

CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

LA BUBA : À LA RECHERCHE DE L'ARGENT PERDU

HANS HELMUT KOTZ *

Dans les marchés à revenu fixe qu'a connus l'Europe jusqu'au début du mois de mai, pour commencer, c'était l'automne au printemps. La longue fin de la courbe des taux d'intérêt allemands, par exemple, a repris une bonne centaine de points par rapport à son niveau du 31 décembre de l'année passée. De même, les profits totaux des marchés européens ont diminué d'environ cinq pour cent. Cela nous rapproche de ce que les gens, dans le plus pur style des marchés, appelleraient un krach. A la mi-juin, les choses se sont encore gâtées. Des obligations à dix ans se sont négociées sur une base solide de 175 points au-dessus de leur niveau de l'année passée et le taux moyen des marchés secondaires ne dépasse pas sept pour cent. Comment en est-on arrivé là ?

331

Les premiers suspects sont, bien sûr, les banques centrales. La Fed a augmenté ses taux d'un quart de point au début de février. Ensuite, la Bundesbank a publié les chiffres choc de M3. Cependant, en signalant cela, on ne dit pas grand chose. En tous cas, il n'y avait pas de changement imminent dans la disposition générale à la baisse. Et finalement, sur un plan plus idiosyncrasique, les rumeurs du marché se sont faites plus insistantes, et avec une dose sérieuse de *Schadenfreude*, pour laisser entendre que les fonds d'arbitrage, qui avaient été un peu courts sur le yen, devaient couvrir les pertes après l'échec des pourparlers Clinton-Hosokawa. Ils se sont donc rattrapés en faisant du dumping sur les obligations sur le marché des liquidités européennes.

Cela dit, tout ceci semble plausible jusqu'à un certain point. Mais pourtant, ces notions obscures - taux de croissance, perspectives d'inflation, utilisation de la capacité, etc. - n'ont pas beaucoup changé ces deux derniers mois. En fait, il reste là une marge d'incertitude assez importante

* Chef du service des études, Deutsche Girozentrale Deutsche Kommunalbank.

sur l'évaluation des prix des marchés s'appuyant sur des prévisions actualisées à un rythme hebdomadaire. Mais les circonstances dominantes semblent suggérer ici encore, comme le démontre de manière convaincante Patrick Artus, qu'il existe une sorte d'éloignement entre les marchés financiers et les analyses économiques.¹ Cet animal étrange, l'investisseur patient avec une faible aversion pour le risque (autrement dit une confiance inébranlable en l'économie), qui joue à court-terme et mise sur un retour moyen, bref l'investisseur tel que le dépeint par exemple McKinnon, a disparu depuis trop longtemps. Nous sommes donc assaillis par une foule de questions pressantes: pourquoi toute cette agitation et pourquoi cet entraînement des taux? Et surtout, ce qui est plus intéressant, où cela nous mène-t-il? Bien sûr, les économistes sevrés au stade du concept de marché à rendement hebdomadaire, s'arrêteront là, en méditant depuis cette position sur les beautés des mouvements browniens. Mais nous qui appartenons à la tribu de l'*up and down*² ne pouvons pas nous offrir ce luxe. Bien plus, ceux qui font profession de miser de l'argent en suivant ce que leur dicte leur instinct ne peuvent pas non plus laisser à l'agnosticisme le soin de garantir leur niveau de vie.

332

C'est là que réapparaît la Bundesbank. Nous allons donc examiner une seule de ses révélations a posteriori. La Buba ne peut brusquement plus suivre la courbe des taux d'intérêt comme elle le faisait jusqu'en décembre 1993. (Le graphique suivant sur la diminution des prix en décembre 1994 concernant le contrat trimestriel Euro-DM rend bien compte de ce changement de sentiment.)

Certes, la politique monétaire allemande a (toujours) été, à vrai dire, une politique monétariste du genre pragmatique. Et de fait, M3, dans son accroissement, n'a jamais empêché la banque centrale de baisser les taux de façon substantielle depuis septembre 1992, même si c'était parfois à la vitesse de l'escargot. Mais cela révélait pourtant des priorités, le marché prenant la liberté de redessiner les courbes des taux jusqu'à les rendre méconnaissables. Cette relecture déconstructionniste de la fonction réaction de la Bundesbank est en fait bizarre et probablement fausse.

