

La Bundesbank : une orthodoxie pragmatique *

Andrew Brociner

Département d'économétrie

Odile Chagny

Département des diagnostics

Les commentaires et analyses relatifs à l'action de la Bundesbank mettent généralement en exergue le rôle des agrégats monétaires. La Bundesbank y contribue au premier chef, en donnant à son discours un fort accent quantitativiste. L'antériorité de l'adoption d'une politique monétaire axée sur le respect d'objectifs quantitatifs (fin 1974) et les performances de l'Allemagne en termes d'inflation ont fait le reste. Si la théorie quantitative de la monnaie a en quelque sorte gagné ses lettres de noblesse avec la Bundesbank, c'est pourtant grâce à une approche non dogmatique de la théorie que l'Allemagne n'a jamais en fait connu d'épisode monétariste pur (du type de celui expérimenté par la Fed au début des années quatre-vingt). La Bundesbank privilégie plutôt une approche pragmatique, selon laquelle le respect de l'objectif final de préservation de la valeur de la monnaie que lui assignent ses statuts prime sur l'interprétation dogmatique de la théorie quantitative de la monnaie.

Reconnu et revendiqué par la Bundesbank, ce pragmatisme fonde sa fonction de réaction et a des implications spécifiques. L'attachement à la théorie quantitative de long terme, grâce à laquelle la théorie monétaire « possède (un) fondement solide »¹, dicte à la politique monétaire de se consacrer exclusivement à la stabilité des prix et donc de ne pas inclure le chômage dans sa fonction objectif. Or, le respect de sa mission incite la Bundesbank à intervenir en permanence dans l'arbitrage entre inflation et chômage. Ce constat, empirique, soulève le problème de la réaction aux chocs de court terme. Suivies à la lettre, les conclusions que tire la Bundesbank de la théorie monétaire concluent à la neutralité d'une banque centrale à l'égard des chocs non monétaires, l'inflation restant, à long terme, un phénomène monétaire. Les conditions concrètes dans lesquelles interviennent les chocs de court terme poussent cependant la Bundesbank, pragmatiquement attachée à la stabilité de la valeur de la monnaie, à intervenir activement.

* Les auteurs tiennent à remercier Françoise Charpin pour ses suggestions sur la partie économétrique.

¹ O. Issing (1992).

La formulation de la fonction de réaction de la Bundesbank : de la loi au modèle d'action

L'énoncé officiel de la mission de la Bundesbank...

Les deux traits caractéristiques de la conduite de la politique monétaire allemande, que constituent sa tradition anti-inflationniste et son indépendance d'action, puisent leur fondement juridique actuel dans la Loi de 1957 relative aux statuts de la Bundesbank. A la différence d'autres banques centrales², les compétences de la Bundesbank ne sortent en effet pas du champ monétaire et l'article 3 stipule que la mission principale de la Bundesbank est de « garantir la valeur de la monnaie »³. Son action n'est en revanche pas extérieure à la sphère réelle. La Bundesbank est en effet « tenue, dans le respect de sa mission, de soutenir la politique économique générale du gouvernement fédéral » (article 12), qui inclut naturellement des objectifs de croissance réelle. Mais l'article 12 donne avant-tout à la Bundesbank les moyens de respecter sa mission, puisque, « dans l'exercice de ses compétences, telles qu'elles résultent de cette loi, elle est indépendante à l'égard des instructions du gouvernement fédéral ». La loi confère donc à la Bundesbank son rôle social. En tant qu'acteur de la vie économique, celle-ci se doit de signaler aux autres agents, qu'il s'agisse de l'État, des ménages, des entreprises, qu'elle mettra tout en oeuvre pour garantir la stabilité de l'environnement monétaire. Il lui est par conséquent beaucoup plus aisé de soutenir l'activité du gouvernement lorsque celui-ci mène une politique de consolidation budgétaire (1982-1989 et à partir de 1993) que lorsqu'il adopte une orientation expansionniste (1990-1992 par exemple), dans laquelle la Bundesbank percevra un risque d'excès de demande ainsi que de création monétaire de la part des banques. Au terme de la lecture des statuts, il apparaît cependant que la Bundesbank a plus pour mission de permettre à l'économie de croître dans un contexte de stabilité monétaire que de garder doctrinairement le temple de la monnaie.

...conduit logiquement à une interprétation non dogmatique de la théorie quantitative de la monnaie.

L'équation quantitative de la monnaie répond sur le plan théorique à l'énoncé juridique de la loi de 1957 et représente le cadre de référence de la Bundesbank⁴. En l'absence d'illusion nominale, l'équation quantitative

² Comme la Fed.

³ Bundesbankgesetz, article 3, traduction Banque de France.

⁴ Deux textes relativement récents (O. Issing (1992) et Bundesbank, *Rapport Mensuel*, janvier 1992) explicitent la position actuelle de la Bundesbank à l'égard de la théorie monétaire.

signifie que le montant de monnaie en circulation dans l'économie à un moment donné n'exerce, à terme, d'influence que sur le niveau des prix. Cette transmission repose sur l'efficacité des mécanismes de marché qui assurent le retour de la production à son niveau d'équilibre⁵, ainsi que sur la stabilité des comportements de demande de monnaie à long terme (la vitesse de circulation ne dépendant, sur cette échéance, que du revenu). Une fois l'impulsion monétaire passée intégralement dans les prix, ceux-ci atteignent leur valeur d'équilibre associée à la nouvelle masse monétaire. Une banque centrale qui serait en mesure de fixer la croissance de ses agrégats monétaires en fonction de la variation du produit et de la vitesse de circulation d'équilibre (c'est-à-dire de long terme) éviterait ainsi à l'économie de connaître un écart de prix inflationniste (en cas de création monétaire excessive) ou déflationniste (dans le cas symétrique)⁶. La formulation officielle de l'objectif de croissance des agrégats monétaires en découle : pour respecter sa mission, et puisqu'elle ne peut pas influencer la croissance réelle, la Bundesbank doit donc s'efforcer de fournir à l'économie, compte tenu de la stabilité de la demande de monnaie à long terme, le montant de monnaie qui lui permet de croître au rythme de son potentiel, sans développement de tensions inflationnistes/déflationnistes cumulatives. La Bundesbank fixe donc ses objectifs de croissance annuels en estimant l'évolution de la vitesse de circulation de l'agrégat retenu (MBC jusqu'en 1987, avant de passer à M3 à partir de 1988)⁷. La détermination d'une norme d'inflation désirée (ou incompressible, selon les périodes) associée au rythme de croissance estimé du potentiel de production permet d'en déduire l'objectif de croissance de l'agrégat :

$$\Delta \bar{m} = \Delta \bar{p} + \Delta \hat{y}^* - \Delta \hat{v}^* \quad (1)$$

où $\hat{}$ désigne une valeur estimée, * une valeur de long terme, $\bar{}$ une valeur désirée⁸.

L'ancrage de moyen terme fourni par la théorie quantitative assigne donc en premier lieu à la Bundesbank de ne pas tenter d'influencer le

⁵ Via la flexibilité des salaires réels, les mécanismes d'indexation et les effets d'encaisses réelles.

⁶ Selon la terminologie du modèle « P étoile », dans la présentation qu'en fait la Bundesbank dans les deux textes cités. P étoile correspond au niveau de prix d'équilibre qui se formerait, compte tenu de la monnaie en circulation, si la production et la vitesse de circulation étaient à leur valeur d'équilibre.

⁷ L'agrégat MBC retenu dans la formulation de l'objectif n'était pas équivalent à la monnaie banque centrale au sens usuel. Il contenait, outre les billets en circulation dans le public, la part des avoirs en compte courant des banques commerciales correspondant aux réserves obligatoires sur les dépôts aux taux de janvier 1974, afin de ne pas tenir compte dans l'agrégat objectif des variations des taux de réserve intervenues entre-temps, la manipulation des taux de réserve obligatoire étant l'un des instruments quantitatifs de la politique monétaire. L'abandon de cet agrégat a été justifié par le poids trop important qu'y avaient pris les billets. L'agrégat M3 comprend les billets et monnaie divisionnaire, les dépôts à vue, les dépôts à terme inférieurs à 4 ans ainsi que les dépôts d'épargne à délais de préavis de 3 mois détenus par les agents non bancaires résidents auprès des banques résidentes.

⁸ O. Issing (1992).

niveau de la production⁹, puis justifie la formulation d'un objectif de croissance monétaire qui se comprend, selon ses propres termes, comme un « concept de contrôle de moyen terme à référence potentielle »¹⁰. C'est là l'essentiel de la référence monétariste de la Bundesbank. Elle se défend officiellement d'adopter une norme invariante d'évolution des agrégats monétaires¹¹, utilise les taux d'intérêts comme un instrument destiné à influencer le comportement de création monétaire des banques et non comme variable d'ajustement du marché monétaire face à une offre rigide de monnaie centrale. Cette position trouve son fondement dans la primauté donnée par la Bundesbank au respect, non de son objectif intermédiaire de croissance monétaire, mais de son objectif final de garantie de la valeur de la monnaie.

