façon adéquate les risques et à défendre leurs droits de façon efficace. Dans cette perspective, il suffit d'intégrer au prix du marché l'effet des différentes externalités pour obtenir des comportements individuels régulés qui économisent la lourdeur de régulations étatiques.

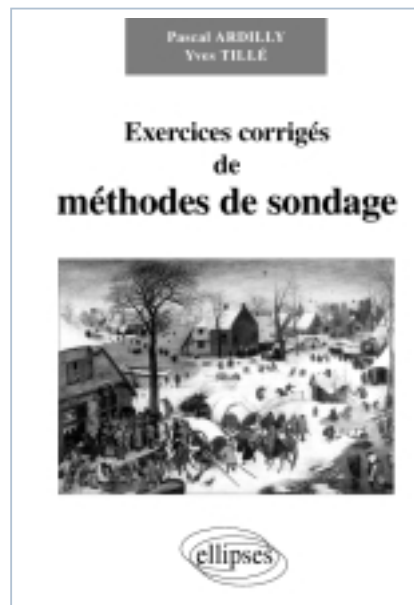
C'est bien là que le bât blesse puisque le propre des risques écologiques liés à la société industrielle actuelle est que la plupart d'entre eux nous sont encore inconnus donc pas probables et que l'espérance du coût des risques déjà identifiés est connue de façon très imprécise. Nous sommes face à un défaut de marché tel que le décrit la théorie économique et philosophiquement, proche des situations d'incertitude radicale –au sens de Keynes- qui rendent la prise de décision des acteurs extrêmement difficile. De plus, des lors que l'impossibilité de donner un prix exact aux différentes dégradations de l'environnement constatées est avérée, le choix de politiques de protection de l'environnement adéquates doit se faire sur la base d'une information incomplète, en tenant compte des priorités inégales des différents risques, et pour

laquelle la délibération de type démocratique apparaît comme la solution évidente.

Comme en témoigne l'erreur d'interprétation des thèses d'Hans Jonas sur le principe de précaution, qui ne correspondent pas à un absolutisme écologique irrationnel, mais à la nature incomplète de l'information disponible pour évaluer les risques environnementaux, l'auteur s'interdit de comprendre cette dimension fondamentale qui donne à l'action politique sa légitimité à intervenir. Au total, on pardonnera à l'auteur ses approximations, ainsi que certains excès dans les caricatures des personnages présentés – en particulier des politiques – pour se recentrer sur l'apport principal de son ouvrage: l'écologie est l'affaire de tous, même des petites filles, et pas seulement des experts.

Exercices corrigés de méthodes de sondage

Les ouvrages d'exercices corrigés de sondage sont extrêmement rares. Aussi, pour contribuer à la bonne compréhension de la discipline, Pascal Ardilly (INSEE) et Yves Tillé (Université de Neuchâtel) proposent une sélection de 116 exercices systématiquement accompagnés d'une correction approfondie. Ces exercices sont regroupés par chapitre et couvrent les principaux aspects de la théorie des sondages. Les premiers chapitres sont consacrés aux méthodes d'échantillonnage : sondage aléatoire simple, sondage stratifié, tirage à probabilités inégales, tirage à plusieurs degrés, tirage équilibré, méthode des quotas, ... Les chapitres suivants traitent des méthodes de redressement : es-

