

À FRANCFORT : LA BUBA VOTE POUR LE « NOYAU DUR »

HANS-HELMUT KOTZ,

Quel changement en quelques mois. Il y a peu, certains réfléchissaient à la possibilité d'une réévaluation du franc français par rapport au Deutsch Mark (*le Monde*, 5 mai 1992). D'autres esquissaient un scénario dans lequel les taux d'intérêt intérieurs plongeaient sous le niveau de la Buba. Pour certains experts, il y avait plus d'une chance sur deux pour que les « technocrates politiquement responsables » de Francfort occupent les coulisses.

Néanmoins, pendant ce temps-là, la Livre a été propulsée par les marchés des changes hors du SME. La Lire y a suspendu sa participation. La Peseta a dû dévaluer et avoir recours, ainsi que d'autres, au contrôle des capitaux, cela s'ajoutant à des taux à court terme insoutenables. Et puis, le plus ahurissant, le cœur du SME, c'est-à-dire le taux de change Franc/Deutsch Mark a été pendant quelques jours proche d'une fusion virtuelle. La Banque de France a dû relever ses taux d'intervention vers des sommets. Et la politique d'intervention de la Buba en faveur du Franc l'a fait dévier de sa cible la plus chère (M3). Abaisser les taux face à une offre pléthorique de capitaux et — selon les critères allemands — laisser couvrir le problème de l'inflation, était un événement peu probable que je dois reconnaître ne pas avoir pris en compte.

Une perception générale se dégageait, selon laquelle l'Allemagne semblait très exactement aller nulle part. Les relations dans le monde du travail tournaient à l'aigre, et les syndicats se glorifièrent d'un inquiétant degré d'irresponsabilité. Quand l'OTV, syndicat des employés du secteur public allemand, appela à la grève, et que les ordures s'entassèrent dans le centre de Francfort, une trouvaille shakespearienne — « il y a quelque chose de pourri dans l'Etat de... » — devint irrésistible. Incidemment, c'est — comme l'écrit Erik Orsenna dans « L'Exposition Coloniale » — depuis que les banquiers gagnent de quoi vivre en transformant les vagues puantes de l'histoire en papier monnaie inodore (pendant ce temps, il y a malheureusement une mer entière de micro-histoires à déchiffrer). Parce que la misère aime la compagnie, la politique fiscale allemande, avec son fort accent fédéral, a vigoureusement lutté, avec succès, pour donner l'impression de voguer sur l'océan, dérivant sans gouvernail suivant un cap esquissé sous le Président Reagan. Cette hésitation, accompagnée de débudgétisation et d'autres types de « fumées et de miroirs » mérite un autre récit.

Selon un nombre croissant de critiques, l'unification de l'Allemagne supposait, en même temps que le carcan du SME, une position inopportune de la politique monétaire dans toute la communauté, étranglant la plus légère reprise qu'il y ait pu avoir.

Résumons-nous : les Allemands ont eu une honnête dose de mauvaise presse avant même que n'éclate le véritable trouble. Cela a malheureusement ressemblé à la période précédant la révision à moyen terme de la politique monétaire. Il nous est venu à l'esprit après quelques mois que c'était peut-être une caricature (cela reste vrai, en fait, pour les généralisations à la fois sombres et hâtives sur les « perspectives hexagonales » tirées des barrages organisés par les chauffeurs routiers français (Alain Touraine, *Le Figaro*, 7 juillet 1992). De ce côté-ci du Rhin et au-delà de l'Elbe, tout le monde se sent actuellement autorisé à se couper une part plus importante d'un gâteau qui ne grossit pas autant que d'habitude. Les revendications et les aspirations vont bien au-delà des possibilités (c'est-à-dire du PIB). La Buba joue avec un sort qui se montre peu coopératif. Les répercussions transfrontalières de cette situation proviennent du fait que la politique monétaire allemande n'est pas encline à accepter l'inflation comme un apaisement de ce conflit.