Pour expliciter le passage de l'ancrage théorique de moyen terme à la gestion concrète de la politique monétaire, la Bundesbank procède à une décomposition de l'écart à l'objectif d'inflation annoncé¹² :

$$\Delta(p - \bar{p}) = \Delta(m - \bar{m}) - \Delta(y^* - \hat{y}^*) + \Delta(v^* - \hat{v}^*) - \Delta(y - y^*) + \Delta(v - v^*) \quad (2)$$

L'égalité (2) n'est pas en soi un principe explicatif¹³, mais a déjà le mérite de rendre compte de la multiplicité des cas de figure envisageables. Une première lecture consisterait à en extraire de nouveau l'ancrage de moyen terme : à supposer que la banque centrale ne commette pas d'erreur d'estimation, l'égalité (2) permet de décomposer l'écart de prix inflationniste associé à un excès de création monétaire en deux composantes. La première, $\Delta(y - y^*)$, est le « reflet de la masse monétaire qui a déjà eu des effets sur la demande de marchandises »¹⁴, tandis que l'excès de liquidités, $\Delta(v - v^*)$, correspond à la « demande potentielle ». Le propos de la Bundesbank n'étant manifestement pas de remettre en cause son ancrage de moyen terme, qui constitue le fondement même de son action et donne son caractère contra-cyclique à la politique monétaire¹⁵, l'intérêt de la décomposition de l'écart d'inflation réside plus dans la gestion des chocs de court terme de nature non monétaire. Les éléments de réponse théoriques restent cependant d'une portée pratique limitée. Pour tenir compte des facteurs de nature non monétaires à l'origine d'écarts à l'objectif d'inflation annoncé et qui sont donc

⁹ Les mécanismes de transmission influencent cependant la rapidité de la répercussion de la création monétaire sur l'inflation. Le délai de réaction des prix à la progression de M3 était ainsi estimé par la Bundesbank (*Rapport mensuel*, janvier 1992) à deux ans et demi en moyenne après le milieu des années soixante-dix, après avoir été plus rapide précédemment : « à la fin des années soixante et au début des années soixante-dix, la politique fiscale choisie et le durcissement du climat social en Allemagne, conjugués à une tendance inflationniste mondiale, ont créé un environnement dans lequel la croissance monétaire s'est répercutée sur les prix après une brève "période d'incubation" (de un à deux ans) ».

¹⁰ « mittelfristiges potential-orientiertes Steuerungskonzept » (O. Issing, 1992).

¹¹ Conçue comme une position monétariste « rigide » (O. Issing, 1992).

¹² O. Issing (1992).

¹³ Et la Bundesbank reste évasive à ce propos.

¹⁴ Bundesbank, *Rapport mensuel*, janvier 1992.

¹⁵ Puisque celle-ci n'accomode normalement pas les écart du revenu et de la vitesse de circulation à leur niveau d'équilibre.

susceptibles de masquer la relation qui existe entre la masse monétaire et l'inflation, la Bundesbank inclut dans les mécanismes d'ajustement des prix à leur niveau d'équilibre les effets des chocs de court terme non monétaires (les chocs pétroliers, les conflits entre partenaires sociaux, les majorations d'impôts indirects). Ces chocs n'ayant « une action (inflationniste) durable sur le niveau des prix que s'ils s'accompagnent d'une augmentation de la masse monétaire », ils ne nécessitent donc pas de réaction active, en termes de progression des agrégats monétaires, de la part de la Bundesbank¹⁶. L'absence de réaction « active » de la part de la Bundesbank suppose pourtant tout d'abord que celle-ci soit capable de caractériser pleinement la situation économique. Dans le cas où le choc inflationniste intervient dans un contexte de création monétaire excessive de la part des banques commerciales, sa réaction risque cependant d'être trop restrictive. Mais la neutralité de la politique monétaire repose avant tout sur l'hypothèse selon laquelle la production se situe au moment du choc à son niveau potentiel. Dès l'instant où le choc inflationniste intervient alors que le niveau de l'activité est supérieur à son niveau potentiel en raison de facteurs non monétaires — car les facteurs monétaires ne sont pas les seuls à être à l'origine de fluctuations du niveau d'activité par rapport à son niveau potentiel — le respect de l'objectif de stabilité implique désormais une réaction active de la part de la Bundesbank et a des implications en termes de croissance des agrégats monétaires. La Bundesbank est ainsi amenée à gérer en permanence des chocs de court terme, de quelque nature qu'ils soient, qui, en affectant le niveau de l'activité et l'inflation, risquent de porter préjudice au respect de sa mission principale¹⁷.

Les chocs de change en font notamment partie. La Bundesbank pourrait rester indifférente à une modification des taux de change, tant que ceux-ci correspondent à des **mouvements correcteurs** d'excès de demande ou d'excès de récession exportés par une politique monétaire étrangère, puisque les variations des changes sont justement censées permettre le rééquilibrage de la balance des paiements courants¹⁸. Le

¹⁶ Un choc salarial qui succède à une poussée des revendications se traduit par exemple par une détérioration des conditions d'offre de la part des entreprises, incitées à répercuter cette hausse dans leur prix. La baisse du pouvoir d'achat exerce un effet négatif sur le niveau de l'activité. Au cas où celui-ci était à son niveau potentiel, il lui devient inférieur. La hausse du chômage exerce alors un effet sur le niveau des salaires réels et l'enclenchement du processus de désinflation permet à l'économie de rejoindre son niveau potentiel, sans que la politique monétaire n'ait été contrainte d'intervenir. En revanche, à offre nominale inchangée, la hausse des prix en a réduit l'offre réelle et la hausse des taux d'intérêt représente ainsi la réaction passive de la banque centrale.

¹⁷ Ce peut notamment être le cas d'un choc de nature budgétaire.

¹⁸ L'effet initial d'une politique monétaire expansionniste à l'étranger est en effet de provoquer une dépréciation réelle du DM, via l'écart de prix. Celle-ci, jointe à l'accroissement du volume des exportations, exerce un effet positif sur l'activité, mais modifie en même temps les conditions de l'arbitrage inflation-chômage, puisque l'augmentation du prix des produits importés, à taux de change nominal inchangé, détériore les conditions d'offre des entreprises. Au pire, la répercussion des hausses de prix importés sur le niveau des prix intérieurs peut annuler la dépréciation réelle et une forte indexation des salaires nominaux sur le niveau des prix provoquer une dégradation supplémentaire de l'arbitrage inflation-chômage pour se résoudre en une accélération de l'inflation. Une appréciation rapide permet ainsi d'enrayer rapidement ce processus, en maintenant inchangé le taux de change réel.

degré de réponse possible de la Bundesbank à un choc de change dépend ainsi de son appréciation de la situation conjoncturelle. Si celle-ci estime qu'il existe en Allemagne un excès de demande, elle n'a à priori pas de raison de s'opposer à une appréciation nominale du DM, qui améliore les conditions de l'arbitrage intérieur, mais, de plus, transmet à l'extérieur l'excès de demande. *Via* ses effets sur l'activité, cette appréciation peut même combattre l'indexation à la hausse des salaires nominaux. Mais, si son objectif est effectivement de permettre une croissance équilibrée non inflationniste, elle sera d'autant plus incitée à réagir à une appréciation excessive du DM¹⁹ que l'amélioration des conditions de l'arbitrage interne se fait au bout du compte au détriment même du niveau de l'équilibre interne s'il pénalise trop les entreprises allemandes (particulièrement dans les périodes où le DM n'est pas sous-évalué vis-à-vis des monnaies européennes).

Les réactions à une dépréciation sont également modulables. La banque centrale sera d'autant plus incitée à réagir à une dépréciation de sa monnaie que les tensions sur les capacités sont poussées et l'indexation des salaires nominaux sur l'inflation forte. En revanche, en cas de sous-emploi des capacités, la banque centrale serait moins incitée à réagir à une dépréciation modérée de sa monnaie, tant qu'elle considérera effectivement que l'arbitrage intérieur n'est pas trop pénalisé et que l'indexation des salaires nominaux est limitée. Dans les faits, les mouvements de change n'ont pas, loin de là, toujours répondu à la correction de déséquilibres des balances courantes, mais ont été parfois amples et déstabilisateurs. Assimilés à des chocs sur l'équilibre interne, ils ont appelé une réaction de la Bundesbank. S'il a été impossible à la Bundesbank d'isoler l'Allemagne des chocs de nature tant monétaires que réels (affectant plutôt l'équilibre épargne-investissement) des vingt dernières années, sa réaction à ces chocs a toujours été de nature à en limiter l'impact sur la formation de l'équilibre interne. Ce faisant, elle a à priori privilégié la gestion des chocs de court terme par rapport à celle des agrégats monétaires.

En maintenant sa fixation des objectifs dans une perspective de long terme (à laquelle elle se réfère), la Bundesbank concourt à ancrer les anticipations des agents à une référence stable. Elle ne réagit alors que lorsqu'elle considère que les tensions sur le partage de la valeur ajoutée (ou n'importe quel choc inflationniste) risquent de remettre en cause le respect de cet objectif. Son action n'est donc pas totalement contracyclique : elle n'intervient que lorsqu'elle considère que la formation de l'équilibre interne est menacée à terme. Dans l'idéal, la formation des anticipations des agents serait telle que son action n'aura aucune influence sur la formation à court terme de l'équilibre réel, et c'est ce qu'elle recherche effectivement. Dans le monde « imparfait » dans lequel elle évolue, elle interviendra activement dans l'arbitrage inflation-chômage.

¹⁹ Dans le cas de figure où cette appréciation a lieu vis-à-vis du dollar, elle provoque en général des tensions entre monnaies européennes qui tendent à apprécier le DM vis-à-vis des monnaies européennes.

Dans le processus dynamique de formation et de partage du revenu, la Bundesbank fait ainsi figure d'un commandant de bord qui signale aux autres agents qu'ils dévient trop de leur trajectoire non inflationniste. A ce titre, l'évolution de la masse monétaire constitue sa référence de long terme, mais l'assise de sa crédibilité semble reposer bien plus sur l'efficacité de son intervention dans le jeu social, que sur le respect de la progression des agrégats monétaires (dont l'objectif a été manqué dix années sur vingt, voir tableau 1).

1. Comparaison objectif et réalisation pour la croissance des agrégats monétaires : agrégat monnaie banque centre de 1975 à 1987, M3 à partir de 1988

Années	Objectif	Réalisation	Années	Objectif	Réalisation
1975	8 ¹	9,5	1985 ³	3 - 5	4,5
1976	8 ²	9,1	1986 ³	3,5 - 5,5	7,7
1977	8 ²	9,5	1987 ³	3 - 6	8,1
1978	8 ²	11,4	1988 ³	3 - 6	6,7
1979	6 - 9 ³	11,4	1989 ³	5	4,7
1980	5 - 8 ³	4,9	1990 ³	4 - 6	5,6
1981	4 - 7 ³	3,6	1991 ³	3 - 5	5,2
1982	4 - 7 ³	7	1992 ³	3,5 - 5,5	8,7
1983	4 - 7 ³	7	1993 ³	4,5 - 6,5	7,5
1984	4 - 6 ³	4,6	1994 ³	4 - 6	5,7

¹ : de décembre 1974 à décembre 1975

² : d'une année sur l'autre

³ : du quatrième trimestre au quatrième trimestre.

