

LE POINT DE VUE DE PHILIPPE D'ARVISENET ET MATHILDE LEMOINE

# Baisse des taux ou hausse du pouvoir d'achat, il faut choisir !

Avec le ralentissement monétar, qui se traduira dans la zone euro par une croissance revenant en dessous de son potentiel, la Banque centrale européenne (BCE) sera vraisemblablement amenée, d'ici à quelques mois, à assouplir sa politique, lorsque les craintes de tensions inflationnistes se seront dissipées. Pour autant, si une telle orientation peut être favorable à certains secteurs, il serait vain d'en attendre un effet sur la croissance potentielle et, partant, sur la capacité de l'économie à générer du pouvoir d'achat dans la durée.

**La BCE a raison de rappeler que, dans la durée, la croissance et le pouvoir d'achat ne peuvent repousser que sur les gains de productivité.**

L'accélération de l'inflation dans la zone euro, au cours des derniers mois, et la croissance toujours vive des crédits ont rendu moins audibles les critiques adressées à la BCE. L'évolution macroéconomique justifie la politique monétaire menée tout en mettant en lumière la responsabilité des gouvernements quant à l'évolution du pouvoir d'achat.

Lorsque la Banque centrale a entamé son cycle de resserrement monétaire en décembre 2005, l'inflation dépassait déjà 2%. Néanmoins, la croissance restant inférieure à 2%, les hausses de taux d'intérêt avaient suscité l'incompréhension, particulièrement en France (se serait-elle abstenue, ne l'aurait-on pas accusée de favoriser le gonflement de bulles sur les actifs ?). Les critiques oublièrent que la BCE agit en fonction des anticipations d'inflation et qu'elle tient compte de la capacité des économies à se développer. Si le potentiel des économies managées pas, le soutien monétaire peut déclencher de l'inflation. Or les

politiques budgétaires étaient plus orientées vers les transferts publics que vers la réduction des rigidités ou l'accroissement de l'investissement productif et innovant, gage d'un relèvement de

la croissance potentielle, celle que l'on peut réaliser sans tensions inflationnistes. Voyant que les politiques nationales n'avaient pas pour objectif d'augmenter significativement le potentiel de croissance des économies, la BCE ne pouvait plus laisser son taux de refinancement à 2% sans risquer de déclencher des tensions inflationnistes au moins dans certains secteurs.

En effet, une croissance durablement supérieure à son potentiel entraîne un certain nombre de déséquilibres. Les secteurs protégés sont confrontés à une pénurie de main-d'œuvre et à une demande supérieure à l'offre, ce qui génère une hausse des coûts de production et des prix. C'est ce que l'on a observé dans le secteur de la construction par exemple. Les secteurs dont l'activité ne dépend pas de la production nationale peuvent accélérer leurs importations, ce qui suppose que les pays exportateurs des biens demandés aient la capacité de produire plus. Par ailleurs, l'augmentation rapide de la masse monétaire génère

une hausse des prix des actifs qui entraîne une redistribution en faveur des détenteurs de patrimoine aux dépens des autres.

C'est en France que la remontée des taux d'intérêt a rencontré les critiques les plus vives malgré les perspectives d'augmentation des prix et l'attention portée au pouvoir d'achat. En effet, non seulement la croissance des crédits générée par les faibles taux d'intérêt soutient la croissance de l'économie tout entière, mais la politique monétaire expansionniste occultait le manque de

ressorts internes de l'économie française. Il n'était pas nécessaire de réformer l'organisation des services alors même que les hausses de prix y étaient plus fortes que dans le reste de l'économie. De plus, les hausses générées par ce secteur étaient compensées par la baisse des prix des produits manufacturés importés des pays émergents et en particulier de la Chine. La concurrence internationale et les délocalisations permettraient de façon paradoxale de repousser les réformes nationales à mener.

