

## CONJONCTURE ÉTRANGÈRE

### CONSIDÉRATIONS POLITIQUES À L'ÉGARD DES DEVICES CONVOITÉES ET DES DEVICES BOUDÉES

HANS-HELMUT KOTZ\*

«C'est un yo-yo, répondit-il, en ouvrant sa main pour le lui montrer. Je l'ai trouvé dans la rue». «Est-ce que ça marche?». Le garçonnet rehaussa ses épaules d'un geste exagéré. Je sais pas. Siri peux pas le faire et je sais pas comment...

Paul Auster, *City of Glass (La Ville de Verre)*.

Ces derniers mois la devise allemande a fait l'objet d'une très forte surenchère (au détriment bien évidemment des autres monnaies). Le 7 mars, le mark cotait 75 cents. Quelques jours auparavant, la peseta espagnole était tombée pratiquement à son plancher au sein du SME et, à l'instar de l'escudo portugais qui avait subi une dévaluation de 3,5 % la semaine suivante, elle a connu à la même période un traitement encore plus radical avec une dévaluation de 7 %. Même au coeur du Système Monétaire Européen, la tension est sensiblement montée, alimentant en même temps doutes et espoirs envers une création politique, l'Union monétaire. Quant au franc français, sensible aux résultats des sondages concernant la campagne présidentielle actuelle, il enregistrait son plus bas niveau historique par rapport au mark. Entre-temps, une accalmie, bien que relativement fragile, est revenue sur le marché des changes. Face à cette soudaine adoration et cet engouement pour le roi *mark*, tel que décrit par Eric Le Boucher dans *Le Monde*, nous demeurons perplexes. Après tout, juste un an auparavant, Rudiger Dornbush du MIT, s'attendait pour l'année 1994 à une série d'attaques sur la devise allemande de type Soros & Co (*Le Deutsche Mark Business Week*, le 7 mars, 1994).

295

---

\* *Deutsche Girozentrale - Deutsche Kommunalbank - Frankfurt am Main et European Institute of Public Administration, Maastricht.*

Une telle conjecture semblait découler tout naturellement de l'opinion générale, alimentée ironiquement par les sphères gouvernementales à un point tel que les troubles persistants du *Standort Deutschland* étaient de notoriété publique. La portée de cette opinion récurrente a toujours été très liée à la balance commerciale. La délocalisation, telle qu'appelée outre-Rhin, était tout simplement un corollaire logique de cette antinomie *Soziale Marktwirtschaft*. Selon un grand nombre d'articles publiés par le FT, le WSJ ou le Frankfurter Allgemeine, la délocalisation symbolisait de manière proverbiale l'inflexibilité et, par conséquent, des coûts excessifs. «L'Allemagne faisait la une... parce qu'elle semblait être en difficulté.... L'Allemagne complaisante, auto-suffisante, surpondérée et surpayée ne parviendrait pas à relever ses défis<sup>1</sup> ». Bien évidemment, ce jugement n'était pas très loin de la vérité. Mais, face à une capacité d'adaptation prouvée, il fallait disposer d'une dose considérable de dissonance cognitive pour tout simplement adhérer au scepticisme ambiant. Incidemment, il semblerait qu'il existe un cycle également dans la perception du pouvoir d'endurance européen, piloté une fois encore par les supposés hauts et bas de cette insaisissable chose que nous appelons compétitivité.

296

Nous acceptons volontiers que l'on se prive d'un peu de distraction, si l'on ne navigue pas sur ces cycles de perception. Néanmoins, il apparaît opportun d'accompagner le courant, puisque l'hypothèse implicite, toutes choses égales par ailleurs, ne s'est pas vérifiée historiquement. En effet, dans le cas de l'Allemagne, les entreprises du secteur des biens commerciaux se sont adaptées aux mouvements considérables des taux de change réels. Le mythe de l'avantage qualité étant insuffisant, elles ont souvent réagi en ajustant leurs prix aux attentes des marchés ; c'est à dire : en évitant des augmentations de coûts et donc en acceptant une réduction de leurs marges afin de s'assurer l'accès au marché. Pour ce faire, elles ont diminué leurs coûts grâce à de rapides gains de productivité et aussi conserver leurs parts de marché. Dans le secteur manufacturier, par exemple, l'unité de coût salarial, après avoir connu un pic au premier trimestre 1993, a reculé depuis d'environ 12 %. En pratique, la production par employé se retrouve à un confortable 14 % au dessus du seuil atteint en 1992. Dans le même temps, l'unité de coûts salariaux est redescendue à son niveau de 1991.