*Politique monétaire :
échangerait M3 contre « noyau dur » du SME !*

227

Il n'empêche que ce qui laissait perplexe par rapport à ce contexte était la vision consensuelle (internationalement inspirée) selon laquelle la Buba relâcherait les rênes monétaires. De l'avis de tous, l'inflation salariale, et même la politique fiscale se sont embarquées dans la bonne direction. Ce que l'on pouvait quand même espérer de mieux avant le 16 juillet, était que la Bundesbank reste sur ses positions. La principale raison en était la lente maîtrise de l'inflation. La reprise de l'index du coût de la vie a culminé à 4,8 % en mars. En juillet, l'augmentation des impôts de 1991 a abandonné ce modèle des 12 mois précédents, et le taux directeur est tombé à 3,5 %. Toutefois, reflétant le conflit de distribution qui a éclaté après que la note de la fusion des deux Allemagnes soit devenue plus évidente, l'inflation salariale a connu des sommets. Par conséquent, la pression sous-jacente des coûts semble ne laisser aucune place à un taux d'inflation inférieur à 3 %. Nous espérons un taux moyen annuel d'inflation tournant autour de 3,5 % pour les prochains 18 mois. C'est unanimement au-dessus de la définition pragmatique de la Bundesbank d'une inflation optimale, c'est-à-dire de son objectif de 2 % d'inflation, définition encore et toujours répétée.

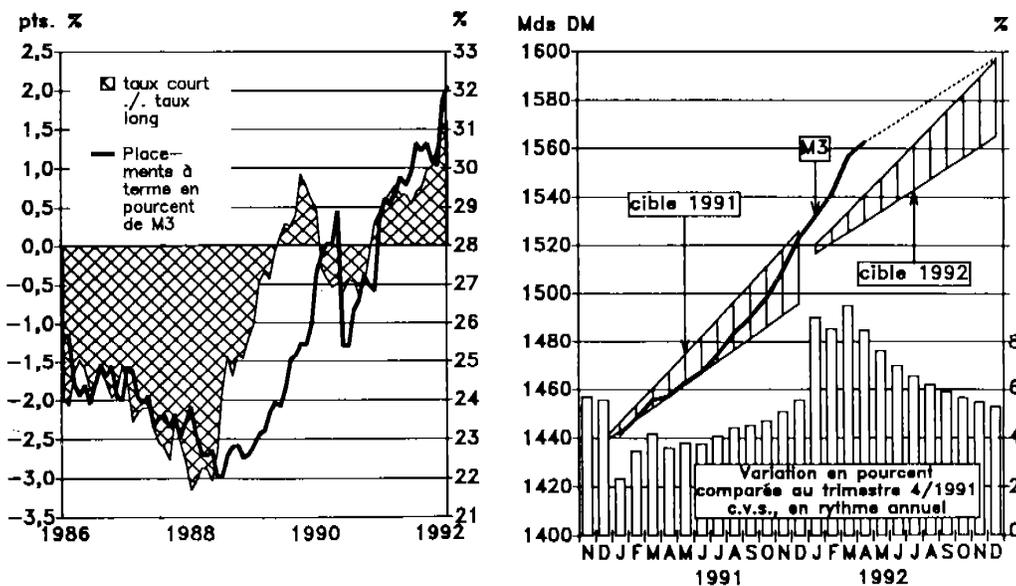
Pendant ce temps, tout le monde sait que les développements cycliques, et les perspectives à court terme du chômage, ne sont pas d'un grand secours pour comprendre ce que va faire la Bundesbank. En fait, l'affaiblissement de la demande globale est le moyen décisif, bien qu'émoussé et vieux jeu, de

contenir l'inflation. La croissance inférieure à la moyenne induite par la prise de position monétaire, a généré une très faible demande intérieure, et donc un ralentissement rapide de l'utilisation des capacités. Historiquement, une courbe inversée des rendements, la différence entre les capitaux à 10 ans et ceux à 3 mois en étant une approximation, présageait un ralentissement significatif de l'activité pour les quatre trimestres à venir. Utiliser cette distribution sur quatre trimestres comme référence, améliore presque la moitié de la variation de l'actuel taux de croissance ¹.

