

# D'une Bundesbank à l'autre ? La Banque centrale allemande comme modèle pour l'Europe

Thomas Fricke \*

*Comment fonctionnera la future Banque centrale européenne (BCE) ? La politique des autorités monétaires en Europe sera-t-elle proche de celle de la Banque centrale allemande, qui a servi de modèle au dispositif du traité de Maastricht ? La crainte des défenseurs d'une ligne orthodoxe de priorité absolue à la lutte anti-inflationniste se nourrit de l'espoir de ceux qui misent sur une attitude plus pondérée, intégrant les autres objectifs du « carré magique » : la croissance, le chômage ou l'équilibre extérieur. Le dispositif institutionnel de la BCE ressemble beaucoup à celui de la Banque fédérale allemande, la Deutsche Bundesbank. Or l'indépendance juridique et la fixation de la stabilité des prix comme objectif principal conduisent-elles automatiquement à une même sensibilité — indispensable pour les uns, exagérée pour les autres — vis-à-vis du risque d'inflation ? Les comportements et résultats de la BCE seront-ils différents du fait de la participation de tous les Etats membres dans ses instances ? Connaître les origines, la philosophie et le mode de fonctionnement de la Bundesbank permet de mieux supputer en quelle mesure la future BCE pourrait lui ressembler. Malgré son rôle et son poids, l'action de la Bundesbank et son mode de fonctionnement sont en fait souvent méconnus à l'étranger ; son image en Allemagne même s'apparente à un véritable mythe qui masque les rouages internes. Trop souvent sa politique se heurte sur le plan international à l'incompréhension ou à des divergences d'intérêt, contrastant avec la rareté — ou la prudence — des critiques nationales. Trop souvent le resserrement des conditions monétaires est jugé exagéré ou peu solidaire, car contraire aux aspirations internationales de croissance. Les divergences dans les a-prioris de la politique monétaire, autant que le fonctionnement relativement peu transparent de la Bundesbank elle-même, sont sans doute à l'origine de ces malentendus.*

---

\* Au moment de la rédaction de cet article, Thomas Fricke était chargé d'études au département des diagnostics.

*Or la rigueur de la Bundesbank dans sa lutte contre l'inflation est d'abord une conséquence directe de son statut institutionnel. Le respect et le degré d'acceptation dans l'opinion publique, conjugué à un fonctionnement très pragmatique autant à l'intérieur de l'institution que vis-à-vis de l'extérieur, confortent sa position et élargissent ses marges de manœuvre. L'image de fermeté et d'unanimité, soigneusement entretenue, cache un fonctionnement très « nuancé » dans la pratique, dont les frictions sont ainsi rarement perceptibles à l'extérieur.*

## **Du dispositif institutionnel à la philosophie de politique monétaire**

Dans le dispositif de la politique économique allemande, la Banque fédérale est responsable de la gestion monétaire globale et gardienne de la stabilité des prix. La fermeté constitue aussi l'image de marque de la Bundesbank. Tout autre objectif économique semble lui être secondaire. Ni la hausse du chômage, ni la faiblesse de la croissance ne l'empêchent de resserrer sa politique, en dépit des conséquences éventuelles sur la conjoncture courante, si elle juge suffisants les risques inflationnistes. Toute considération d'intervention sur les taux de change lui paraît nuisible, à moins que la stabilité des prix internes en sorte renforcée. Cette fermeté n'est cependant, en premier lieu, ni le produit d'un égoïsme national, ni l'expression de l'esprit — « allemand » et (trop) rigoureux — des responsables de la Bundesbank, comme le laissent penser certains commentaires. En fait, la philosophie générale qui guide la politique monétaire allemande est la conséquence quasi inévitable du statut de la banque.

*L'interaction entre les garanties d'indépendance et l'objectif prioritaire de stabilité des prix...*

Les textes juridiques concernant la Banque centrale allemande visent à garantir une action indépendante et axée sur le maintien de la stabilité de la monnaie. La seule conjugaison de ces deux éléments tend à empêcher la prise en compte d'autres objectifs de politique économique, quelle qu'en soit l'origine ou le demandeur. Le dispositif correspondant est considéré comme la pièce maîtresse du statut de la Bundesbank et le rend unique en son genre sur le plan international.

La « loi sur la Banque fédérale allemande » a été adoptée le 26 juillet 1957 sur la base de l'article 88 de la loi fondamentale de 1949, qui chargeait l'Etat fédéral de la création d'une « Bundesbank » pour la RFA. Entre ces deux dates, les débats sur les principes de fonctionnement ont été vifs. En 1957, la Bundesbank succède à la *Bank deutscher Länder*, qui avait été mise en place en mars 1948, dès avant la création de la RFA, par les alliés occidentaux. Les principes d'indépendance et d'objectif prioritaire de stabilité des prix étaient au cœur des deux institutions successives. La nouveauté concernait alors surtout le degré de centralisation des décisions monétaires. La *Bank deutscher Länder* était organisée à deux niveaux — avec des banques centrales régionales (*Landeszentralbanken*, LZB) juridiquement autonomes et une Banque centrale (*la Bank deutscher Länder*) qui surtout coordonnait la politique monétaire globale. La Bundesbank devait en revanche se caractériser par son système centralisé. Les banques régionales de chaque *Land* devenaient de simples organes administratifs de représentation et d'exécution, tout en participant, avec une voix chacune, aux décisions centrales de la Bundesbank à Francfort.

L'objectif fondamental de la Bundesbank est défini par le paragraphe 3 de la loi de 1957 : elle est chargée de garantir la valeur de la monnaie. Pour pouvoir accomplir au mieux cette mission, la Bundesbank doit agir en toute indépendance. Le souci d'indépendance personnelle se retrouve dans la diversité du mode de nomination, dans la nature irrévocable de celle-ci, et dans la durée des mandats des membres du Conseil de la Banque centrale. Cet organe de décision suprême, qui « décide la politique monétaire et de crédit », est composé des membres du Directoire à Francfort (au maximum dix avant la réforme de novembre 1992<sup>(1)</sup>, dont le Président de la Bundesbank) et des présidents des banques centrales régionales (LZB, au nombre de onze jusqu'en novembre 1992). Les premiers sont proposés par le gouvernement fédéral, puis nommés par le Président fédéral. En revanche, les seconds sont proposés *de jure* par le *Bundesrat*, qui représente les régions, de fait par le gouvernement des *Länder* concernés, avant d'être nommés par le Président. Le Conseil central doit être consulté avant chaque nomination. La diversité des appuis (ou origines) politiques éventuels des membres du Conseil est la conséquence principale de ce mode de nomination, même si la consultation du Conseil de la Banque centrale tend à garantir la continuité. Enfin, la durée des mandats — en général 8 ans — dépasse nettement celle des périodes législatives (quatre années pour le Bundestag).

L'indépendance fonctionnelle et opérationnelle de la Bundesbank est ensuite garantie par sa responsabilité exclusive pour les principales tâches de la politique monétaire courante : la circulation de la monnaie, l'approvisionnement de l'économie en crédits et le règlement bancaire des paiements internes et avec l'extérieur. Dans le cadre de ces compétences, la Banque centrale est indépendante à l'égard des instructions du gouvernement, selon le paragraphe 12. Le parlement n'a aucun pouvoir de contrôle sur sa politique.

---

(1) A la suite de l'unification, le parlement a adopté au printemps 1992 une réforme de l'organisation de la Bundesbank, qui prévoit de réduire le nombre des LZB à 9 et le nombre maximal des membres du Directoire à 8.

Les marges d'action des autorités monétaires peuvent toutefois se heurter à certaines limites légales. Les membres du gouvernement peuvent participer aux réunions du Conseil, déposer des demandes ou exiger le report, d'au maximum deux semaines, de ses décisions. Des questions réglementaires liées à la politique monétaire ne sont pas de la compétence de la Bundesbank : la fixation des marges dans lesquelles peut varier le montant des réserves obligatoires des banques, le contrôle des changes ou la conclusion d'accords sur des régimes de changes fixes. Ce dernier aspect explique pourquoi la conclusion du traité d'Etat sur l'Union monétaire entre la RFA et la RDA, au printemps 1990, — malgré les réserves de la Bundesbank — ne signifiait pas une violation de son indépendance. La Banque centrale n'a pas le pouvoir de s'y opposer et doit mettre en place et garantir le fonctionnement de tels accords. La Bundesbank est également tenue de soutenir la politique économique générale du gouvernement (selon le paragraphe 12 de la loi de 1957). Et elle doit en principe contribuer à réaliser les objectifs d'évolution des taux de change à la demande du gouvernement, comme cela a été le cas lors des accords au sein du Groupe des sept grands pays industrialisés (accords du Plaza ou du Louvre).

Or ces limites éventuelles à l'autonomie de la Bundesbank sont en réalité toutes relatives. La politique monétaire courante n'en est quasiment pas affectée. Les membres du gouvernement n'ont ainsi pas de droit de vote quand ils assistent aux sessions du Conseil. De même, le soutien de la Bundesbank au gouvernement est strictement soumis à l'impératif de stabilité des prix dans le texte de la loi de 1957 même (paragraphe 12). Elle peut le refuser quand elle juge qu'il aurait comme conséquence des pressions accrues sur les prix. Ceci concerne toute considération de politique économique interne, autant que l'évolution de la valeur externe de la monnaie. En revanche, le gouvernement est obligé de consulter la Banque centrale dans toute question monétaire qui n'est pas de la compétence directe de cette dernière. Tant l'élaboration du traité d'Union monétaire allemande, que celle du traité de Maastricht ne pouvaient se faire sans la participation étroite du Président de la Bundesbank. Enfin, l'importance des éléments réglementaires, où le pouvoir de la Bundesbank est faible, se trouve réduite dans la pratique, du fait de l'abandon du contrôle des changes et du poids croissant des interventions sur les marchés dans la politique monétaire courante.