Source : Bundesbank.

Un modèle empirique de la fonction de réaction de la Bundesbank

Sur longue période (1981-1994), une approche économétrique robuste ne retient comme variables explicatives du taux d'intérêt au jour le jour que le chômage et l'inflation. La stabilité à long terme de la valeur de la monnaie passe donc bien par une intervention de la Bundesbank dans l'arbitrage entre chômage et inflation.

Le taux d'intérêt en Allemagne peut être expliqué en grande partie par les taux d'inflation et de chômage. Ces deux variables, qui représentent l'arbitrage que fait la banque centrale allemande, forment la base des nos relations économétriques. On peut y ajouter deux autres variables explicatives pour arriver à la relation suivante :

$$r_t = 2.54 + 0.6 r_{t-1} + 0.19 \pi_t - 0.68 \text{ch}\hat{o}_t + 0.05 \text{tc}_t + 0.69 \text{dm}_t \quad (1)$$

(1.24) (10.2) (2.78) (-7.21) (2.8) (2.46)

$$\bar{R}^2 = 0.977 ; \text{SEE} = 0.35 ; \text{DW} = 1.34$$

trimestriel ; période d'estimation : 1981:1 - 1994:1

où r est le taux d'intérêt au jour le jour, π est le taux d'inflation, $\text{ch}\hat{o}$ est le taux de chômage, tc est le taux d'utilisation des capacités et dm représente le logarithme du taux de change du DM par rapport au dollar. Le taux d'utilisation des capacités est considéré comme un indicateur des tensions inflationnistes et le taux de change représente l'inflation importée. On peut voir comment cette relation retrace le taux d'intérêt au jour le jour dans le graphique 1. Il faut toutefois souligner la fragilité de ces deux dernières variables. Le taux de change, par exemple, ne joue que pendant les périodes des mouvements du dollar. Il semble que la Bundesbank tient compte de l'ensemble de la situation économique à chaque instant donné, et peut attacher plus ou moins d'importance à certaines variables selon l'ordre du jour. Par ailleurs, on note l'autocorrélation des résidus. On essaie maintenant de tenir compte de la non-stationarité des variables.

Modèle à correction d'erreur

Le taux d'intérêt n'a pas de trend déterministe. Mais, en utilisant le test de Dickey-Fuller, on constate que la série est non-stationnaire en variance et que sa différence première est stationnaire, $r_t \sim I(1)$, mais $\Delta r_t \sim I(0)$.

En ce qui concerne les variables explicatives, on teste qu'elles sont non-stationnaires, mais que leur différence première est stationnaire.

On retient la relation de long terme suivante :

$$r = 13.7 + 0.6 \pi_t - 1.22 \text{ch}\hat{o} \quad (2)$$

(15.88) (9.56) (-11.87)

$$R^2 = 0.927 ; \text{SEE} = 0.62 ; \text{DW} = 0.58$$

trimestriel ; période d'estimation : 1981:1 - 1994:1 ; variables en pourcentage annuel

où le taux d'intérêt au jour le jour, r , est expliqué à long terme par le taux d'inflation, π , et le taux de chômage, $\text{ch}\hat{o}$. On vérifie que les résidus de cette relation sont bien stationnaires et donc il y a bien une relation de cointégration entre le taux d'intérêt, le taux d'inflation et le taux de

chômage. En effet, en appelant les résidus de la relation à long terme z , on obtient :

$$\Delta z_t = -0.37 z_{t-1} \text{ (valeur critique} = -3.45) \\ (-3.9)$$

Nous retenons alors le modèle à correction d'erreur suivant :

$$\begin{aligned} \Delta r_t = & 0.04 - 0.57 (r_{t-1} - 0.6 \pi_{t-1} + 1.22 \text{ch}\hat{o}_{t-1}) + 0.23 \Delta \pi_t - 1.14 \Delta \text{ch}\hat{o}_t \\ & (0.64) \quad (-4.9) \qquad \qquad \qquad (2.13) \qquad \qquad (-4.99) \\ & - 0.65 d_t + e_t \\ & (-2.17) \end{aligned} \tag{3}$$

où e_t suit un processus MA(1) : $e_t = u_t + 0.38 u_{t-1}$
(2.25)

et d_t est une variable muette valant 1 entre 1987:4 et 1988:1 et 0 ailleurs.

$$R^2 = 0.643 ; \text{SEE} = 0.347 ; \text{DW} = 1.82$$

trimestriel ; période d'estimation : 1981 : 2 – 1994 : 1

La variable d est une variable muette qui représente l'injection de liquidité suite au krach boursier en 1987. L'estimation a été faite en deux étapes. Les coefficients sont significativement différents de zéro. L'inflation et le chômage jouent aussi bien en dynamique de court terme qu'à long terme. L'inflation joue un rôle plus important à long terme qu'à court terme (0.6 contre 0.23), mais le chômage a un effet pratiquement équivalent (1.22 contre 1.14). Quant à l'arbitrage inflation-chômage, dans la relation à long terme, on trouve que la Bundesbank est indifférente entre un point de chômage et deux points d'inflation, $\pi = (1.22/0.6) \text{ch}\hat{o}$. A court terme, le chômage l'emporte sur l'inflation. Cela révèle bien l'idée que l'inflation reste toujours importante à long terme, mais qu'à plus court terme, la Bundesbank est prête à intervenir sur l'économie réelle.

L'intérêt du modèle à correction d'erreur est de permettre un arbitrage inflation-chômage différent à court terme et à long terme. En effet, dans la première relation, l'arbitrage est indépendant de l'horizon et vaut 3.6.

Les résultats des tests de spécification sont donnés dans le tableau 2.

Les tests de spécification nous conduisent à accepter la normalité des résidus, la linéarité, l'homoscédasticité et l'absence d'autocorrélation des résidus. Quant à la stabilité temporelle, on teste si la réunification a conduit à une rupture dans les comportements. Les tests de Goldfeld-Quandt, de Chow et les tests des résidus récursifs, CUSUM et CUSUMSQ, nous laissent penser que la relation est stable.

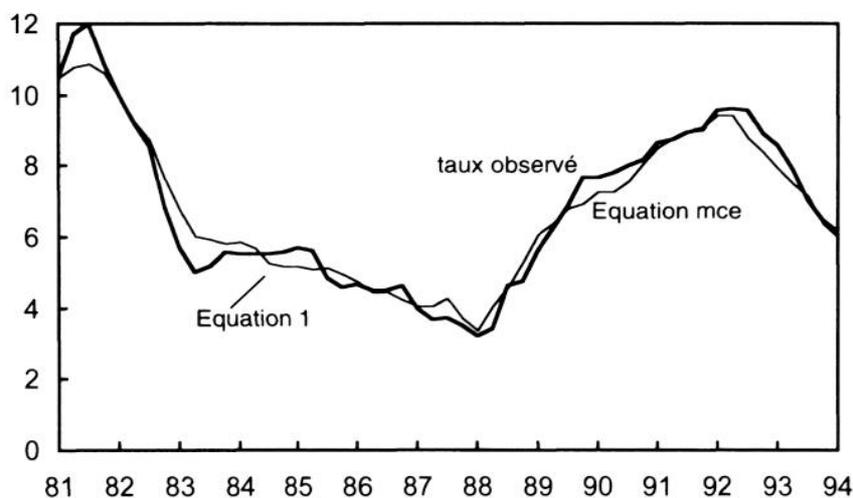
2. Tests de spécification

Test	valeur de la statistique servant au test	Valeur critique (seuil 5 %)
Autocorrélation (d'ordre 1)	0.17	$\chi^2(1) = 3.84$
Autocorrélation (d'ordre 2)	2.27	$\chi^2(2) = 5.99$
Normalité (test de Bera-Jarque)	0.40	$\chi^2(2) = 5.99$ B - J* = 4.26
Hétéroscédasticité (test de White)	5.43	$\chi^2(2) = 5.99$
ARCH	0.73	$\chi^2(1) = 3.84$
Linéarité	1.38	$\chi^2(1) = 3.84$
Goldfeld-Quant	2.57	F(31,10) = 2.70
Chow	0.33	F(6,41) = 2.33
CUSUM CUSUMSQ	Voir graphique 2 Voir graphique 3	

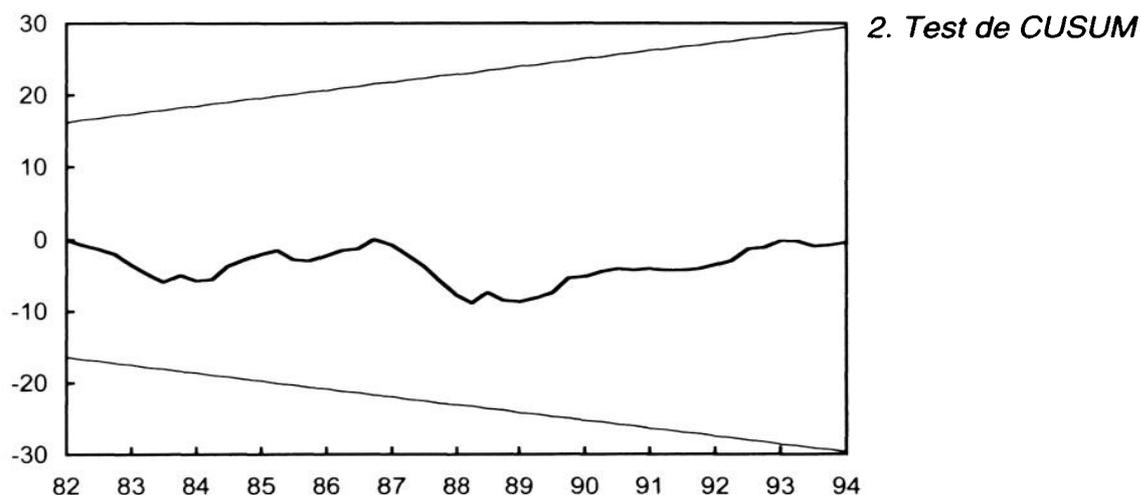
* table de Bera-Jarque (compte-tenu de la petite taille de l'échantillon).

