

## Allemagne fédérale : un attentisme de rigueur

**Richard Wind**

*Département des diagnostics de l'OFCE*

*Les baisses récentes sur les marchés boursiers et les turbulences sur ceux des changes ont exacerbé les pressions internationales sur la RFA pour qu'elle relance son économie. Elle fonde son manque d'empressement sur des préoccupations structurelles et la crainte de l'inflation.*

*Les expériences décevantes de politique expansionniste faites à la fin des années soixante-dix l'avaient conduite à partir de 1981 à une certaine austérité budgétaire. Sa politique monétaire, préoccupée par la désinflation, n'a pas été assouplie malgré la réduction des déficits publics, si bien que les taux d'intérêt sont demeurés relativement élevés. Le redressement de la rentabilité du capital a eu des effets limités sur l'investissement. Dans une période où les facteurs démographiques augmentaient les effectifs de travailleurs disponibles, des rigidités inhérentes au marché du travail ont contribué à freiner la résorption du chômage, mais c'est la faiblesse de la demande interne qui semble avoir été déterminante. Elle contribue, avec l'appréciation du dollar jusqu'en 1985, à expliquer la montée des excédents commerciaux et courants, malgré des pertes de parts de marché enregistrées dans des secteurs clés de l'industrie.*

*L'appréciation du deutschemark vis-à-vis du dollar depuis octobre 1987 assombrit les perspectives d'exportation pour les trimestres à venir. L'investissement et l'emploi en seront affectés, ce qui pèsera sur la masse des revenus distribués aux ménages. Par ailleurs une certaine tendance à accroître l'épargne ne sera pas favorable à un regain de la consommation.*

*Peu d'effets stimulants sont à attendre de la politique économique. En matière monétaire l'attention portée aux agrégats et le niveau déjà bas des taux d'intérêt ne laisse guère de marge de manœuvre. Quant aux allègements fiscaux qui seront appliqués en 1988, ils n'apparaissent guère suffisants pour faire que la croissance de l'activité soit supérieure à celle de l'année 1987, déjà morose.*

La RFA occupe dans l'économie mondiale, au même titre que le Japon, la place d'économie dominante de second rang. Dominante, parce qu'elle exerce de puissants effets d'entraînement direct sur les pays qui constituent son environnement immédiat et parce qu'elle joue un rôle majeur dans le commerce mondial et le système financier international. Mais de second rang, parce qu'elle est plus souvent contrainte de réagir aux impulsions venues des Etats-Unis et qu'elle ne peut agir à sa guise.

Actions ou réactions de la politique économique allemande ont fait depuis quelques semestres l'objet de critiques et de pressions extrêmement vives émanant des Etats-Unis et de nombreux pays européens et souvent relayées par des organismes internationaux. La passivité apparente de la RFA face au marasme qu'elle subit et qu'elle engendre irrite d'autant plus que les grands équilibres semblent offrir des marges de manœuvre.

La RFA voudra-t-elle, pourra-t-elle fournir un soutien à l'économie mondiale au cours des prochains trimestres ? Un regard sur les choix de la politique économique des années quatre-vingt tend à apporter des éléments de réponse. Après avoir brièvement retracé les événements des deux dernières années, la présente chronique <sup>(1)</sup> tente d'éclairer les choix de politique économique et leurs conséquences par des considérations d'ordre structurel. S'appuyant sur cette analyse et sur les hypothèses d'environnement international, la troisième partie présente la prévision retenue pour le futur proche.

## **1986-1987 : Une activité décevante**

La production industrielle, après avoir décliné du début de 1980 à la fin de 1982 <sup>(2)</sup>, avait effectué un rattrapage qui l'avait rétablie au début de 1985 à son précédent point haut. La croissance se poursuit à un rythme relativement lent (4 % en termes annuels) jusqu'à la mi-1986. Le retournement qui se produit alors s'avère durable : à une baisse jusqu'à la fin de l'hiver succède un rattrapage qui porte simplement à la fin de 1987 la production au niveau qu'elle avait atteint un an et demie auparavant. Premier constat, donc : l'activité industrielle a cessé de croître. L'agrégat plus large qu'est le PNB enregistre, grâce aux ser-

---

(1) La description détaillée de la conjoncture et de la politique économiques figure régulièrement dans les « chroniques de conjoncture : l'environnement international » présentées par le département des diagnostics dans les numéros d'avril et octobre de cette revue. Elle ne sera donc ici qu'évoquée.