M3: indicateur, cible intermédiaire ou quoi d'autre?

Depuis 1988, la Bundesbank cherche à contrôler M3, c'est à dire la monnaie en circulation, les dépôts à vue (= M1), plus les dépôts à terme de

¹ Voir Artus, Patrick (1994): «Marchés financiers et analyse économique: le divorce», in *Le Figaro*, 13 mai 1994;

² La paternité de l'expression revient au Professeur Paul Krugman.

³ Soit dit en passant, les Allemands semblent friands de qualificatifs. Ils redoutent les formes pures; le meilleur exemple en est peut-être l'expression soziale Marktwirtschaft (l'économie de marché sociale);

moins de quatre ans (= M2) plus encore les livrets d'épargne (avec préavis statutaire)⁴. Les cibles sont formulées en surveillant d'un oeil l'offre potentielle (globale), la tendance de la vitesse et, bien après, le taux d'inflation, soit-disant inévitable. La cible n'est pas définie en termes techniques, comme les marges opérationnelles d'erreur. Mais entre ses limites inférieures et supérieures il laisse explicitement la place au jugement discrétionnaire du conseil de la banque centrale. Et, bien sûr, au gré de son évaluation des situations dominantes, la Bundesbank agite ces marques de guidage au rythme de l'apparition de nouvelles informations.

Cependant, dans la perception du public, la Bundesbank fait figure d'arsenal monétaire solide. C'est pourquoi il n'est peut-être pas inutile de procéder à une petite transposition scolastique. Il existe, c'est certain, plusieurs types de monétarisme. Le Mark 1 (la règle du k-pour cent), comme James Tobin en a baptisé la version originale, supposait cependant de cibler la base monétaire. Et, de fait, en s'appuyant sur un multiplicateur monétaire stable pour fonder une relation saine entre les masses monétaires et le but ultime, l'approche classique était, en plus, favorable à l'application d'une règle non réactive. La Bundesbank, cependant, essaye d'atteindre une masse monétaire qui se trouve au bas du mécanisme de transmission. En fait, avec l'équation du change en arrière-pensée, et comme cet évangile est vendu aux marchés, où elle fait la pluie et le beau temps, cette approche est difficile à différencier, d'un point de vue méthodologique, d'une volonté de cibler le revenu nominal. Mais, naturellement, on peut aussi appeler cela du monétarisme pragmatique.

Quoi qu'il en soit, la version officielle est que « à long terme, il y existe une corrélation assez étroite entre la masse monétaire utilisée comme cible intermédiaire et le niveau des prix ». Cette idée est illustrée par la représentation de séries atténuées de dix trimestres de M3 sur une variable inflation, elle-même aplaniée de façon identique et, de plus décalé de dix trimestres. Néanmoins, et la Buba le reconnaît elle-même, « les prix peuvent bien s'écarter du chemin tracé par la croissance monétaire ».⁵ (Notre Tableau 1, inspiré d'une illustration de Benjamin Friedman, illustre le glissement dans la relation à long terme. Ainsi, même si l'on peut discerner un mouvement parallèle à long terme dans les séries temporelles respectives, cela ne donne pas le résultat du contrôle monétaire. C'est dans le moyen terme, autrement dit dans la dimension politique, qu'il est important de voir le temps qu'il faut aux déviations pour disparaître par rapport au long terme. C'est à ce niveau qu'il est fréquent de constater un conflit significatif sur les échelles de temps. Les autorités monétaires sont souvent impatientes

⁴ Entre 1975 et 1987 la cible était exprimée en termes d'argent de la banque centrale qui était une somme pondérée des composants de M3.

d'obtenir des certitudes sur le long terme. Les marchés, de leur côté, plaquent la politique sur un horizon temporel considérablement ratatiné. Ainsi avant même que les cendres du court-terme ne s'éteignent, autrement dit avant même que les erreurs ne se consomment dans le long terme, l'attentisme des banques centrales favorise une réévaluation constante devant les écrans. Et pour elles, il est insupportable de rester à ne rien faire devant un flot ininterrompu d'informations qui leur paraissent pertinentes.