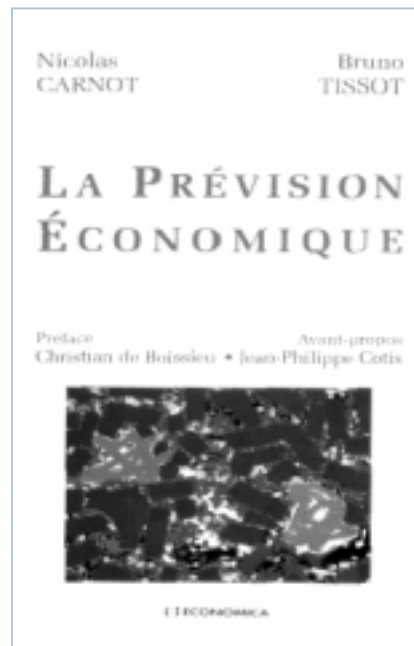


timeur par le ratio, par la régression, estimateur post-stratifié, calage généralisé. Un chapitre est consacré à l'estimation de variance. Enfin, le livre s'achève par des exercices sur la non réponse. Le lecteur trouvera dans cet ouvrage (300 pages) des exercices de tous niveaux, certains développant des aspects théoriques, d'autres traitant de problèmes plus appliqués avec des applications numériques. A noter que chaque chapitre est précédé d'un bref rappel de cours précisant les notations et les principaux résultats à connaître.

◀ **Pascal ARDILLY (ENSAE 1986)**
et **Yves TILLÉ**
Ellipses.

La prévision économique

La prévision économique est par nature un exercice difficile. La complexité croissante des mécanismes économiques le rend cependant aujourd'hui indispensable à la gestion des affaires privées ou à la conduite des politiques publiques. Ce livre fournit une introduction à la théorie et à la pratique des prévisions économiques. Il dresse un panorama complet des méthodes usuelles, présente leurs forces et faiblesses, et discute de leur mise en œuvre concrète. Le champ couvert comprend le diagnostic conjoncturel, les techniques de séries temporelles, la modélisation macro-économétrique, les projections de moyen et de long terme, enfin les outils propres aux prévisions budgétaires, financières et sectorielles. L'ouvrage s'interroge également sur l'apport des prévisions à une



préparation rationnelle des décisions. Il fournit des éclairages sur le degré de précision des prévisions, leurs utilisations courantes et leur insertion au sein des structures de décision. Reflet de l'expérience de deux praticiens, il s'adresse à tout lecteur – étudiant, économiste ou universitaire – s'interrogeant sur une activité à l'intersection des savoirs économiques et de l'action. L'ouvrage est préfacé par Christian de Boissieu, professeur d'économie à l'Université Paris I (Panthéon - Sorbonne) et directeur scientifique du COE. Jean Philippe Cotis, actuel chef économiste de l'OCDE et ancien directeur de la Prévision au MINEFI, a accepté de rédiger un avant-propos.

◀ **Nicolas CARNOT (ENSAE 1997) et Bruno TISSOT (ENSAE 1991)**
Economica.

La gestion actif - passif

La gestion actif-passif rassemble les techniques de pilotage dans le temps de l'équilibre financier d'un investisseur institutionnel. La maîtrise de ces techniques conditionne la capacité d'une compagnie d'assurance ou d'un fonds de pension à honorer ses engagements en dépit des fluctuations des marchés financiers. Cet ouvrage s'adresse aux étudiants et aux enseignants ainsi qu'aux actuaires, analystes financiers, gestionnaires de risques et directeurs financiers.



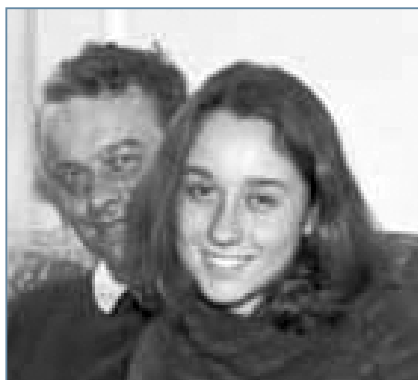
◀ **Michel PIERMAY (ENSAE 1976), Pierre MATHOULIN (ENSAE 1985) et Alain COHEN**
Economica.

pub

Nous soutenons Ingrid Bétancourt

... a répondu le Conseil de l'Astec à l'appel des anciens élèves de Sciences Po, qui se sont joints au mouvement international pour la libération d'Ingrid Bétancourt. Rappel des faits.