(2) Cf. Les graphiques regroupés en fin de cette chronique.

vices, une augmentation. Mais celle-ci est faible : 1,4 % entre l'automne 1986 et l'automne 1987.

Une conséquence importante de cette situation est que le nombre de chômeurs, qui avait amorcé une décrue à la fin de 1985, a recommencé à augmenter depuis le début de 1987.

Cette évolution de l'offre découle de celle de la demande, que l'on peut très schématiquement résumer ainsi : la demande intérieure n'a pas suffisamment pris le relais du commerce extérieur, qui est devenu depuis le début de 1986 un frein à la production intérieure. Ce frein est indéniable : en deux ans, du troisième trimestre 1985 au troisième trimestre 1987, les exportations de biens et services (en volume) ont reculé de 1,2 %, tandis que les importations progressaient de 6,2 %. La RFA a donc contribué, fût-ce modestement, à soutenir le commerce mondial.

Ce fait est en partie masqué par le mouvement des prix qui valorisent ces volumes (sur la même période, - 2,4 % à l'exportation et - 13,1 % à l'importation) et qui a autorisé le maintien à haut niveau du solde commercial. L'excédent de la balance courante, quoiqu'en retrait à la fin de 1987 par rapport à son sommet de la mi-1986, a avoisiné encore 20 milliards de DM. Exprimé en dollars il est certes inférieur de moitié à celui du Japon, mais il n'en contraste pas moins avec les résultats des autres pays européens et plus encore avec le déficit des Etats-Unis. Ces pays en tirent argument pour suggérer une relance de la demande intérieure.

Cette demande a été languissante dans toutes ses composantes <sup>(3)</sup> en dépit des effets qui auraient pu être attendus des « contre-chocs » : baisse du prix du pétrole et appréciation du DM vis-à-vis du dollar ont procuré des revenus additionnels aux agents privés. Ceux-ci ne les ont que partiellement dépensés en biens et services. Les ménages ont accru leur taux d'épargne, les entreprises ont privilégié les opérations financières (désendettement et acquisition d'actifs financiers). Qui plus est, ces revenus additionnels n'ont pas reflété la totalité des mouvements du prix du pétrole et du taux de change, une fraction ayant été prélevée par les compagnies pétrolières et la fiscalité, comme dans la plupart des pays européens <sup>(4)</sup>. Leur relative modestie n'a pas été amplifiée par la politique économique.

L'application de la première tranche de la réforme fiscale au début de 1986, comme il était prévu de longue date, portait sur des montants somme toute limités et n'a provoqué qu'un bref sursaut de la consommation. Aucune autre mesure n'a été prise, cette réforme ayant déjà pour effet de contrecarrer la volonté de poursuivre la « consolidation budgétaire » censée réduire les effets d'éviction. On peut toutefois remarquer que l'une des raisons du creusement du déficit budgétaire en 1986 et 1987 est la langueur de l'activité économique qui freine les recettes et accroît les dépenses.

Et, surtout, la politique monétaire est demeurée restrictive. En 1986 les taux d'intérêt réels se sont accrus du fait que les taux nominaux

(3) Cf. la troisième partie de cette chronique.

(4) Cf. « La croissance confisquée », département des diagnostics, *Observations et diagnostics économiques*, revue de l'OFCE n° 19, avril 1987.