Il est donc certain que la hausse du taux d'escompte a été décidée délibérément, en pleine conscience de ces arguments. Le durcissement de la poussée monétaire, en conséquence, a augmenté à dessein le risque de laisser l'économie allemande s'immobiliser progressivement. A cette époque,

Graphique

L'IMPASSE DE LA BUNDESBANK : LE RESSERREMENT DES TAUX CONTRIBUE À LA CROISSANCE DE M3



Sources : Bundesbank.

de plus, les chances penchaient même vers un prochain resserrement des boulons monétaires. C'est alors que M3, la cible de l'offre de capitaux de la Bundesbank, entre en scène. Filant toujours bien au-dessus de l'intervalle visé (3,5-5,5 %), M3 a culminé à 9,4 % en mars, et est revenu à 8,8 % entre

¹ L'équation à laquelle il est fait allusion concernait les données trimestrielles de Q1/1973 jusqu'à Q3/1990 : croissance du PIB = 1,34 * constante (6,28) + 0,78 marge (-4) (7,77) ; valeurs de t entre parenthèses ;

avril et juin, zone où se situent également les chiffres les plus récents pour août (annualisés sur la moyenne du dernier trimestre de l'année passée).

Comme de coutume pour les concepts de la théorie de l'offre de capitaux dans des contextes troublés, l'indicateur et la cible intermédiaire choisis par la Bundesbank, ne sont pas aussi fiables qu'ils auraient dû l'être. La demande de crédit, qui survolte la croissance de M3, s'est rapidement développée depuis que le cash-flow a broyé les programmes de refinancement des entreprises, initiés durant l'expansion. Cette reprise des emprunts est un phénomène habituel pendant les premières phases d'une économie plus faible, ou même en récession. De plus, une partie de son développement soutenu reflète la demande de crédits (subventionnés, c'est-à-dire à taux inélastique) des entreprises est-allemandes. En outre, la demande de capitaux en circulation est faussée par les soldes. Et finalement, dans un environnement d'inversion de la courbe des rendements, trahissant le sentiment des marchés devant une politique monétaire stricte, le court terme de la gamme des échéances n'est pas d'une séduction si étrange que cela pour les investisseurs. C'est pourquoi, en résultant du premier round, un prochain ajustage des taux du Lombard aurait entraîné, du moins pour un temps, un fort accroissement de M3 (ainsi que le montre la partie gauche de notre graphique, avec une augmentation de l'attractivité relative des investissements à court terme, leur part dans M3 s'accroît, provoquant d'autres signes de chute.

224

Durant la période précédant la révision semestrielle de la politique monétaire, la Bundesbank a servi un cocktail compliqué de pressions gouvernementales et morales. Entre ces approches, le nouveau Ministre français des Finances a brisé un équilibre délicat, quand il a avoué sa « profonde conviction selon laquelle la Bundesbank n'est pas en dehors de la réalité. Et la vérité est que les taux d'intérêt sont trop élevés ». Il y a des perceptions de la réalité nettement divergentes (et peut-être différentes fonctions objectives). Bien entendu, la Bundesbank a renforcé sa réputation bien méritée de fortes performances par rapport au but suprême, c'est-à-dire la stabilisation du pouvoir d'achat du Deutsch Mark. Jusqu'à maintenant, on aurait pu faire accepter par le marché une approche plus souple par rapport à un M3 en pleine expansion. Néanmoins, manquer son but d'un tel écart a semblé à la Bundesbank être trop dur à avaler. En tous cas, les « facteurs spéciaux » décrits, qui auraient pu servir à expliquer la trajectoire de M3, ont été consciemment laissés de côté. Au contraire, de manière à justifier sa décision, la Buba a souligné sa résolution de coller à sa cible.