Mélanie, c'est d'abord un visage un peu triste, un peu pâle, dont les grands yeux noirs font inlassablement le siège des écrans de télévision et des hémicycles, d'Envoyé Spécial à Ardisson et du Parlement européen au Palais Bourbon. Elle a comme une petite douleur dans le regard, Mélanie, cette ombre qui



Mélanie et son père

rend les gens fréquentables. Elle a surtout des paroles tendres et posées pour réclamer la libération d'une femme enlevée en Colombie le 23 février 2002, une femme qu'elle dit formidable, indispensable au peuple colombien plus encore qu'à elle-même. La douceur de Mélanie ferait presque oublier que c'est aussi sa mère qu'on lui a enlevée.

La rage au cœur

Car pour qui ne connaît rien à l'affaire, c'est sous les traits de sa fille Mélanie Delloye que l'on découvre Ingrid Bétancourt. Où la force de

conviction de la fille pousse à mieux connaître la mère.

Née en 1961 d'un père ambassadeur de Colombie, Ingrid Bétancourt fait ses études à Paris au début des années 1980 (notamment Sciences Po en 1981). En 1990, elle met de côté sa vie de mère de famille expatriée pour revenir à Bogota où elle travaille à l'élection de sa mère au Sénat, puis entre au ministère des Finances. Après quelques années, frustrée du peu de résultats obtenus, elle se lance en politique. Elle est d'abord élue députée en 1994, puis fonde le parti, « Oxygeno », cet oxygène qui fait défaut à la Colombie, pour faire de la lutte contre la corruption et du processus de paix le fondement de son combat politique. Elle est élue au Sénat en 1998 en étant, contre toutes attentes, la candidate qui remporte le plus de voix au niveau national.

En publiant en 2001 *La rage au cœur*, le récit de son cheminement personnel, elle devient un personnage central de la vie politique colombienne, en même temps que l'une des femmes les plus menacées. Elle décide en effet de se présenter à l'élection présidentielle de mai 2002 et démissionne pour ce faire de son poste de sénateur en lançant un retentissant : « lorsque je serai Présidente, je vous démissionnerai tous ! ». Le 23 février 2002, en pleine campagne électorale, elle est enlevée par les FARC (Forces Armées Révolutionnaires de Colombie), en compagnie de sa plus proche collaboratrice, Clara Rojas. Une courte

cassette vidéo tournée en mai 2002 est envoyée à la famille d'Ingrid Bétancourt en juillet de la même année : on l'y voit s'adresser à sa famille pour la rassurer sur son état de santé et tancer le gouvernement colombien.



*La rage au cœur
Editions XO, février 2002.*

3000 séquestrés en Colombie

« Quel est ce pays où frappe la nuit la loi du plus fort ? » 80% des kidnappings dans le monde sont commis en Colombie, qui détient de tristes records : le plus grand nombre d'enfants enrôlés dans des mouvements armés, le plus grand nombre de journalistes et de syndicalistes assassinés, 4 millions d'exilés et plus de 2 millions de personnes déplacées de force à

l'intérieur du pays. L'objectif des kidnappings est souvent aussi symbolique que politique : obtenir l'échange d'otages, officiers de la police et de l'armée, contre des guerrilleros emprisonnés.

Mais le problème est plus complexe qu'il n'y paraît. La Colombie est écartelée entre la guerrilla marxiste (les FARC, fondées en 1964), les paramilitaires, les cartels de la drogue et la corruption d'une grande partie de la classe politique. Or les FARC réclament et se battent pour une réforme sociale très profonde et l'ouverture d'un véritable espace démocratique. Dans ce contexte, l'enlèvement d'Ingrid Bétancourt par les FARC, bien qu'illustratif du recours systématique à l'enlèvement, est paradoxal puisqu'elle était le seul membre du Congrès colombien à mener une lutte courageuse contre la corruption des partis politiques et du gouvernement.