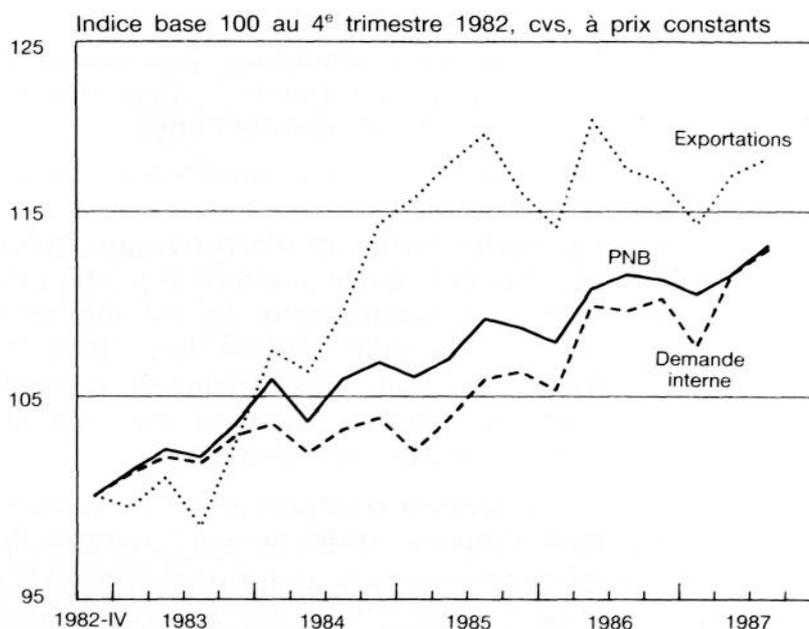
n'ont pas diminué alors même que les prix baissaient. La RFA était seule dans ce cas pour les prix à la consommation (qui au Japon ont progressé de 0,6 % en 1986). Les craintes inflationnistes invoquées par la Bundesbank apparaissent en conséquence quelque peu outrées aux autres pays occidentaux, quant bien même une légère remontée affecte effectivement les prix en 1987. Pour l'extérieur elles ne justifiaient nullement la hausse des taux d'intérêt qui a été opérée à l'automne 1987 et qui a été l'un des catalyseurs des perturbations sur les marchés des titres et des changes.

Alors que le Japon semble s'engager dans une croissance un peu plus soutenue de sa demande intérieure, les mesures budgétaires prises à la suite des accords du Louvre commençant à produire leurs effets, la RFA demeure à la traîne. Les pressions extérieures se renforcent, sous la forme notamment d'une dépréciation accrue du dollar vis-à-vis du DM qui menace gravement la compétitivité des produits allemands. La politique monétaire s'est, certes, un peu assouplie ; ira-t-elle plus loin en ce sens, sera-t-elle secondée par la politique budgétaire ? Les réticences des autorités allemandes risquent d'être prolongées, car elles s'appuient davantage sur une analyse de moyen terme que sur des préoccupations contingentes.

## Une politique économique restrictive motivée par des préoccupations structurelles

La phase de croissance de l'activité que connaît l'Allemagne depuis cinq ans s'amorce en 1983 sous l'impulsion de la demande interne. L'activité bénéficie dès 1984 de l'envolée des exportations stimulées par la reprise aux Etats-Unis et par l'appréciation du dollar jusqu'en 1985 (graphique 1).

### 1. Croissance du PNB, de la demande intérieure privée et des exportations



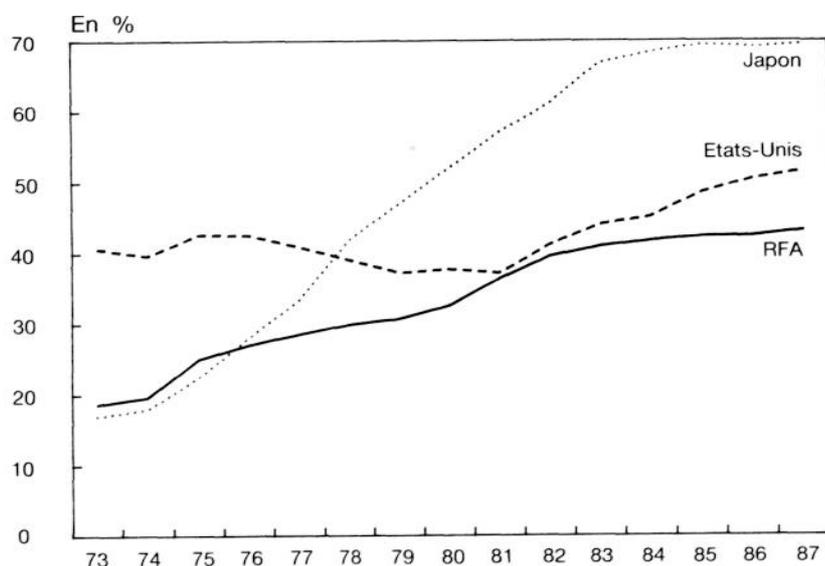
Source : Bundesbank.

Le secteur extérieur prend en fait jusqu'en 1986 le relais d'une demande interne qui s'éssouffle dès le premier trimestre de 1984. De faibles revalorisations salariales mais aussi les effets d'une politique économique restrictive, notamment en matière budgétaire, en sont principalement la cause.