On peut voir sur le graphique 1 que cette relation retrace le taux au jour le jour aussi bien que la relation précédente (elles ont le même SEE). Il n'a pas été possible d'inclure d'autres variables dans le modèle à correction d'erreur, notamment, le taux d'utilisation des capacités et le taux de change. Ces variables ne sont significatives ni à long terme ni à court terme. Alors que le modèle à correction d'erreur a le mérite d'être rigoureux et parcimonieux, la première relation, qui contient plus de variables explicatives, nous semble plus riche en information.

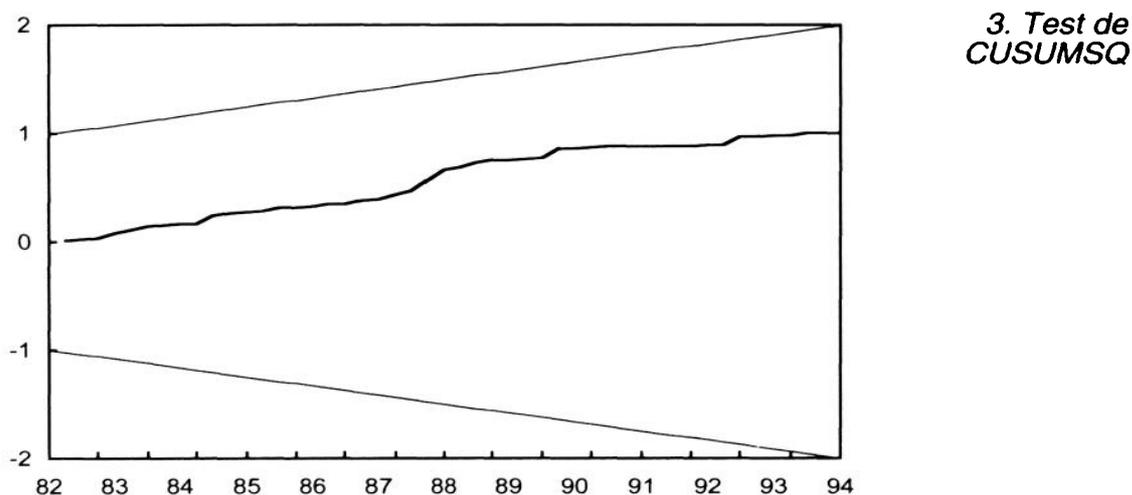
1. Taux d'intérêt au jour le jour observation et simulations dynamiques



Source : calculs OFCE.



Source : calculs OFCE.

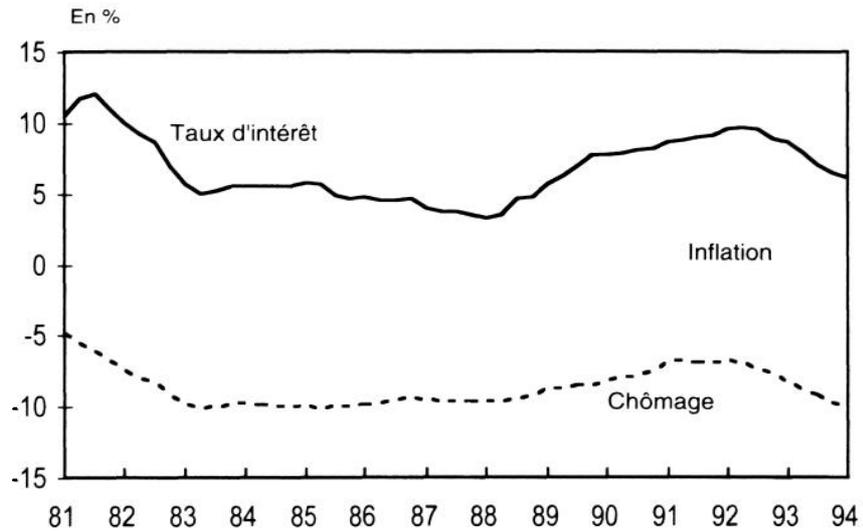


Source : calculs OFCE.

Analyse chronologique de la politique monétaire

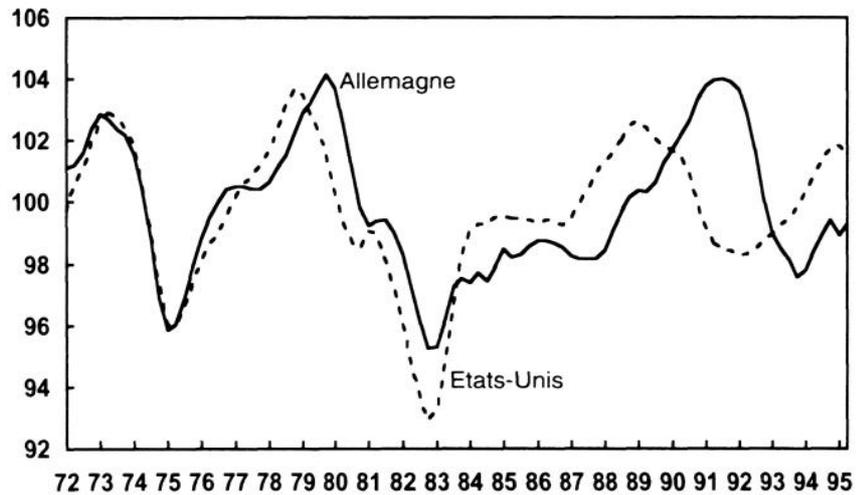
La mise en parallèle des contributions respectives de l'inflation et du chômage à la fonction de réaction de la Bundesbank et de l'indicateur cyclique donné par le rapport du PIB réel à son niveau potentiel permet de décomposer l'intervention de la Bundesbank dans l'arbitrage inflation-chômage (cf. graphiques 1, 4, 5, 6, 7 et 8). Elle permet ainsi de résumer les moments clés de la politique monétaire ; les commentaires plus spécifiques sur l'arbitrage qui suivent s'y réfèrent.

4. Contributions de l'inflation et du chômage à la formation du taux d'intérêt au jour le jour



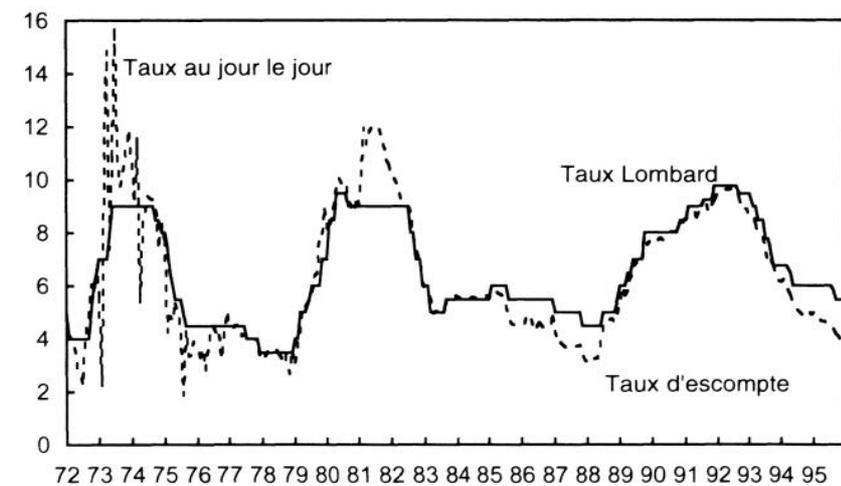
Source : Calculs OFCE.

5. Rapport du PIB réel à son niveau potentiel en Allemagne et aux Etats-Unis

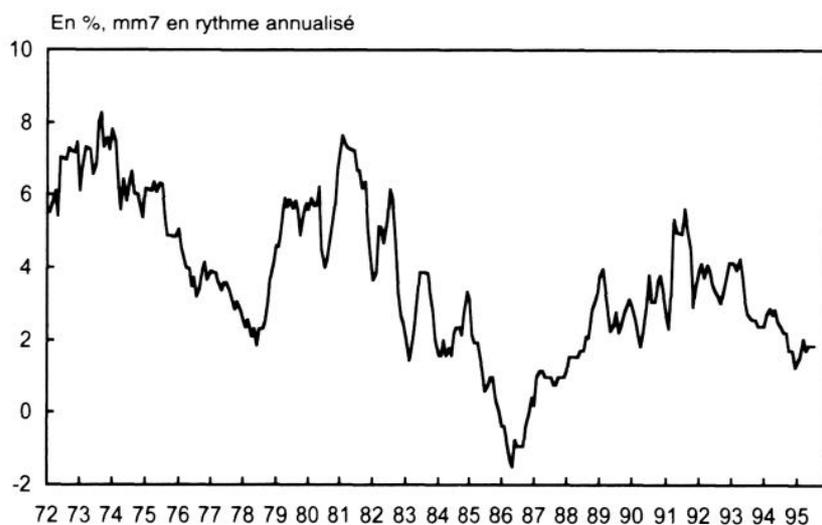


Sources : OCDE, Bundesbank, calculs OFCE.

6. Taux d'intérêts directs et taux au jour le jour en Allemagne

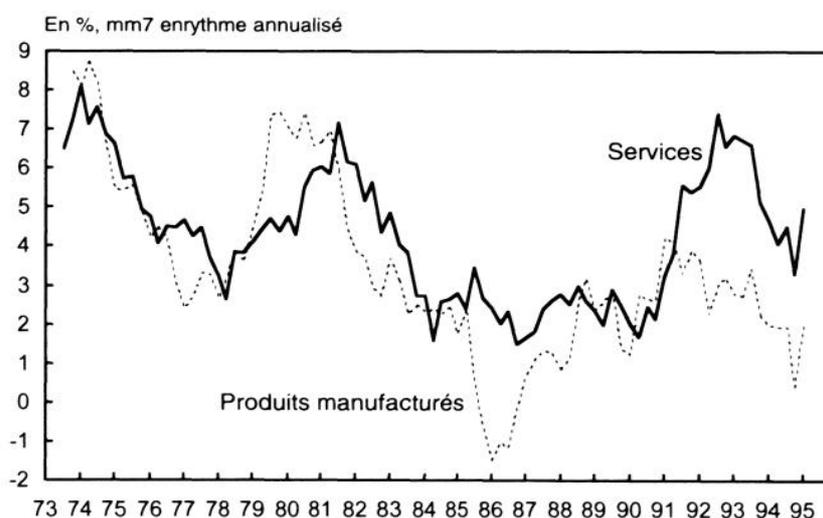


Source : Bundesbank.



