

## Trois aspects de la politique monétaire allemande

Virginie COUDERT\*

— U. Camen : « FRG Monetary Policy under External Constraints, 1979-84 », *CEPS Working Documents*, n° 21, April 1986

— M.J.M. Neumann : « Die Grundgeldmenge ein Neuer Indikator der Geldpolitik », *Kredit und Kapital* n° 19 (4), 1986. IV

— H.J. Dudler : « Geldmengenpolitik und Finanzinnovationen », *Kredit and Capital* n° 19 (4), 1986. IV.

La situation monétaire en Allemagne se caractérise actuellement par trois phénomènes importants :

- 1) La nécessité de stabiliser le taux de change du dollar.
- 2) L'abandon de l'objectif monétaire qui avait prévalu depuis 1974.
- 3) Une attitude très prudente à l'égard des innovations.

Nous nous pencherons ici sur trois articles abordant successivement ces trois aspects.

### *La gestion des changes et ses répercussions sur la création monétaire interne*

Une question essentielle de la politique des changes est celle de la stérilisation. En d'autres termes, il s'agit de savoir dans quelle mesure la banque centrale peut ou non compenser

---

\* Virginie Coudert est chargé de mission au CEPII.

---

l'effet de ses interventions par d'autres opérations et annuler ainsi leur effet sur la masse monétaire interne. L'article de U. Camen traite directement de cette question pour la politique monétaire allemande. Avant d'y répondre, l'auteur rappelle les mécanismes en jeu et la position particulière de l'Allemagne dans le SME.

L'effet mécanique comptable d'une intervention sur le marché des changes est de modifier la liquidité bancaire. Par exemple, une vente de dollars contre marks se traduit par un resserrement de la liquidité bancaire allemande. D'autres mesures sont alors nécessaires pour annuler cet effet restrictif : achat de titres sur le marché monétaire, rachat à terme des dollars vendus, ou swaps. Ces opérations traduisent une politique active de stérilisation. Au contraire, aux Etats-Unis, on sait que la stérilisation s'effectue généralement passivement : les ventes de dollars par la Bundesbank n'augmentent pas la liquidité américaine, car les réserves de change sont détenues non sous forme de dépôts auprès de la banque centrale américaine mais sous forme de bons du Trésor. Cette asymétrie souvent soulignée est l'avantage d'un pays à monnaie de réserve. Mais les Etats-Unis ne sont plus les seuls dans ce cas et l'Allemagne a, de ce point de vue, un rôle double. Contre le dollar, la banque centrale allemande doit mener une stérilisation active. Mais la diversification des réserves de change en faveur du mark a aussi introduit un type de stérilisation passive en Allemagne.

Les interventions en marks des banques centrales étrangères restent neutres sur la situation monétaire allemande dès lors que les réserves sont détenues en titres et non en dépôts à la Bundesbank. C'est généralement le cas des interventions intramarginales en marks des banques centrales du SME autres que la Bundesbank, qui n'ont donc pas d'incidence monétaire en Allemagne. Lorsqu'on totalise l'ensemble des interventions en marks dans le SME des banques centrales non allemandes (15 milliards de marks en 1983), intramarginales ou obligatoires, ces dernières étant financées par des facilités de paiement à très court terme, on s'aperçoit que la moitié seulement (en 1983) a donné lieu à une variation des réserves nettes de la Bundesbank. Cette stérilisation passive tend d'ailleurs à augmenter ces dernières années. En effet, les banques centrales du SME, hors Bundesbank, ont de plus en plus tendance à financer leurs interventions sur le marché privé, à effectuer l'opération inverse quelques mois plus tard, et à investir les marks achetés sur les marchés de capitaux.

Compte tenu de ces facteurs, l'importance relative des interventions pour stabiliser le dollar ou les monnaies du SME sur les réserves allemandes est claire : les interventions sur le marché du dollar sont les seules dont le poids pèse véritablement sur la politique monétaire allemande. Sur la période considérée par l'auteur, 1979-84, la stabilisation du dollar a entraîné une perte de 88 milliards de marks de réserves allemandes, celles des monnaies du SME une augmentation de 13,4 milliards de marks. C'est donc plutôt outre-Atlantique que se situe la contrainte extérieure de la politique allemande, conclusion que l'on retrouve aussi du côté du maniement des taux d'intérêt<sup>1</sup>.