*... sont à l'origine de l'orientation générale de la politique monétaire de la Bundesbank...*

Charger les autorités monétaires de la réalisation d'un objectif final clairement désigné et prioritaire, tout en les protégeant contre des influences ou la dépendance directe de l'extérieur, prédétermine dans une large mesure les principales lignes de la politique monétaire. L'objectif de stabilité de la monnaie la conduit, en premier lieu, à s'opposer à la baisse de sa valeur, donc à toutes les pressions inflationnistes internes. Vis-à-vis de l'extérieur, seules la force et l'appréciation de la monnaie nationale sont à terme compatibles avec la stabilité des prix internes (qui elle-même en est, bien sûr, une condition indispensable). Or ni les objectifs intermédiaires éventuels, ni le choix des instruments de la politique monétaire ne sont définis de façon

explicite dans la loi de 1957 ; ceci accroît par ailleurs, l'autonomie de la Bundesbank, en lui laissant des marges importantes.

Avant l'effondrement du système de changes de Bretton Woods, au début des années soixante-dix, la politique monétaire allemande était largement conditionnée par les conflits entre stabilité interne et externe de la monnaie, et notamment par le souci de l'inflation importée. La Bundesbank était chargée de garantir la parité du taux de change en intervenant sur les marchés. L'achat de dollars pour soutenir la monnaie américaine gonflait la contrepartie externe de la masse monétaire allemande. Des spéculations à la réévaluation provoquaient des afflux de capitaux et accentuaient encore les risques inflationnistes internes selon la Bundesbank. Enfin la sous-évaluation du deutschmark dans un régime de changes fixes — et sa dépréciation réelle du fait d'un écart d'inflation favorable à l'Allemagne — augmentaient ces risques. L'action des autorités monétaires consistait alors essentiellement à tenter de compenser le surcroît externe de liquidité. L'abandon du régime de Bretton Woods, à partir du début des années soixante-dix, fut considéré par les autorités monétaires à Francfort comme une évolution favorable, car elle les libérait de la contrainte directe d'intervention sur les marchés de changes. Désormais, leur action pouvait s'orienter sur l'évolution globale de la masse monétaire ; donc, non seulement sa contrepartie externe, mais aussi l'encours de crédits à l'intérieur <sup>(2)</sup>. Son évolution est considérée comme l'ultime source potentielle de l'inflation, et comme un indicateur avancé des tensions sur les prix. Depuis 1974, elle est classée par la Bundesbank comme objectif immédiat de la politique monétaire.

Chaque année, en décembre, le Conseil de Banque centrale discute et fixe alors l'objectif de croissance de la masse monétaire pour l'année qui suit. Dans ses critères de fixation, la Bundesbank part du principe que la variation doit aller de pair avec l'augmentation du potentiel de production pour ne pas déboucher sur une hausse excessive des prix. Des hypothèses sur l'inflation incompressible (ou acceptable) et sur la variation de la vitesse de circulation de la monnaie sont prises en compte. Pour fixer son objectif de croissance monétaire, la Bundesbank rajoute en général un taux « inévitable » de 0 à 2 % d'inflation à la hausse anticipée du potentiel de production réel, avant de corriger ce résultat de l'accélération ou la décélération attendue de la circulation de monnaie. Cette politique de fixation d'objectifs au niveau de la masse monétaire est d'inspiration monétariste. Elle vise à donner un contexte stable et prévisible aux agents économiques, afin d'augmenter leur confiance et réduire les anticipations inflationnistes. Or dans la pratique, la politique de la Bundesbank s'écarte de plusieurs façons de la théorie.

Plusieurs changements sont intervenus concernant l'objectif intermédiaire. Déjà pour 1974, la banque fédérale s'était fixé un objectif de croissance de la masse monétaire, mais c'est en décembre de la même année qu'elle rend pour la première fois public son objectif pour 1975. La

---

(2) La création du Système monétaire européen en 1979 introduisit une nouvelle obligation d'intervention externe, mais qui aura été longtemps nettement moins contraignante pour la Bundesbank que le système de Bretton Woods.

masse monétaire est alors définie par le stock de monnaie Banque centrale <sup>(3)</sup>. A l'origine, l'objectif consistait dans un taux de croissance précis, qui cède ensuite la place à une fourchette de croissance en 1979. Ce corridor de deux à trois points est utilisé depuis, à la seule exception de l'année 1989, où l'objectif consistait de nouveau en un seul taux de croissance. Tout au plus, les autorités monétaires annoncent dans quelle partie de la fourchette elles envisagent la croissance. A partir de 1988, le concept de monnaie Banque centrale est abandonné au profit de l'agrégat élargi M3 <sup>(4)</sup>. Surtout, l'action même de la Bundesbank est caractérisée par une grande flexibilité, qui s'approche plus du *fine-tuning* que d'une conception monétariste stricte. La prise en compte des évolutions monétaires et économiques courantes prime sur une politique de norme invariante. L'objectif M3, fixé en décembre, est revu et éventuellement corrigé en cours d'année. Les marges dans l'utilisation des instruments proprement dits sont importantes. Le chapitre 4 de la loi de 1957 définit comme pouvoirs de la Bundesbank l'émission des billets de monnaie, les politiques d'escompte, de crédit et d'open-market, la politique de réserves obligatoires et la politique de dépôts (concernant l'Etat fédéral, les fonds spéciaux et les *Länder*). Contrairement aux concepts monétaristes purs, la Bundesbank joue non seulement sur les liquidités, mais aussi sur les taux d'intérêt.

La politique de fixation des taux d'intérêt directeurs — les taux Lombard et d'escompte — est en effet un élément essentiel de la politique monétaire. L'abandon éventuel des réserves obligatoires, jugées trop interventionnistes, a été envisagé à plusieurs reprises ; mais on y a renoncé. En même temps, la politique d'open-market, donc l'intervention directe sur le marché monétaire, a gagné en importance, notamment au cours des années quatre-vingt. La Bundesbank y pratique des prises en pension qui correspondent à environ deux tiers de ses opérations. Aujourd'hui, l'utilisation de chaque instrument sert des objectifs plus ou moins distincts. La politique d'open-market est l'instrument direct de la Bundesbank pour influencer sur la création de monnaie. Cette politique permet de réagir rapidement aux évolutions du marché par l'intermédiaire des taux courts ou des liquidités. L'utilisation des taux directeurs est devenue de ce fait plus symbolique. L'écart entre taux Lombard (limite supérieure) et taux d'escompte (limite inférieure) détermine d'abord la fourchette dans laquelle les taux de prise en pension sont censés évoluer. Ces taux ont un impact déterminant sur les taux du marché monétaire. La différence entre taux Lombard et d'escompte, en général 2 à 3 points de pourcentage, laisse suffisamment de marges à la politique d'open-market. La politique des taux directeurs sert alors de plus en plus à donner des signes — plus transparents et visibles que les interventions au jour le jour — aux acteurs du marché et aux agents économiques et politiques, autant sur le plan national qu'international. Le relèvement des taux directeurs peut ainsi confirmer et suivre un resserrement déjà en cours sur le marché monétaire. Avant la hausse du taux Lombard de novembre 1990, par exemple, les taux courts avaient approché, puis dépassé le taux directeur supérieur. A l'in-

---

(3) Billets et réserves obligatoires sur les liquidités des banques.

(4) Billets et pièces, dépôts à vue, placements à terme jusqu'à 4 ans, dépôts d'épargne à délai de préavis légal, détenus par les agents résidents non bancaires auprès d'établissements de crédit situés en Allemagne.

verse, cette hausse a alors pu être « présentée » comme un simple ajustement « technique » aux évolutions du marché ; la Bundesbank envisageait sans doute de dédramatiser — notamment vis-à-vis de l'étranger — la décision et ses conséquences éventuelles sur l'activité. A l'époque, la conjoncture internationale commençait à s'essouffler sensiblement, tandis que l'Allemagne de l'Ouest profitait pleinement du boom d'unification.

Les interventions au jour le jour et les modifications des taux directeurs sont utilisées dans le but de réagir de façon assez souple aux variations effectives de la masse monétaire et aux risques d'inflation. Qu'est-ce qui détermine alors les choix de la politique monétaire courante ? Les critères de décision pris en compte par la Bundesbank, de façon plus ou moins pragmatique, peuvent en grande partie être déduits de l'observation du passé. Les autorités de Francfort comparent d'abord l'évolution effective de l'agrégat M3 (sa croissance annualisée est connue vers la fin de chaque mois pour le mois précédent) avec l'objectif fixé <sup>(5)</sup>. L'écart éventuel entre les deux peut devenir sa préoccupation principale, comme en 1992 où la croissance de M3 a dépassé de plusieurs points la limite maximale de la fourchette. L'interprétation ne peut pas se passer d'une analyse préalable des causes. L'observation des contreparties de la masse monétaire — crédits privés ou publics nationaux, contrepartie externe — est une première indication sur les sources de l'expansion. L'évolution peut être jugée véritablement inquiétante, de par son ampleur et sa durabilité, ou transitoire. (De 1986 à 1988, la Bundesbank a ainsi pu accepter le dépassement successif de ses objectifs de croissance de M3, cf. plus loin). L'analyse à Francfort ne se limite pas, en toute apparence, à une observation exclusive des agrégats monétaires courants. Les facteurs explicatifs d'une inflation éventuelle, par la demande ou par les coûts, jouent un rôle important dans ses considérations.

