

bancaires, sur les titres des compagnies de construction et sur certaines polices d'assurance pour les prêteurs immobiliers. En revanche, les secteurs comme la distribution du gaz, de l'eau et de l'électricité sont plutôt réconfortants pour chaque sous-secteur de l'industrie financière.

L'innovation la plus importante en matière de réduction des risques encourus par les banques est la titrisation de prêts bancaires. Une banque peut maintenant changer de secteur d'activité selon la conjoncture en vendant ou en achetant des titres, mais les prêts, surtout à long terme, sont plus difficiles à décharger. Les prêts aux PVD et à l'immobilier se vendent déjà sur les marchés secondaires, mais, à part les Etats-Unis, trop d'autorités réglementaires maintiennent des obstacles à la titrisation, exigeant souvent que les prêts titrisés qui ne sortent du bilan que pour rentrer dans le hors-bilan soient financés par des capitaux propres. La déréglementation des années 90 en Europe et au Japon, suivant l'exemple américain, se concentrera surtout sur la titrisation de prêts bancaires.

A FRANCFORT : UNE ÉPOQUE DIFFICILE

524

HANS-HELMUT KOTZ*

Vingt ans après l'*Ceuvre ouverte*, Umberto Eco, écrivain analytico-symbolique milanais, remarquait qu'à l'époque il essayait de «répondre à la question de savoir comment, d'un côté, une œuvre d'art requiert l'engagement interprétatif du destinataire mais, d'autre part, manifeste les caractères structuraux qui donneront en fin de compte un ordre à ces interprétations.» Cette citation est extraite de la préface de son *Lector in fabula* sous-titrée *La cooperazione interpretativa nei testi narrativi*.

En fait, les dix-neuf élections pour le Bundestag, ou plus exactement l'élection unique plus les dix-huit procurations, sont à l'image de cette réflexion. Elles peuvent avoir un impact sur les taux (de change et d'intérêt) puisque, selon l'expression, ce bouquet d'optimiseurs de portefeuille international adapte ses suffrages aux différents montages politiques.

* Chef économiste, Deutsche Girozentrale, Deutsche Kommunal Bank.

Les textes financiers nous apprennent que les prix reflètent un point de vue consensuel. Et cette perspective est, globalement, que le Deutschmark est mûr pour une réévaluation fondamentale.

Nous rencontrons deux types d'arguments dans ce sens. Le plus sombre prédit un avenir hasardeux, «la fin du miracle allemand».¹ C'est, de toute évidence, la renaissance de la thèse de l'Eurosclérose, la marotte de quelques économistes au début et au milieu des années quatre-vingt, mais retaillée à la dimension germanique. Des salaires élevés, non compétitifs, plus toutes sortes d'obstacles structurels produisent et renforcent une spirale vicieusement descendante. Avant d'adopter ce point de vue, il faut considérer aussi les réactions récentes, mais nettement négatives - une modération certaine dans les échelles des salaires, malgré les protestations habituelles dans le secteur de l'ingénierie - un marché du travail plus flexible, un capital social qui se maintient comparativement etc. - qui peuvent impliquer la disparition de ces tendances à moyen terme. Nous devons attendre - de voir.

Le second courant des pessimistes sur la question du DM et des taux d'intérêt allemands, se rapporte à la dynamique entre politique et économie. Selon ce point de vue, qui est de toute évidence très répandu chez les investisseurs internationaux, le remaniement probable du gouvernement de Bonn avec les Socio-démocrates (SPD) comme principal élément, entraînera un repositionnement, une insistance accrue sur ces découvertes sociales, les premières responsables du gâchis. Traduit sur les marchés, cela signifie une prime de risque plus élevée et suppose donc un relèvement du taux utilisé pour actualiser les flux de revenus attendus. Et ainsi, bien-sûr, il faudra diminuer le DM et/ou pousser les taux d'intérêt - face à une économie sans élan qui peut s'en trouver encore affaiblie.

525

Nous hasardons l'hypothèse que le consensus international qui émerge sur la politique allemande est à côté de la véritable question. Pourtant, les conséquences sur les prix pour les valeurs et les changes étrangers peuvent dominer encore un moment. Voyons cela de plus près.

Engagement interprétatif du marché contre caractères structureaux

Si les traders aiment bien la volatilité qui relance l'activité, les investisseurs, comme le grand public, préfèrent un environnement stable, que la politique allemande n'offre, semble-t-il, plus.