Après avoir rappelé les modalités institutionnelles de la politique monétaire allemande et la pratique des années concernées, U. Camen revient à la question initiale : la Bundesbank a-t-elle ou non stérilisé ses interventions ? Pour y répondre, l'auteur analyse les séries temporelles du crédit interne, des réserves nettes et du taux de change. Il en conclut que les trois quarts des variations de réserves de change ont été compensés dans le même mois par une variation en sens inverse du crédit interne, aussi bien depuis 1974 que depuis 1979. La Bundesbank a donc stérilisé à 75 % ses interventions. Ce résultat est analogue à celui de J. Artus<sup>2</sup> pour la période 1973-75. Rappelons que Obstfeld<sup>3</sup> trouvait une stérilisation totale sur les périodes 1975-79 et 1979-81. U. Camen montre ensuite que les pertes de réserves allemandes sont bien liées à l'appréciation du dollar par rapport au mark, résultat peu surprenant. De plus, il distingue la stérilisation face à la baisse des réserves brutes dues à la réaction à l'appréciation du dollar, qui est de 100 %, de celle résultant de la baisse des réserves nettes seules, due aux achats de marks par les étrangers dont le coefficient est plus faible, 83 %. Pour compléter son analyse, l'auteur montre qu'il n'y a pas de corrélation entre les réserves nettes de change et les agrégats monétaires : monnaie banque centrale, M1 ou M2.

Cette étude prolonge les évaluations faites par Obstfeld et Artus et tranche, comme les précédentes, en faveur d'une forte stérilisation en Allemagne. Cependant, sur certaines périodes particulières de crise de change aiguë ou de priorité à l'objectif de taux de change, une aussi forte stérilisation apparaît

1. V. Coudert, R. Topol : « Endogénéisation des taux d'intérêt par des fonctions de réaction », document de travail MIMOSA, CEPII-OFCE, juin 1987.

2. J. Artus : « Exchange Rate Stability and Managed Floating : the Experience of the FRG », IMF Staff Papers n° 23, 1976.

3. M. Obstfeld : « Exchange Rates, Inflation and the Sterilization Problem : Germany 1975-81 », European Economic Review n° 21, 1983.

---

impossible. En été 1981 par exemple, la montée en flèche du dollar n'a pas laissé de possibilité de stérilisation. Au contraire, tous les instruments de la politique monétaire ont dû être mobilisés dans le même sens : interventions à l'achat de marks, hausse des taux d'intérêt, mise en place d'un contingentement des avances à taux fixe : « le Lombard spécial », restreignant les possibilités de refinancement bancaire... Pour les années récentes 1986 et 1987, l'objectif de stabilisation du dollar a pu aussi réduire les possibilités de stérilisation. En effet, l'efficacité des interventions stérilisées est très faible sinon nulle face à de vastes mouvements de change, comme l'a montré J. Artus<sup>4</sup>. Le véritable respect d'accords de change exigerait au contraire l'implication de la totalité des instruments de la politique monétaire et même budgétaire. Le fait que les objectifs monétaires aient été systématiquement et fortement dépassés en Allemagne en 1986 et en 1987 laisse penser que la stérilisation a été sans doute moins forte ces dernières années que pendant la période précédente<sup>5</sup>. L'abandon des objectifs monétaires reflète aussi cette difficulté actuelle à stériliser les interventions.

#### *Les controverses autour des objectifs monétaires*

Le récent abandon de l'objectif de quantité de monnaie de banque centrale<sup>6</sup> par la Bundesbank incite à s'interroger sur cette construction originale qui a guidé pendant treize ans, de 1974 à 1987, la politique monétaire allemande. N.M. Neumann ouvre à nouveau ce dossier en soulignant les défauts de cet indicateur et en proposant un autre.

Rappelons d'abord les caractéristiques de cette quantité de monnaie banque centrale, QMBC pour alléger les notations. C'est la somme des différents dépôts de la masse monétaire M3 pondérés par des taux de réserves obligatoires fictifs, ceux qui prévalaient en 1974, à laquelle on ajoute la totalité des billets et pièces. Ce calcul, avec des taux de réserves obligatoires fictifs et constants, constitue selon N.M. Neumann un sérieux handicap. Autres défauts : les dépôts des non-résidents ne sont pas pris en compte dans le calcul, ni les réserves excédentaires. Ce sont d'ailleurs ces trois facteurs qui différencient l'indicateur QMBC de la base monétaire traditionnelle.

---

4. Voir Obstfeld *op. cité*

5. V. Coudert : « Le système financier allemand », Document de travail C.E.P.I.I. n° 87-01, 1987

6. Traduction littérale du « Zentralbankgeldmenge ».

Un défaut supplémentaire est l'« incohérence temporelle ». En effet, dans cette définition on ajoute des billets et pièces en moyenne sur un mois à des réserves obligatoires fictives calculées sur les dépôts du mois précédent. Ces inconvénients déjà soulignés notamment par le Conseil des Sages avaient donné lieu à des concepts alternatifs. En effet dès 1973, le Conseil des Sages créait son propre indicateur : la quantité de monnaie banque centrale corrigée (noté QMBC), plus conforme aux théories monétaristes, et dont l'évolution n'est pas vraiment parallèle à celle de l'agrégat défini par la Bundesbank.