Bien sûr, ceci est intervenu au travers d'une réduction considérable des effectifs. L'emploi en Allemagne de l'Ouest a entre-temps régressé de 3 % par rapport à son sommet du début de 1992. De surcroît, l'accent a été

<sup>1</sup> Dornbush, Rudiger (1993) : «The End of the German Miracle» dans le *Journal of Economic Literature*, vol. 31, pages 881 à 885, une analyse de Giersch, Paqué et Schmieding (1992) : «The Fading Miracle», Cambridge : CUP.

davantage porté sur un renforcement du capital (au détriment du travail). Ici nous nous trouvons face au dilemme d'un niveau élevé de «plein emploi chômage», qui implique des coûts sociaux se traduisant par des charges fiscales considérables. Voici l'argument décisif des années à venir : l'exclusion est en train de couvrir. Hélas, à une échelle trop basse pour obtenir des réactions sur le plan politique. Quoi qu'il en soit, il serait intéressant d'envisager l'hypothèse concernant l'effet de «nettoyeur» causé par l'incessant fouet de la concurrence internationale sur l'économie ouverte allemande. En d'autres termes, a-t-il conduit à une «rénovation continue de la structure productive»?<sup>2</sup>. Bien qu'à contre-courant de l'opinion dominante, cet ajustement à une destruction créative schumpéterienne a été promu par la «structuration institutionnelle» (programme de formation professionnelle, co-détermination, système financier, orientation du consensus ; bref : le capital institutionnel ou social)<sup>3</sup>.

*Un jugement sur le consensus du marché : Des roseaux trop fragiles pour s'y appuyer...*

Après cette petite digression, revenons à notre sujet et considérons l'évaluation courante du marché des changes concernant le mark. Pour commencer, il serait utile de rappeler la maxime du prix Nobel William Sharpe : le prix des actifs n'est qu'une sorte de consensus. Comme ceux qui imaginent constamment des thèmes d'investissement le savent, cela n'est donc pas une réussite surprenante que de concevoir des histoires qui accordent un certain degré de rationalité *post factum* à la récente trajectoire du DEM. En réalité, les éloges sur les vertus comparées du DEM abondent. Mais, toutes ces rationalisations, malheureusement, semblent n'être que des indicateurs à la traîne de ce qui s'est déjà passé. L'on peut quelque part comprendre l'inclination à s'éloigner des hauts échelons de l'activité interprétative, notamment dans les secteurs non pratiqués, où l'on peut trouver confort dans l'agnosticisme, ou disons plutôt, le nihilisme des approches néoclassiques. Ici, les taux de change sont toujours en harmonie avec le comportement d'optimisation, c'est à dire : fondamentalement ancrés.

Néanmoins, il s'agit d'une opinion à laquelle de toute évidence la Bundesbank n'adhère pas. Le 8 mars, la banque centrale allemande a

<sup>2</sup> Caballero, Ricardo et Mohamed Hammour (1994) : «The Cleansing Effect of Recession», paru dans *The American Economic Review*, vol. 84, n° 5, pages 1350-1368.

<sup>3</sup> Voir, par exemple, Saint Marc, Michelle, (1993) : *L'économie allemande face à la réunification*, Paris ; Vuitbert et «Investieren in Westeuropa : Euroskepsis oder Europhorie ? par Rudolph, Bernd et Jörg E. Cramer (eds., 1995) : *Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung*, Frankfurt am Main : Fritz Knapp.