*Le bouleversement du SME est-il en train
de sauver l'économie allemande ?*

Ce n'était pas de bon augure, ni pour la fragile économie allemande, ni pour

Maastricht. On aurait vainement eu des dynamiques politiques très statiques si le complot européen s'était développé selon ce qui s'était esquissé au milieu des années 80, c'est-à-dire avant le tremblement de terre d'Europe de l'Est. En fait, les Allemands sont tout de même enclins à ratifier le traité — presque à tout prix — car ils ne sont peut-être pas vainement conscients de ce que signifie l'Unité Monétaire Européenne (EMU).

En tout cas, Maastricht représente un sujet très lointain et insaisissable. Après les faits, nous savons que les Français ont voté *de facto* pour le SME qui n'est pas encore sorti du tunnel. En dépit du succès plutôt mitigé des dévaluations, le trouble du SME a laissé la porte grande ouverte à tous ceux qui préfèrent une flexibilité accrue à l'intérieur même du SME. Il est vrai que dans un monde théorique, nos partenaires européens auraient été partiellement protégés par une réelle appréciation du Deutsch Mark, due au choc de l'unité allemande sur la demande globale. Hélas, dans le monde dans lequel nous vivons, considérer la volatilité du taux de change réel du dollar, que l'on est incapable d'expliquer par les fondamentaux, est une expérience qui donne à réfléchir. Et l'attaque contre le Franc, sans motivations économiques, en est un exemple typique. Par conséquent, même si le système, en raison de son asymétrie dans la détermination de la politique monétaire, est un système politiquement instable — la meilleure des alternatives suivantes semble définitivement pire. Car, ce qui n'est pas le moindre, le programme de marché unique est presque inexploitable dans un contexte de taux flexibles.

Après la philosophie, revenons aux réalités : l'esquisse par la Bundesbank d'un objectif M3 inaccessible, a créé un terrain fertile au problème de crédibilité. Elle entraînait la possibilité d'un autre resserrement des rênes monétaires dans une Europe en récession. Et elle a ouvert une trappe prévisionnelle dans laquelle le suspens Maastricht contre toute attente, est finalement tombé. Le marché de la Lire contre un écrémage du Lombard a donc terni la crédibilité de la Bundesbank à un degré tout à fait hors de propos. Après tout la réputation est une chose relative. Et jusqu'à maintenant, les marchés investissent toujours dans les vigoureux capitaux réels de la Bundesbank. Cependant, ce qui a fait faillite, c'est le mythe de taux irrévocablement fixes sur le marché européen des taux.

La situation se réduit à un irrésistible pari à sens unique. Dans le jargon des négociateurs : personne n'a pris position en croyant que les hommes politiques, responsables des économies étranglées par la récession, auraient le courage par dessus le marché, d'augmenter les taux d'intérêt. Dans ce jeu où il faut maintenir sa réputation, même le Franc français pourrait tout juste être épargné, en arrière de la « détermination franco-allemande (à) reculer la spéculation » (Le Monde, 24 septembre 1992). La conséquence de cette bataille en est que la Bundesbank n'a même pas semblé viser son objectif M3. Au lieu de cela, une politique de stabilisation des intérêts est en place en ce

moment. Et le récent signal de repos lancé au marché, que la Buba voudrait voir, a porté du jour au lendemain le taux de l'argent à environ 9 %. Cela implique davantage de patience quant à la réalisation du taux d'inflation mythique de 2 %. Et cela pourrait donner un peu de répit à l'industrie allemande.

Le point décisif est le suivant : nous avons vu culminer le taux d'intérêt. On serait néanmoins circonspect en appliquant mécaniquement les expériences des anciens cycles des taux administrés. Cela signifierait que les taux à court terme pourraient plonger de 300 points de base, peut-être jusqu'au mois d'octobre de l'année prochaine. Cela est au-delà de tout ce que l'auteur de cet article peut imaginer. Notre meilleure idée est actuellement que les marchés devront attendre la livraison du numéro 23 de cette Revue (c'est-à-dire au printemps 1993) pour lire les comptes-rendus d'une légère diminution des taux-clés.