M. Neumann revient aux sources de la théorie monétariste en utilisant le modèle de Brunner et Metzler<sup>7</sup>, exprimant la masse monétaire à l'aide d'un multiplicateur de la base monétaire. Il décompose ensuite la création monétaire en une contribution directe de la politique monétaire et une contribution due au comportement des autres agents. On s'aperçoit alors que l'indicateur de la Bundesbank QMBC n'est pas égal à la contribution de la politique monétaire ; il dépend aussi du comportement des autres agents. De plus il n'offre pas une représentation fidèle de la croissance de M3 : les deux agrégats QMBC et M3 varient même en sens inverse dès que les taux de réserves obligatoires sont assez élevés.

M. Neumann s'attaque ensuite à l'indicateur du Conseil des Sages QMBC, au moyen du même modèle. La construction de cet indicateur repose aussi sur le modèle de Brunner. En variation absolue, il est par construction égal à l'accroissement de la base monétaire plus celui des réserves dû au changement des coefficients de réserves obligatoires ; son niveau est ensuite obtenu en cumulant les flux sur le temps. Cependant, cette construction possède des propriétés gênantes lorsqu'on l'utilise en taux de croissance : l'impact des modifications des taux de réserve obligatoires continue à jouer même lorsque ceux-ci ne varient pas sur la période. L'auteur construit alors son propre concept, qui est exactement égal à la contribution de la politique monétaire.

Outre les querelles maintenant un peu périmées sur le choix de l'agrégat orthodoxe, cet article a le mérite de souligner précisément les insuffisances du précédent indicateur de la politique monétaire allemande, même au regard de la théorie monétariste. Selon la Bundesbank, son intérêt résidait dans cette pondération des formes monétaires croissant avec

7. K. Brunner : « A Schema for the Supply Theory of Money », *International Economic Review*, vol. 2, 1961.

---

leur liquidité. Il couvrait donc un vaste champ — tous les dépôts de M3 — en faisant ressortir les formes les plus liquides. De plus, il était moins sensible aux variations de taux d'intérêt que les agrégats restreints M1 ou M2. L'adoption récente de M3 permet aussi de supprimer ce dernier défaut. Cette convergence vers des agrégats monétaires plus larges, commune à de nombreux pays, va d'ailleurs de pair avec un contrôle plus souple de leur évolution.

*Les innovations financières :  
une libéralisation prudente*

Alors que les innovations financières ont foisonné ces dernières années dans les pays anglo-saxons, mais aussi dans la plupart des autres pays, l'Allemagne est restée très à l'écart de ce phénomène. A quoi tient cette particularité ? H. J. Dudler fournit trois explications. La première, souvent avancée, se trouve dans la situation initiale des produits financiers allemands déjà très diversifiés. Bien avant cette vague d'innovations internationales, l'offre de produits financiers était déjà très étendue en Allemagne, si bien que les créations de nouveaux produits ne pouvaient susciter de déplacements très spectaculaires. De nombreux produits substitués, par exemple aux comptes NOW américains, existaient depuis longtemps ; de même les crédits à taux variables étaient déjà très répandus.

La deuxième explication proposée par H. Dudler repose sur la stabilité particulière de l'environnement économique allemand. Cette stabilité relative de l'inflation et des taux d'intérêt, par comparaison à de nombreux pays, réduit la demande des agents pour des produits permettant la couverture des risques. La variabilité des taux d'intérêt et de l'inflation est en effet beaucoup moins forte qu'aux Etats-Unis. De plus, les ménages y sont certainement sensibles aux variations des taux, car leur patrimoine est surtout détenu sous forme monétaire, en dépôts à taux variables.

Troisièmement, la réglementation financière était déjà très libérale. Les mouvements de capitaux ont été largement libérés dès le début des années soixante. L'ensemble des taux d'intérêt aussi bien créditeurs que débiteurs a été déréglementé dès 1967. De plus, la nature même des banques universelles allemandes supprime les cloisonnements entre institutions financières propres aux systèmes anglo-saxons. Les innovations destinées à contourner les réglementations

---

existantes ne suscitent donc pas une demande très forte en Allemagne.

Enfin, il faut également prendre en compte l'attitude de la banque centrale. La Bundesbank n'a accueilli qu'avec réticence les nouveaux instruments internationaux. Leur introduction sur le marché allemand ne ferait en effet que renforcer l'attrait du mark comme monnaie internationale. Cette attitude prudente de la Bundesbank peut d'ailleurs sur ce point être rapprochée de celle de la Banque du Japon qui n'a accepté l'arrivée des innovations financières et la déréglementation de ses marchés que très progressivement et notamment sous la pression américaine.

Les innovations financières ne présentent donc pas en Allemagne un risque majeur de déstabilisation de la politique monétaire, (comme cela a été le cas aux Etats-Unis par exemple). Effectivement les mesures prises en mai 1985 par la Bundesbank — introduction des certificats de dépôts, des titres à taux flottants et à coupon zéro, des swaps, facilités d'émission et emprunts en double devise, libéralisation du marché des obligations étrangères — n'ont pas donné lieu à des déplacements très nets dans les comportements des agents allemands.

