

## ÉDITORIAL

PAR PASCAL AUBERT

Diplomatie  
du balancier

La fréquentation des maîtres de l'empire du Milieu semble avoir été fatale à la diplomatie de rupture dont Nicolas Sarkozy s'est fait le héraut depuis son entrée à l'Élysée. Si le chef de l'État se targue de restaurer l'influence de la France dans le concert européen et de faire souffler un vent nouveau sur les relations transatlantiques, son voyage en Chine s'inscrit en revanche dans la continuité de la politique initiée il y a quatre décennies par le général de Gaulle et poursuivie par ses successeurs, à l'exception notable du Mitterrand post-Tiananmen. Les notes de la partition française semblent immuables : service minimum sur les droits de l'homme, mutisme sur le Tibet, appel à la levée de l'embargo sur les ventes d'armement, rappel de l'unicité de la nation chinoise, ode obligée à la puissance économique émergente, hommage au rôle d'une Chine forte dans un monde multipolaire. Nulle trace de rupture à l'horizon. Pas même dans le couplet plus conjoncturel sur la sous-évaluation du yuan méticuleusement calibré pour éviter de vexer des interlocuteurs sourcilieux sur leur souveraineté monétaire. En guise de gratification pour cet étalage de bienséance, les visiteurs repartiront avec une pleine brassée de contrats. Des milliards d'euros de commandes si utiles pour se donner bonne conscience mais surtout qui vont donner du travail à des dizaines de milliers de salariés là-bas au pays. Des contrats qu'il nous plaît de percevoir comme une reconnaissance de la haute technologie « made in France » mais dont les dirigeants chinois se servent aussi, il ne faut pas l'oublier, comme outil de régulation de leurs relations politiques avec leurs grands partenaires commerciaux. Aussi gratifiants soient-ils pour les industriels français, les contrats signés par Pékin au gouvernement, au Congrès et aux grands groupes américains. Dans cette diplomatie chinoise du balancier, chacun doit prendre son tour. Servis cette fois-ci, les groupes français vont rejoindre la file d'attente.

paubert@latribune.fr



DU LUNDI AU VENDREDI À 7 H 55  
LA CHRONIQUE DE  
FRANÇOIS-XAVIER PIETRI  
SUR RADIO CLASSIQUE

## La Tribune

Édité par : La Tribune SAS  
51, rue Vivienne - 75005 Paris Cedex 02  
Standard : 01 44 82 16 16  
Adresse Internet : <http://www.latribune.fr>  
Président, Directeur de la publication :  
Alain Metternich.

Directeur de la rédaction : François-Xavier Pietri. Directeur adjoint : Pascal Aubert. Rédaction en chef centrale : Philippe Mabillet (Économie, Tribunes) ; Martine Orange (Entreprises) ; Olivier Provost (La Tribune.fr) ; Bruno Segré (Marchés & Finance). Rédacteurs en chef : Jean-Louis Alcaide (PME-Régions) ; Anne Debray (Édition) ; Patrick de Jacquolot (La Tribune.fr) ; Estelle Leroy (Rendez-vous perso) ; Dominique Mariette (Marchés & Finance) ; Franck Pauly (Vos finances) ; Jérôme Stern (Hors-Séries, Mensuels) ; Daniel Vigneron (Économie, International). Adjoint : Akram Belkaid (Économie, International) ; Eric Benhamou (Forum) ; Pascale Besses-Boumard (Valeurs) ; Jean-Pierre Bourcier (Art de vivre) ; Béatrice d'Erceville (Entreprises) ; Pierre Kupferman (Enquêtes) ; Delphine Girard (Économie France) ; Pascal

Hénisse (Tribunes) : Yan de Kerorguen (Rendez-vous perso) ; Christophe Bazire, Jean-Pierre Geoffroy, Patricia Jézéquel, Nicolas Oudin (Édition) ; Jean-Baptiste Jacquin (Entreprises) ; Christophe Tricaud (Les Places) ; Nicole Triouleyre (La Tribune.fr).  
Directeur général-éditeur : François Dieulesaint.  
Directeur de la diffusion et de la promotion : Benoît Waucamp (01 40 13 18 47). Directrice de la communication : Sandra Tricot (01 44 88 47 90). Directeur du développement et du marketing : Fabrice Février. Directeur multimédia : Pascal Laroche.  
Publicité : DI Régie (01 44 88 42 60). Président : Jean-Jacques Schardner. Directeur général opérationnel : Hervé Noiret. Directrice publicité commerciale : Nathalie Catholand. Directeur publicité financière : Pierre Gisclard. Directeur publicité internationale : Alice Suric. Directeur publicité régionale : Charles d'Augustin.

Impression : CIPP, 72-74, rue Ambroise-Croizat, 93200 Saint-Denis ; Méditerranée-Offset-Press, Vitrolles ; Rhône Offset-Press, Igrigny ; Imprimerie Midifax, Toulouse ; Loirefax, Saint-Herblain.

**Service abonnement**  
Numéro vert : 0 800 13 23 33 (appel gratuit)  
Fax abonnement : 01 44 82 17 92  
Abonnement 1 an (France métr.) : 395 € TTC

USA : USPS #017531.  
Periodical postage paid at Champlain N.Y.  
and additional mailing offices.  
For details call IMS at 1 (800) 428 3003  
Distribué par les NMPP. Commission paritaire :  
0909CB5607 ISSN 0989-1922  
Modification de service :  
(uniquement pour réseau de vente NMPP)  
Téléphone vert : 0 800 47 10 09



Reproduction intégrale ou partielle interdite sans l'accord de l'éditeur - Art. L122-4 du Code de la propriété intellectuelle

La Tribune est une publication de DI Group. Principal associé : Ufipar (LVMH).  
Président-directeur général : Alain Metternich.  
Directeur général : Jean-Jacques Schardner.  
Directeur général adjoint : Nicolas Desbois.  
Directeur délégué : Bernard Villeneuve.