C'est d'autant plus vrai qu'un abîme sépare ostensiblement la conduite de la politique et son marketing. Dans l'article déjà cité, la Bundesbank reformule la théorie quantitative de la monnaie dans sa version la plus récente, l'approche P*. Selon elle, l'Allemagne est à l'abri des mauvaises surprises sur le niveau des prix. En conséquence, l'écart béant des prix, impliqué dans la rapidité de la moyenne à long terme de M3, n'est pas facile à réconcilier avec la tendance dominante de la politique monétaire. Si pourtant, nous abordons les choses sous un autre angle, et si le Cambridge k augmente - c'est à dire s'il y a de l'argent qui disparaît dans un transfert de la demande monétaire - ces remarques alarmistes deviennent alors déplacées. Bien sûr ce n'est qu'une tautologie, qui visait à pousser à l'extrême les préoccupations explicites de la Bundesbank. Mais pour le dire dans le jargon du marché, ce n'est pas en trouvant deux variables qui ne soient pas dépendantes du temps (stationnaires) et pour lesquelles il existe des moyennes pondérées, qui ne flottent pas (co-intégration), que l'on peut rendre compte du problème de la causalité. En d'autres termes, on peut fort bien concevoir un paysage où l'inflation se conduit bien, en dépit des troubles récents de M3.

334

Sur un tel scénario, la Bundesbank a eu bien du mal à expliquer la dissonance - disons, apparente - entre les chiffres récents fournis par M3 (21 pour cent en janvier, 17,5 pour cent en février et 15,4 pour cent en mars) et la tendance inexorable de la détermination des taux d'intérêt de la Bundesbank⁶ La récente tendance à la baisse a été la réitération de facteurs spéciaux. Et il y a bien sûr des raisons fiscales à la demande accrue de crédit pour l'habitat et à l'imposition d'une taxe sur les plus-values intermédiaires sur les fonds d'investissement qui ont amené un rapatriement de

5 Deutsche Bundesbank (1992): la corrélation entre la croissance monétaire et les mouvements des prix en République Fédérale Allemande, Rapport mensuel, janvier 1992, p. 20.

6 En voici la démonstration arithmétique: prenons la valeur de mi-mars de 1865,9 bn de DM écrit sur la moyenne de Q4 (de 1780 bn de DM), comme cela remonte à 4 mois, on extrapole de 4/12; on obtient alors un taux de croissance annuel de 15,4 pour cent. En fait, pour procéder à la déflation des chiffres de choc on peut pondérer d'autres formules agréables. Par exemple, vous pouvez à l'aide de votre logiciel préféré, aplanir les extrêmes de façon acceptable en allongeant les périodes de base que vous avez entrées. Il semble cependant que l'on parte ordinairement du principe que les participants aux marchés financiers sont capables de déchiffrer des taux composés. C'est pourquoi il ne sera peut-être pas facile de faire passer cette idée.

l'argent investi à l'étranger dans des actifs immobiliers. L'afflux, transformé en dépôts à terme, a encore déformé notre bel M3. En outre, la disparition de la répugnance à placer son argent sous des formes non-financières de créances financières a été cependant gênée par le clair-obscur qui règne sur les tendances des taux à long terme. Et, en fait, en annonçant une nouvelle diminution des taux - mais certainement pas la dernière - le 11 mai 1994, la Bundesbank a mentionné pour se justifier l'amélioration des perspectives concernant l'inflation (c'est à dire le but ultime) et, assez indirectement, l'espoir d'impact sur la cible intermédiaire comme point d'ancrage. Soit dit en passant, c'est bien à contrecœur que la Bundesbank a admis les problèmes bien connus des agrégats largement définis dans un environnement inversé ou dans un environnement de taux d'intérêt.

Interprétation de l'herméneutique de la Buba et de l'élaboration du jeu politique.