Les variations des prix à l'importation et, notamment, du taux de change du deutschmark sont observées de près. Le poids élevé des échanges extérieurs implique l'existence d'un risque d'inflation importée pour l'économie allemande. On peut penser que la Bundesbank se fixe elle-même des normes d'évolution du taux de change qu'elle juge compatibles avec la stabilité interne de la monnaie. Parfois les déclarations officielles laissent entrevoir l'existence de telles normes. Une hausse des taux d'intérêt peut, au besoin, contribuer à réduire les pressions à la baisse du deutschmark et compenser ses effets sur le plan interne. Des normes implicites sont sans doute également fixées quant à la progression acceptable des coûts intermédiaires et salariaux. Le risque d'inflation par la demande est observé à partir des tensions sur les capacités de production. L'évolution des dépenses et déficits publics a enfin une place importante dans les raisonnements monétaires.

---

(5) Il est difficile de dire dans quelle mesure l'observation d'autres agrégats monétaires est prise en compte dans les décisions du Conseil central, mais on peut penser que l'approche est relativement pragmatique.

*... et le seront aussi pour la Banque centrale européenne*

La future Banque centrale européenne sera l'unique gardienne et responsable de la monnaie et de la politique monétaire commune des pays membres. Le cœur même du dispositif juridique de la Bundesbank a été repris dans ses statuts <sup>(6)</sup>. L'objectif prioritaire de la stabilité des prix s'y retrouve, de même que les garanties pour l'indépendance de ses membres. Le Conseil des gouverneurs, organe de décision suprême de la BCE, sera constitué du Directoire et des Gouverneurs des banques centrales nationales, qui elles, n'auront plus aucune autonomie autre qu'opérationnelle.

Dans certains domaines, le dispositif de la BCE va même plus loin dans la recherche de garanties pour une politique monétaire indépendante et efficace de lutte contre l'inflation. Ainsi, alors que la loi de 1957 sur la Bundesbank pourrait être abrogée ou modifiée par une simple loi, c'est-à-dire avec la majorité simple du parlement <sup>(7)</sup>, les statuts de la BCE ne peuvent l'être que pour certains articles de moindre importance, et seulement avec l'accord unanime (ou à la majorité qualifiée) des pays membres. Comme pour la Bundesbank, les gouverneurs de la Banque centrale européenne seront nommés pour 8 ans, mais sans être révocables. Le caractère non renouvelable de leur mandat, contrairement au cas allemand, devrait plutôt accroître leur indépendance vis-à-vis des gouvernements qui les nomment <sup>(8)</sup>. Le besoin d'indépendance est affirmé dans les statuts de la BCE avec une insistance plus grande que dans la loi sur la Bundesbank <sup>(9)</sup>. L'efficacité même de la politique monétaire est censée être accrue par des dispositions spécifiques à la BCE, notamment quant aux compétences de politique monétaire extérieure et au contrôle sur les politiques et résultats économiques généraux. La conclusion d'accords sur des systèmes de change avec des pays tiers, de même que la fixation de normes d'évolution des taux de change, sont encore de la compétence du gouvernement, mais le Conseil européen est tenu de consulter la BCE dans le but de trouver un consensus respectant l'objectif prioritaire de stabilité des prix. Surtout, leurs décisions exigent l'unanimité au sein du Conseil pour les régimes de change, la majorité qualifiée pour les orientations. En outre, les critères de convergences — concernant l'inflation, les taux d'intérêt, les déficits et dettes publics — seront appliqués aux pays membres de l'union monétaire. Le non respect peut provoquer des sanctions, ce qui permet d'introduire un contrôle

---

(6) Voir le traité sur l'Union européenne du 7 février 1992 et en annexe le « Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne ».

(7) Aucune tentative dans ce sens n'a été entreprise depuis la création de la Bundesbank et certains auteurs défendent que la pratique a de fait élevé la loi de 1957 au statut de norme constitutionnelle.

(8) La thèse inverse est défendue par certains économistes allemands ; or il paraît peu probable que les membres de la BCE soient plus favorables à leurs gouvernements respectifs afin de s'assurer d'un nouvel emploi après l'expiration de leur mandat.

(9) Ainsi, selon l'article 7, « les institutions et organes communautaires ainsi que les gouvernements des Etats membres s'engagent à respecter (le) principe (de l'interdiction de toute instruction) et à ne pas chercher à influencer les membres des organes de décision de la BCE (...) ».

(indirect) sur l'évolution de la politique budgétaire dont ne bénéficie pas la Bundesbank en Allemagne. Enfin, si la Bundesbank *peut* refuser elle-même de financer les déficits publics, la BCE se trouve confrontée à l'interdiction explicite de le faire (article 21 du Protocole).

Aujourd'hui, tout incite à penser que la Banque centrale européenne reprendra l'orientation générale de la politique monétaire pratiquée par la Bundesbank. Le respect des statuts mettra la lutte contre l'inflation clairement au centre de cette politique. Le choix de l'objectif intermédiaire n'est pas déterminé dans les textes, mais la fixation d'objectifs de croissance de la masse monétaire devrait faire l'objet d'un consensus entre les Etats membres <sup>(10)</sup>. L'obligation même de trouver un accord entre tous les participants conduira à éliminer les positions extrêmes. La pondération entre les différents instruments pourra différer de celle utilisée en Allemagne, mais l'action par les taux d'intérêt et, notamment, l'intervention directe sur les marchés semblent largement prédéterminées par les caractéristiques contemporaines de la sphère monétaire et financière en Europe. La détermination de la lutte contre l'inflation et la sensibilité vis-à-vis des risques d'une accélération éventuelle pourront toutefois s'écarter de la pratique actuelle de la Bundesbank, si l'on considère le seul dispositif institutionnel. Le degré du soutien à la politique économique générale ou celui de la coopération en matière de politique de change, par exemple, ne peuvent pas être déterminés avec précision dans les textes juridiques, ni de la Bundesbank, ni de la BCE. L'interprétation dépendra dans une large mesure du développement de la coopération au sein de la future Banque européenne et de ses futures relations avec l'extérieur. C'est dans ces domaines, en effet, que la Bundesbank peut se réjouir du contexte très favorable qui entoure sa propre politique monétaire en Allemagne.

## **L'atout d'une image très favorable dans l'opinion publique**

En développant un « scénario catastrophe », on pourrait selon certains, imaginer que le seul dispositif institutionnel ne garantisse plus un fonctionnement libre de la Banque centrale. Des critiques et pressions incessantes finiraient par faire céder les autorités monétaires, remettant en cause, plus ou moins constamment, la priorité accordée à l'objectif de stabilité des prix. Le soutien très large de la population à la Bundesbank est en effet souvent évoqué par les responsables comme une condition nécessaire à son fonctionnement indépendant et efficace. L'entretien de son image fait incontestablement partie de la stratégie de la Bundesbank. Connaître la part de ce consensus dans le fonctionnement même de la Banque centrale permet de mieux juger dans quelle mesure celle-ci pourrait s'en passer.

---

(10) Comme on l'a vu, des développements théoriques peuvent toutefois modifier ces principes même d'ici la mise en place de la Banque centrale européenne.

*Les origines et l'étendue du consensus autour de la Bundesbank...*

Le souvenir et la peur de l'inflation sont généralement cités pour expliquer le soutien de la population allemande à la politique monétaire de la Bundesbank. L'Allemagne a, en effet, connu deux périodes de dévalorisation rapide de sa monnaie : la réforme monétaire de 1923 a mis fin aux années d'inflation, puis d'hyperinflation d'après la première guerre mondiale; la réforme monétaire et l'introduction du deutschmark en 1948, à l'Ouest, restauraient la confiance dans la monnaie après la Deuxième guerre mondiale, faisant alors suite à la généralisation du troc. Le souvenir même de ces périodes s'est cependant estompé progressivement, tandis qu'on peut imaginer que la population moyenne ne pouvait — et ne peut — guère voir spontanément un lien direct avec les décisions de la Banque centrale allemande après 1948. Des sondages indiquent, en effet, que, avec la montée du chômage depuis les années soixante-dix, la peur de l'inflation ne jouait pas, ou plus, un rôle dominant. Même son influence au temps du « miracle allemand », dans les années cinquante et soixante, se trouve relativisée par la forte croissance du Pnb et l'absence de véritables risques inflationnistes à l'époque : faute d'autres problèmes économiques majeurs, celui de l'inflation pouvait alors gagner en importance relative dans les préoccupations potentielles de la population.

L'hyperinflation du passé est en effet beaucoup plus évoquée par les milieux d'experts ou responsables politiques, ce qui a incontestablement contribué à entretenir le souvenir historique de l'inflation en Allemagne. Son analyse, qui fait objet de consensus parmi les économistes, confirme les principes du statut de la Banque centrale. La cause de l'hyperinflation de 1921/1923 est attribuée avant tout à des « déficits budgétaires inflationnistes et à une vitesse de circulation de la monnaie trop forte » (extrait d'un lexique d'économie allemand) ; d'où la nécessité d'empêcher l'Etat de faire financer ses déficits par la création monétaire, donc d'éviter que celui-ci ait un pouvoir direct sur la Banque centrale. L'autre conclusion en est que la mission de cette dernière doit strictement se limiter à la lutte contre l'inflation. La stagflation des années 1974 à 1982 a renforcé cette conviction qu'il ne peut pas y avoir de croissance économique sans stabilité des prix. Celle-ci est alors une condition indispensable, sans forcément être suffisante, à l'augmentation de la richesse du pays. Cet argument sert à la Bundesbank pour repousser toute demande de relâchement des conditions monétaires au profit de la croissance : la hausse des déficits publics a de nouveau été interprétée comme une source principale de l'inflation, au cours des années quatre-vingt, et la référence au lien supposé entre déficits, inflation et récession a pu progressivement remplacer le souvenir de plus en plus éloigné de l'hyperinflation.

