
Monnaie et finance en Allemagne Fédérale

Virginie COUDERT CEPII

La politique monétaire allemande, symbole de la rigueur anti-inflationniste, s'appuie principalement sur la régulation des taux d'intérêt, comme le fait la nouvelle politique française depuis 1986. Il est donc intéressant d'étudier comment fonctionne en Allemagne cette politique, quels sont ses instruments, ses compléments nécessaires et ses points d'achoppement. L'expérience allemande montre notamment combien il est difficile de maintenir un objectif de masse monétaire en économie ouverte.

Après avoir fait apparaître les spécificités du système financier allemand, notamment au regard de la puissance de ses banques universelles, on examinera la mise en œuvre de la politique monétaire allemande du triple point de vue : de ses objectifs, de ses instruments et de la gestion de la contrainte extérieure. Quelques éléments de comparaison avec le système français pourront alors apparaître.

59

INTERMÉDIATION ET MARCHÉS FINANCIERS

Le système financier allemand est fortement intermédié. Les entreprises puisent environ les trois quarts de leurs ressources externes auprès des intermédiaires financiers. Comme de plus elles dégagent un fort auto-financement, d'un taux généralement supérieur à 80 %, et que le financement sur les euromarchés est fréquent, l'appel aux marchés financiers nationaux est traditionnellement très réduit. De même, les ménages constituent leurs placements à plus de 80 % auprès des intermédiaires financiers : banques ou compagnies d'assurance.

La puissance du secteur financier allemand repose en partie sur cette prépondérance du financement intermédié. L'existence des banques universelles garantit la solidité de l'édifice par la diversification des risques qu'elle permet.

UN SYSTÈME BANCAIRE DOMINÉ PAR LES BANQUES UNIVERSELLES

TROIS CARACTÉRISTIQUES DU SECTEUR BANCAIRE

La caractéristique principale du système bancaire allemand est la *prédominance de la banque universelle*. Il n'y a pas en Allemagne de distinction entre les banques d'affaires et les banques de dépôts ni entre les banques et les maisons de

M O N N A I E

titres. La plupart des banques sont universelles et assurent toute la gamme des services financiers : prêts à court et long termes, collecte des dépôts, opérations sur titres, prises de participation directes dans les entreprises... Les banques universelles représentent 76 % du chiffre d'affaires total des institutions de crédit allemandes (voir tableau 1). A côté d'elles, coexistent un grand nombre de petites banques spécialisées dont la réglementation limite l'activité à un domaine particulier. Ce sont principalement les banques hypothécaires, les institutions de financement de vente à tempérament, les sociétés de placement des capitaux et les caisses d'épargne-construction.

TABLEAU 1 :
STRUCTURE DU SYSTÈME BANCAIRE ALLEMAND
(chiffre d'affaires * en % du total, mars 1986)

	* BANQUES UNIVERSELLES :	
	— Banques commerciales	22,0 %
	(dont trois grandes banques)	(8,4 %)
	— Secteur des caisses d'épargne	37,3 %
	— Coopératives de crédit	16,7 %
	TOTAL DES BANQUES UNIVERSELLES	76,0 %
	* AUTRES BANQUES :	
	— Banques hypothécaires	14,4 %
	(* privées),	(9,1 %)
	(* publiques)	(5,3 %)
	— Banques de financement des ventes à tempérament	1,2 %
	— Caisses d'épargne postales	1,6 %
	— Autres institutions à mission spéciale	6,9 %
Ensemble des banques publiques (49,4 %)		
(pour les 3/4 publiques)		

* Chiffre d'affaires : total du bilan + certaines opérations de type garantie, engagements par signature et traites en circulation.

Source : Bundesbank, *Monatbericht* mai 1986

Le secteur public détient presque la moitié des banques allemandes, en termes de chiffre d'affaires. Cette part a augmenté depuis une dizaine d'années, ces banques jouant un grand rôle dans le financement d'une dette publique croissante. Les caisses d'épargne constituent le groupe bancaire le plus important. Engagées directement dans la concurrence, elles gèrent toutes les activités des banques universelles, bien que leur vocation première soit le financement du logement et des collectivités locales. En regroupant secteurs public et coopératif d'un côté et secteur privé de l'autre, il apparaît que les banques privées n'occupent que le tiers du marché allemand.

Une autre caractéristique se dégage du tableau 1 : La faible concentration du secteur bancaire. Les grandes banques allemandes (Dresdner Bank, Deutsche Bank et Commerz Bank) regroupées avec leurs filiales berlinoises ne réalisent que 8,4 % du chiffre d'affaires total des banques. Cette proportion s'élève cependant à 18 ou 20 % si l'on tient compte de l'ensemble de leurs filiales. Même en tenant compte de ce facteur, en comparaison avec la France, le système bancaire allemand est

M O N N A I E

relativement peu concentré, puisqu'en France, les trois grandes banques (Banque Nationale de Paris, Crédit Lyonnais et Société Générale) totalisent 48 % des bilans bancaires, soit 28,5 % de l'activité des établissements de crédit*.