7. Variation mensuelle de l'indice des prix à la consommation

Sources : Bundesbank, calculs OFCE.



8. Variation trimestrielle de l'indice des prix à la consommation

Sources : OCDE, calculs OFCE.

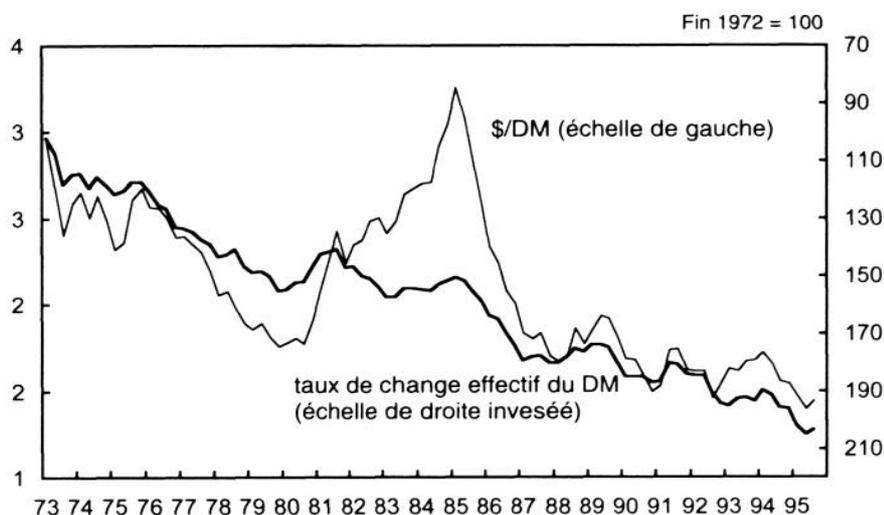
1980-1987 : Gestion de la politique monétaire sous contrainte d'appréciation, puis de dépréciation cumulative du dollar

De 1980 à 1985, l'appréciation du dollar résultant du policy-mix américain exerce une contrainte forte de taux d'intérêt sur l'Allemagne (cf. graphiques 9, 10, 11 et 12). Si le changement de régime des taux longs (réels) n'est sensible qu'en 1983, le niveau des taux courts est tiré vers le haut dès la mi-1980.

De la mi-1980 à la mi-1981, l'Allemagne peut d'autant moins s'autoriser un écart de taux important avec les Etats-Unis que la dépréciation du DM (aussi bien vis-à-vis du dollar qu'en termes effectifs en 1980) alimente la

hausse des prix importés et attise l'inflation, alors même que l'activité marque nettement le pas dès le second trimestre 1980. Le net durcissement des conditions monétaires opéré début 1981²⁰ répond aux risques de détérioration cumulative de la balance des paiements courants qu'engendrerait une défiance accrue vis-à-vis du DM²¹, dans un contexte de déficit des paiements courants et d'indexation intérieure sur les prix importés. La persistance des tensions inflationnistes est en fait résolue par l'importation de la politique monétaire américaine. La très forte hausse des taux courts autorisée début 1981 accentue la chute de l'activité et permet de casser les anticipations inflationnistes. Son action sur les taux de change est moins efficace. Si elle semble freiner temporairement la hausse du dollar et contribuer à renforcer le DM au sein du SME (qui connaît deux réalignements en mars et en octobre 1981), les mouvements de change résultent surtout des fluctuations des taux courts américains.

9. Taux de change du deutsche mark



Note : Le taux de change effectif publié par la Bundesbank est la moyenne géométrique des taux de change bilatéraux (18 pays industrialisés) pondérés par le poids des échanges.

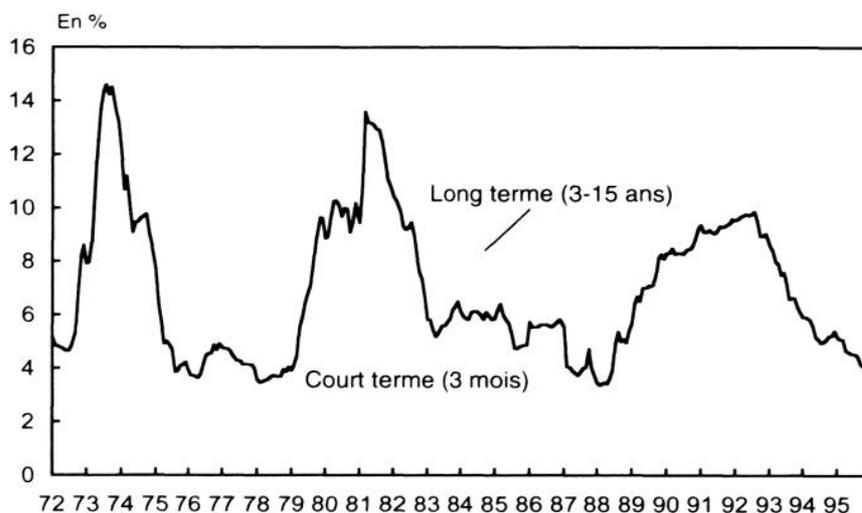
Source : Bundesbank.

Le retournement de la politique monétaire opéré en octobre 1981 prend acte de la baisse des anticipations inflationnistes et les deux équations économétriques situent bien le **moment du retournement** de la politique monétaire en 1981 (cf. graphique 1). De fait, si la Bundesbank profite bien d'un moment de répit de la part de la Fed pour enclencher son processus de baisse des taux directeurs²², le ralentissement de l'inflation accuse aussi nettement celui de l'activité : les négociations salariales du

²⁰ La Bundesbank suspend la procédure normale du Lombard et laisse grimper les taux au jour le jour à 12% en quelques semaines.

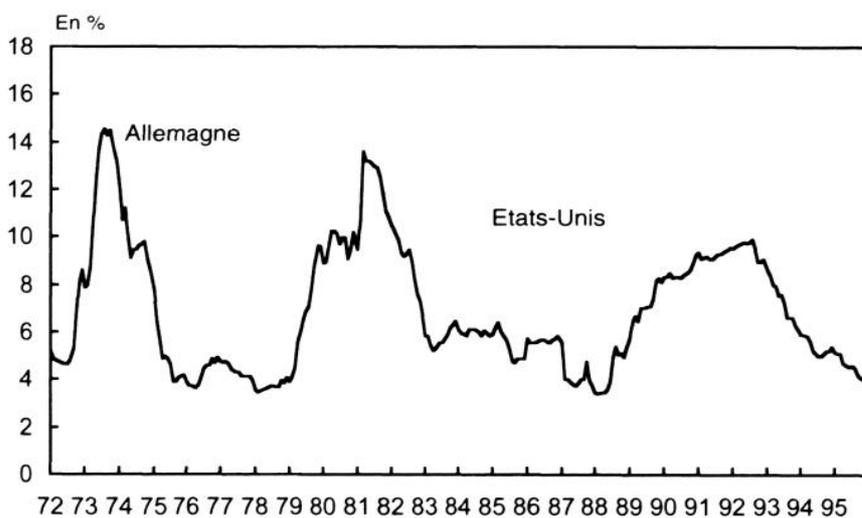
²¹ En 1980, la Bundesbank a surtout réagi en intervenant massivement sur les marchés des changes. En 1981, elle poursuit au même rythme ses interventions mais la hausse des taux d'intérêt permet de donner en mars un moment de répit au DM vis-à-vis du dollar, au moment où les taux courts américains se détendent.

²² Le retournement du dollar est très marqué en septembre et octobre et joue sans doute positivement sur les anticipations de change vis-à-vis du DM.

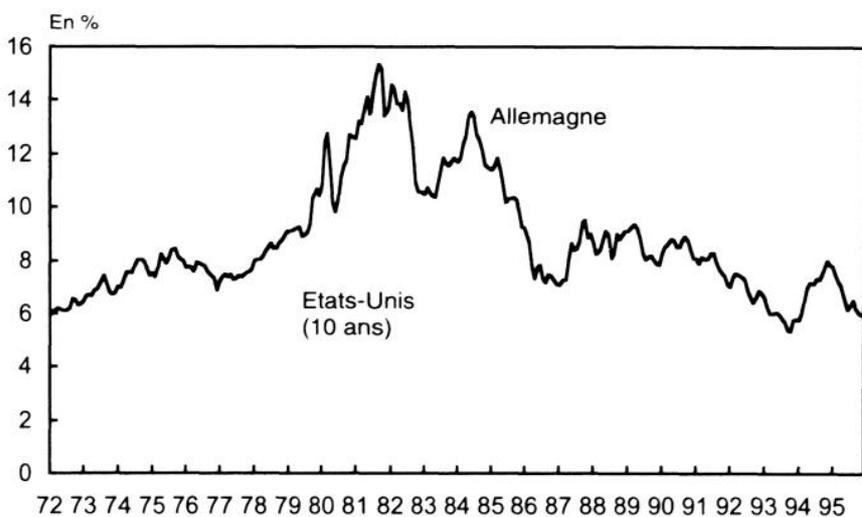


10. Taux d'intérêt nominaux en Allemagne

Source : OCDE.