Le consensus général sur ces principes de politique économique peut être considéré comme un paradigme bien établi et rend moins urgent la référence au passé lointain, ou même le rappel des arguments économiques. De ce point de vue, il est sans doute comparable à celui entourant la « force de frappe » en matière de politique extérieure en France... Les notions — économiques — de « stabilité » ou de « politique de stabilité » sont deve-

nues lourdes de signification dans le débat public en Allemagne, rendant inutile tout besoin de démonstration. Evoquer le risque d'une violation de cette stabilité suffit pour contredire les adversaires, ce qui ne va pas sans un certain dogmatisme économique. L'action de la Banque centrale ne doit pas être « politique », ce qui sous-entend qu'il n'y a qu'une seule bonne solution, économiquement fondée, aux problèmes de gestion monétaire. La Bundesbank est identifiée aux performances en matière d'inflation. Depuis longtemps, le lien est fait directement entre la politique de la Banque centrale, la stabilité du deutschmark et le succès ou la richesse de l'économie allemande ; ce qui est aujourd'hui la raison principale de la confiance dont bénéficie la Bundesbank.

*...ont des conséquences sur la politique et l'attitude des autorités monétaires*

Le caractère probablement très réducteur de ces liens n'est pas nié par les responsables de la Bundesbank, mais ces derniers en profitent largement. On peut en effet penser que d'autres facteurs plus fondamentaux ont rendu l'Allemagne relativement peu inflationniste, tels le mode de détermination des salaires ou l'impact désinflationniste des appréciations spontanées du deutschmark. A l'inverse, l'efficacité même de la politique monétaire et l'étendue de son impact sont difficiles à démontrer. L'apparition et la persistance de taux d'inflation relativement élevés, au cours des années soixante-dix et jusqu'au début des années quatre-vingt, a montré les limites éventuelles de la politique monétaire allemande. Seule la conjugaison entre une politique généralement plus restrictive et la désinflation importée pouvait ensuite expliquer le retour à des taux d'inflation faibles en RFA.

De telles interrogations ont cependant peu de chances de nuire véritablement à l'image de la Banque centrale. La perception d'une institution qui sert l'intérêt général au delà des divergences politiques est soigneusement entretenue par les autorités monétaires. La Bundesbank occupe une place particulièrement importante dans les réflexions économiques en Allemagne. La loi de 1957 stipule que les candidats au Conseil doivent avoir des qualifications particulières. De nombreux membres ont été d'origine universitaire, ce qui a renforcé l'image de « sages » qui les entoure. Une partie non négligeable des statistiques monétaires, financières et économiques sont publiées par la Bundesbank ; en général ses statistiques sont désaisonnalisées, ce qui les distingue de celles de l'Office fédéral des statistiques à Wiesbaden. Les rapports mensuels de la Bundesbank, qui sont établis par le Directoire à Francfort, contiennent en plus une partie analytique. Le rapport d'activité de la Banque fédérale survole chaque année les principales évolutions économiques et financières en Allemagne et à l'étranger, et résume les positions officielles de la Bundesbank. Enfin, les nombreux discours et déclarations des membres du Conseil de Banque centrale sont reproduits dans la revue de presse *Auszüge aus Presseartikeln* de la Bundesbank. Les notes de conjoncture et les études sur la politique économique générale ou sur des questions monétaires servent au moins indirectement à légitimer la politique monétaire et à influencer sur les débats politiques (surtout quant aux analyses de politiques salariale ou budgétaire). Et le poids des publications se trouve nettement accru par le fait que de larges

extraits en sont régulièrement cités et commentés dans la presse. L'analyse de la Bundesbank fait référence : « les économistes de l'OCDE n'ont apparemment pas lu les rapports de la Bundesbank », conclut le quotidien économique et financier *Handelsblatt* après avoir critiqué une étude de l'organisation.

L'abondance des informations et déclarations contraste manifestement avec le manque de transparence concernant les prises de décisions et les délibérations qui y conduisent. Les raisons (officielles) de chaque intervention sur les taux directeurs sont généralement publiées, mais même dans ces cas les sessions du Conseil de la Banque centrale ne sont pas nécessairement suivies de conférences de presse. Or les protocoles des sessions du Conseil sont secrets. Rarement des fuites se produisent concernant le déroulement même des débats ou le rapport des voix lors des décisions du Conseil, ce qui alimente encore davantage les rumeurs. Les discours sur l'évolution économique ou l'orientation générale de la politique monétaire sont, en revanche, caractérisés par le souci de maîtriser les anticipations ou spéculations sur l'évolution des taux d'intérêt. Leur teneur varie selon le public. Les milieux bancaires ou d'experts ont droit à des formules que seuls les initiés savent déchiffrer, avec un peu de chance. Reconnaître les véritables messages nécessite, en effet, une lecture entre les lignes, partant d'une bonne connaissance des raisonnements et du fonctionnement sous-jacents de la Bundesbank. Or, même les initiés allemands se montrent souvent surpris par les décisions de leur Banque centrale. Les discours adressés à l'étranger essaient de tenir compte des intérêts connus, sans aller jusqu'à des promesses ouvertes, en l'occurrence de baisser les taux. Ce jeu subtil amène cependant souvent aux malentendus, car toute « promesse » est en général accompagnée d'une liste abondante de conditions plus ou moins explicitement énumérées, qui rendent en réalité la baisse des taux improbable, voire exclue.

La Bundesbank a également intérêt à défendre, avec un raisonnement simple, parfois simplificateur, ses positions auprès d'un large public national : développer régulièrement les détails de l'évolution de la masse monétaire devant un public non averti n'aurait guère de sens : évoquer ou rappeler les excès de l'endettement public, celui des hausses salariales ou l'inflation courante, s'avère en revanche un moyen plus sûr d'obtenir la compréhension du public. Si le dernier indicateur mensuel d'inflation ne peut être que le signe retardé de pressions, ou de « dérapages » monétaires passés, il peut servir à appuyer une décision actuelle auprès du public. Ainsi, la hausse en glissement annuel de l'inflation au-dessus de 4 %, après le fort relèvement des taxes sur l'essence en juillet 1991, n'est sans doute pas sans lien avec le choix du moment de la hausse des taux directeurs à la mi-août, quelques jours seulement après la publication du chiffre. Avant le relèvement suivant, le 19 décembre, la Bundesbank avait à maintes reprises évoqué les risques de hausses salariales trop importantes. La hausse des taux intervient alors deux jours après l'annonce officielle des revendications salariales du secteur public.

Le consensus autour de la Bundesbank rend plus facile la mise en œuvre d'une politique monétaire autonome, d'autant plus que le manque de transparence n'est guère critiqué. L'appui de la population est également impor-

tant pour protéger la Bundesbank de l'influence du gouvernement. S'opposer durablement à la politique de la Banque Centrale peut ainsi devenir très coûteux en termes électoraux, ce qui explique, sans doute en partie, le caractère en apparence très pragmatique et peu conflictuel des relations entre les deux. Mais la Bundesbank — ou une future Banque centrale européenne — pourrait-elle se passer de ce consensus ?

## **Des frictions inévitables mais peu visibles**

Malgré les apparences, il est en fait difficile d'imaginer que les décisions de la Banque Centrale soient prises sans désaccords ni conflits. Des mises en question ou des affinements de la politique monétaire s'imposent, de façon plus ou moins régulière, du seul fait de l'évolution structurelle des sphères monétaire, financière ou réelle. L'apparition d'innovations financières, au cours des années quatre-vingt, a ainsi rendu nécessaire une réflexion sur le choix et l'efficacité des instruments de la Bundesbank, qui elle-même reste très réservée vis-à-vis de ces innovations. La conclusion d'accords internationaux sur l'évolution des taux de change, à partir de 1985, a de nouveau posé la question de sa compatibilité avec les objectifs internes de la politique monétaire. Souvent ces réflexions sont liées aux développements des théories dominantes. Quant aux décisions courantes de la politique monétaire, les critères et leur hiérarchie semblent généralement acceptés et relativement bien définis. Or la définition de l'objectif de croissance monétaire nécessite des hypothèses sur la croissance réelle ou la vitesse de circulation de la monnaie, qui ne peuvent être prévus qu'avec une marge d'incertitude importante. Le niveau jugé acceptable de l'inflation, des taux de change ou des hausses salariales peut diverger selon l'appréciation du contexte général ou selon l'interprétation théorique des conséquences respectives. Le choix de tel ou tel instrument pour enrayer l'expansion monétaire n'est pas prédéterminé. Enfin, il s'agit de savoir à partir de quel degré de stabilité des prix la Banque Centrale peut aussi contribuer à réaliser d'autres objectifs de la politique économique. De nouveaux accords ou consensus doivent alors être trouvés, et ceci à deux niveaux.

Toute action de la Bundesbank dépend non pas de la volonté d'une seule personne mais d'une décision au sein du Conseil central, ce qui implique la confrontation des opinions divergentes des différents membres. Ces discussions ne peuvent guère être entièrement à l'abri de l'influence et des débats externes, d'autant plus que les intérêts ou interprétations — du gouvernement, des syndicats ou de l'étranger — peuvent, parfois par définition, ne pas être les mêmes que ceux de la Bundesbank. Du fait du consensus général et du pouvoir institutionnel de la Banque centrale, ce potentiel de conflits est toutefois abordé avec beaucoup de pragmatisme dans l'intérêt de l'ensemble des acteurs en jeu.

*Le principe de collégialité et le poids des personnalités dans le fonctionnement interne de la banque*

Le caractère hautement secret du fonctionnement interne de la Bundesbank rend plus difficile son interprétation. Certains aspects en sont cependant des secrets ouverts. Au sein du Conseil de la Banque Centrale, des tensions peuvent apparaître entre le Directoire à Francfort et les autres membres représentant les régions. Or, plus que ces divergences d'intérêt, l'engagement et la personnalité de certains membres ont une influence majeure sur les décisions de la Bundesbank.