publié un communiqué de presse déclarant que les «récents développements intervenus sur les taux de change comportaient des exagérations, qui n'étaient pas justifiées par des facteurs fondamentaux». La sagesse économique conventionnelle pose en principe deux niveaux d'explication concernant les taux de change. D'une part, la structure profonde doit être gouvernée par une condition d'arbitrage : des dispositifs homogènes, exprimés dans une devise commune, afficheront à la longue le même prix. D'autre part, à niveau superficiel, le mouvement attendu sur les taux de change devrait à moyen terme accompagner celui du différentiel de taux d'intérêt. Par conséquent, la Bundesbank veut dire qu'aucune de ces parités ne prévaut dans les circonstances actuelles. Incidemment de nombreuses études empiriques sur les marchés des changes laissent penser qu'il est rare que cela se produise... Concernant, par exemple, la parité de pouvoir d'achat (PPA), Jeffrey Frankel a démontré que, pour le taux livre sterling / dollar, les écarts par rapport au tout-puissant facteur d'attraction d'équilibre PPA pendant la période de 1973 à 1987 ont été corrigés «à une vitesse estimée d'ajustement ... de 0,313 par an<sup>4</sup>. D'autre part, si la parité de taux d'intérêt est fondée sur le fait que d'importantes opportunités d'arbitrage sont trop tentantes pour qu'elles perdurent, cette parité peut s'avérer être un arrangement non profitable lorsqu'on s'y réfère.

298

Ce que nous avons jusqu'à présent ne sont que quelques valeurs vaguement correctes allant de pair avec d'importantes erreurs courantes. Bien évidemment, le point focal à long terme pourrait être quelque chose du style d'une PPA réformée, qui adjoigne en outre un comportement de tendance en compétitivité. Ou, peut être, les taux de change d'équilibre fondamental de John Williamson (Institut pour l'Economie Internationale), lesquels représentent une contrainte budgétaire inter temporelle pour un pays. Williamson quantifie le niveau de taux de change réel qui garantit un excédent commercial approprié afin de faire face au service de la dette extérieure accumulée. Néanmoins, les forces primaires qui poussent les marchés des changes à moyen terme sont les attentes à l'égard de la politique fiscale et monétaire. Ceci suggère que parfois la politique a une influence majeure ; c'est, pour ainsi dire, un véritable fondamental. Par ailleurs, les marchés des changes prennent malheureusement la liberté de temps à autre de s'écarter de la raison.

<sup>4</sup> Frankel, Jeffrey, (1988) : «International Capital Mobility and Exchange Rate Volatility» dans : Norman S. Fieleke (Ed) : *International Payment imbalances in the 1980's*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series 32, p. 171.

*Synthèse de la médiocre reprise en Allemagne*

Dans la mesure où ces mouvements capricieux des taux de change ne sont que temporairement déconnectés des fondamentaux insaisissables, un brin de support économique réel pourrait néanmoins s'avérer intéressant. Nous n'ignorons pas (grâce à une analyse rétrospective) que l'économie allemande, jugée selon le taux d'utilisation des capacités, tel qu'observé par l'IFO de Munich, se trouvait déprimée au troisième trimestre 1993. Année après année, le PIB allemand a augmenté de quelques 2,3 %, ce qui a donc constitué une relative bonne surprise, car les prévisions pour 1994 oscillaient entre une stagnation (pour nous également, nous devons l'avouer) et 1 % de reprise. Pendant les cinq trimestres de reprise, la contribution de la consommation des particuliers était à peine perceptible. En réalité, les dépenses de consommation se sont tout juste stabilisées, car le taux d'épargne des ménages a considérablement chuté, pratiquement d'un point par rapport à la moyenne des trois cycles précédents (voir graphique 1).

Tandis que la reconstitution des stocks et l'augmentation des dépenses d'état représentaient respectivement 13,5 et 15,5 % de la reprise, les principales contributions à la croissance du PIB sont venues de la construction de logements (22 %) et des exportations nettes (43 %). La reprise n'a fait qu'avancer à la moitié de la vitesse d'un redressement ordinaire.