DES LIENS PRIVILÉGIÉS ENTRE LES BANQUES ET LES ENTREPRISES

Depuis le XIX^e siècle, les banques universelles allemandes entretiennent des liens très étroits avec les entreprises : en tant que pourvoyeurs de crédit, lanceurs de leurs émissions obligataires, gestionnaires de leurs fonds et aussi en tant qu'actionnaires. Non seulement les banques ont un patrimoine important d'actions industrielles mais elles disposent du droit de vote des particuliers déposant des actions à leur guichet. En effet depuis 1965, les actionnaires peuvent autoriser la banque à voter pour eux dans les conseils d'administration en donnant éventuellement des directives : en pratique, les actionnaires se rangent généralement aux côtés de la banque. De ce fait, les banques allemandes disposent d'un grand pouvoir dans les conseils d'administration : elles y détiennent indirectement près de 60 % des parts. Elles peuvent de plus de prêter ces procurations, de sorte à concentrer leur pouvoir sur certaines entreprises.

Comme les banques échappent à la loi anticartel interdisant à une société de détenir plus de 25 % des parts d'une autre société, les grandes sociétés allemandes détenues à plus de 25 % par une seule banque ne sont pas rares. Le pouvoir des trois plus grandes banques est particulièrement fort puisque celles-ci détiennent en dépôt 21 % des actions allemandes. Paradoxalement en Allemagne plus une société est grande, plus son actionariat est dispersé, plus le contrôle des grandes banques augmente.

« Sur les 400 plus grandes sociétés allemandes, 318 ont des banquiers dans leur conseil d'administration. Il y a 570 banquiers dans les conseils de ces 318 sociétés, soit une moyenne de 2 banquiers par conseil »¹. Selon Zysman², les banques interviennent peu dans la gestion des sociétés en cas de situation favorable. Par contre en cas de difficultés financières, le double rôle de la banque en tant que prêteur et actionnaire lui donne une position de force privilégiée pour intervenir dans la gestion, de façon à maintenir la solvabilité du client.

Du fait de ces liens privilégiés, les banques allemandes jouent un rôle décisif dans les fusions et les prises de contrôle des sociétés. Dès le début du siècle, l'action des banques en ce domaine a puissamment contribué au mouvement de concentration de l'industrie allemande, notamment en faisant émerger les grands conglomerats de l'industrie lourde. Actuellement, ces interventions bancaires continuent à modeler le paysage industriel. En 1985 par exemple, les restructurations effectuées par la Deutsche Bank ont, en regroupant Daimler-Benz, MTU, la société aéronautique Dornier et le groupe électrique AEG, créé le plus grand conglomérat industriel allemand. L'action directe des banques allemandes pallie l'étroitesse du marché des actions, où les OPA sont rarissimes. D'une manière générale, malgré une forte poussée ces dernières années, les marchés financiers allemands restent peu développés.

61

* - Statistiques de fin 1985, source : Commission Bancaire.

1 - Medley : « Monetary Stability and Industrial Adaptation in West Germany » in: Joint Economic Committee Congress of the United States, « Monetary Policy, Selective Credit Policy and Industrial Policy in France, Britain, West Germany and Sweden », 1981.

2 - J. Zysman « Governments, Markets and Growth », Cornell University Press, 1983.

UNE FORTE PRÉSENCE BANCAIRE SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Depuis quelques années, on assiste en Allemagne comme dans la plupart des pays, à un développement de la finance directe, notamment sous l'impulsion du développement de la dette publique. Mais le phénomène de « mobiliérisation » reste encore limité. La caractéristique principale des marchés financiers allemands est la forte présence bancaire : sur le marché obligataire, les banques ont longtemps été les principaux acheteurs et émetteurs ; sur le marché des actions, ce sont les seuls intermédiaires agréés et les principaux acheteurs des émissions.

LE MARCHÉ OBLIGATAIRE

Le marché obligataire a longtemps été dominé par les émissions des banques : banques commerciales, caisses d'épargne, banques hypothécaires, etc. Dans les années soixante-dix, plus de 70 % des émissions nettes étaient lancées par les banques (tableau 2). Depuis 1975, la dette publique croissante et le souci de la financer de manière non monétaire ont fait de l'Etat un emprunteur de plus en plus présent sur ce marché, en Allemagne comme dans la plupart des pays, ce qui a contribué au développement du marché. Avec 55,6 % des émissions en 1986, les administrations publiques sont maintenant les premiers emprunteurs. La place des émissions bancaires, quoique déclinante, reste cependant très importante en comparaison internationale. Les entreprises non financières allemandes n'ont pratiquement pas accès au marché obligataire. L'éviction s'effectue notamment par un calendrier fixé par les autorités publiques.

Les émissions étrangères sont en expansion. Les faibles taux d'intérêt pratiqués en Allemagne relativement à d'autres pays sont sans doute l'une des raisons de ce développement. Les sociétés japonaises y émettent régulièrement des montants importants notamment en raison de coûts d'émissions plus faibles que sur leur marché financier national³. Depuis mai 1985 la libéralisation des conditions d'émissions pour les étrangers a favorisé l'ouverture.