LA CHRONIQUE DE... NICOLAS VÉRON (\*)

Banques : la sélection  
par la crise

L'agitation et l'incertitude que subissent les marchés financiers sont aussi éloignées des circonstances ordinaires que l'est la guerre de la paix, dans la vie des nations. Paul Valéry écrivait dans *Orient et Occident* que « la paix n'est qu'un système de conventions, un équilibre de symboles, un édifice essentiellement fiduciaire. [...] La guerre liquide enfin ces positions, exige la présence et le versement des forces vraies, éprouve les cœurs, ouvre les coffres, oppose le fait à l'idée, les résultats aux renommées, l'accident aux prévisions, la mort aux phrases. » À présent, « l'édifice essentiellement fiduciaire » de la finance structurée est tout fissuré, et la crise oppose bien « l'accident aux prévisions », à mesure que chaque semaine apporte son lot de mauvaises surprises.

**Fragilités insoupçonnées.** En distinguant les « résultats » des « renommées », la crise opère une sélection féroce. Parmi des institutions qu'on croyait similaires, certaines se révèlent étonnamment robustes, d'autres dévoilent des fragilités insoupçonnées. Jusqu'à cette année, Citigroup semblait caracoler dans le même peloton que les deux autres très grandes banques américaines, JPMorgan Chase et Bank of America. Mais c'était avant la découverte de son exposition aux SIVs, ces véhicules hors bilan vis-à-vis desquels ses deux concurrents avaient plus prudemment tenu leurs distances, et de sa dépendance vis-à-vis d'activités certes rémunératrices mais également très risquées.

Sur la structuration de Collateralized debt Obligations (une catégorie de dérivés de crédit), Citi et Merrill Lynch ont été le deuxième et le premier plus gros acteur avec respectivement 750 et 800 millions de dollars de commissions depuis le début

LES ÉCARTS DE PERFORMANCE  
ENTRE BANQUES SONT BIEN PLUS  
MARQUÉS DEPUIS L'ÉTÉ  
QUE PENDANT LE PREMIER  
TRIMESTRE.

de 2006. Leurs dirigeants respectifs, Charles Prince et Stanley O'Neal, ont dû tous deux quitter la scène ce mois-ci. De même, le marché avait tendance à placer ensemble Merrill, Bear Stearns, Morgan Stanley et Goldman Sachs dans la même catégorie dite *bulge bracket* des grandes banques d'investissement : mais les trois premières ont perdu chacune environ 40 % de leur valeur depuis janvier, alors que Goldman Sachs, dont le président Lloyd Blankfein expliquait il y a quelques mois qu'il s'était préparé « à tous les scénarios y compris les pires », se maintient en hausse. Il est bien sûr impossible



CORBIS

d'affirmer si cet écart est temporaire ou durable. En tout cas, sur l'ensemble du marché, les écarts de performance entre banques sont bien plus marqués depuis l'été que pendant le premier semestre. La gestion des risques est le critère clé de cette différenciation.

À un extrême, les premières victimes ont été ceux qui s'étaient hasardés sur des territoires financiers complexes sans avoir développé la culture du risque correspondante : les banques allemandes IKB et Sachsen LB avaient développé d'énormes « conduits » financiers hors bilan, avec l'assentiment inexplicable des autorités de surveillance outre-Rhin, sans apparemment bien appréhender les dangers auxquels ces montages les exposaient. À l'autre extrême, Goldman Sachs, non content de sauver pour l'instant ses billes, sert de pépinière à ses concurrents : Robert Rubin, le nouveau président de Citigroup, et John Thain, qui a pris les rênes de Merrill Lynch, sont tous deux issus de la maison.

**Rôle crucial.** Les dirigeants jouent un rôle crucial pour imposer (ou négliger) une bonne évaluation du risque, mais ils ne sont pas seuls en cause : les décisions individuelles, bonnes ou mauvaises, pèsent moins dans le jugement des investisseurs que la capacité à maîtriser les risques dans la durée. Le cours de BNP

Paribas n'a pas été pénalisé plus que ses consœurs européennes, en dépit de la décision de geler trois fonds en août qui avait aggravé le sentiment d'incertitude des marchés mondiaux.

À l'inverse, les groupes mutualistes font l'objet d'un soupçon général : l'action Crédit Agricole SA a décroché par rapport à ses homologues non mutualistes, et Natixis signe l'une des plus mauvaises performances de l'ensemble du marché, avec une décote, depuis janvier, qui approche celle de grands blessés comme Citi, Merrill ou Bear Stearns. Il y a toutes les raisons de penser que cette différenciation souvent injuste va se poursuivre — y compris le cas échéant en substituant, comme disait Valéry, « la mort aux phrases ». Le « superfonds » destiné à éponger certains actifs des SIVs, et enterré un peu trop vite par notre chronique d'il y a deux semaines, reste peu susceptible d'éviter de nouveaux épisodes sanglants.

Les survivants, eux, bénéficieront d'opportunités inégalées pour récupérer de beaux actifs à prix cassés. Comme la guerre, la crise « éprouve les cœurs, ouvre les coffres » et, alors que la paix contente tout le monde, elle démarque sans pitié les gagnants des perdants.

(\*) Économiste au sein du centre de réflexion européen Bruegel, associé de la société de conseil Ecif.