Les récents problèmes de M3 ont ainsi fourni d'amples occasions de pondérer les solutions. Idéalement, un tel système de guidage devrait être mesurable et contrôlable par la banque centrale et présenter une relation fiable avec le but final: le contrôle de l'inflation. Il ne manque pas de candidats, on le sait. Le taux d'intérêt réel n'est pas observable et, en outre, il échappe au contrôle immédiat de la banque centrale. Et cela vaut également pour la courbe des taux d'intérêt - bien que l'on puisse théoriquement en tirer des informations supplémentaires sur les directions de la politique monétaire.⁷

335

Le crédit, le revenu nominal, ou la règle du q de James Tobin ont tous aussi été proposés et examinés. Pour simplifier: les demandeurs d'emploi questionnés n'ont pas vraiment la même surface que les gens en place. Il n'existe donc pas, probablement pour des questions de système, de cible incomparable. En fait, cette recherche de la bonne alternative n'est rien d'autre qu'une course sans effet, comme Benjamin Friedman, à partir de l'analyse de William Pole, l'a fort bien démontré à plusieurs reprises. S'il existe des incertitudes concernant la structure de l'économie et la nature des chocs, il semble raisonnable «de consacrer plus d'efforts à trouver et à utiliser une solution alternative et une information supplémentaire.»⁸ La politique monétaire, en réalité, deviendra alors une sorte d'herméneutique: «la seule précaution [que Saint Augustin recommande d'employer

⁷ Voir dans le cas de l'Allemagne, par exemple, notre texte dans la Revue d'Economie Financière (n°17, Été 1991, p. 202) et pour une perspective plus large, Wolfgang (1992): «Monetare Fundierung einer angebotsorientierten Stabilitätspolitik», in Konjunkturpolitik, vol. 38, p. 316.

⁸ Tobin, James (1983): «Monetary Policy: Rule Targets and Shocks», in Journal of Money, Credit and Banking, vol. 15, n°4, p. 516.

pour lire la Bible] consiste à comparer les différentes traductions afin de trouver l'interprétation la plus juste.»⁹ Et le nouveau Gouverneur de la Fed, Alan Blinder, découvrant le pragmatisme de la Bundesbank, a applaudi à cette méthode dans son exégèse d'un article de l'ancien Président de la Bundesbank, le Professeur Schlesinger. «Il est, dit-il, difficile d'imaginer une description plus claire d'un régime purement discrétionnaire.»¹⁰

Les réactions actuelles de la Buba attestent ces principes de base. Tandis que M3 signale depuis environ trois ans déjà une situation très fragile et d'un point de vue canonique presque irresponsable, la Bundesbank a taillé dans ses taux. A vrai dire, la courbe des taux d'intérêt, jusqu'au printemps de cette année, attestait une toute autre politique monétaire. En outre, le chômage étant nettement au-dessus du niveau déclencheur d'inflation, le coût du travail unitaire suit pendant ce temps une ligne plus raisonnable. A vrai dire, l'économie reprend pied. Et la Bundesbank est heureuse de l'annoncer dans son dernier rapport mensuel (ce qui était déjà le cas il y a un an). Mais les résultats récents sont clairement médiocres. Ainsi le manque général d'activité de l'économie, qui se mesure par le déficit de production (voir graphique), attise l'inflation et en fait un gouffre financier. Le CPI sous-jacent se rapproche de 2 pour cent pour 1995.

336

En conclusion, la Buba a élaboré son produit de manière grossière et démodée. En maintenant ses taux d'intérêt à court terme au niveau prévu pour un ralentissement de la demande globale et une diminution de l'inflation. Le chômage a dépassé le point qui pouvait provoquer l'inflation des salaires. Il continue pourtant à augmenter. Et la dépression de l'économie réelle amène les gens à réfléchir au moins deux fois avant de céder à la bonne vieille mauvaise habitude de l'augmentation. Ainsi, en chassant l'inflation du système, la Bundesbank a eu et a toujours plus de marge de manoeuvre. Et le Président Tietmayer a donné une description juste de l'approche politique de la Bundesbank quand il a déclaré récemment qu'elle n'était certainement pas dogmatique. Si elle avait choisi de suivre les indications de M3 pour conduire sa politique, en d'autres termes, si elle avait agi «indépendamment des événements et des observations, [i.e.] ... dans un aveuglement délibéré»¹¹, elle aurait adopté une position plus stricte encore et entraîné de ce fait infailliblement une dépression en Allemagne. Ainsi, à nos yeux, la Bundesbank pourrait aisément se justifier d'avoir «négligé» son indicateur et sa cible intermédiaire.