Du côté des acheteurs, les banques jouent un rôle leader, en achetant environ le tiers des émissions. Mais les non-résidents ont fait récemment une percée spectaculaire et sont devenus, depuis 1986, les premiers acheteurs d'obligations allemandes (tableau 2). Trois facteurs ont contribué à l'internationalisation du marché. Deux sont d'ordre institutionnels : la suppression en 1981 de l'autorisation préalable imposée aux non-résidents pour l'achat de valeurs mobilières allemandes qui prévalait depuis 1973, et la suppression en décembre 1984 de la retenue à la source sur les intérêts. Le troisième facteur est plus conjoncturel : la baisse du dollar depuis le début 1985 se traduit par un report des capitaux vers les titres allemands. Les agents non bancaires allemands réduisent donc d'autant leurs achats sur le marché obligataire : les entreprises placent leurs parts sur les euromarchés et les ménages préfèrent toujours les dépôts bancaires.

LE MARCHÉ DES ACTIONS

Le marché des actions, réparti en huit bourses régionales, est relativement étroit ; sa capitalisation ne représente que 25 % du PNB, contre par exemple 50 % au Royaume-Uni. Seulement 467 sociétés allemandes sont cotées en bourse. Les

3 - Le coût d'émission annuel moyen (en plus des intérêts versés) représente environ 0,43 % de la valeur sociale de l'emprunt en RFA contre 0,76 au Japon. Source : Sakakibara, E. et Nago, Y, « Study on the Tokyo Capital Markets », Japan Center for International Finance Policy Study Series n° 2, mars 1985.

M O N N A I E

**TABLEAU 2 :
STRUCTURE DU MARCHÉ OBLIGATAIRE ALLEMAND***

	moyenne		1984	1985	1986	1987**
	1970	70-79				
TAILLE DU MARCHÉ, EN MILLIARDS DE MARKS	15,4	35,6	86,8	103,5	103,0	71,6
ÉMETTEURS, EN % DU TOTAL :						
banques	77,7	71,7	39,9	31,9	28,4	28,8
administrations publiques	14,0	25,9	42,2	41,3	55,6	50,1
entreprises non financières	1,5	-0,6	-0,2	0,3	0,2	-0,2
non résidents	6,8	3,0	18,1	26,5	15,8	21,3
ACHETEURS, EN % DU TOTAL :						
banques	15,6	39,3	26,5	31,4	31,2	27,2
agents non bancaires internes	79,5	55,2	57,6	38,2	12,3	23,8
non résidents	5,3	5,4	15,9	30,4	56,5	49,0

* émissions nettes d'obligations, source : Bundesbank.

** 6 premiers mois de l'année 1987.

sociétés sont en fait peu incitées à émettre des actions : il existe en Allemagne un impôt sur le capital des sociétés de 1 % décourageant les augmentations de capital. De plus les frais d'émission sont importants, car il faut ajouter la taxe de 2 % sur les actions vendues, le coût d'émission aux syndicats bancaires, les frais de bourse, d'enregistrement, de publicité.

Ces dernières années cependant, les émissions ont nettement augmenté passant de 6 à 16,5 milliards, de marks de 1984 à 1986, sous l'impulsion notamment des restructurations effectuées par la Deutsche Bank. Une réforme prochaine des bourses allemandes devrait encore élargir le marché en créant notamment un second marché réglementé, aux coûts d'émission moins élevés.

63

UNE LIBÉRALISATION PRUDENTE

La Bundesbank a longtemps freiné l'apparition des innovations financières qui dans le même temps foisonnaient dans les autres pays. Crainte d'une perte de contrôle sur l'activité bancaire, méfiance ouverte par rapport à toute forme d'indexation, réticence à l'internationalisation de sa monnaie semblent avoir guidé l'attitude de la Bundesbank face aux innovations. Mais deux facteurs expliquent qu'en fait le besoin d'innovations ait été dans un premier temps moins impérieux en Allemagne : la liberté des taux d'intérêt et l'universalité des banques.

Depuis 1967, les taux d'intérêt bancaires sur les dépôts comme sur les crédits ne sont plus réglementés. Laissés à l'initiative des banques, ils suivent d'assez près les taux du marché monétaire. La situation en Allemagne est sur ce point bien différente de celle par exemple des Etats-Unis d'avant 1980 où la réglementation Q⁴ a incité les innovations en matière de nouveaux dépôts. Cette forme d'innovation financière n'a donc pas lieu d'être en Allemagne. De même les innovations visant à banaliser les réseaux d'intermédiaires financiers — insertion des banques sur les marchés financiers ou de maisons de titres dans les activités bancaires — n'ont pas de raison d'être en Allemagne puisque les banques ont un statut universel.

4 - Réglementation plafonnant les taux d'intérêt des dépôts bancaires aux Etats-Unis supprimée progressivement depuis 1980.

M O N N A I E

En mai 1985, la Bundesbank a levé son opposition à un certain nombre de produits financiers : certificats de dépôts en marks, titres à taux flottants et à coupon zéro, swaps, facilités d'émission et emprunts à double devises. Elle a également libéralisé le marché des obligations étrangères en marks en autorisant les taux flottants, coupons zéro, swaps et en donnant la possibilité aux banques étrangères d'être chefs de file d'émission sur le marché allemand.