Cette stratégie est aujourd'hui mise à nu car, si les coûts de production des pays émergents restent très bas, la croissance rapide des dernières années pousse à la hausse des prix dans le monde entier. Cela concerne d'abord les prix énergétiques et agricoles, dont les ajustements de production sont longs et se font par paliers, mais pourrait se transmettre aux autres biens. De plus, les excédents courants des pays émergents ont engendré une création monétaire soutenue qui a débouché sur une hausse locale du prix des actifs. Ces évolutions ont donné raison à la

BCE tout en mettant sous les projecteurs le manque de réactivité des politiques nationales, qui n'ont pas su profiter du soutien monétaire pour mener à bien des réformes structurelles : on sait, en effet, que, dans la durée, la croissance et le pouvoir d'achat ne peuvent repousser que sur des gains de productivité accrus. Une baisse prématurée des taux directeurs aurait pesé sur le pouvoir d'achat via l'inflation.

Pariet sur la seule politique monétaire rendrait la croissance très dépendante de l'évolution des autres économies tout en limitant la capacité d'augmentation des salaires. La BCE ne peut malheureusement pas tout.

Reste la question du niveau de l'euro. Certes la BCE pourrait intervenir. Elle ne serait plus indépendante, ménagerait sa politique en fonction de celle de la Réserve fédérale américaine, c'est-à-dire abstraction faite des objectifs internes... les critiques ne manqueraient pas. Et il faudrait au préalable un engagement des gouvernements à ne pas se servir d'une telle action pour se dédouaner de leurs responsabilités en se reposant sur un affaiblissement éventuel de la monnaie, les incitations à l'investissement et à la réforme se trouvant repoussées d'autant.

Si les gouvernements ne passaient pas si souvent leur tour, la BCE serait sans doute plus prompte à desserrer l'étau monétaire... au bénéfice de la croissance et du pouvoir d'achat.

PHILIPPE D'ARVISENET est directeur des études économiques chez BNP Paribas, MATHILDE LEMOINE est directeur des études économiques chez HSBC France.

## Un danger à contrôler : le risque éthique

LA CHRONIQUE DE FRANÇOIS EWALD



Les révélations de la Société Générale concernant les pertes colossales qu'elle a dû inscrire dans ses comptes, la lecture du procès-verbal des auditions de Jérôme Kerviel invitent à reconsidérer avec le plus grand sérieux les problèmes éthiques au sein des institutions financières. En particulier celle de la conformité (« compliance ») recommandée par le comité de Bâle, qui précise que « le risque de conformité peut être défini comme le risque de sanctions légales ou réglementaires, de pertes financières ou de pertes de réputation

auxquelles une banque peut être soumise par suite des manquements aux lois applicables, aux règlements et codes de conduite ».

Cette recommandation témoigne d'abord de la nécessité pour les institutions financières de distinguer un nouveau type de risque, le risque « éthique », qui tient en particulier à la manière dont ses collaborateurs se

d'une nouvelle culture du management.

Cette culture passe d'abord par une nouvelle vision de ce qu'on désigne sous le mot « éthique ». L'éthique n'est pas seulement l'encadrement sympatique, marketing et un peu vaporeux d'activités qui, par ailleurs, obéiraient à d'autres lois. L'isolement d'un risque éthique, face auquel l'entreprise doit s'organiser, témoigne que la dimension de l'éthique est désormais perçue comme une composante à part entière de la valeur économique (et pas seulement une manière de la rendre acceptable). L'éthique est une composante de la valeur économique. Elle ne lui est pas extérieure, comme une manière de faire. La distinction de la fonction de « compliance » témoigne de la nécessité de réorganiser l'entreprise financière à partir d'une nouvelle perception de ce qui fait la valeur économique.