### La politique budgétaire a été délibérément restrictive à partir de 1981...

Les analyses couramment développées en RFA sur le rôle et les effets de la politique budgétaire découlent essentiellement du regard porté sur les expériences de relance de la fin des années soixante-dix, considérées comme des échecs, et de l'appréciation portée à partir de 1981 sur une politique économique qui s'oriente alors sur la voie d'une réduction des déficits publics. A cette époque, en effet, le recul de l'activité, le gonflement des déficits extérieurs et publics, la dépréciation du change, l'accélération de l'inflation et la montée du chômage avaient entamé la confiance des agents économiques et provoqué un débat dont la politique budgétaire était apparue comme l'un des thèmes centraux.

De 1978 à 1982 le déficit du secteur public était passé de 1,7 à 3,4 % du PNB. L'endettement public s'était accru régulièrement depuis 1975 ; l'élargissement du déficit hors charge d'intérêt et la hausse des taux d'intérêt nominaux (qui excédaient alors largement la progression du PNB) avait accéléré dès 1979 la montée du ratio dette/PNB, qui atteignait 35 % en 1982 (graphique 2).



2. Dettes brutes des administrations publiques, en pourcentage du PNB

Source : OCDE.

Les charges d'intérêt de la dette publique progressaient rapidement dans le total des dépenses (de 3,5 à 5,5 % de 1978 à 1981). Si ces évolutions semblent peu impressionnantes en regard des comparaisons internationales, elles n'en sont pas moins significatives en RFA. De plus l'analyse développée en 1981 par le Conseil des experts attribuait à la

politique budgétaire un rôle décisif dans l'explication des enchaînements récessionnistes. Déficit budgétaire, détérioration du solde courant et forte dépréciation du change étaient présentés, dans cette approche comme indissolublement liés. La dépréciation du change (renforcée par la détérioration de la confiance des investisseurs internationaux) avait capté, via l'inflation importée, l'essentiel de la hausse initiale de pouvoir d'achat. Les hausses des taux d'intérêt engendrées par le déficit public, puis nécessaires pour freiner la dépréciation du change avaient aussi lourdement pesé sur les dépenses privées qui auraient alors été plus qu'évincées par l'accroissement initial de la dépense publique. Le diagnostic ainsi formulé et repris dès 1981 par le gouvernement fédéral tendait à focaliser l'attention sur des variables internes de l'économie allemande et à minorer l'importance des facteurs externes.

Dès 1981 l'accent est alors mis sur la nécessité de réorienter la politique budgétaire dans le sens d'une amélioration des conditions de l'offre. Les objectifs définis à moyen terme en sont essentiellement :

— la réduction des déficits publics, de façon à canaliser l'épargne vers le financement des investissements privés ;

## **Les réformes fiscales en RFA**

En 1985 une loi fiscale entérinait un programme d'allègements fiscaux (essentiellement baisse de l'IRPP) d'un montant global de 19,4 milliards de DM, à réaliser en deux étapes, 10,9 milliards entrés en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 1986 et 8,5 milliards applicables au 1<sup>er</sup> janvier 1988.

Les mesures de 1986 consistaient en un relèvement du seuil d'imposition (2,1 milliards), un ralentissement de la progressivité de l'impôt sur les bas et moyen salaires (3,6 milliards) et une déductibilité accrue pour les enfants à charge.

En 1988 les allègements fiscaux seront supérieurs à ce qui avait été initialement prévu. Aux 8,5 milliards de DM obtenus par l'atténuation de la progressivité du barème de l'impôt sur le revenu des tranches intermédiaires s'ajoutent désormais 5,2 milliards qui sont en fait un à-valoir sur la grande réforme des années 1990. Cette mesure additionnelle fait suite aux engagements de la RFA pris lors des accords du Louvre en février dernier. Elle consiste surtout en un tassement supplémentaire de la progressivité du barème (3 milliards) et un relèvement du minimum imposable (1,4 milliard).

Enfin, la « grande réforme fiscale » de 1990 prévoit un allègement pour les contribuables de 39,2 milliards de DM. Les principales mesures en sont la linéarisation du barème de l'impôt et un relèvement de l'abattement à la base. Le montant net de cette réforme ne devrait, selon le gouvernement, atteindre que 20,2 milliards car 19 milliards seraient compensés par des réductions d'avantages fiscaux, un relèvement de certains droits indirects (tabacs, alcools, carburants) et la réduction de subventions.