Cependant les nouvelles formes d'emprunts autorisés par la Bundesbank ne se sont guère développées à l'exception des swaps qui ont connu un réel succès. Un certain nombre de titres à taux flottants ont également été émis (8 % des émissions en 1986) ; mais le niveau très bas des taux d'intérêt les rend actuellement peu incitatifs pour les émetteurs. Les certificats de dépôts ne sont pas intéressants pour les banques puisqu'ils sont soumis aux réserves obligatoires et à la taxe sur les transactions boursières. De même, les titres à coupon zéro n'ont guère été émis, car l'imposition de leur rendement implicite leur enlève tout avantage. Enfin, les banques allemandes n'ont pas développé leurs facilités d'émission autant que leurs homologues étrangers. Si on ajoute à cela que les marchés à terme d'instruments financiers — excepté le marché des options sur actions et sur devises — sont quasiment inexistantes, les marchés financiers allemands semblent être plutôt en retrait par rapport à la vague internationale d'innovations financières.

LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Appuyée sur un système financier à forte dominante bancaire, la politique monétaire allemande concentre son action sur la liquidité bancaire. La mobilité des taux d'intérêt bancaires, libéralisés depuis 1967, assure la transmission entre les taux d'intérêt contrôlés par la Bundesbank et ceux pratiqués pour l'ensemble de l'économie. Ceci vaut aussi bien pour les détenteurs de capitaux que pour les demandeurs de fonds, puisque les taux des dépôts et des crédits sont librement fixés par les banques. Comme toutes les banques centrales, la Bundesbank poursuit des objectifs ultimes : stabilité des prix, du chômage... et des objectifs intermédiaires sur la quantité de monnaie ; mais les objectifs intermédiaires semblent en Allemagne comme aux Etats-Unis de plus en plus inopérants.

LES OBJECTIFS DE LA BUNDESBANK

LES PRÉFÉRENCES RÉVÉLÉES SUR LES OBJECTIFS ULTIMES

Les objectifs ultimes de la politique monétaire peuvent être mis en évidence statistiquement grâce à des fonctions de réaction. Celles-ci permettent de déterminer à quelles variables économiques répond le maniement des instruments de la politique monétaire. Ces estimations menées sur la période récente montrent que la Bundesbank manie ses taux d'intérêt de façon à contenir la hausse des prix, à limiter les mouvements de capitaux avec les Etats-Unis et les variations du taux de change réel vis-à-vis du dollar*. La croissance ou le chômage ne semblent pas intervenir directement sans la politique de la Bundesbank.

L'objectif ultime le plus important de la politique monétaire allemande se dégage aussi bien des déclarations officielles que des observations économiques : il s'agit de la *stabilité des prix*. Depuis sa création en 1957, la Bundesbank semble être

* - Sur les fonctions de réaction et les estimations citées ici voir : V. Coudert et R. Topol, « les fonctions de réaction de taux d'intérêt », document de travail MIMOSA, CEPII, OFCE, mai 1987.

M O N N A I E

restée fidèle à cette première mission de « gardien de la valeur de la monnaie », mission inscrite dans ses statuts. Historiquement, l'hyperinflation des années 20 puis la perte du pouvoir d'achat du Reichsmark dans l'immédiat après-guerre avec la pénurie de marchandises qui en a résulté ont sans doute laissé en Allemagne d'assez mauvais souvenirs pour que la stabilité des prix soit considérée comme un élément essentiel du bien-être économique, non seulement par les financiers mais aussi par l'opinion publique. Grâce à la large autonomie que lui confèrent ses statuts, la Bundesbank peut maintenir le cap sur cet objectif prioritaire même lorsque le gouvernement tend à s'en écarter⁵. Cette détermination fondamentale de la banque centrale tient certainement une large part dans la modération de l'inflation allemande.

Le taux de change est aussi un objectif de la politique monétaire allemande. Le maintien du taux de change du mark dans le système de Bretton Woods a été un objectif très lourd à tenir et a certainement mobilisé dans le début des années soixante-dix la plupart des forces de la politique monétaire. Le passage aux changes flottants en 1973 est à l'époque apparu comme une libération mais n'a pas changé fondamentalement les données du problème. L'Allemagne reste la destination privilégiée des capitaux internationaux en cas de reflux du dollar. Un des objectifs de la politique monétaire est donc de contenir les flux de capitaux venant d'outre-Atlantique. Bien que le taux de change du mark soit théoriquement flottant vis-à-vis du dollar, l'observation comme les estimations économétriques montre que les autorités allemandes essaient de contenir les grandes fluctuations de ce taux de change en maniant leur taux d'intérêt. Paradoxalement, le maintien du mark à l'intérieur du système monétaire européen (SME) apparaît moins contraignant par la politique monétaire allemande que la gestion d'un change flottant vis-à-vis du dollar. La position forte du mark dans le SME permet en effet à l'Allemagne de mener une politique autonome par rapport à ses partenaires européens. Mais cette même position fait aussi du mark le substitut direct du dollar, et de l'Allemagne un carrefour de capitaux internationaux, que la politique monétaire doit prendre en compte. Ainsi les entrées de capitaux massives en 1986 et en 1987 ont conduit à la dérive les objectifs monétaires.