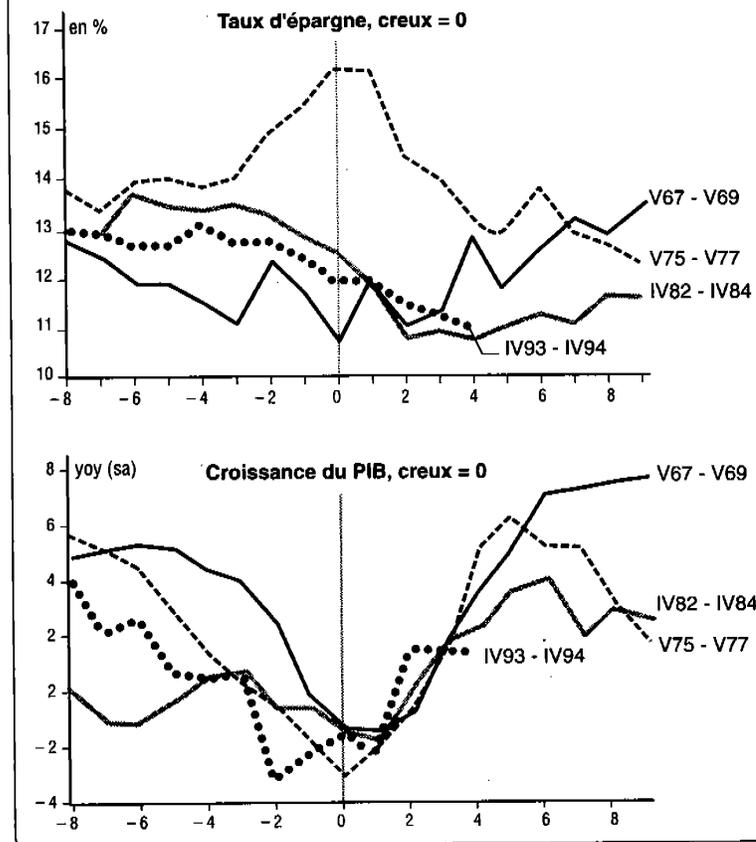
299

Pour cette année, l'économie de l'Allemagne de l'Ouest semblait continuer sur la même lancée. Néanmoins, depuis que Robert Lucas nous a fait comprendre que les mouvements autour du PIB suivent une auto-corrélation d'un ordre inférieur, c'est à dire qu'il existe une certaine inertie dans la déviation de la tendance, nous aurions même pu être en droit d'espérer un rythme plus soutenu. Hélas ! la suppression des incitations fiscales aurait probablement un impact négatif sur le secteur de la construction. Et le roi mark, réévalué en termes réels nets de près de 8 % par rapport à sa moyenne des années précédentes, peut mettre un frein au bon fonctionnement des exportations nettes. Si l'on applique des élasticités historiques, toutes choses étant égales par ailleurs, l'on pourrait craindre que le taux de change courant du DEM pourrait, s'il perdurait, réduire presque de moitié l'augmentation des exportations prévue (entre 7 et 9 %) et enlever un demi point de croissance au PIB. A long terme, néanmoins, les exportations de l'Allemagne de l'Ouest sont sensibles à la croissance du marché. Et même sur une période plus courte, les taux de change effectifs réels (ou l'utilisation des capacités) ont un impact à peine perceptible.

Mais les perspectives semblent par ailleurs moins brillantes, car cette période de deux ans marquée par d'importantes restrictions salariales, est bien loin. Bien sûr, les coûts salariaux unitaires restent bien maîtrisés. En

Graphique 1

## Les cycles du taux d'épargne et du PIB

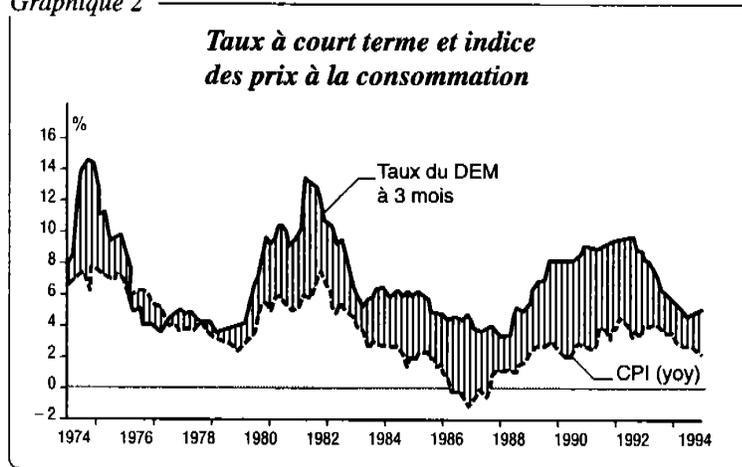


300

outre, la courte grève du secteur de la métallurgie n'est pas tellement un signal de manque de consensus, mais plutôt d'une approche de négociation mal ficelée le conflit a apparemment été déclenché par le patronat, lequel au départ refusa d'entamer des négociations. Il a paradoxalement renforcé l'engagement des syndicats, fermant toute porte de sortie à leurs partenaires dans le conflit). De toute manière, le point central des négociations était devenu une augmentation de 4 %. Cela ne provoque pas pour autant un véritable choc au niveau des prix, qui aurait poussé la Bundesbank à réagir. Mais du point de vue des chômeurs, on aurait souhaité moins.