— le contrôle de la progression des dépenses publiques, dont la part dans le PIB doit être ramenée à 45 % (la croissance annuelle des dépenses est de ce fait limitée à 3 % l'an) ;

— le redéploiement des dépenses en faveur de l'investissement, considéré comme plus productif ;

— la diminution, voire la suppression des aides financières et avantages fiscaux, de façon à favoriser une meilleure allocation des ressources ;

— enfin, à terme, un allègement substantiel de la fiscalité, dont le préalable est toutefois la réduction effective des déficits publics.

Les réformes fiscales (voir encadré) appliquées en 1986 et 1988, puis la grande réforme des années quatre-vingt-dix font en effet partie intégrante de la politique dite de « consolidation » des finances publiques ; elles n'en signifient pas l'abandon, le gouvernement estimant que celle-ci doit être poursuivie jusqu'en 1995.

La réduction des déficits publics de 1981 à 1985 s'est principalement opérée par le ralentissement des dépenses (tableau 1).

### 1. Comptes des administrations publiques

En % du PIB

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
A. Dépenses totales .....	48,6	49,6	49,8	48,6	48,0	47,5	46,7
dont :							
Consommation finale .....	20,1	20,6	20,4	20,0	19,8	19,8	19,6
Prestations sociales .....	16,8	17,5	18,0	17,3	16,7	16,3	16,0
Subventions .....	2,1	1,9	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1
Charges de la dette .....	1,9	2,3	2,8	3,0	3,0	3,0	2,9
FBCF .....	3,6	3,2	2,8	2,5	2,4	2,3	2,4
Transferts en capital .....	2,2	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8	1,6
B. Recettes totales .....	45,7	45,9	46,6	46,1	46,1	46,3	45,5
dont :							
Impôt totaux .....	25,7	25,0	24,7	24,7	24,8	24,9	24,3
● Impôts directs .....	12,6	12,2	12,1	11,9	12,0	12,4	12,2
● Impôts indirects .....	13,0	12,8	12,6	12,8	12,8	12,5	12,1
Cotisations sociales .....	16,7	17,4	17,8	17,3	17,2	17,3	17,3
Déficit des administrations publiques .....	- 2,9	- 3,7	- 3,3	- 2,5	- 1,9	- 1,1	- 1,2
dont :							
Bund .....	- 1,7	- 2,1	- 2,1	- 1,6	- 1,3	- 0,9	- 1,0
Länder .....	- 1,2	- 1,4	- 1,3	- 1,1	- 0,8	- 0,7	- 0,7
Communes .....	- 0,3	- 0,5	- 0,3	0,1	0,2	0,2	0,0
Sécurité sociale .....	0,3	0,4	0,5	0,0	0,0	0,3	0,5

Source : Statistisches Bundesamt.

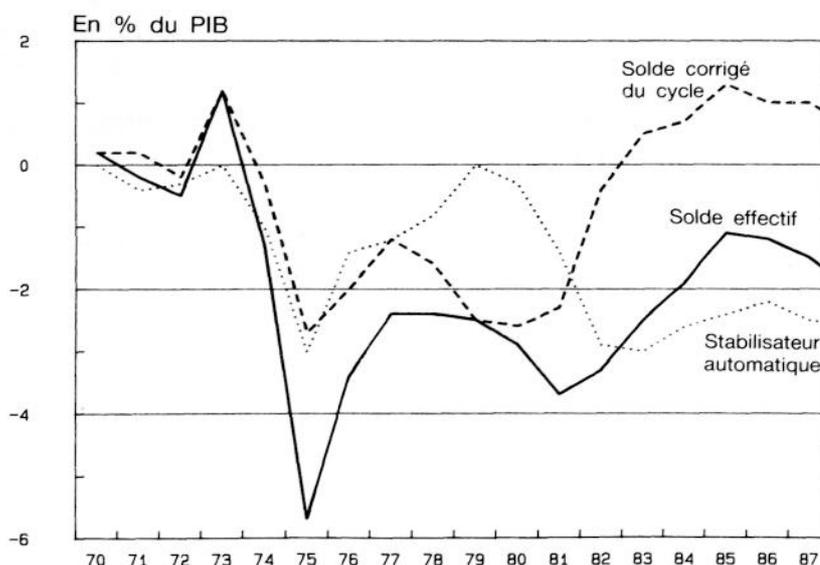
La contribution première en revient clairement aux prestations sociales. Le ralentissement de l'investissement brut et de la consommation publique (sous l'impulsion des moindres revalorisations des traitements des fonctionnaires et des moindres recrutements) en expliquent

l'autre partie. Par contre subventions et transferts en capital ne sont pas affectés, ce qui fait dire à certains que la réduction des déficits n'a pas été qualitativement satisfaisante. Enfin la charge de la dette n'est que stabilisée.