De fait, lorsqu'un établissement financier introduit la conformité dans sa gouvernance, il ne cherche pas le seul conformisme de ses collaborateurs. Dans une gouvernance à la conformité, il y a bien la dimension d'un respect scrupuleux des procédures, mais surtout un enjeu d'identité. Il y a la volonté de construire

**« Compliance »,  
Trois mots pour  
rappeler que l'éthique  
est une composante  
de la valeur  
économique.**

une nouvelle culture de l'entreprise dans un nouveau rapport aux normes et aux procédures. Il s'agit de faire en sorte, par l'intégration sur la règle, que chacun, chaque collaborateur, ait la conscience d'agir pour le bien commun, que le bien commun dépend de sa rectitude. On veut des hommes

# Crise boursière, régulation financière et images de l'incertitude

La crise boursière récente représente un cas d'école pour une notion qui émerge régulièrement pour être ensuite régulièrement oubliée par les professionnels une fois la situation normale rétablie : le risque de modèle probabiliste. Le but de cet article est d'attirer l'attention sur ce point et d'en tirer des enseignements pour l'avenir.

Beaucoup de commentateurs politiques ont été faits ces derniers jours, tous dans le même sens : accroître la surveillance des activités financières, renforcer les contrôles, voire durcir les réglementations, améliorer la transparence, se méfier des techniques quantitatives, ceci dans un climat intellectuel global de critique implicite ou explicite du système de marché libéral, accusé de se trouver à l'origine des problèmes rencontrés. Ces discours politiques ne voient pas qu'un élément très important mais non perçu comme tel se trouve au centre de cette crise : la défaillance de la modélisation des aléas affectant les activités économiques et financières.

## Sur lesechos.fr

**Réagissez aux analyses et points de vue de nos éditorialistes et chroniqueurs sur [www.lesechos.fr/info/analyses](http://www.lesechos.fr/info/analyses)**

**Blogs. Dialoguez sur les blogs de nos journalistes et de nos experts sur [www.lesechos.fr/blogs](http://www.lesechos.fr/blogs)**

gestion, de contrôle de risque et d'organisation des institutions financières aujourd'hui. Cet encas-trément cognitif est explicite et visible (cas des salles de marché)

**En ce début d'année, la Bourse montre parfois des signes d'affolement. Ce n'est pas le marché libéral qui est malade. C'est la modélisation probabiliste qui doit être repensée.**

ou implicite (cas des réglementations). Dans les deux cas, une conception probabiliste reflète concrètement une image de l'incertitude. Les corps de doctrine juridique ou comptable de la finance (comme les normes internationales IFRS ou les réglementations de Bâle ou Bruxelles) contiennent cette image.

Cette image de l'incertitude repose pour l'essentiel aujourd'hui sur des modélisations américaines datées des années 1960, et incapables de prendre en considération deux phénomènes importants : les emballements d'opinions collectives et les crises de liquidité. On

montre que ces modélisations sont en fait des résurgences de conceptions statistiques beaucoup plus anciennes, qui remontent au milieu du XIX<sup>e</sup> siècle (théorie des moyennes). Elles sont totalement inadaptées au monde d'aujourd'hui. Elles sont de plus pathogènes, dans la mesure où leur utilisation explicite dans les salles de marché ou leur encastrement dans les corps de normes réglementaires augmente les risques bien davantage qu'elle ne les réduit.

Pourtant, l'école probabiliste française et la recherche française dans les domaines de la finance mathématique sont réputées dans le monde entier pour l'excellence de leurs travaux et les mises en garde faites à l'endroit des modèles américains pour leur incapacité à intégrer des phénomènes non normaux. Mais une résistance quasi politique de la part des universitaires américains, d'une part, et un consensus professionnel minime sur les modèles anglo-saxons, d'autre part, ont perpétué l'utilisation de modèles dépassés. La crise d'août 2007 en est un autre exemple. Le problème auquel on se trouve confronté aujourd'hui n'est donc pas un problème de marché libéral, mais un problème de modélisation probabiliste.

Il est absolument nécessaire aujourd'hui d'encourager toutes les réflexions universitaires et professionnelles relatives à la notion de risque de modèle : un groupe de travail pourrait par exemple être constitué sur ce su-

jet. L'objectif serait de rendre une conclusion provisoire : sur l'extension de l'usage actuel de modèles probabilistes inadaptés (état des lieux) ; sur le danger potentiel que fait courir cet usage au système financier et économique (conséquences prévisibles) ; sur l'impact social de l'usage de tels modèles (perception politique) ; sur les manières d'encourager les établissements financiers ou bancaires à changer de génération de modèles ; sur les manières de construire des réglementations réellement adaptées à une bonne image de l'incertitude.