Le Conseil de la Banque Centrale se réunit tous les quinze jours, soit un jeudi sur deux, à l'exception des périodes de vacances ; des sessions exceptionnelles peuvent également avoir lieu. Chaque membre du Conseil peut demander de mettre à l'ordre du jour des sujets ou des décisions de politique monétaire. Pendant les réunions, qui ont lieu au treizième étage du siège central à Francfort, des exposés sont présentés par les membres, puis discutés. Au delà des analyses de la conjoncture et des évolutions monétaires et financières récentes, il s'agit souvent aussi de débattre des sujets particuliers, tels que les évolutions structurelles de l'économie ou la participation de la Banque Centrale à la préparation de l'union monétaire allemande ou européenne. Chaque session a notamment comme objectif de confirmer ou modifier l'orientation de la politique monétaire. Toute décision à cet égard est prise à la majorité simple, chacun des membres du Conseil ne disposant que d'une seule voix. Ceci relativise nettement le rôle joué par le Président de la Bundesbank, qui n'a pas de pouvoir décisionnel particulier. Si le Conseil essaie dans la pratique de ne pas prendre de décisions contre l'avis de son Président, ce dernier a souvent été mis en minorité.

Les divergences éventuelles entre les deux parties du Conseil de la Banque Centrale — le Directoire d'un côté et les représentants des Länder de l'autre — proviennent directement de son mode de composition et des impératifs d'une politique monétaire souple. Le Conseil et le Directoire sont respectivement l'organe de décision et d'exécution de la Bundesbank. Les directions des banques centrales régionales sont le troisième organe de la Bundesbank. Ces dernières sont composées du Président de chaque banque, de son vice-président et éventuellement d'un troisième membre. Leur pouvoir est limité. Seuls les Présidents participent aux décisions du Conseil à Francfort. Les vice-présidents, qui sont nommés par la Bundesbank même, peuvent certes les remplacer, mais n'ont pas de droit de vote. Les banques des *Länder* sont censées représenter la Banque Centrale et entretenir les contacts au niveau régional; ceci permet d'y expliquer et légitimer la politique monétaire et constitue ainsi un contre-poids important au centralisme de la Bundesbank <sup>(11)</sup>. Des conseils consultatifs, avec des représentants notamment bancaires, existent auprès de chaque banque régionale. La majorité de voix dont disposent les Présidents des banques des *Länder* au sein du

---

(11) Ces relations se limitent cependant essentiellement aux milieux bancaires et d'affaires et ne peuvent guère être confondues avec une proximité vis-à-vis de la population même.

Conseil de la Banque centrale (de onze contre au maximum dix, avant, et de neuf contre huit depuis la réforme de novembre 1992) peut être considérée comme un contre-poids à une prédominance du Directoire.

Des divergences de vues ou d'intérêts entre le Directoire et les Présidents des banques régionales sont *a priori* inhérentes à leurs fonctions et situations respectives. Chacun des membres du Directoire dirige l'un des importants départements (opérationnels ou d'études) de la banque fédérale à Francfort. L'avantage vis-à-vis des banques régionales consiste alors surtout dans un nombre de collaborateurs et un équipement nettement plus impressionnants. Ceci vaut notamment pour le département des statistiques et des études économiques, dont le rôle dans la préparation des débats et décisions est considérable. Les contacts entre les membres du Directoire sont plus nombreux pour des raisons géographiques ; l'organe se réunit plus régulièrement et émet l'ordre du jour pour les sessions du Conseil. Le Directoire est aussi le premier interlocuteur de la Bundesbank pour l'étranger, notamment à l'étranger. Le Président, ou le vice-président, sont les représentants officiels de la Banque et participent aux instances ou réunions auxquelles celle-ci est invitée.

Enfin, le pouvoir du Directoire s'explique par le poids de plus en plus élevé des opérations d'open-market. Ces interventions doivent être effectuées au jour le jour et nécessitent beaucoup de flexibilité, ce qui fait que seul le Directoire à Francfort peut les accomplir dans sa mission de mise en œuvre de la politique monétaire. Lors des réunions du Conseil, seule l'orientation générale de cette politique pour les quinze jours à venir (jusqu'à la session suivante du conseil) peut être définie et adoptée. Les objectifs concernant le volume des interventions prévues sont cependant rarement atteints du fait des imprévus dans l'évolution des marchés. Comme les interventions directes de la Banque Centrale sont, en même temps, devenues un instrument prédominant pour définir les conditions monétaires générales, le Directoire dispose ainsi d'un pouvoir non négligeable ; il peut à la limite mettre le Conseil devant le fait accompli en accentuant une évolution des taux du marché qui, de fait, impose ensuite l'ajustement des taux directeurs. Les prérogatives du Directoire sont une source de mécontentement indéniable pour les Présidents des banques régionales, mais il est difficile de savoir s'il en résulte une utilisation généralement plus vigilante de leurs propres compétences, dont l'action sur les taux directeurs constitue toujours l'arme principale. En revanche, le Directoire pourrait le cas échéant s'en passer pour privilégier une intervention moins spectaculaire sur les marchés. De même, le plus grand nombre de contacts du Directoire avec l'étranger pourrait se solder par une plus grande sensibilité vis-à-vis des demandes internationales. Or l'existence de divergences profondes et régulières entre le Directoire et les autres membres du Conseil est vivement démentie par les autorités de la Bundesbank, ce qui en fait est difficile à confirmer ou à contester faute de connaissance des rapports de voix lors des décisions.

Dans l'explication du fonctionnement interne de la Bundesbank, le poids de certains membres isolés du Conseil paraît toutefois se superposer aux divergences éventuelles d'intérêts entre les deux composantes. La composition du Conseil s'avère en fait plus hétérogène que ne le laisse penser l'image de la Banque centrale allemande. Les origines relativement diverses

des 18 membres de l'organe suprême, à la mi-1992<sup>(12)</sup>, en sont une première indication : si la plupart d'entre eux ont eu une formation en économie, ou en gestion, certains membres sont des juristes ou ont suivi une carrière administrative ; les chemins professionnels, avant l'entrée dans les fonctions de la Bundesbank, ont été multiples ; l'expérience dans le secteur bancaire ou dans l'industrie compte plutôt parmi les exceptions. En revanche, deux cas de figure prédominent : celui de la carrière universitaire et celui de la carrière politique.

Le Président Helmut Schlesinger et le responsable du département des études économiques, Ottmar Issing, ont occupé des postes de professeurs d'université, de même que deux des présidents régionaux. Les origines et fonctions politiques antérieures jouent un rôle non négligeable, autant au sein du Directoire que parmi les autres membres, ce qui tend à démontrer que l'action de la Banque Centrale est loin d'être véritablement « neutre » : le vice-président de la Bundesbank, Hans Tietmeyer, a ainsi occupé des fonctions au sein des ministères fédéraux de l'Economie et des Finances entre 1962 et 1989 ; avant d'entrer au Directoire, en 1990, ce proche du chancelier Kohl a été secrétaire d'Etat pendant sept ans. Au sein du Directoire, Johann Wilhelm Gaddum a pendant longtemps été membre d'un parlement régional, puis ministre des Finances et ministre des Relations avec le parlement fédéral de ce même *Land*, dirigé alors par le parti chrétien-démocrate. Le président de la banque régionale de Berlin, Mr. Hiss, a occupé des postes de haut niveau dans les ministères fédéraux pendant les années soixante-dix, quand les sociaux-démocrates et les libéraux étaient au pouvoir. Le président à Hambourg, Mr. Nölling a été membre social-démocrate du *Bundestag* et ministre du *Land*, de même que son collègue de Rhénanie du Nord-Westphalie, Mr. Jochimsen ; ils ont ensuite été proposés aux postes de Présidents des banques de *Land* par les gouvernements respectifs. La nomination de l'ancien maire de Sarrebruck comme président de la banque en Sarre, a provoqué au printemps 1991 des remous au sein de la Bundesbank et au-delà, car les fonctions politiques antérieures de ce social-démocrate paraissaient peu compatibles avec l'image de sagesse et d'objectivité économiques de la banque.

L'origine politique des différents membres du conseil se traduit en général dans leurs positions en matière de politique monétaire. A certaines occasions, des membres ou proches du parti social-démocrate, comme le président actuel de Hambourg, ont ainsi défendu des positions moins orthodoxes que la ligne officielle de la Bundesbank. Ceci n'est cependant pas la règle, comme l'a démontré Karl Otto Pöhl, ancien président de la banque et membre du SPD, en défendant des positions très orthodoxes et en s'opposant ouvertement au chancelier Schmidt au début des années quatre-vingt. Il a ensuite été reconduit dans ses fonctions par le chancelier chrétien-démocrate Helmut Kohl. Certains membres d'origine « politique » du Conseil participent relativement peu aux débats publics sur la politique monétaire et laissent cette tâche aux « sages », dont l'autorité prime au delà de l'institution même. Quelques personnages jouent en effet, depuis longtemps, un rôle

---

(12) La recomposition du conseil nécessitée par la réforme de novembre 1992 n'a pas été terminée au début de 1993.

très dominant en multipliant les déclarations et interventions sur les questions d'actualité; ceci concerne également ceux qui défendent des positions minoritaires, leur influence réelle étant cependant bien moindre.