65

LES OBJECTIFS MONÉTAIRES

Depuis 1974, la Bundesbank se fixe annuellement un objectif de « quantité de monnaie Banque centrale ». Cette quantité est formée des billets et des dépôts bancaires munis de leurs coefficients de réserves obligatoires de 1974. Il s'agit donc d'une combinaison linéaire des différentes composantes de la monnaie. Sa pondération croît avec la liquidité : 100 % pour les billets, 16,6 % pour les dépôts à vue, 12,4 % pour les dépôts à terme, 8,1 % pour les dépôts d'épargne.

L'avantage de cet agrégat composite sur les agrégats traditionnels est de couvrir l'ensemble des composantes de la monnaie au sens large M3 tout en conférant un poids plus lourd aux composantes les plus « monétaires ». Il permet donc de révéler les glissements vers les formes les plus liquides. Sa relation avec le PIB est plus stable que celles de M1 et M2. Ces derniers agrégats fluctuent en effet en fonction des taux d'intérêt : les taux des dépôts étant déréglés, une hausse des taux provoque généralement des ripages de M1 vers M2 ou M3 et de M2 vers M3.

5 - L'article 12 de la loi sur la Bundesbank garantit son indépendance vis-à-vis du gouvernement en ce qui concerne la mise en œuvre de la politique monétaire : en mars 1970 par exemple, la Banque centrale, pressentant le danger inflationniste du programme budgétaire expansif présenté par le gouvernement, a alors mené de son côté une politique de restriction des liquidités : les taux d'intérêt puis les réserves obligatoires ont été élevés à un niveau tel que le gouvernement a dû revenir sur son programme initial et présenter un nouveau budget assorti celui-là d'augmentations d'impôts.

M O N N A I E

La comparaison objectif-réalisation (tableau 3) montre que dans les périodes de forte baisse du dollar, l'objectif monétaire allemand est systématiquement dépassé. Cela a été le cas de 1975 à 1978, et à nouveau en 1986. En 1986, le dépassement a été tel que l'utilité même de cet objectif intermédiaire a été mise en question, d'autant plus que les prix, qui sont l'objectif ultime fondamental, sont restés étonnamment stables. Au regard de l'objectif intermédiaire, la Bundesbank aurait dû restreindre sa politique ; au regard de l'inflation nulle et de la faible croissance, cette politique aurait été absurde. Devant cette contradiction, qui demeure en 1987, la banque centrale allemande a préféré adopter une attitude pragmatique consistant à abandonner provisoirement le contrôle de l'objectif monétaire lorsque la stabilité des prix n'était pas menacée. En Allemagne comme aux Etats-Unis, les agrégats monétaires tendent donc à perdre de l'importance en tant qu'objectifs intermédiaires et à devenir des indicateurs parmi d'autres de la politique monétaire.

LES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE

La politique monétaire allemande, tout en portant uniquement sur le contrôle de la liquidité bancaire, présente un double aspect :

- un aspect quantitatif : fixant les quotas de réescompte, les avances Lombard, les interventions sur le marché monétaire et les réserves obligatoires ;
- un contrôle des coûts de refinancement par l'action sur les taux d'intérêt.

C'est ce double aspect qui permet à la politique monétaire allemande de se protéger quelque peu de la contrainte extérieure. Par exemple, en cas d'entrée massive de capitaux, le maniement des taux d'intérêt ne peut être utilisé : une baisse des taux découragerait peut-être les entrées de capitaux, mais provoquerait une augmentation de la liquidité interne déjà surabondante du fait des entrées de devises. A l'inverse une hausse des taux pourrait réduire la liquidité bancaire mais précipiterait l'afflux de capitaux et ferait monter encore davantage la pression de la hausse du taux de change. Dans les deux cas, l'action par les taux d'intérêt présente des effets pervers ; l'action sur les quantités s'impose alors. De même, dans la situation inverse de sorties de capitaux, comme en 1980 et 1981, le relèvement des taux d'intérêt pour éviter l'hémorragie a restreint davantage la liquidité bancaire ; l'action par les quantités s'est encore imposée pour compenser les effets restrictifs de la hausse des taux. D'où l'importance en Allemagne de ce double levier.

TABLEAU 3 :
COMPARAISON OBJECTIFS-RÉALISATIONS DE LA QUANTITÉ DE
MONNAIE BANQUE CENTRALE
(taux de croissance annuelle, en %)

Années	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87
Objectifs*	8	8	8	8	6-9	5-8	4-7	4-7	4-7	4-6	3-5	3,5 5,5	3-6
Résultats	9,9	9,2	9	11,4	6,4	4,7	3,5	6,1	7,1	4,5	4,5	7,7	7,9**

* Les objectifs sont fixés : de décembre à décembre en 1975, en moyenne annuelle de 1977 à 1978, du quatrième trimestre de l'année précédente au quatrième trimestre de l'année en cours depuis 1979. Les résultats sont donnés sur la même période.

** 6 premiers mois de l'année en données corrigées des variations saisonnières.

Source : Bundesbank.