L'enjeu est important. Par tradition scientifique, la France a toujours été en pointe dans la recherche probabiliste. Il serait dommage de laisser passer une occasion de prendre l'initiative de lancer le débat sur cette notion de modélisation : en associant certes les universitaires ou professionnels anglo-saxons, mais en adoptant une posture épistémologique critique par rapport à leurs ambitions de domination intellectuelle et donc juridique et réglementaire.

CHRISTIAN WALTER est professeur des universités associé à Sciences po Paris, actuaire agréé de l'IAF, membre du Censis (CNRS-Paris-V)

Références : « *Les Marchés financiers* », de Jacques Lévy-Véhel et Christian Walter, PUF, 2002 ;

« *Critique de la valeur fondamentale* », de Christian Walter et Eric Brian, Springer, 2007.

rapportent aux règles qui organisent leur activité. Elle les invite ensuite à modifier leur organisation en installant la fonction nouvelle du « compliance officer ». Le moins que l'on puisse dire est que la Société Générale a des problèmes avec cette fonction de la conformité. Mais il ne servirait à rien de l'accabler plus que ses concurrents. La question est plus générale : comment prévenir le risque éthique ?

Convenons que, si les institutions financières françaises ont mis en œuvre les recommandations du comité de Bâle, cette idée de conformité heurte leur culture. Cela apparaissait très américain, très procédurier, très superficiel, hypocrite même. Une manière de se protéger en remplaçant des formules. Conformité en français va avec conformisme, obéissance aveugle, une sorte de servilité à la règle.

De fait, on ne voit pas comment tant de conformisme pourrait être compatible avec l'esprit d'initiative, de responsabilité, d'autonomie, d'engagement que par ailleurs une entreprise peut attendre de ses collaborateurs. C'est ce que montrent les témoignages des traders. Comment imaginer que l'on puisse pratiquer une telle activité si la fonction est strictement encadrée, si l'on ne laisse pas un peu de jeu au trader ? De fait, la banque est alors victime, sinon de sa culture, du moins d'une certaine culture du management, assez largement partagée, et profondément réticente à celle que peut exiger la notion de « compliance ». Il ne s'agit pas de se mettre à l'abri des reproches d'un juge, mais de comprendre que les institutions financières sont devenues telles qu'elles doivent organiser les règles

mêmes. La conformité apparaît comme collaborative du haut au plus bas de l'échelle à effort, un travail sur soi, discipline de la rigueur, discipline de l'intransigence loyaliste, de l'intransigence conformiste ne porte pas sur contenu des normes, mais sur rapport aux normes, ce qui n'est précisément la dimension éthique. A travers la conformité, c'est cette rigueur, cette droiture, ce souci de l'exactitude qui deviennent l'éthique de qui devient l'éthique de qui trepise, et le principe de management.

On se demandera comment une culture de l'entreprise sur de telles exigences et de scrupules peut être compatible avec le souci que ses collaborateurs soient des sujets libres et responsables, ouverts et prenantes initiatives. Y a-t-il jamais eu des institutions organisées à la fin le rapport à la norme que de la conformité, exigeant une la conformité, exigeant une ration, un travail, une discipline et préservant la liberté membres ? Sans doute au Age : le monastère. L'exigence conformiste d'aujourd'hui pas sans rappeler celui qui au rapport du moine à la norme observance. Obscur, voilà bien un mot français pourrait exprimer l'intransigence.

Le monastère, modèle de la gestion de l'entreprise, du risque éthique, voilà qui être, fera sourire nos derniers experts en management. Ce n'est pas une raison oublier que le monastère l'une des organisations les plus efficaces temps.

FRANÇOIS EWALD, directeur national au Conservatoire national des métiers, est président scientifique et directeur de la Fondation pour l'

# FRANCE

« 95 à Prêt »

EWALD

Les Echos - mardi 5 février 2008