L'hétérogénéité de la composition du Conseil de la Banque centrale se traduit très peu dans des débats ou conflits internes ouverts. Le principe de la collégialité entre les membres du Conseil est considéré comme une pièce maîtresse de son fonctionnement. Les opinions minoritaires « disparaissent » dans la majorité et chaque membre respecte l'idée que la Bundesbank doit parler d'une seule voix dès qu'une position officielle est arrêtée. Le secret des rapports de voix et des protocoles des sessions du Conseil en est une condition inévitable ; reconnaître d'éventuels désaccords nécessite en fait de nouveau la lecture entre les lignes des déclarations de chaque membre, ce qui contribue à maintenir l'image d'unanimité en dehors des milieux initiés. Afficher trop souvent son désaccord signifierait en fait, pour la personne concernée, remettre en cause l'image de l'objectivité et du service de l'intérêt général, dont elle bénéficie elle-même en tant que représentant de la Bundesbank. La continuité est également un gage pour ne pas créer ou faire apparaître des divergences. La longévité dans les fonctions en est l'expression principale. La nomination au Conseil a souvent été précédée par l'occupation d'autres fonctions au sein de la Banque centrale ou d'une banque régionale : sept des dix-huit membres du Conseil avant la réforme ont été au service de la Bundesbank (dans diverses fonctions) depuis plus de dix ans — le président de la banque de Hesse l'a été depuis 34 ans, celui de Hambourg depuis 10 ans, celui de Berlin depuis 14 ans et celui de la Bavière depuis 13 ans ; parmi les sept membres du Directoire, trois l'ont été depuis au moins 18 ans. De nombreux membres de la banque, dans le passé, ont également exercé des fonctions au sein du « Conseil des sages », qui est constitué de cinq professeurs d'université et dont les opinions confirment souvent celles de la Bundesbank; ce conseil d'experts indépendants remet chaque année un rapport sur l'économie au gouvernement. Ottmar Issing aussi a été l'un des cinq « sages » avant d'être nommé au Directoire de la Bundesbank. Ces parallèles sont également le signe d'une convergence entre les positions au sein du Conseil de la Banque centrale et les doctrines dominantes en Allemagne.

L'unanimité au sein de la Bundesbank est enfin favorisée par l'autorité de certains membres prédominants. Ceci paraît être notamment le cas de l'actuel Président Helmut Schlesinger, qui est entré dans les services de la Banque centrale en 1952, pour s'occuper à partir de 1964 du département des statistiques et études économiques. Membre du Directoire depuis 1972, il devient Vice-président en 1980, puis Président le 1<sup>er</sup> août 1991. En tant que membre du Directoire, il a dirigé le département des études économiques, et a ainsi influencé de façon considérable les réflexions sur la politique monétaire. Schlesinger a contribué au changement de la politique en 1973 en définissant le concept et l'agrégat de la masse monétaire à suivre. Sa position est largement basée sur l'image de sagesse et de compétence de professeur d'université, mais aussi sur un caractère souvent décrit comme autoritaire. L'autorité du Président est sollicitée aussi quand il s'agit de garantir la solidarité au sein du Conseil central : des critiques d'un président régional, après l'adoption du concept de réorganisation de la Bundesbank en 1991, avaient ainsi provoqué une mise en garde publique de la part de

Schlesinger. En revanche, le passage à la définition plus large de M3 aurait été décidée contre l'avis du vice-président de l'époque, avec la majorité des présidents des banques régionales. De même, la hausse d'un demi point des taux directeurs en décembre 1991 n'aurait pas eu son aval, selon des fuites dans la presse qui n'ont pas été démenties.

### *Le pragmatisme dans les relations avec l'extérieur*

Les efforts en vue de la collégialité et d'une image unanime du Conseil de la Banque centrale aident à renforcer la position de la Bundesbank vis-à-vis de l'extérieur. Sur le plan national, des conflits peuvent notamment apparaître avec les institutions responsables des autres composantes de la politique économique, la politique salariale et la politique budgétaire. Ces deux domaines dépassent les compétences de la Bundesbank, mais peuvent avoir, selon la Banque centrale allemande, un impact non négligeable sur son objectif primaire, la stabilité des prix. La politique salariale en RFA est caractérisée par le principe de l'autonomie des partenaires sociaux. La Bundesbank s'interdit ainsi d'annoncer quelle progression des salaires elle souhaite ou juge acceptable. En revanche, des mises en garde verbales — non quantifiées — sont fréquentes et le relèvement des taux d'intérêt peut souvent être interprété comme un avertissement — non avoué — aux syndicats. Ceci est également le cas pour la politique budgétaire du gouvernement qui constitue un sujet de préoccupation majeure de la Bundesbank, autant depuis l'unification qu'au cours des années soixante-dix et jusqu'au début des années quatre-vingt. L'efficacité des mesures « d'avertissement » et de l'influence de la Bundesbank sur le comportement des autres acteurs est cependant très douteuse : ainsi, lors des négociations salariales de l'hiver et du printemps 1991/1992, qui se sont soldées par de fortes hausses malgré les mises en garde de la Banque centrale ; de même, les déficits publics dans le système fédéral allemand sont le résultat de multiples décisions fortement décentralisées. Par ailleurs, si une hausse des taux d'intérêt accroît indirectement la charge de la dette de l'Etat, son effet positif sur les bénéfices de la Bundesbank profite au bout du compte aussi au budget fédéral. La majeure partie de ces bénéfices doit en effet être transférée chaque année au gouvernement.

Des conflits ouverts sont apparus à plusieurs reprises entre la Banque centrale allemande et le gouvernement fédéral. Le Chancelier Adenauer a été le premier à critiquer la trop grande indépendance des autorités monétaires. Les limites de compétences de la Bundesbank en matière de systèmes de change ont pendant longtemps été à l'origine des désaccords. La réévaluation éventuelle du deutschmark dans le système de Bretton Woods, qui doit être décidée par le gouvernement, a provoqué en 1960/1961 des débats au sein de la Bundesbank et avec Bonn. En 1968, au moment de la première récession de l'après-guerre, le président de la banque, Mr. Blessing, s'est opposé au Chancelier et au ministre des Finances en défendant de nouveau une réévaluation de la monnaie. La recherche d'un successeur au système de Bretton Woods et les modalités du système monétaire européen ont également été des sources de mécontentement. Enfin, l'union monétaire allemande a fait apparaître des divergences entre le Président de la Banque

centrale et le chancelier Kohl — qui selon certains commentateurs auraient, entre autres, motivé la démission de Pöhl en 1991. La confrontation la plus spectaculaire a sans doute été celle qui opposait la Bundesbank au chancelier Schmidt en 1980/1981 <sup>(13)</sup>. Ce conflit concernait directement la question des autres objectifs de la politique économique. La Bundesbank avait alors mis en question les intentions de relance du gouvernement en resserrant très fortement les conditions monétaires, afin de lutter contre l'inflation. Elle s'était également opposée à un financement des déficits publics par recyclage de pétrodollars. Les sociaux-démocrates ont alors dû abandonner leurs projets de relance, ce qui a été le résultat autant de l'opposition de la Banque Centrale que de celle du parti libéral au sein de la coalition au pouvoir. Avec l'arrivée au pouvoir des conservateurs en 1982, le potentiel de désaccords idéologiques s'est sans doute trouvé réduit. Aucune confrontation majeure n'est apparue depuis, mais l'expérience du chancelier Schmidt peut désormais être considérée comme un précédent et comme un avertissement. Les critiques de certains membres du gouvernement — comme celle du ministre de l'Économie après la hausse des taux directeurs en décembre 1991 — montrent que des divergences d'intérêts et d'interprétations persistent. Les relations entre les deux institutions se font désormais encore plus pragmatiques qu'auparavant — ce qui rend en même temps plus difficile de connaître la fréquence ou l'intensité des accrochages éventuels.

Le dispositif de la loi sur la Bundesbank de 1957, concernant les relations avec le gouvernement, est appliqué depuis longtemps avec beaucoup de souplesse. Les membres du gouvernement sont invités d'office aux sessions du Conseil de la Banque centrale, mais n'en profitent que relativement peu souvent. C'est seulement à la session de décembre, pendant laquelle l'objectif de croissance monétaire est définie, que le gouvernement participe régulièrement. L'ordre du jour de chaque réunion est envoyé d'avance et l'éventualité d'une décision majeure de politique monétaire serait annoncée, le cas échéant, de façon informelle. Le protocole des sessions du Conseil est porté à la connaissance de Bonn sous forme de résumé. Le droit de faire reporter des décisions du Conseil n'aurait jamais été appliqué, mais il est probable que des demandes informelles — comme avant d'importants sommets internationaux (la hausse des taux en décembre 1991 intervient dans la session suivant le Sommet européen de Maastricht) — ont été faites sans se heurter à l'opposition de la Banque centrale. De nombreux contacts non institutionnalisés entre Bonn et Francfort existent également à des niveaux de moindre responsabilité.

Le pragmatisme dans les relations entre les deux institutions est dans l'intérêt de tous les acteurs en jeu. Ni le gouvernement, ni la Bundesbank n'ont intérêt à faire apparaître leurs divergences. Les modalités des rapports avec l'étranger renforcent en fait l'impératif du pragmatisme : des divergences trop apparentes entre les deux parties pourraient être « exploitées » aux dépens des intérêts allemands, lors des réunions internationales. La Bundesbank est représentée notamment au Fonds monétaire international et à la Banque des règlements internationaux. Deux questions se trouvent régulièrement à l'ordre du jour des Sommets des grands pays industrialisés,

---

(13) Voir Ellen Kennedy, *The Bundesbank*, 1991.

auxquels le Président de la Banque centrale allemande participe en général à côté du ministre des Finances. Depuis 1985, de nombreuses tentatives ont été faites pour orienter les taux de change. Or la Bundesbank y voit une restriction à son autonomie et se défend contre toute intervention durable, notamment s'il s'agissait de faire baisser le deutschmark. Des décalages conjoncturels sont également une source de mécontentement sur le plan international, comme l'a montré l'évolution conjoncturelle à partir de 1990. Une politique monétaire relativement stricte a paru adaptée à la situation allemande de croissance forte et de tensions sur les prix, mais a réduit les chances d'une reprise dans les autres pays à faible croissance.