M O N N A I E

LE CONTRÔLE QUANTITATIF DU REFINANCEMENT

Le contrôle quantitatif exercé par la Bundesbank porte sur les trois canaux du refinancement bancaire : l'escompte, les avances Lombard et le marché monétaire.

Le recours au réescompte est limité annuellement pour chaque banque par la fixation de *quotas de réescompte* par banque. Les quotas annuels attribués dépendent de paramètres du bilan bancaire : fonds propres et part de crédit aux agents non bancaires. Lorsqu'une banque a épuisé son quota, elle doit se tourner vers des financements plus coûteux. L'escompte est en volume le moyen de refinancement principal des banques allemandes, même si son rôle a diminué ces dernières années.

Les avances Lombard sont des avances sur titres procurées à taux fixe par la Banque centrale. Leur volume est déterminé de manière discrétionnaire et leur coût est supérieur à celui de l'escompte⁶. Ces avances doivent en principe couvrir des besoins en liquidité passagers et sont donc théoriquement une source de refinancement marginale. Cependant leur rôle s'est accru dans les années soixante-dix au point de devenir un mode de financement permanent. Ce n'est qu'en 1985 que les avances Lombard ont pu revenir à leur vocation initiale de financement transitoire, avec le développement de la politique d'open market.

Les opérations d'open market sont restées longtemps limitées en Allemagne du fait d'une clause de la loi sur la Bundesbank interdisant à celle-ci de financer le déficit de l'Etat et donc de détenir des titres publics. Depuis quelques années cependant, les opérations avec accord de rachat sur valeurs mobilières sont devenues une source importante du refinancement bancaire, devant les avances Lombard. L'efficacité de cette politique réside dans sa souplesse d'utilisation : les interventions sont décidées au jour le jour. Le maniement des taux d'intérêt s'effectue en douceur de manière continue, ce qui est un avantage par rapport à la fixité du taux de l'escompte et du taux Lombard, chaque modification sur ces deux derniers taux comportant des effets d'annonce importants. Ce mode de régulation est maintenant devenu l'instrument privilégié de la Bundesbank.

La variation des coefficients de réserves obligatoires a été utilisée fréquemment dans le passé pour réguler la liquidité bancaire et aussi pour décourager les dépôts des non-résidents. De 1970 à 1982 les coefficients ont été modifiés 30 fois. Cependant le recours à cet instrument a été évité depuis quelques années. D'octobre 1982 à mai 1986, les coefficients de réserve sont restés inchangés. Le dernier changement survenu en 1986 n'avait d'ailleurs pas un rôle de régulation conjoncturelle mais plutôt de remise à concurrence du marché des dépôts allemands avec les euromarchés, et c'est trouvé compensé par une baisse analogue des quotas de réescompte. Ceci témoigne à nouveau de la préférence accrue de la Bundesbank pour des instruments plus souples d'intervention sur le marché ouvert, les instruments discrétionnaires tombant en désuétude.

67

LA POLITIQUE DES TAUX D'INTÉRÊT

La Bundesbank fixe le taux de l'escompte, le taux Lombard et celui de ces opérations d'open market. Les taux de refinancement bancaires sont ensuite transmis aux agents non financiers de manière assez directe en Allemagne, essentiellement

⁶ - *Les avances Lombard peuvent être suspendues totalement en cas de resserrement brutal de la politique monétaire, comme en 1973 et en 1981. Il y a alors mise en place d'un « Lombard spécial », procurant aux banques des liquidités contingentées à des taux très supérieurs (+ 3 points en 1981) par rapport au taux Lombard précédent. Ce dispositif n'est mis en place qu'en cas d'urgence.*

M O N N A I E

TABEAU 4 :
INCIDENCE EXTÉRIEURE SUR LA CRÉATION MONÉTAIRE ALLEMANDE
(Variations annuelles en milliards de marks ou en %)

Années		70	71	72	73	74	75
Croissance de la masse monétaire M3	en %	9,1	13,5	14,4	9,1	8,5	8,6
	en milliards de marks	24,0	38,7	47,1	34,0	35,2	38,4
Variation de la contrepartie extérieure	total de la contrepartie extérieure	14,2	11,5	8,7	23,5	13,2	16,8
	dont réserves de la Bundesbank	21,6	15,9	15,5	26,5	- 1,9	- 2,2

Source : Bundesbank

pour deux raisons. D'abord la forte présence bancaire sur le marché financier garantit un arbitrage serré entre marché monétaire et marché financier, ce dernier pourvoyant une large partie des ressources bancaires. Ensuite, les taux des dépôts bancaires, déréglés depuis 1967, suivent fidèlement les taux des marchés monétaires. Enfin les taux débiteurs des banques varient aussi librement avec les conditions de refinancement. L'action sur les taux de refinancement est donc répercutée rapidement à la fois sur l'offre et la demande de monnaie.

LES CONFLITS ENTRE OBJECTIFS MONÉTAIRES ET CONTRAINTE EXTÉRIEURE

L'impact de l'extérieur sur la politique monétaire allemande est d'autant plus important que ce pays a adopté très tôt une politique de libéralisation des mouvements de capitaux. Dès 1961, les sorties de capitaux ont été autorisées. Cependant c'est du côté des entrées de capitaux que se situe la contrainte extérieure allemande et en ce domaine la libéralisation a été plus tardive.