Compte tenu de cet environnement, notre variable exogène, le mélange de politique fiscale et monétaire, restera d'actualité. Le principe chapeau-

Graphique 2



tant la politique budgétaire est à inscrire en lettres rouges. Sur l'année à venir il existe une possibilité de tassement, étant donné les réductions fiscales programmées mais non financées, entre autres une augmentation des indemnités de revenu minimum pour les particuliers. Les déficits du secteur public ont néanmoins tendance à se réduire. Ces deux dernières années, suite au ralentissement économique et à la chute du PIB au dessous de son potentiel, l'inflation a commencé à reculer assez rapidement vers leur niveau satisfaisant pour la Buba. Les taux d'intérêt réels à court terme ont grimpé depuis le dernier trimestre. Ils dépassent leur moyenne des deux dernières décennies et, bien évidemment, ils sont beaucoup plus élevés que pendant des périodes comparables du cycle normal des affaires allemand (cf graphique 3 : Les taux réels à court terme sont-ils neutres ?). Néanmoins, la Bundesbank n'est absolument sous aucune véritable pression interne pour lâcher du lest. Par conséquent, la politique monétaire continuera à être également maîtrisée. Des réductions de taux ne sont concevables que par défaut, car elles dépendraient d'une crise en gestation au coeur de l'Europe.

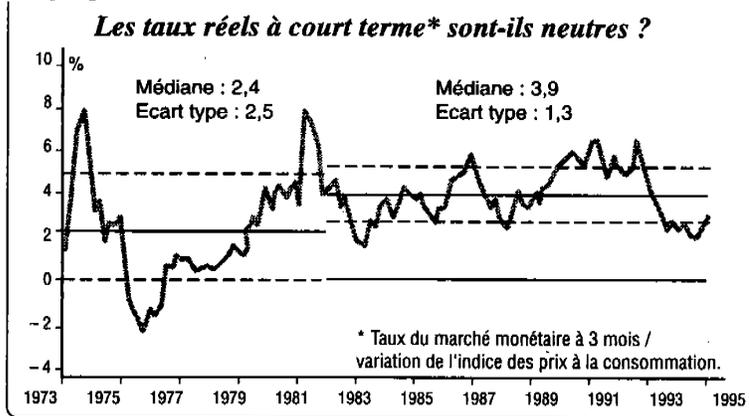
301

*Taux d'intérêts : Devises ordinaires contre devises convoitées*

Des retournements de tendance attendus dans le spectre politique font sautiller les marchés. Quant à l'Allemagne, les marchés ont tendance à voir

5 Döpke, Jörg et Malte Fischer (1994) : « Was bestimmt die deutschen Exporte- dans Weltwirtschaft n° 4, pages 54 à 66, ici page 61.

Graphique 3



Source : Deutsche Bundesbank

302

le bon côté des choses. Alors qu'en Allemagne la perspective d'une reprise salutaire laissait présager un raffermissement des taux, aux Etats Unis, le niveau futur attendu des taux est tombé de presque un point le mois dernier. La boucle est-elle bouclée ? En septembre 1992, le premier choc sismique subi par le SME a été le prélude à la réduction des prix administrés en Allemagne et par conséquent des marchés monétaires européens. La Bundesbank s'est lancée dans (ce que l'on a appelé avec euphémisme) un « assouplissement en douceur des taux », ce qui a déclenché « l'approche de la main ferme ». Ce plan a-t-il été programmé pour une réestimation, face à un mark trop attrayant sur le marché des changes ?