Malheureusement, nous n'avons pas d'équation pour modéliser «les effets des événements économiques sur le résultat des urnes» pour le

¹ Voir le compte-rendu de Fading Miracle de Giersch, Paqué et Schmieding par Rudiger Dornbusch dans le Journal of Economic Literature, juin 1993, pp 881-85.

Bundestag.² Le scénario de la situation économique s'est retourné contre le gouvernement en titre : la croissance du PIB prévue pour l'Allemagne de l'Ouest est comprise entre 0,5 (d'après l'Institut allemand pour la Recherche économique, Berlin) et 1 % (selon le rapport économique annuel du gouvernement). D'après les données les plus récentes - une baisse de la demande et des produits manufacturés en octobre et novembre et des ventes de détail très faibles - le ciel économique ne se dégage pas avant longtemps. L'espoir pour la saison prochaine est essentiellement centré sur la réactivation, grâce à l'exportation, des dépenses d'investissement. Q4 est légèrement négatif et nous devons attendre l'été, au moins, pour que l'économie reprenne sa croissance.

D'autant que la Bundesbank soutient que le niveau d'espoirs économiques réels que nous pouvons entretenir est presque à sa portée (théorème de la non-pertinence cyclique). Notre banque centrale ne signale aucune disposition à améliorer sa vitesse de détente. Au contraire, on peut imaginer, d'après les récentes tensions de la Fed, que la «prudence» à diminuer les taux est encore de mise. C'est essentiellement là que la perception de la politique allemande par les investisseurs internationaux peut jouer un rôle politique : ce sont eux qui ont absorbé la moitié du papier émis l'année passée.

526

Ainsi, un assouplissement net du DM peut même obliger la Bundesbank à procéder à une réévaluation. De toute évidence, nous jouons sur une clause échapatoire qui est cette notion obscure de «netteté». Les taux de change courant et/ou le différentiel de taux d'intérêts devraient déjà permettre d'envisager un changement notable. Après tout, l'augmentation du taux américain était largement prévue. Et si l'attitude historique de la Fed peut donner des indications, toute nouvelle tension serait traitée et soumise à une croissance économique saine. Ici, cependant, l'optimisme dépend trop du résultat du PIB Q4, qui, étant fonction du taux d'épargne, apparaît intenable compte tenu de la faible croissance du revenu national.

De plus, en prêtant quelque attention aux chiffres, on s'aperçoit que la corrélation entre les taux allemands et américains est nettement inférieure à un. Enfin, certains d'entre nous ont assez longtemps considéré la soit-disant faiblesse actuelle du DM (faiblesse par rapport à quoi ?), comme une sorte de normalisation. On a atteint ce résultat, en plongeant dans la double difficulté de l'unification, financée sur le déficit et liée à la poussée restrictive simultanée de la politique monétaire sur un modèle reconnu comme dépassé. En fait, pour résumer, il en a résulté pour le dollar US une courbe de temps de type sinusoïdal, conséquence de la recette Reagan-Volker, assez similaire sur un plan macro-économique, dont nous venons de parler.

2 Voir, par exemple, son article de 1988 dans *Political Behavior* 10, N° 2, pp. 168-79.

Ainsi, la valeur-choc pour le DM pourrait venir de deux événements interconnectés à faible probabilité : une économie américaine étonnamment solide et, de ce fait, une remontée substantielle de productivité. A notre avis, cependant, la Bundesbank va maintenir sa position monétaire, si le taux d'inflation reste à son niveau le plus bas. Incidemment, cela pourrait apaiser quelques *maîtres-penseurs* français qui prétendent que «la clause du mark est celle des lumières et de la démocratie européenne» et que, de ce fait, la politique monétaire allemande est amenée à choisir entre «la solidité du mark et Hitler».³

A propos, une vision réductrice, bien que plus terre à terre de la Bundesbank, c'est à dire une politique issue de la première dérivée de M3 relative aux objectifs professés - ne correspond pas à la Buba et à sa conduite réelle ; elle est donc clairement vouée à l'échec. Depuis septembre 1992, où la banque centrale allemande s'est engagée sur l'approche en cours, on ne peut détecter aucun signe dans les chiffres de la masse monétaire qui aurait pu justifier cette ligne. Début janvier 1994, le président de la Bundesbank, après avoir discuté un spectre d'indicateurs, a à peine mentionné M3 comme élément contraignant. Et en général, après le chiffre de M3 en décembre qui atteint 8,1 % par an - l'air bourdonne de facteurs spéciaux qui évacuent toutes les hypothèses sur la masse monétaire et les taux de la Buba.