Dès le milieu des années cinquante, les excédents de la balance des paiements courants et la faiblesse de l'inflation allemande relativement à ses partenaires ont provoqué des entrées de capitaux spéculatifs venant accroître le déséquilibre de la balance des paiements et provoquer des tensions inflationnistes. Cette situation s'est maintenue de manière récurrente pendant toute la période des taux de changes fixes, avec toutefois une accalmie après la réévaluation du mark de 1969. L'afflux de capitaux vers l'Allemagne fédérale s'est avéré difficilement compatible avec le maintien de la parité du mark à l'intérieur du système de Bretton-Woods. Pour endiguer ces entrées de fonds étrangers, des mesures de protection ont été nécessaires. Durant toutes les années soixante, les achats des non-résidents sur le marché monétaire allemand ont été interdits ; de même, les dépôts bancaires des

M O N N A I E

76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87*
8,4	11,2	11,0	6,0	6,2	5,0	7,1	5,3	4,7	5,0	6,8	---
41,0	58,9	64,9	39,2	42,8	36,1	54,8	45,3	41,3	45,4	65,7	- 3,0
8,3	10,1	7,1	- 21,8	- 10,6	11,9	4,5	1;2	0,8	30,1	55,9	36,4
8,7	10,5	19,8	- 4,8	- 27,9	- 3,2	3,1	- 4,1	- 3,2	1,3	6,0	20,0

**6 premiers mois de l'année en données brutes, chiffres provisoires*

non-résidents ne pouvaient être rémunérés. Ces mesures levées provisoirement après la réévaluation du mark de 1969, furent rétablies en 1971 puis renforcées en 1972 et au début 1973 à mesure que la crise du système de Bretton-Woods s'approfondissait : les achats des non-résidents sur le marché obligataire allemand ont notamment été soumis à autorisation préalable jusqu'en 1981⁷.

La fin du système de Bretton-Woods a été une période particulièrement difficile pour la politique monétaire allemande. L'Allemagne étant l'une des principales destinations des capitaux fuyant le dollar, la Bundesbank a été contrainte pour défendre la parité de sa monnaie d'acheter d'énormes quantités de dollars.

En 1971 et 1972, la création monétaire a alors dépassé le rythme de 13 % l'an (tableau 4). Les entrées de réserves n'ont pu être stérilisées, la baisse des taux d'intérêt nécessaire pour décourager les entrées de capitaux n'a fait que stimuler la création monétaire interne. Ni les instruments de type quantitatif : relèvement des coefficients de réserves obligatoires, baisse des quotas de réescompte ni les mesures de contrôle de changes n'ont suffi à endiguer le gonflement des liquidités.

Le passage aux taux de change flottants a permis d'assouplir le contrôle des entrées de capitaux, mais la contrainte extérieure continue à s'exercer de plein fouet sur la politique monétaire allemande. En 1977-1978, la Bundesbank a dû à nouveau intervenir pour contenir le cours du dollar. L'accroissement des réserves officielles a atteint 40 % sur ces deux années, d'où un dépassement des objectifs monétaires. A l'inverse dans la période de montée du dollar de 1980 au début de l'année 1985, la Bundesbank a dû intervenir pour soutenir le mark et a relevé fortement ses taux d'intérêt ; le resserrement monétaire a été très net. Les instruments quantitatifs de baisse des réserves obligatoires et de hausse des quotas de réescompte n'ont pas suffi à alimenter la liquidité.

⁷ - Voir : « De la liberté de circulation des capitaux entre l'Allemagne fédérale et l'étranger », *Rapports mensuels de la Bundesbank*, juillet 1985.

M O N N A I E

Depuis le milieu de l'année 1985, la baisse du dollar a de nouveau provoqué des entrées de capitaux massives en Allemagne. En 1986, 85 % de la création monétaire allemande est imputable à l'extérieur. Les objectifs monétaires ont été largement dépassés, et il est probable qu'il en soit de même en 1987. En 1986, le dérapage de la contrepartie extérieure est moins dû aux interventions directes de la Bundesbank qu'à un accroissement considérable de la position extérieure nette des banques allemandes. En effet, à l'excédent courant record de 76,5 milliards de marks, soit 4 % du PNB, viennent s'ajouter des entrées massives de capitaux à long terme, essentiellement sur le marché obligataire, atteignant en net le montant sans précédent de 38 milliards de marks. L'équilibre de la balance est obtenu par une très forte hausse de la position extérieure nette des banques allemandes et aussi un accroissement important des placements des entreprises allemandes à l'étranger.

On arrive donc à une situation atypique où le pays dégageant le deuxième surplus mondial est aussi un importateur net de capitaux à long terme. Comme dans les phases précédentes de baisse du dollar, l'afflux de liquidités n'a pu être contenu. Le phénomène a pris une ampleur telle que l'objectif monétaire a dû être abandonné, d'autant plus que son dérapage ne reflétait visiblement pas un risque inflationniste. Le fait que les taux d'intérêt n'aient pas été relevés pour défendre à tout prix un objectif monétaire montre que le suivi de ces objectifs n'a plus le caractère dogmatique que lui assignaient les monétaristes. Cela montre également que le taux de change vis-à-vis du dollar est aussi un objectif intermédiaire de la Bundesbank, au moins pour contenir ou ralentir ses amples fluctuations; un relèvement des taux allemands n'aurait pas manqué en effet de précipiter la chute du dollar par rapport au mark.