La particularité allemande d'une séparation stricte des compétences économiques et monétaires pose un problème de principe lors des négociations internationales. Du côté allemand, la présence du ministre des Finances et d'un représentant de la Bundesbank impose, de fait, une concertation préalable et informelle entre les deux institutions. Leurs intérêts peuvent ne pas être les mêmes, mais une position commune doit être présentée, comme pour les autres pays. Ceci est sans doute une explication, entre autres, du caractère vague des déclarations et de certains malentendus. La conjugaison des craintes inflationnistes de la Banque centrale allemande, des préoccupations diplomatiques du gouvernement et des soucis d'une croissance plus forte de l'étranger — et éventuellement aussi du ministre des Finances allemand — se solde souvent par la promesse d'une relance qui n'en est pas une quand on tient compte des conditionnels. Qui plus est, ni le gouvernement, ni le représentant de la Bundesbank seul ne peuvent donner des garanties en matière de politique monétaire allemande. L'accord de la majorité des membres au sein du Conseil de la Banque centrale peut difficilement s'obtenir d'avance et avec certitude, malgré tout pragmatisme. Cette constellation prête bien évidemment à un jeu hautement diplomatique : le ministre des Finances ou le Président de la Bundesbank peuvent rejeter toute demande de promesses en renvoyant aux impératifs institutionnels allemands. Ces « excuses » sont cependant rarement acceptées dans l'opinion publique internationale, ce qui oblige à une certaine prise en compte des critiques et pressions. En connaissance des complexités dans les relations institutionnelles il paraît vain de chercher, à l'issue de chaque sommet du G7, des signes de concertation. L'affirmation d'une agence japonaise, le 2 juin 1992, en est un contre-exemple : « les sept pays industrialisés sont d'accord pour coordonner leurs politiques monétaires et abaisser le coût de leur crédit immédiatement après leur sommet annuel à Munich ». Cet accord était en réalité relativisé par une liste de conditions préalables et la Bundesbank n'a pas réagi dans sa session après le sommet cité...

L'impact des pressions étrangères sur les décisions de la politique monétaire allemande s'avère en fait plutôt négligeable. L'exception à cette règle est souvent cherchée dans le comportement de la Bundesbank au cours des années 1986 à 1988, où la pression à une baisse des taux d'intérêt allemands a été forte et où ces taux devaient en effet finalement redescendre à des niveaux historiquement faibles (voir aussi plus loin pour 1992). Les objectifs de croissance de la masse monétaire en RFA ont été dépassés pendant trois années consécutives et l'inflation plus forte en 1991 est souvent — sans doute à tort — interprétée comme une conséquence de ces

dérappages. Les demandes étrangères de baisse des taux allemands ne peuvent cependant au mieux qu'expliquer une partie du comportement de la Bundesbank à l'époque. La désinflation provoquée par le contre-choc pétrolier, en 1986, ainsi que la baisse du dollar, s'étaient soldées par des taux d'inflation très bas et la croissance attendue du Pnb restait faible. Le Krach boursier d'octobre avait ensuite animé des craintes déflationnistes partout, d'où le souci de ne pas restreindre les disponibilités monétaires. Ce contexte a en plus coïncidé, en Allemagne, avec une remise en cause de l'efficacité des instruments de la Bundesbank et de l'utilité des objectifs intermédiaires ou de leur définition. Le changement de l'objectif de monnaie Banque centrale à celui de M3 en a été une conséquence. Dans ce contexte d'incertitude, il est alors difficile de savoir si la pression étrangère a véritablement pu modifier les choix des autorités monétaires.

En revanche, à de nombreuses autres occasions la Bundesbank s'est montrée peu flexible, comme en 1991 et 1992 où les taux directeurs sont montés à des niveaux records. Sa résistance vis-à-vis des demandes étrangères s'explique non seulement par ses convictions profondes, mais aussi par un travail d'explication et de conviction à l'étranger. Faire comprendre ses décisions est un objectif central de la politique de la Bundesbank, comme sur le plan national. L'argument décisif pour légitimer sa lutte contre l'inflation est encore que des prix stables sont une condition nécessaire et préalable à la croissance économique. Seule une telle croissance saine en Allemagne peut être une contribution à une activité plus forte à l'étranger. Enfin, au sein du Système monétaire européen, la Banque centrale allemande insiste beaucoup sur l'enjeu de maintenir le rôle central (*anchor*) du deutschmark : les taux de change en Europe perdraient leur point d'ancrage vital si la Bundesbank tenait compte des demandes de relance et acceptait une inflation plus forte. Malgré cela, il est à noter que l'autonomie de la Bundesbank se trouve également renforcée parce que l'unanimité est rarement atteinte dans les positions à l'étranger. Le soutien des grandes organisations, comme l'OCDE ou le FMI, lui est généralement assuré. Le large consensus dans les instances dominantes et parmi les principaux gouvernements, autour des principes de la politique monétaire implique que les critiques peuvent au mieux être ponctuelles, parfois contradictoires. Souvent les demandes de relâchement de la politique allemande sont relativisées par des déclarations qui expriment la compréhension pour un contexte particulier, comme celui qui a suivi l'unification allemande. Le consensus international s'est alors davantage orienté vers une accusation des dérapages salariaux ou budgétaires allemands — sachant que ces évolutions sont considérées comme les principales sources d'inflation par la Banque centrale allemande, et donc comme les principales raisons d'une politique monétaire stricte...

## La Bundesbank et la crise du SME

La Bundesbank a-t-elle cédé aux pressions politiques au moment de la crise du système monétaire européen (SME) en septembre 1992 ? Après plusieurs réunions de responsables allemands et européens, le ministre des Finances allemand a annoncé le dimanche 13 septembre, que la Bundesbank baisserait ses taux directeurs. L'annonce par un membre du gouvernement d'une mesure de la Bundesbank inversait la répartition des compétences en matière de politique monétaire. Quelques jours auparavant, le président Schlesinger avait encore affirmé à Bath qu'il ne serait pas question de relâcher la politique monétaire dans les circonstances qui régnaient en Allemagne. Or, pour la première fois depuis cinq ans, la Banque centrale allemande baissera, le 14 septembre, ses taux directeurs.

Indéniablement, des pressions extérieures avaient contribué à cette décision de la Bundesbank. Pour obtenir de l'Italie qu'elle dévalue sa monnaie, les autorités allemandes promettaient un relâchement des conditions monétaires. La dévaluation devait libérer la Bundesbank de son obligation d'intervenir en faveur de la lire et la baisse des taux allemands était censée réduire les tensions au sein du SME. Ce « marchandage » avec l'étranger se superposait à une pression interne croissante sur la Bundesbank, car l'approche de la récession et la montée du chômage en Allemagne même, alimentaient le mécontentement vis-à-vis d'une politique monétaire très stricte. Il y avait pourtant des raisons monétaires tendant à légitimer un relâchement de cette politique

D'abord, les autorités monétaires allemandes se trouvaient confrontées à une contrainte extérieure soudainement renforcée — des pressions dans un système de changes fixes, le SME, — comparable à celle du système de Bretton Woods dans le passé. Au cours de l'automne, la Bundesbank devait acheter des devises européennes pour au total 92 milliards de DM. Seule une modification des parités semblait alors apte à stopper ce gonflement (temporaire) de la masse monétaire. De même, la « contrepartie » allemande, la baisse des taux, a été moins étonnante qu'il n'y paraît à première vue d'un point de vue monétaire.

Certes, la croissance de la masse monétaire dépassait depuis le début de 1992, de plusieurs points, l'objectif initialement fixé. La hausse des salaires en 1992 était plus forte que celle de la productivité et les déficits du secteur public ne semblaient pas reculer par rapport à leurs niveaux élevés de 1991. Enfin, l'inflation dépassait les 4 % jusqu'à l'été, et ne baissait pas au-dessous de 3,5 % ensuite. Cependant, ces indications ne permettaient pas une conclusion claire sur les risques inflationnistes futurs et donc sur la légitimité du maintien de taux directeurs records par la Bundesbank. La croissance monétaire s'expliquait par la mise en place de l'activité économique dans les nouveaux *Länder*, et par les besoins accrus de crédit dans une phase de ralentissement conjoncturel. Surtout, elle était alimentée par la Bundesbank même du fait de l'inversion de la structure des taux d'intérêt que son action sur les conditions monétaires avait provoquée. Le niveau élevé des taux courts gonflait la masse monétaire en attirant des capitaux courts et stimulait l'afflux de capitaux étrangers. Ensuite, la répercussion des hausses salariales sur les prix se heurtait à une compétitivité plus vive, les entreprises préférant alors réduire leurs marges. La modération salariale était de surcroît en cours, l'exemple ayant été donné par la métallurgie dès le printemps 1992, suivi par le secteur public en hiver. Enfin, la hausse des prix était biaisée par la hausse des impôts (sur les produits pétroliers en juillet 1991 ; celle de la TVA en janvier 1993 approchait), ce qui en elle même ne peut être considéré comme un processus prolongé d'inflation.

Ces doutes par rapport à l'attitude de la Bundesbank, s'exprimaient de plus en plus ouvertement dès avant la crise du SME, et le relèvement des taux directeurs au mois de juillet était considéré très largement comme un pas de trop. Ces doutes ont certainement aussi gagné le conseil de la Banque centrale, provoquant un clivage entre adeptes et adversaires d'un maintien de la politique monétaire. La durée exceptionnelle de certaines des sessions du conseil, de même que diverses déclarations de ses membres en ont été des signes. La baisse du taux du marché monétaire, commencée dès le début du mois de septembre et accompagnée du quasi-maintien des taux directeurs, pourrait traduire un compromis au sein de la Bundesbank. Aussi celle-ci a-t-elle pu garder l'image de la lutte inconditionnelle contre l'inflation, afin de minimiser les anticipations inflationnistes, tout en tenant compte de risques de dérapages réels qui était moindres et moins visibles. Cette stratégie paraît avoir guidée la Bundesbank depuis septembre 1992 et consiste à agir davantage qu'auparavant sur les taux du marché monétaire plutôt que d'utiliser l'instrument plus « spectaculaire » des taux directeurs.