Concernant le noyau mou franco-allemand et le jeu européen, tout ceci milite, malheureusement, contre les propositions de réduction substantielle et coordonnée des taux à court-terme. Si bien que, tant que «la politique monétaire française pourra être mieux comprise à la lumière de la situation allemande»,⁴ nous devons probablement affronter une croissance laborieuse en Europe.

527

Un centre politique surpeuplé

Tout ceci aura, probablement, des effets néfastes pour la scène politique. Et il est probable que l'angoisse de se voir exclu ou de régresser irrésistiblement va contribuer à grossir les extrêmes de la scène politique.

³ André Glucksmann (1993): «Le mark ou Hitler, il faut choisir», in *Globe Hebdo*, 25 août 1993, p. 32.

⁴ Jacques Melitz (1994): French Monetary Policy and Recent Speculative Attacks on the Franc, dans David Cobham (sous la direction de), *The 1992-93 Upheavals in the European Monetary System*, à paraître aux Presses Universitaires de Manchester. L'hypothèse d'un élagage substantiel a été faite par des instituts de recherche économique semi-publics. Voir en particulier Rüdiger Pohl (1993): *Konditionere Zinssenkung*, Institut für empirische Wirtschaftsforschung, La Haye. Quant au problème de crédibilité provoqué par une position trop restrictive, voir Wolfgang Filc (1993): *Interest Rate Policy and Economic Well-being in Europe*, papier présenté lors d'une conférence en l'honneur de Pierre Werner, 18-20 novembre 1993.

On hésite à décrire ce phénomène comme une normalisation, à la lumière d'une perspective européenne. Pourtant, si nous réfléchissons sur les taux, nous assistons à un phénomène général du monde développé. Cela ne change cependant rien au prix relatif des monnaies.

Mais jetons un œil sur les élections : devant les quatre millions de chômeurs enregistrés officiellement, le chancelier Kohl avait sans doute besoin de ne pas se souvenir qu'il s'agissait là d'un domaine économique.⁵ Malheureusement pour lui, le scénario généralement admis est celui-ci : les Socio-démocrates vont gagner, mais pas de façon décisive. Ainsi, ils ne pourront pas former de gouvernement avec les Verts mais devront construire une grande coalition avec leurs principaux rivaux, les Chrétiens-démocrates.

Comment analyser cela ? En fait, nous devrions probablement ne pas renoncer à la dose d'illusions nécessaire. Après tout, une approche purement économique des votes finit en casse-tête. S'il ne s'agissait que de cela, personne, littéralement, ne se présenterait aux élections.

A propos de la plate-forme économique, les similitudes commencent dès les têtes de chapitres : (CDU : «Pour la croissance et l'emploi» ; SPD : «Une stratégie pan-germanique de modernisation, d'emploi et de croissance écologiquement contrôlée»).

528 Arrêtons-nous un instant sur le chapitre sur «Le développement du tissu économique». Sous le sous-titre «Encouragement aux techniques d'innovation», on parle des «défis sociaux et technologiques de notre temps», de la création d'un «conseil national de la technologie» pour «soutenir et concentrer la recherche et les efforts de développement publics et privés dans les secteurs de l'économie, qui seront importants pour l'avenir, ... les nouvelles techniques de gestion de l'énergie, du transport et de l'environnement». Bien que cela aille à l'encontre des idées reçues, ces passages sont extraits du programme économique publié par le CDU le 15 janvier 1994.

Nous pourrions facilement relever des citations du même ordre dans le programme du SPD. (Ce que nous ne ferons pas, car c'est grâce à cette ignorance raisonnable que les commentateurs ou, dans le cas présent, les économistes bancaires se maintiennent aux affaires). Par ailleurs, nous sommes habitués à décrire l'Allemagne comme une économie de consensus. Et l'artifice social dont nous venons de parler pourrait et peut, en fait, exiger un large soutien.