Apparemment des anomalies concernant les fondamentaux sont la norme<sup>6</sup>. C'est pourquoi le membre représentatif du Conseil de la Bundesbank semble réticent à l'idée de brandir l'arme des taux à l'encontre des spéculateurs (dans ce cas là, des baisses symboliques et / ou des interventions stérilisées et coordonnées feraient l'affaire). Nous pouvons facilement nous ranger à cet avis. Alors que nous pensons que l'assouplissement des taux de la Bundesbank a été abandonné prématurément, nous ne pouvons pas comprendre pourquoi les taux doivent être ajustés au niveau des desiderata des marchés des changes. La raison est que les marchés n'ont pas toujours raison. Il semble assez évident que ceux qui remplissent les salles des marchés étouffent souvent les signaux émanant de la structure sous-jacente. Prenons par exemple le cas de Robert Schiller,

6 Consulter le Chapitre 14 par Ken Froot et Richard Thaler dans : Thaler, Richard (1992) : *The Winner's Course*, New York Free Press.

qui dans d'élégants articles à démontré comment les prix, influencés par des attentes assez floues sur les fondamentaux en constant changement, dépassent trop souvent les marges d'erreur admises par les prévisionnistes dès le départ. C'est pourquoi les gourous vont généralement au delà des fondamentaux admis (différentiels d'inflation, situation des comptes courants, différentiels de croissance) lorsqu'ils représentent les véritables caprices des marchés. Nous devons donc admettre que dans l'espace conceptuel des intervenants du marché, la politique a un rôle particulier à jouer. Ce que les gens négocient, ce sont des probabilités. Même si, pour prendre un exemple, une réorientation fondamentale dans le cas de la France : une politique alternative, a peut être peu de chances de réussir, cette donnée est évaluée dans la prime des taux de change ou d'intérêts. De surcroît, des raisons tout à fait pertinentes justifiant la dépréciation, que l'on peut trouver facilement dans chaque campagne politique, plaident en faveur de la réaction démesurée qui caractérise les marchés des changes.

Au vu de cet environnement, la métaphore de Keynes concernant le concours de beauté nous revient à l'esprit. Les apparences ont, comme certains d'entre nous l'ont toujours imaginé, une influence sur les revenus des particuliers : «les gens ordinaires gagnent moins que ceux d'une beauté courante, lesquels gagnent encore moins que ceux qui sont beaux»<sup>7</sup>. Les marchés des devises semblent également avoir les mêmes critères de sélection. Nous ne vivons pas dans un monde d'absolus. En d'autres termes, la beauté réside naturellement dans les yeux de l'observateur. On peut bien évidemment débattre de la politique économique allemande, par rapport à ses alternatives et évaluée selon les perspectives du marché, elle se rapproche néanmoins davantage des prévisions courantes.

Bien évidemment, au bout du compte, les prix reviennent à la raison. C'est pourquoi, Hans Barbier, journaliste principal du *Frankfurter Allgemeine* insistait sur le fait que les marchés sont gouvernés par la raison, s'ils se retrouvent à un niveau maîtrisé (Mars 1995). Malheureusement, tel que nous l'avons appris pendant la dernière décennie, cela peut prendre du temps. Nous pouvons néanmoins adopter une attitude de fatalisme, en acceptant essentiellement une approche de résignation étant donné que l'expérience a recherché des activistes. Après tout, les problèmes de coordination semblent progresser géométriquement avec la distance économique entre partenaires. Tout ceci ne causerait pas de problèmes majeurs si, tel que Patrick Artus l'a dernièrement signalé, les marchés de capitaux se prémunissaient contre les politiques arbitraires. Bien évidemment, comme il l'a indiqué, ils accomplissent leur travail de correction

<sup>7</sup> Hamermesh, D.S. et J.E. Biddle (1994) : «Beauty and the Labor Market», paru dans l'*American Journal Review*, Dec. 1994, pages 1174 à 1194.

de manière impitoyable (Le Monde, 7 Mars 1995). Mais, pourquoi s'en inquiéter si, en principe, les marchés poussent le processus politique dans la bonne direction, évitant ainsi que les gouvernements adoptent des politiques qui mèneraient de toute façon au naufrage ?