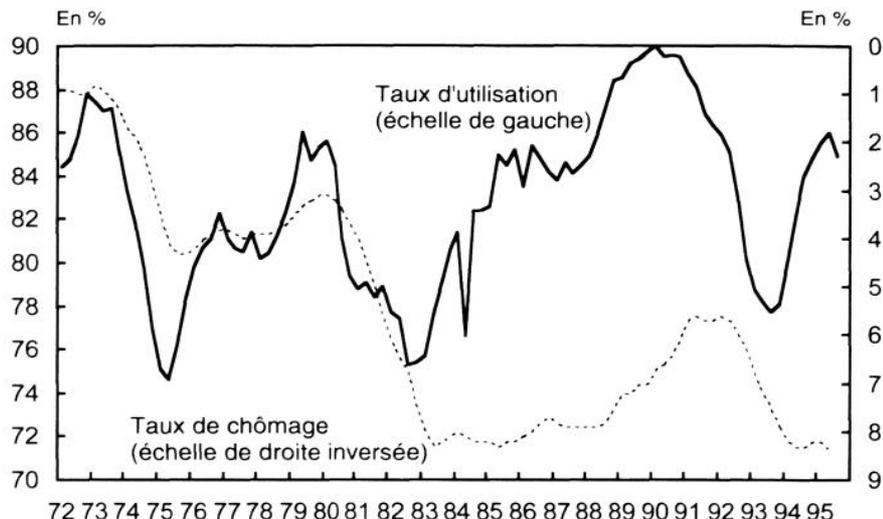


11. Taux d'intérêt nominaux à court terme en Allemagne et aux Etats-Unis



12. Taux d'intérêt nominaux à long terme en Allemagne et aux Etats-Unis

13. Taux d'utilisation des capacités de production (dans l'industrie manufacturière) et taux de chômage en Allemagne de l'Ouest



Sources : Bundesbank, IFO.

printemps 1981 se ressentent de la progression du chômage (graphique 13) et sont en net recul par rapport à celles des années précédentes, ce qui autorise un ralentissement de la progression des coûts unitaires au cours du troisième trimestre 1981. Ce sont ces évolutions, consécutives au ralentissement de l'activité²³, bien plus que l'effet positif exercé sur l'évolution des prix à l'importation de l'arrêt de la baisse du DM, qu'enregistre la baisse des taux directeurs.

Si le niveau des taux d'intérêt a été tiré vers le haut par le retournement de la politique monétaire américaine (l'estimation économétrique qui inclut le taux de change du DM vis-à-vis du dollar donne ainsi un niveau de taux d'intérêts plus élevé et proche de la réalisation en 1981 (graphique 1), leur évolution enregistre bien l'intervention dans l'arbitrage inflation-chômage de la Bundesbank. La période 1979-1982 est qualifiée par D. Marsch²⁴ de « guerre d'usure » entre le gouvernement et les autorités monétaires. De ce point de vue, la Bundesbank obtient gain de cause : loin de la locomotive de 1978, le gouvernement Schmidt adopte un programme d'économies budgétaires à l'automne 1981, ce qui ne l'empêchera pas d'être renversé par la coalition CDU-CSU à l'automne 1982.

1983-1984 : déconnecter le niveau des taux de celui des Etats-Unis

La gestion monétaire de la Bundesbank en 1983 et 1984 est globalement caractérisée par la tentative de déconnecter au possible le niveau des taux allemands de celui des Etats-Unis, tirés vers le haut par l'orientation de la politique monétaire et l'impact du besoin de financement public américain, qui se fait sentir à partir de 1983.

²³ Qui autorise notamment une réduction du déficit des paiements courants.

²⁴ David Marsch (1992).

Plutôt que d'avoir pour objet de limiter les risques d'inflation importée, l'objectif de change a visé à alléger la contrainte de taux qui s'est imposée à l'Allemagne et a pesé sur le rythme de la reprise qui, après avoir été vigoureuse dans les premiers mois, a marqué assez rapidement le pas. Les risques inflationnistes sont en effet d'autant plus modérés que le processus de désinflation engagé en 1981 s'est poursuivi jusqu'en 1984²⁵, et que le niveau de l'activité est contraint.

En 1983, le desserrement de la politique monétaire prend fin au moment où la reprise peut être considérée comme acquise : la Bundesbank cesse en effet d'intervenir positivement dans l'arbitrage inflation-chômage à la fin du premier trimestre 1983, soit un trimestre après le point bas du cycle d'activité²⁶. C'est donc la modification du marché du travail plus que celle de l'inflation qui explique le changement de cap de la politique monétaire (cf. graphique 1).

En revanche, l'adoption d'une attitude de neutralité après l'enclenchement de la reprise²⁷, qui est une constante de la fonction de réaction de la Bundesbank, constitue un effet de signal qui ne tient par exemple pas compte de la poursuite de la désinflation. La contrainte de taux qui s'exerce sur l'Allemagne se traduit notamment par le maintien à un niveau élevé du taux de chômage²⁸, et pourrait justifier un niveau plus bas des taux d'intérêt²⁹. La Bundesbank, elle, gère cette contrainte de taux. Le taux de change du DM vis-à-vis du dollar est resté relativement stable sur les premiers mois de l'année 1983³⁰. Mais les sorties de capitaux qui succèdent au réaligement au sein du SME, jointes aux tensions sur les marchés de capitaux qui se font nettement sentir à partir de juin au niveau mondial³¹, et au retournement à la hausse des anticipations relatives aux taux monétaires américains, tendent à affaiblir nettement le DM vis-à-vis du dollar de juin à août et à tendre les taux d'intérêt³².

Le relèvement du taux Lombard par la Bundesbank en septembre 1983 permet de mettre un terme au mouvement de relèvement du niveau des taux en Allemagne, mais il est aussi largement aidé par la pause observée par les taux longs américains à la fin de l'année. En 1984, la déconnexion des taux allemands par rapport aux taux américains est obtenue au prix d'une très forte dépréciation du DM vis-à-vis du dollar³³.

²⁵ Avec un retard sur le cycle d'activité. Le rythme de progression des prix à la consommation atteint son noyau dur en 1984.

²⁶ Mesuré par le rapport du PIB réel à son niveau potentiel.

²⁷ La Bundesbank laisse inchangés ses taux directeurs jusqu'au début 1985.

²⁸ Qui tend à remonter du deuxième trimestre 1984 à la mi-1985.

²⁹ Comme sembleraient l'indiquer les estimations économétriques.

³⁰ Le dollar a même connu un accès de faiblesse en mars, qui s'est soldé par une crise spéculative au sein du SME.

³¹ Liées à la crise de l'endettement des pays d'Amérique Latine.

³² Le moment du retournement des taux à trois mois et des taux longs date de mai 1983.

³³ Le montant des interventions nettes de la Bundesbank en 1983 sur le marché du dollar est supérieur en valeur absolue à celui des interventions réalisées respectivement en 1980 et 1981.

La Bundesbank a justifié sa décision de relèvement des taux de 1983 par la trop forte croissance des agrégats monétaires. De fait, l'objectif de croissance n'a été respecté qu'in extremis, la forte croissance de l'ensemble de l'année 1983 étant imputable à la vigueur du crédit privé, en liaison avec celle de la reprise. Si le moment de la hausse des taux semble avoir été dicté par des facteurs internationaux, le sens du mouvement était donc justifié sur plusieurs fronts.

1985-1987 : Les effets de la chute du dollar sur la politique monétaire allemande

Le retournement de la politique monétaire américaine à l'automne 1984 fait disparaître la contrainte de taux en provenance des Etats-Unis. Doublée en 1986 du contre-choc pétrolier, la chute du dollar crée un contexte fortement désinflationniste propice à un assouplissement de la politique monétaire, qui facilite l'arbitrage en faveur de l'activité à partir de la mi-1985. Le revirement de la politique monétaire américaine et des anticipations relatives au dollar facilite ainsi dans un premier temps la gestion monétaire en Allemagne (en 1985), avant de la compliquer à partir de 1986-1987, via les mouvements de capitaux, par son effet sur la compétitivité de l'industrie allemande.

La force du deutsche mark amplifie en effet dans un premier temps l'impact du contre-choc pétrolier sur les revenus réels et la désinflation de 1986 encourage la croissance. Pour la première fois depuis 1983, le taux de chômage accuse une baisse notable dans le courant de l'année. L'amélioration des conditions de l'arbitrage interne (la désinflation importée masque par exemple le fait que, sous l'effet de la reprise de l'activité, les coûts unitaires se réorientent notablement à la hausse en 1986) pourrait conduire à un statu quo sur le front des taux d'intérêt. L'ampleur de la désinflation est cependant telle qu'elle compense l'effet de la croissance sur le taux de chômage et pourrait tirer les taux d'intérêt vers le bas (cf. graphique 4). Si la Bundesbank observe bien ce statu quo, c'est sans doute parce que la baisse cumulative du dollar commence à compliquer sa gestion monétaire. En alimentant les anticipations de change, celle-ci provoque en effet à partir de la mi-1986 de fortes entrées de capitaux, qui viennent gonfler les agrégats monétaires³⁴, qui se substituent en quelque sorte à la baisse des taux directeurs.

Début 1987, les données du problème ont changé. Le dernier accès de faiblesse du dollar a provoqué une crise spéculative au sein du SME³⁵ et le choc de change imposé à l'Allemagne semble avoir détérioré

³⁴ Les fortes entrées de capitaux observées en Allemagne de la mi-1986 à la mi-1987 sont à l'origine du dépassement des objectifs de croissance monétaire. En 1986, ce sont essentiellement les banques commerciales qui « monétisent » l'excédent des paiements courants (ce qui signifie que la liquidité bancaire n'est pas affectée), alors que les interventions au sein du SME conduisent la Bundesbank à prendre ce rôle début 1987. Le fort ralentissement des créances sur l'économie observé durant la période de fortes entrées de capitaux illustre la substitution qui peut s'opérer entre ces deux contreparties de la masse monétaire.

³⁵ En janvier 1987.

sensiblement sa compétitivité : les perspectives de croissance sont revues à la baisse et l'activité marque le pas début 1987. La baisse des taux directeurs de janvier 1987 est, selon les termes de la Bundesbank, destinée à calmer les anticipations de change. Certes, mais l'objectif de change qui s'impose à la banque centrale semblerait d'abord destiné à limiter l'impact négatif de l'appréciation du DM sur les exportations et, partant, la croissance.