Il convient cependant d'ajouter ici une note de prudence. Le rapport mensuel de juin publié aujourd'hui reprend la déclaration du Président

⁹ Voir Ecco, Umberto (1994):

¹⁰ Blinder, Allan (1987): «The Rules-versus-Discretion Debate in the Light of Recent Experience», in *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. CXXIII, p. 409.

¹¹ Tobin, James, loc. cit., p. 507.

Tietmeyer qui affirmait début juin qu'avec l'escompte et les réductions du taux lombard de la mi-mai, les horizons du taux d'intérêt s'étaient dégagés pour un temps. De ce fait, simultanément, les marchés ont pris ce phénomène comme une excuse pour continuer à paniquer et à plonger. Cela semble indiquer, outre les élaborations fondamentales dans le rapport de juin de la Buba sur M3 (soit disant provisoires bien que tout à fait marquantes) l'erreur qui consisterait à croire à une nouvelle diminution des taux sur la base d'un boniment concernant la cible intermédiaire de la Bundesbank. Si des facteurs spéciaux ne se déroulent pas ou se déroulent de façon trop lente, nous pourrions bien voir la politique monétaire allemande coincée pour un moment. Ainsi, avec le temps, on pourrait assister à de nouvelles positions de repli. Et historiquement, les taux courts ont toujours pris leur inspiration dans les schémas inflationnistes.

Nous nous sommes montrés bien critiques à l'égard de M3, par défaut, en nous félicitant que la Buba n'en tienne pas compte. Pourtant, même si M3 ne remplit pas sa fonction d'indicateur et de cible intermédiaire, il y a encore beaucoup à dire. D'où l'idée que, même si l'on accepte pour des raisons de principe un pragmatisme aussi obscur et non-dogmatique qui est sans doute une description aussi fidèle que possible des *Secrets du Temple de Francfort* - on peut souhaiter une approche plus réglementaire. Une telle politique entraîne un déni de la valeur de la compétence, de l'ingéniosité, de la rationalité, de la connaissance, du contrôle ou de la liberté de choix.¹² Si l'on est, en d'autres termes sceptique sur les capacités des autorités monétaires, et en outre, si l'on partage le point de vue pessimiste sur l'ampleur de la coordination d'un pays (c'est à dire de la politique salariale), qui peut sembler justifiée en Allemagne, tout ceci nous ramène alors, nous semble-t-il, au rôle décisif de M dans tout scénario d'investissement.

Nous voilà revenus à l'élaboration du jeu politique. Si les partenaires maximisent de façon fiable leurs intérêts en gardant un oeil averti sur les ramifications du système interdépendant des équations auxquelles ils sont soumis, une banque centrale peut dans ce cas se montrer coopérante. Si, cependant, les négociateurs salariaux et les responsables des finances publiques jouent les franc-tireurs et mènent seuls leur jeu sur la question de l'inflation, alors mieux vaut négocier. Il est exact que la vieille et solide aversion allemande pour l'inflation renforce l'indépendance de la Bundesbank. Mais dire aux gens qu'il faut coller à ses cibles pose un problème. Cela reviendrait à dire que, malheureusement, la clef de la boîte à outil monétaire est tombée dans le Main!

¹² Schelling, Thomas C. (1980): *The Strategy of Conflict*, p. 19.

A ce niveau, les cibles intermédiaires fonctionnent comme des boucliers, et écartent les problèmes incompatibles avec la protection contre l'inflation. Cette méthode est de toute évidence compatible avec une bonne dose d'orientation discrétionnaire, pourvu que l'on ait accumulé du capital réputation pendant suffisamment longtemps. (Et cette crédibilité dépend des résultats obtenus par rapport au but ultime). Notre argument, cependant, bute immédiatement sur le problème majeur qu'entraîne ce montage politique. Si la banque centrale laisse croire qu'elle poursuit un but, mais qu'elle cherche tout de même constamment des excuses pour une diminution des taux, cela peut contrarier son crédit anti-inflationniste. Il est vrai, la Bundesbank a fait ses preuves pendant des décennies et montré son sérieux dans la lutte anti-inflationniste. C'est grâce à cela qu'elle peut se cacher derrière des facteurs spéciaux. Mais, en fin de compte, la réputation n'est qu'une chose relative.

Francfort, le 17 juin 1994.*

* Cet article a été écrit à la mi-mai et a subi des modifications mineures le 17 juin 1994.