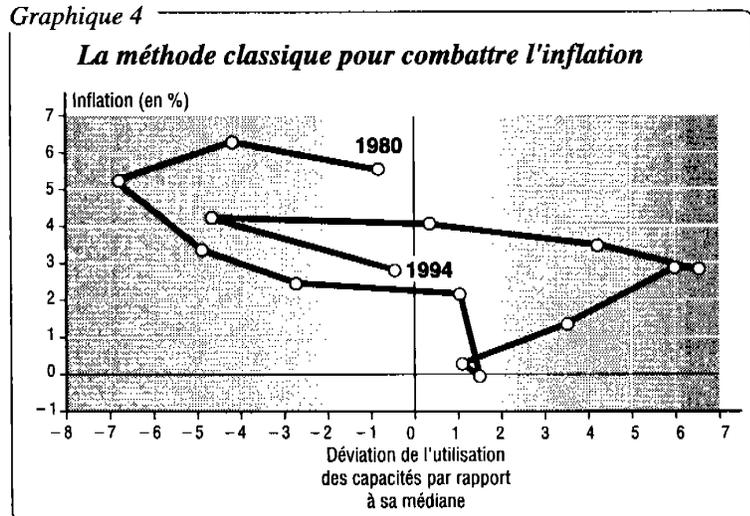
Pour nous, il est difficile de considérer les marchés des changes comme des rois philosophes bienveillants. En revanche, ces mêmes marchés des changes semblent ajouter parfois des sentiments de crainte. Par ailleurs leurs jugements sont bien évidemment fragiles, réagissant à des modes passagères<sup>8</sup>. Comme on peut l'imaginer, James Tobin ne se range pas à l'avis concernant la bienveillance permanente des marchés financiers. En revanche, il pense que «les marchés financiers sont intrinsèquement soupçonneux et préfèrent minimiser l'inflation en maintenant l'économie dans le marasme<sup>9</sup>». Parmi ceux qui partagent ce jugement, certains tirent les conclusions qu'une accélération du projet d'UEM devrait être l'élément fondamental. Néanmoins, cela dépendra d'un acte politique majeur de foi. Cela impliquerait une révision des critères d'admission au club de l'UEM. Hélas pour ce jeu d'ingénierie sociale, l'Europe n'en a de toute évidence pas la trempe. Ce que nous tirons d'une expérience récente est que quelques régions de l'UE ont besoin des taux de changes comme amortisseurs. Bien évidemment, nous pouvons penser aux mondes où l'intégration monétaire s'entend à merveille avec une diversité politique et culturelle de taille. C'est un monde, où l'argent n'est qu'un voile nominal et où les taux de change ne comptent pas vraiment. C'est pourquoi, accessoirement, ceux qui connaissent des mouvements malheureux de prix sont moins attirés par l'idée de rejoindre les unions monétaires. Si les changements dans les taux de change nominaux ont un impact, alors une union monétaire doit s'appuyer sur des substituts fonctionnels pour faire face aux déséquilibres régionaux : flexibilité à la baisse des prix relatifs, spécialement la force de travail, acceptant un niveau plus élevé de migration vers des régions plus riches ou un niveau plus élevé de transferts financiers inter-régionaux. Par ailleurs, la cohésion politique qui pourrait faire décoller l'UEM n'est pas encore achevée. Pour finir sur cette

*8* Tel que nous l'apprend le livre de Bob Woodward (rendu célèbre par le Watergate), la formulation de la politique dans l'Administration Clinton a été en grande partie réorientée par les réactions supposées des marchés obligataires en fonction d'un programme de financement de déficit d'investissement public. L'investissement, incidemment, l'approche originale de Clinton, qui n'était pas à la hauteur de l'économie des représentants des courtiers en obligations, comptait sur l'appui de non moins de six Prix Nobel d'économie. Mais, entre-temps, une auto-reflexion est apparue : l'ordre du jour reformulé pour qu'il soit au goût des marchés obligataires, ne plaît plus aux courtiers des marchés des changes.

*9* Tobin, James (1983) : «Unemployment, Interest, Deficits and Money» de : Peter Jackson (Ed 1987) : *Policies for Prosperity*, Brighton : Wheatsheaf Books, p. 198.

attitude sceptique ajoutons que : c'est la raison pour laquelle «l'union incomplète» (Paul de Grauwe) à bandes larges est la meilleure que nous puissions atteindre.

Graphique 4



Source : Institut IFO, Munich.