Sur le plan monétaire, cette baisse apparaît comme un pis-aller : si elle permet de freiner les entrées de capitaux, elle contribue à alimenter la création monétaire interne et prépare la tentative de relèvement des taux de l'été 1987. D'une certaine manière, la Bundesbank, contrainte par de fortes entrées de capitaux et un impact réel négatif de l'appréciation du DM, a donné dans un premier temps la priorité à la stabilisation du taux de change, quitte à réagir à la première occasion. Mais l'important est bien que cet objectif de change n'ait pas été dicté uniquement par l'évolution des agrégats monétaires.

La tentative de resserrement répond en revanche sans doute plus, à la mi-1987, au souci des conséquences possibles des dépassements monétaires. De fait, il s'agit sans doute à ce moment là pour la Bundesbank de réagir, alors que l'activité s'est stabilisée au second trimestre 1987, aux risques qu'elle peut percevoir dans les effets de sa récente baisse des taux d'intérêt, mais aussi au contenu informatif (en termes d'anticipations inflationnistes) qu'elle peut donner à la remontée des taux longs à partir de juin 1987, dans la foulée des taux américains. Dans le contexte de bulle spéculative qui prévalait en 1987, cette tentative a été contre-productive. La baisse des taux directeurs de novembre et décembre a été imposée à la Bundesbank et les fortes entrées de capitaux de la fin de l'année sont venues de nouveau alimenter la croissance monétaire. Le caractère spécifique de la baisse des taux directeurs en Allemagne à la fin 1987 apparaît bien dans les calculs de contributions (graphique 4) : la détente monétaire laisse de fait l'inflation s'exprimer.

1988-1989 : un resserrement préventif « subi »

Le retournement de la politique monétaire opéré en 1988 est au premier abord classique : la vive reprise de l'activité s'accompagne d'un contexte inflationniste moins favorable à partir de la mi-1988 et déclenche une réaction de nature préventive de la part de la Bundesbank³⁶.

Mais en même temps, la Bundesbank est à même de considérer que l'accélération de la croissance mondiale permise par l'accommodation des politiques monétaires à la suite du krach et qui tire la croissance allemande, comporte des risques à moyen terme, puisqu'elle est basée

³⁶ L'équation (1) date ainsi l'inflexion de la politique monétaire du troisième trimestre 1988, sous l'effet de la baisse du taux de chômage et de l'augmentation du rythme de progression des prix, continue depuis début 1987, mais qui atteint 2% (en tendance sur trois mois en rythme annualisé) en juin 1988 (c'est-à-dire la norme d'inflation fixée par la Bundesbank dans ses objectifs).

sur un assouplissement discrétionnaire des politiques monétaires et donc une abondance de liquidités. Elle peut être d'autant plus incitée à la prudence que l'année 1987 a pris les allures de 1978, et que l'accélération de la croissance en 1979, après que l'Allemagne ait accepté de jouer les locomotives, avait conduit rapidement à une surchauffe de l'économie, sur laquelle s'était greffé le second choc pétrolier.

L'Allemagne bénéficie cependant d'un contexte inflationniste différent en 1988. Les accords salariaux modérés de 1987, conclus pour une période de trois ans, ont entériné la désinflation de la première moitié des années quatre-vingt dans un contexte de faible croissance. Ils ont créé un environnement stable pour les entreprises, qui en ont tiré par la suite pleinement bénéfique en termes de coûts unitaires (une fois que l'accélération de la production s'est traduite en gains de productivité dans le courant de 1988³⁷). Mais en même temps, le regain d'investissement enclenché en 1987 est loin de combler la faible accumulation de la première moitié des années quatre-vingt et la vigueur de l'activité en 1988 sollicite fortement les capacités physiques de production. Faiblement contraintes par leur coûts, les entreprises pourraient être tentées de profiter d'une demande forte pour accroître encore leurs marges, et le seraient encore plus en cas de faiblesse du DM.

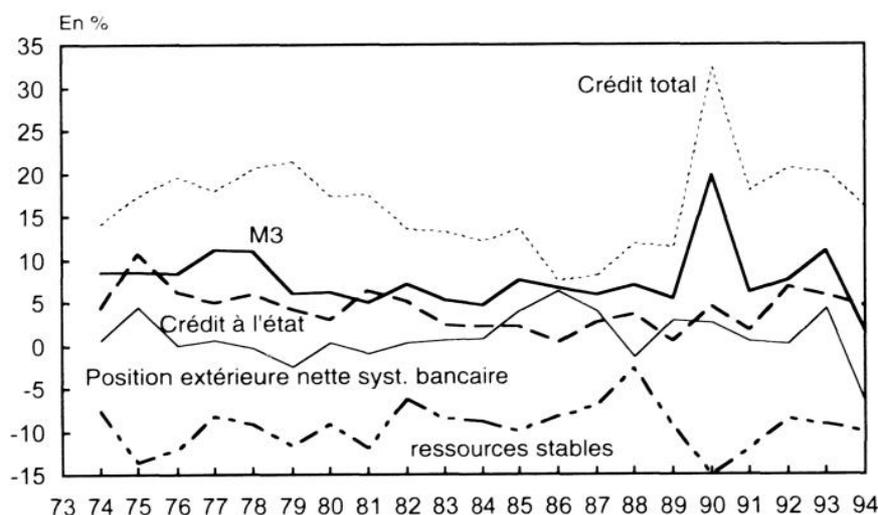
Or justement, le DM baisse fortement vis-à-vis du dollar en mai et juin 1988, sous l'effet du resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis, où l'économie est entrée en phase de blocage. Auparavant, la remontée des taux courts américains avait entraîné dans son sillage les taux de marché allemands à partir du mois d'avril. La dépréciation du DM en termes effectifs (la monnaie allemande est également faible au sein du SME en 1988) est renforcée par les importantes sorties de capitaux qui se produisent en réponse à l'annonce, à l'automne 1987, de l'introduction d'un prélèvement à la source sur les revenus des intérêts à compter du début 1989. Le déficit de la balance des capitaux non monétaires est tel qu'il dépasse l'excédent des paiements courants, de sorte que la position extérieure du système bancaire diminue en 1988.

La réaction de la Bundesbank vise donc à éviter que l'Allemagne ne subisse, en plus des conséquences en termes de croissance monétaire de la défiance vis-à-vis du dollar de 1987, les effets inflationnistes d'une perte de confiance dans le deutsche mark en 1988 (alors que la vigueur de la croissance mondiale tend à accélérer le rythme de croissance des prix des matières premières (hors énergie) courant 1988), générée par un retournement de la politique monétaire américaine. Le resserrement des conditions monétaires répond donc à la fois à un objectif de court terme (réagir à la baisse du DM) et aux préoccupations liées à l'accélération de la croissance. Ces deux soucis expliquent que le relèvement des taux soit concomitant en 1988 et 1989 avec les phases de dépréciation du DM vis-à-vis du dollar et que le relèvement des taux constitue un retournement durable de la politique monétaire (les taux d'intérêt sont relevés de plus

³⁷ La nette amélioration du taux de marge observée de 1988 à 1990 a bénéficié des négociations de 1987, les entreprises tirant alors pleinement bénéfique de l'accélération de la croissance.

d'un point entre mai et août 1988). En même temps, cela conduit d'une certaine manière la Bundesbank à importer le resserrement de la politique monétaire américaine.

La progression de M3 supérieure à la fourchette objectif tout le long de 1988 a renforcé la détermination de la Bundesbank, tout en jouant sans doute un rôle mineur. En effet, l'évolution des agrégats monétaires a plus été déterminée en 1988 par des mouvements de portefeuille (cf. graphique 14) que par une véritable accélération de l'offre de monnaie. L'accélération de la progression des créances à l'économie depuis la fin 1987 n'est pas excessive, dans la mesure où elle reflète également les mouvements de substitution entre contreparties de la masse monétaire. Le gonflement des agrégats monétaires est en fait pour partie imputable au fort ralentissement de la progression de l'épargne longue auprès des banques sous l'effet de l'annonce de l'introduction de la retenue à la source, qui n'aurait pas été totalement compensé par les sorties de capitaux.



14. Contributions à la croissance de M3 (en fin d'année)

Sources : Bundesbank, calculs OFCE.

1990-1993 : La gestion monétaire sous contrainte de réunification

Alors que jusqu'à la fin 1989 la chronique du resserrement des conditions monétaires suit finalement un schéma normal, les bouleversements impliqués par la perspective, puis la mise en œuvre de l'union des deux Allemagnes, modifient notablement le contexte de la politique monétaire. De fait, au début 1990, la Bundesbank doit considérer que son objectif de stabilité de long terme est remis en cause par les autres acteurs sociaux.

Après deux ans et demi d'une croissance vigoureuse et dans la perspective d'une prochaine union économique avec la RDA (annoncée par le gouvernement en février 1990), la modération salariale n'est plus de rigueur : conclues dans un contexte de faible croissance, les négociations triennales de 1987 ont finalement autorisé un net redressement du taux de marge des entreprises.

La Bundesbank n'approuve pas, par ailleurs, les termes auxquels l'union monétaire entre en vigueur au premier juillet. En plus des incertitudes liées aux conséquences, en termes de pouvoir d'achat immédiat, de la conversion des avoirs monétaires à un taux de change jugé trop favorable à l'est³⁸, la réunification impose une vigilance accrue à la Bundesbank. La décision éminemment politique en faveur de l'alignement du pouvoir d'achat de l'est sur le niveau de l'ouest, sans dégagement de ressource d'épargne à l'Ouest³⁹, équivaut à engendrer un excès de demande. Pour la Bundesbank, il s'agit à tout prix d'éviter que celui-ci ne se traduise en tensions inflationnistes, et donc de se tenir prête à réagir aux premiers signes de partage conflictuel de la valeur ajoutée, tout en rejetant autant que possible l'excès de demande sur l'extérieur, au moyen notamment d'une appréciation réelle du DM. L'objectif d'appréciation doit être double : vis-à-vis des partenaires européens, les mieux à même de suppléer à l'offre nationale et vis-à-vis du dollar, afin d'assurer un financement autonome (sous forme d'entrées de capitaux) de l'excès de demande. Cette formulation de la réaction de la Bundesbank, différente de la version officielle, découle naturellement de son rôle de gardienne de la stabilité de la valeur de la monnaie.