C'est finalement la politique de guerre totale contre la guerrilla, et en particulier les FARC, menée par le gouvernement qui constitue aujourd'hui la principale menace pour la vie d'Ingrid Bétancourt : sa mort serait un coup politique extraordinaire pour l'armée, qui tiendrait là un prétexte pour utiliser tous les moyens propres à l'élimination définitive des FARC. Le dénouement du rapport de force

entre la guerrilla et le gouvernement n'est pas conditionné par la seule question des otages : l'amorce de réformes profondes visant au rétablissement de la justice sociale et d'un véritable fonctionnement démocratique apparaissent comme un préalable incontournable à l'apaisement des tensions intérieures. Ce précisément pour quoi se battait Ingrid Bétancourt. Malheureusement, de ce point de vue, la situation reste figée. La guerrilla semble s'enfermer dans une logique terroriste, après les attentats meurtriers de Bogota et Neiva début 2003. De son côté, le gouvernement a rompu unilatéralement les négociations et décrété la Loi de Sécurité Nationale pour une grande partie du territoire.

Ce combat qui est juste

Le sort d'Ingrid Bétancourt dépend donc largement de la décision de l'armée de lancer ou non une opération pour la libérer. La famille s'y oppose. C'est là le cœur du mouvement international qui réclame la libération d'Ingrid Bétancourt : faire pression sur le gouvernement colombien, par l'intermédiaire des corps diplomatiques et des gouvernements étrangers, pour obtenir la reprise de véritables négociations. Négociations qui devront

nécessairement dépasser la seule question des otages pour s'intéresser également aux réformes et à la lutte contre la corruption.

Le Parlement européen et de nombreux gouvernements dont celui de la France ont déjà apporté leur soutien diplomatique à ce mouvement en manifestant au plus haut niveau leur intérêt et leur inquiétude pour la question colombienne. De nombreuses associations et personnalités n'ont cessé d'envoyer des messages et d'écrire aux autorités colombiennes. Reflet tangible de cette pression plus que jamais nécessaire, une pétition (reproduite à la fin de cet article) a recueilli plus de 83 000 signatures de par le monde.

Elle n'est qu'une parmi des centaines d'otages, mais Ingrid Bétancourt est un symbole et cristallise les espoirs d'un pays épuisé par des années de violence. Le dimanche 23 février 2003, un an après son enlèvement, des manifestations ont eu lieu dans de nombreuses capitales et, en France, dans les villes de Province. Mélanie était à Paris au cœur de la marche silencieuse. Si elle réussit, elle aussi aura changé le cours de l'Histoire. Le cours de son histoire.

Fabien TOUTLEMONDE (ENSAE 1999)

Pétition de solidarité pour Ingrid



Au 4 avril (405 jours de détention), plus de 83 000 signatures étaient référencées sur www.Betancourt.info

« Consternés par l'enlèvement d'Ingrid Betancourt, candidate à la présidence de la République, le 23 février 2002 par les FARC, nous demandons sa libération immédiate et sans condition. Rien ne peut justifier l'enlèvement de civils, quels qu'en soient les motifs ; et un véritable processus de paix ne pourra se développer tant que de telles pratiques continueront. Mais nous pensons aussi qu'une négociation politique sérieuse est la seule voie possible pour ramener la paix et la justice sociale en Colombie. Aussi, nous nous adressons à vous pour vous demander de tout mettre en oeuvre pour la libération d'Ingrid Betancourt et des autres civils détenus par les groupes armés et d'instaurer le plus rapidement possible un véritable dialogue politique en vue d'établir la paix à laquelle aspire la grande majorité des colombiens, de restaurer un véritable état de droit et de mettre fin aux massacres de civils perpétrés par toutes les forces en présence. »

Comité de L'Association, Paris, le 12 mars 2002

Mail Association : a-aib@ifrance.com

**Site officiel d'Ingrid Bétancourt :
www.ingridbetancourt.com**

pub
3eme de couv

pub
4eme de couv