## **Quelles perspectives pour la politique de la Banque centrale européenne ?**

Le comportement spécifique de la Banque centrale allemande ne peut s'expliquer que par une combinaison de facteurs qui entourent son action au sens large. L'appui juridique de la loi de 1957 et le soutien de l'opinion publique sont des garants de son autonomie. Ces deux facteurs eux-mêmes, conjugués sans doute aux succès apparents de la politique monétaire, ont conditionné largement l'établissement de relations peu conflictuelles — au moins en apparence — à l'intérieur et avec l'extérieur de la banque. Dans quelle mesure l'autonomie de la future Banque centrale européenne pourrait-elle alors se trouver restreinte du fait de conditions générales moins favorables ?

Le manque probable d'un même contexte, dans l'union monétaire européenne, est en effet souvent évoqué pour anticiper un comportement différent de la BCE. La culture économique et politique, notamment, paraît peu comparable à celle de l'Allemagne dans de nombreux pays candidats à l'UEM. Les économistes et hommes politiques opposés à une stricte séparation de la politique monétaire y paraissent plus nombreux, et la population moins hantée par le spectre de l'inflation et par ses conséquences. Les représentants des différents pays au Conseil des gouverneurs de la BCE subiraient alors davantage de pressions et pourraient être amenés à privilégier une lutte moins acharnée contre l'inflation au profit d'autres objectifs économiques. Le niveau jugé acceptable de la hausse des prix pourrait, selon certains, ne pas être de 0 à 2 % — en moyenne et en temps « normal » —, comme le souhaite la Bundesbank, mais de 3 % ou plus...

La probabilité d'un comportement sensiblement différent de la BCE, par rapport à son « prédécesseur », paraît pourtant faible. Les arguments

précédents doivent surtout être relativisés. D'abord, parce que le contexte entourant la politique monétaire en Allemagne même ne s'est établi, lui aussi, que progressivement, comme l'ont montré les discussions très serrées sur le degré d'indépendance de la Banque centrale lors de la préparation de la loi de 1957 sur la Bundesbank <sup>(14)</sup>. En 1967 de nouveau, l'adoption de la loi de stabilité en RFA — qui obligeait les autorités publiques à viser les objectifs du « carré magique » — avait provoqué un débat sur la question de savoir si la Bundesbank aussi devait tenir compte des objectifs de croissance ou de plein emploi. Des sondages plus récents parmi des économistes allemands ont de plus montré que le consensus économique parmi les universitaires est nettement moins développé que dans le privé ou les instances dirigeantes. A l'inverse, le degré d'acceptation d'une politique anti inflationniste dans les autres pays européens ne semble en fait pas si différent de celui en RFA, comme l'a montré l'orientation des politiques économiques dans les années quatre-vingt, et pas uniquement en France. Conforme aux souhaits de la Bundesbank, l'indépendance prochaine des Banques centrales nationales pourrait préparer l'opinion publique à cet état de fait. Le respect de l'institution monétaire et la sensibilité vis-à-vis de la force de la monnaie pourraient en Europe croître du fait même de la mise en place de l'union monétaire. La monnaie européenne jouira en effet, dans de nombreux pays, d'un crédit initial lié à sa stabilité plus forte que les monnaies nationales.

Toutefois, la ressemblance entre la nouvelle BCE et la Bundesbank sera fondée en premier lieu sur un fonctionnement interne largement protégé et conditionné par son dispositif juridique. L'indépendance institutionnelle du Conseil des gouverneurs est garantie par le traité de Maastricht. De plus, le processus de développement d'un esprit collégial au sein du Conseil, comparable à celui au sein de la Bundesbank, semble déjà largement entamé. Pour préparer la mise en place du Système européen des banques centrales, les gouverneurs nationaux se réunissent chaque mois et ceci depuis longtemps déjà. La convergence de leurs opinions est apparente, si l'on se réfère aux déclarations ou rapports communs, qui par ailleurs sur le fonds rappellent fortement ceux de la Bundesbank. Le mode de relations entre les gouverneurs renforcera, à l'instar de l'exemple allemand, les positions de la BCE vis-à-vis de l'extérieur. L'esprit « commun » pourrait rapidement s'identifier avec la conscience d'une défense de l'intérêt commun — non pas au delà des intérêts de partis, comme pour la Bundesbank, mais au delà des intérêts nationaux. La convergence obligée entre les économies dans l'UEM fera a priori que les « intérêts » nationaux convergeront également en matière de politique conjoncturelle et donc monétaire (en dehors des divergences conceptuelles ou idéologiques). Il suffira, en fait, qu'une majorité des membres accepte une politique monétaire « orthodoxe » pour voir celle-ci réalisée. Comme pour la Bundesbank, les positions minoritaires devront « disparaître » dans les décisions majoritaires. Grâce à une puissance renforcée par une large solidarité au sein de la BCE, le pragmatisme devrait également s'établir dans les relations avec les gouvernements nationaux. En Allemagne aussi, ceci n'est pas l'unique résultat du consensus sur la politique économique, mais d'abord celui du rapport de force entre deux institutions indépendantes.

---

(14) Le consensus à ce sujet paraît même aujourd'hui plus grand en Europe qu'en Allemagne à l'époque.

La recherche de consensus au sein de la BCE pourrait se solder par des décisions parfois moins vigoureuses comparées aux habitudes de la Bundesbank. La logique de son fonctionnement interne et l'hétérogénéité de sa composition feront cependant en sorte que l'objectif final de stabilité des prix restera au centre de chaque action — à moins que la contestation aboutisse à une remise en cause complète, suivie sans doute de la disparition, de l'institution. Les différences de politique monétaire courante entre celle de la Bundesbank aujourd'hui et celle de la BCE en l'an 2000 se situeront alors dans les nuances, dans le choix des moments de resserrement ou relâchement, et dans l'ampleur en quarts de points des variations de taux d'intérêt. Ceci ne devrait pas rendre l'Europe « inflationniste », comme le craignent de nombreux commentateurs allemands. Toutes choses égales par ailleurs, les décisions de la BCE se solderont — au pire ou au mieux — par une inflation qui sera alors peut être plus proche de trois que de deux pour-cent en moyenne. Ces nuances éventuelles dans la politique monétaire ne suffiront en revanche pas, non plus, à permettre une croissance plus forte ou un chômage plus faible en Europe comme le souhaitent d'autres.

## Références bibliographiques

BANQUE DE FRANCE, 1992, « Organisations et fonctions de quelques grandes banques centrales », *Collection Études, Dossier économiques et monétaires sur l'étranger*.

BAUDET P.A., 1984, « Dix ans de politique économique en RFA », *Cahiers Français*, n° 218, octobre-décembre.

BRUNO C., J. LE CACHEUX, C. MATHIEU, 1991, « L'Union monétaire européenne : état des lieux, projets et enjeux », *Revue de l'OFCE*, n° 38, octobre.

COMITÉ DES GOUVERNEURS DES BANQUES CENTRALES DES ÉTATS MEMBRES DE LA COMMUNAUTÉ ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE, *Rapport annuel* (juillet 1990-décembre 1991), avril 1992 (voir : Annexe III, « Traité sur l'Union européenne du 7 février 1992, protocole sur les statuts du Système européen des banques centrales et de la Banque centrale européenne »).

DEUTSCHE BUNDESBANK, *Auszüge aus Presseartikeln*, revue de presse.

DEUTSCHE BUNDESBANK, 1990, *Die Deutsche Bundesbank — Geldpolitische Aufgaben und Instrumente*, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, n° 7.

DEUTSCHE BUNDESBANK, *Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank, rapports annuels* : 1990, (voir : « Poursuite de l'intégration dans la CEE »), avril.

DEUTSCHE BUNDESBANK, *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, rapports mensuels,

— janvier 1992 : « sur les liens entre évolution de la masse monétaire et des prix en RFA »,

— mai 1988 : « Le deutschmark : quarante ans d'existence ».

DEUTSCHE BUNDESBANK, *Internationale Organisationen und Abkommen im Bereich von Währung und Wirtschaft*, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank , n° 3, 1986.

EHRLICHER W., D. B. SIMMERT, 1986, *Geld-und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland*, Duncker & Humblot Berlin.

FABRA P., 1991, « La Bundesbank a déjà perdu la moitié de son âme », *Le Monde*, le 13 décembre.

ISSING O., « Die Unabhängigkeit der Bundesbank — Theoretisch umstritten — praktisch bewährt ».

KENNEDY E., *The Bundesbank — Germany's Central Bank in the International Monetary System*, Royal Institute of International Affairs, 1991.

LE CACHEUX J., C. MATHIEU, H. STERDYNIK, 1992, « Maastricht : les enjeux de la monnaie unique », *Lettre de l'OFCE* , n° 96, 24 janvier.

LEIBFRITZ W., 1992, « Wohin führt die Europäische Währungsunion ? », *IFO-Schnelldienst*, novembre.

PASSET O., 1990, « La politique macroéconomique allemande dans les années 80 », *Cahiers Français*, n° 245, Les politiques économiques.

SCHMIDT H., 1987 et 1990, *Menschen und Mächte* (tomes I et II), Siedler Verlag Berlin.

THOMA F., 1991, « Die Hüter der Währung haben sich verdient gemacht », *Süddeutsche Zeitung*, 27 août.

WELCKER J., 1992, *Das Europäische System des Zentralbanken*, *Wissenschaftliche Hefte Landeszentralbank im Saarland*.

WITSCHI D., 1992, « The Mechanics of Bundesbank Policy », *Economic and Financial Prospects* , n° 1, Swiss Bank Corporation, février/mars.