Pour l'heure, en 1990, le partage de la valeur ajoutée est loin d'être conflictuel. L'Allemagne bénéficie d'une bonne réponse de son appareil productif⁴⁰, qui se réoriente en direction du marché national. La formation des équilibres est également facilitée par le dégagement important d'épargne de la part des ménages ouest-allemands, qui connaissent une forte progression de leurs revenus, ainsi que par l'effet de l'augmentation des bénéfices sur la limitation du besoin de financement des entreprises. Mais l'atténuation de tensions sur l'offre est avant tout aidée par l'augmentation du taux de pénétration du marché allemand.

Ces différents éléments ont contribué à limiter les tensions inflationnistes en 1990 et le PIB réel ne passe au dessus de son niveau potentiel qu'au cours du troisième trimestre. De fait, l'Allemagne n'est pas encore en phase de blocage de l'activité, mais s'y achemine rapidement⁴¹. En temps normal, la Bundesbank aurait sans doute réagi par un relèvement préventif du niveau des taux directeurs, comme le laissent penser la dégradation des conditions de l'arbitrage inflation-chômage. Mais la Bundesbank a dû composer à ce moment là avec des marchés financiers déstabilisés par les bouleversements politiques que connaît l'Allemagne à partir de l'été 1989 et auxquels est sans doute destiné le relèvement marqué (un point de hausse) des taux directeurs en octobre 1989. Le mutisme observé en 1990 par la Bundesbank (elle laisse

³⁸ L'opposition est alors forte entre la Bundesbank, par la voix de son président, K.O. Pöhl, et le gouvernement (cf. à ce sujet D. Marsch (1992)).

³⁹ Dans l'euphorie des perspectives de redressement de l'économie est-allemande qui prévalait alors.

⁴⁰ En termes de productivité, alors que la reprise de l'investissement, qui s'est accélérée en 1989, commence à se faire sentir sur l'évolution des capacités de production (la croissance du stock de capital (infrastructures) dans le secteur manufacturier passe de 2,7 en 1989 à 3,8% en 1990).

⁴¹ Les coûts unitaires s'orientent à la hausse dans le courant de l'année, quoique de manière encore modérée.

ses taux inchangés jusqu'en novembre 1990) a de fait porté ses fruits : faisant suite à un durcissement net, il a contribué à rassurer les opérateurs sans alimenter les craintes inflationnistes, favorisé par là même à partir du printemps la détente d'un marché obligataire qui avait été fortement perturbé par l'annonce de la réunification et contribué à limiter la perte de confiance dans le DM au sein du SME.

Fin - 1990 mi-1992 : un resserrement monétaire d'abord accepté, puis controversé

La politique monétaire allemande entre fin 1990 dans une phase de durcissement qui se prolonge jusqu'à la mi-1992. Tout d'abord accepté, le resserrement des conditions monétaires a ensuite été controversé. La Bundesbank est cependant restée logique avec elle-même tout le long de cette période : c'est au moment où le partage de la valeur ajoutée se résout en tensions excessives que l'intervention de la banque centrale dans l'arbitrage chômage-inflation est le plus marqué. L'opiniâtreté de la Bundesbank a en quelque sorte constitué une revanche sur 1990, en imposant aux partenaires sociaux un comportement jugé conforme au respect de l'objectif de stabilité à long terme.

Premier temps : le resserrement monétaire est accepté (octobre 1990 - automne 1991)

La Bundesbank est ici pleinement dans son rôle. L'Allemagne est en 1991 en phase de blocage et l'accélération des tensions inflationnistes se fait sentir sur plusieurs fronts. La détérioration des conditions de l'offre est nette, sous l'effet de la progression des rémunérations et du ralentissement des gains de productivité, et se ressent sur l'évolution des prix à la production. Les répercussions des hausses de coûts en aval ont sans doute été d'autant plus aisées que l'appréciation encore très modeste du deutsche mark vis-à-vis des monnaies européennes et le ralentissement encore limité de la demande n'imposent pas d'effort de marge important aux entreprises. La composante interne de l'inflation tend ainsi à accélérer le rythme de progression des prix à la consommation, en sus de l'effet lié au relèvement des impôts indirects, de la mi-1991 à la mi-1992.

Deuxième temps : de l'accueil mitigé réservé au relèvement de décembre 1991 à l'assouplissement de la politique monétaire

Le relèvement d'un demi-point du Lombard en décembre 1991 (accompagné d'une hausse du taux des prises en pension) est mal accepté par les partenaires sociaux et étrangers. En effet, le ralentissement de l'activité est déjà marqué à ce moment là et la désinflation semble enclenchée sur un certain nombre de fronts. Les prix à la production tendent à se stabiliser au cours du premier semestre 1992. Le déflateur de la demande intérieure, sensible à l'ensemble des composantes de la demande (y compris à celles qui sont couvertes par des importations)⁴²

⁴² Indicateur privilégié par la Bundesbank pour les études sur la corrélation entre masse monétaire et prix.

ainsi que le déflateur du PIB (représentatif de l'inflation d'origine interne), connaissent globalement une décélération depuis la mi-1991. La consommation est l'un des derniers stades où la désinflation n'a pas été engagée. Comme le maintien du rythme de croissance des prix à la consommation (près de 4% sur l'ensemble de l'année 1991) est imputable pour l'essentiel « à des facteurs sur lesquels des mesures restrictives monétaires sont sans effet »⁴³ (relèvement de la fiscalité, effet du boom du logement sur le prix des loyers, forte hausse du prix des services privés), l'attitude de la Bundesbank peut paraître injustement sévère. Or, les mêmes raisons qui maintiennent la hausse des prix à un niveau élevé justifient la réaction de la Bundesbank. En effet, les fortes progressions de prix observées dans les secteurs protégés reflètent, au delà des décalages conjoncturels usuels du secteur des services avec le reste de l'économie, les récents dérapages salariaux. De même, le relèvement des tarifs publics représente une solution bien provisoire et insuffisante au problème du financement des transferts à l'est. La Bundesbank est justement opposée tant à un financement par le déficit qu'à une ponction fiscale des revenus, les deux réponses n'étant pas exemptes de risques inflationnistes.

Un assouplissement plus précoce des conditions monétaires de la Bundesbank, au cours du premier semestre 1992, aurait d'une certaine manière accredité le caractère provisoire du financement des transferts, alors qu'il apparaissait déjà clairement que le besoin de financement des Länder orientaux serait durable. En maintenant ses conditions monétaires, la banque centrale a sans doute accentué les pressions récessives en 1992, mais obtenu finalement gain de cause : prises entre l'étau d'un mark désormais sur-évalué et des coûts unitaires en pleine explosion, les entreprises, notamment manufacturières, ont réagi à partir du second semestre 1992 par de forts licenciements qui ont produit leur effet sur les négociations salariales du printemps 1993. De plus, le volet budgétaire du Pacte de Solidarité a avalisé, en mars 1993, la détermination des autorités publiques à réduire leur déficit structurel. Comme par ailleurs la désinflation est enclenchée sur tous les plans à partir du début 1993, c'est effectivement à ce moment là que s'engage véritablement le mouvement de baisse des taux d'intérêt. La baisse d'un point du niveau des taux d'intérêt au jour le jour acquise entre août et octobre 1992 était en effet destinée à calmer les marchés financiers. La forte chute de l'activité au cours du second semestre 1992 aurait pu induire une baisse des taux. Mais la chute de l'activité est pour partie imputable à l'appréciation du DM et a permis à la Bundesbank d'arriver à ses fins. Il est en fait tentant de considérer que la politique monétaire est restée d'autant plus restrictive jusqu'en septembre 1992 qu'elle jouait une fois de plus, comme en 1982, un bras de fer avec le gouvernement. De fait, le pacte de solidarité paraît bien avoir été imposé aux partenaires sociaux par l'ampleur de la récession.

Très perturbée, l'évolution des agrégats monétaires a joué un rôle secondaire dans la détermination de la politique monétaire au cours des trois dernières années, sans être pour autant déconnectée des autres

⁴³ OCDE (1993).

déterminants. Les mouvements liés à l'introduction de la retenue à la source (début 1993 pour les placements en Allemagne) peuvent être considérés comme exceptionnels (le phénomène s'était déjà produit en 1988 et, comme à ce moment là, il est possible que le ralentissement de la formation de ressources stables après des banques ait été en partie compensé par des sorties équivalentes de capitaux en direction du Luxembourg, lorsqu'il s'est produit fin 92). Les perturbations liées à la crise des changes de 1992 ont, elles-aussi, fortement affecté les agrégats monétaires (en les gonflant à l'automne, puis en contribuant au ralentissement de la progression des agrégats monétaires fin 92 et début 93) et ont en ce sens bien réduit le pouvoir interprétatif des évolutions monétaires.

Il n'en reste pas moins que la vigueur de la progression des agrégats en 1992 et 1993 est au bout du compte bien le résultat d'une progression vive du crédit et de la faiblesse de la formation d'épargne longue auprès des banques. Dans ce cas, l'attitude de la Bundesbank n'a pas été si déconnectée de la progression de la masse monétaire. Celle-ci reflétait en quelque sorte le choix du mode de financement de la réunification et l'attribution à l'évolution de la masse monétaire du durcissement de juillet n'est pas contradictoire avec l'analyse faite plus haut sur la prudence de la Bundesbank.

Références bibliographiques

Deutsche Bundesbank, Rapports mensuels.

Deutsche Bundesbank, 1992 : « Le lien entre l'évolution de la masse monétaire et l'évolution des prix en République fédérale d'Allemagne », *Rapport mensuel*, janvier.

ISSING O., 1992 : « Theoretische und empirische Grundlagen der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank », *Auszüge aus Presseartikeln*, Deutsche Bundesbank, septembre.

MARSCH D., 1992 : *The Bundesbank, the bank that rules Europe*, Londres : Heineman.

OCDE, 1993 : *Etudes économiques*, Allemagne, juin.