Il se développe souvent un gouffre non négligeable entre les program-

⁵ Voir Brandon Mitchener sur l'économie dans la campagne actuelle dans *International Herald Tribune*, 4 février 1994 et pour un arrière-plan rapide sur le sentiment général, voir *Quentin Peel* dans le *Financial Times*, le 2 février 1994.

mes, leur application et leurs conséquences dans le monde réel.⁶ Mais cela n'entame en rien notre thèse du double-emploi en politique. Au contraire, même sur le sujet hautement conflictuel du degré d'engagement public - les frontières de l'Etat - on entend sans aucune équivoque qu'il faut restreindre les activités du secteur public. Et les exemples taillant les frais généraux, abandonnant les activités du secteur public en un mot, la saine finance, sont, de façon discutable, au moins aussi fréquents dans les municipalités et les Länders dominés par le SPD que dans les secteurs du corps public gouvernés par le CDU. Ainsi, ici encore, sur la question de la position budgétaire, que l'on pourrait considérer comme plus fondamentale pour les taux, il est difficile de distinguer de différences significatives.

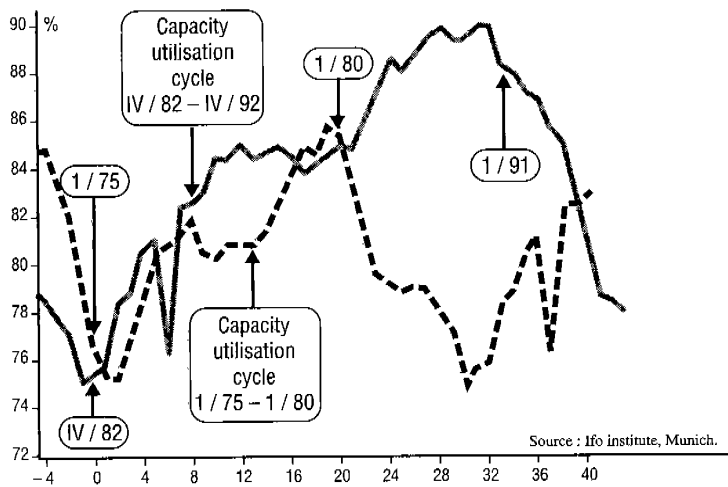
Notre conclusion est donc que, puisque nous n'aurons pas de bloc dominant d'un côté ou de l'autre du spectre, nous finirons avec une équipe qui courra pour les électeurs du centre. La sagesse acquise en sciences politiques montre que c'est une situation instable, sinon malsaine. Après tout, MM. et Mmes les acteurs représentatifs devraient avoir le choix, d'une manière ou d'une autre. Bien plus, la grande, la vraie coalition n'est pas un terrain inconnu. A la fin des années soixante, elle a même permis d'installer le gouvernement socio-libéral qui a duré jusqu'en 1982. Et même aujourd'hui, nous avons un gouvernement de ce type, par exemple au Bade-Würtemberg, qui semble travailler à première vue aussi bien que celui de Berlin. En fait, les investisseurs internationaux devraient avoir ce qu'ils réclament : le juste milieu, gage apparent de la stabilité.

529

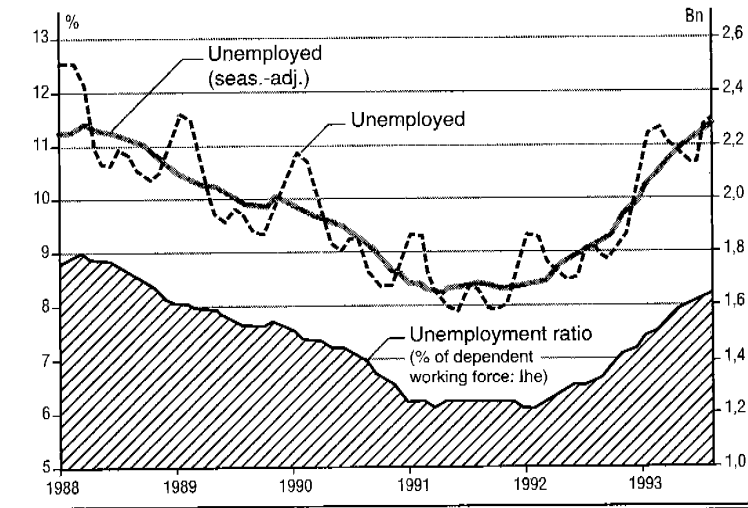
Traduit de l'anglais par Catherine de Leobardy

⁶ Cela a découragé assez vite nos frères et sœurs de RDA - s'ils ne le savaient déjà. C'est d'autre part une illustration d'actualité puisque le changement des intentions de vote de l'ancienne RDA est largement lié au changement possible du gouvernement de Bonn.

Graphique 1
Capital & Labor : Signalling Macro-Slack



530



Source : Deutsche Bundesbank

Graphique 2

Inflation 1994 : On The Retreat