CONCLUSION : QUELQUES ÉLÉMENTS DE COMPARAISON AVEC LA POLITIQUE MONÉTAIRE FRANÇAISE

L'adoption en France d'une politique de régulation monétaire par les taux d'intérêt rapproche incontestablement la politique monétaire française de celle pratiquée en Allemagne. Des deux côtés du Rhin, les instruments spécifiques de type quantitatif tombent peu à peu en désuétude : suppression de l'encadrement du crédit en France, abandon progressif en Allemagne des instructions discrétionnaires comme les avances Lombard, les quotas de réescompte et les variations de coefficients de réserves obligatoires. Des deux côtés, la politique monétaire se concentre sur la régulation des taux d'intérêt du marché monétaire.

DEUX CONCEPTIONS DIFFÉRENTES DE L'ACTION PAR LES TAUX D'INTÉRÊT

La convergence des instruments entre la France et l'Allemagne doit cependant être re-située dans deux logiques bien spécifiques s'appuyant sur des systèmes financiers différents. En France, le développement récent de la finance directe sert de point d'ancrage à l'action sur les taux d'intérêt. Dans cette optique, la multiplication des titres, des échéances et des marchés vise à intensifier les arbitrages et à resserrer les liens entre les taux d'intérêt. L'élargissement de l'accès au marché monétaire aux agents non financiers permet de transmettre plus directement les impulsions de taux d'intérêt données par la Banque centrale à l'ensemble de l'économie. Ainsi, la réforme des circuits de financement et l'introduction des innovations financières ont été menées délibérément de front avec changement de politique monétaire. D'ores et déjà la prédominance du financement direct dans les fonds levés par les entreprises en 1986 et le resserrement des taux du crédit bancaire autour du taux du marché

M O N N A I E

monétaire créent les conditions favorables à l'action par les taux dans cette optique française.

La conception allemande est bien différente. En Allemagne, la politique monétaire s'appuie sur un système financier fortement intermédié. Les innovations susceptibles d'élargir les marchés se sont accueillies qu'avec réticence. La prépondérance des banques dans le financement de l'économie se trouve doublée par une forte présence bancaire sur les marchés financiers. Dans ce cadre, l'action de la Bundesbank sur le marché interbancaire se transmet rapidement à l'ensemble de l'économie. L'omniprésence des banques allemandes dans tous les circuits de financement assure le relais nécessaire, y compris sur les marchés financiers. La liberté des taux d'intérêt bancaires aussi bien sur les crédits que sur les dépôts assouplit la courroie de transmission via le financement bancaire.

LE CHOC DE L'OUVERTURE

Ces schémas d'une logique implacable en économie fermée trouvent pourtant leurs limites lorsque les mouvements de capitaux prennent de l'ampleur. C'est en effet sur la contrainte extérieure que la politique monétaire allemande rencontre ses principales difficultés. Bien que la nature de ces contraintes extérieures soit différente dans les deux pays, des problèmes similaires se posent dans les deux cas.

La position forte du mark dans le système monétaire européen (SME) donne à l'Allemagne une large autonomie par rapport à ses partenaires européens. En effet, bien que les ajustements dans le SME soient théoriquement symétriques, la pratique montre qu'ils pèsent plutôt sur les pays à monnaie faible. Mais en retour, l'Allemagne subit tous les mouvements de capitaux internationaux qui substituent dollar et monnaie forte européenne. En cas de forts mouvements de substitution en faveur du mark par exemple, la régulation par les taux d'intérêt s'avère clairement incapable de contrôler la masse monétaire tout en évitant un effondrement du cours du dollar. Les instruments quantitatifs visant à déconnecter la gestion de la liquidité bancaire de celle des mouvements de capitaux sont alors un complément nécessaire mais insuffisant dans la pratique.

71

Ces difficultés allemandes laissent présager des écueils que pourrait rencontrer la politique monétaire française si elle était aussi exposée aux mouvements de capitaux internationaux sans le bouclier du contrôle des changes. En France, la contrainte extérieure est a priori plus forte puisqu'il s'agit de maintenir la parité du franc à l'intérieur des petites marges de fluctuations permises par le SME, et non de contenir plus ou moins un taux flottant. Etant donné la faiblesse chronique du franc, tenir simultanément un objectif de change quasiment fixe et un objectif monétaire à l'aide du seul instrument des taux d'intérêt sans asphyxier l'économie relève de la gageure si les mouvements de capitaux sont libres. L'exemple allemand montre que les instruments complémentaires du type variations des coefficients de réserves obligatoires s'avèrent d'un faible secours en cas de crise. Le retour récent de l'Italie à l'encadrement du crédit et à un contrôle des changes accru illustre également ces difficultés. Une coopération européenne renforcée en matière monétaire permettant de desserrer la contrainte extérieure exercée par le SME est sans doute une condition nécessaire à la levée du contrôle des changes.