Côté recettes, les progressions annuelles enregistrées sont relativement du même ordre que celles de l'activité et le taux des prélèvements obligatoires n'affiche qu'une baisse mineure jusqu'en 1985.

Ces évolutions des recettes et des dépenses du secteur public ne résultent pas uniquement des mesures gouvernementales, mais aussi de l'activité économique du moment. L'estimation d'un solde financier corrigé des influences conjoncturelles permet alors d'isoler la contribution des mesures discrétionnaires dans la réduction du déficit effectivement constaté (graphique 3).

### 3. Soldes financiers effectifs et structurels des administrations publiques



Source : OCDE.

Ainsi, d'après les estimations de l'OCDE, la politique menée de 1981 à 1985 aurait permis de réduire le déficit public de 3,6 points de PNB sur cette période. L'effet d'une médiocre conjoncture le creusait dans le même temps de 0,9 point de PNB.

L'essentiel de l'effort de réduction du déficit a été clairement réalisé au cours des deux premières années. Puis l'accélération de la croissance a tendu à réduire à nouveau le besoin d'endettement de l'Etat. Les finances publiques ont en outre à partir de 1981 bénéficié de versements importants de la Bundesbank, les profits réalisés par l'institut d'émission sur ses placements en devises étant versés quasi intégralement à l'Etat central (tableau 2).

### 2. Bénéfices de la Bundesbank versés au budget de l'Etat

Milliards de DM

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
2,3	10,5	11,0	11,4	12,9	12,7	7,3

Source : Bundesbank.

La contribution de ces recettes exceptionnelles à la réduction du déficit public n'est toutefois que de l'ordre de 0,5 point de PNB <sup>(5)</sup>.

Les mesures délibérées de politique budgétaire ont donc été déterminantes dans la réduction des déficits. Une autre méthode pour en estimer l'importance est de repérer l'ensemble des mesures prises et de les ventiler selon les agents concernés (ménages, administrations, entreprises). Il devient alors possible, par le recours aux multiplicateurs d'un modèle macroéconomique représentatif de l'économie allemande, d'apprécier l'effet de la politique économique sur la croissance.

Le tableau 3 présente l'impact des mesures budgétaires prises de 1981 à 1986 sur les différents agents concernés. La charge de la politique de réduction des déficits revient très nettement aux ménages, qui contribuent en 1985 à hauteur de 75 % à la réduction du déficit public. Moindres prestations sociales, alourdissement de la charge fiscale et ralentissement des dépenses en personnels des administrations pèsent simultanément sur le secteur des ménages jusqu'en 1985. Puis en 1986 ceux-ci bénéficient de l'application de la première étape de la réforme fiscale. Pour les entreprises l'accroissement des cotisations sociales est, sur l'ensemble de la période, compensé par un allègement de la fiscalité. Enfin la réduction des dépenses publiques en biens et services n'est pas négligeable.

### 3. Impact des mesures budgétaires prises de 1981 à 1986 sur les agents économiques

Milliards de DM

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
<b>Ménages</b>						
Dépenses .....	- 3,5	- 11,1	- 20,8	- 24,3	- 24,1	- 24,6
Recettes .....	+ 5,2	+ 11,8	+ 18,9	+ 30,4	+ 32,2	+ 24,7
<b>Entreprises</b>						
Dépenses .....	- 1,0	- 1,2	- 1,3	- 0,7	- 1,0	- 1,0
Recettes .....	+ 3,0	+ 5,3	+ 2,5	- 0,2	+ 4,2	+ 5,7
Dépenses publiques en biens et services .....	- 4,5	- 8,9	- 12,3	- 13,3	- 12,8	- 12,8
Total des dépenses .....	- 9,0	- 21,2	- 34,4	- 38,3	- 37,9	- 38,4
Total des recettes .....	+ 8,0	+ 17,1	+ 21,4	+ 30,2	+ 36,4	+ 30,4
Impact sur le déficit public .....	- 17,2	- 38,3	- 55,8	- 68,5	- 74,3	- 68,8

Sources : Finanzbericht 1981 à 1986, Bundesministerium der Finanzen.

Un signe - pour les dépenses signifie moins de transferts versés à l'agent considéré.

Un signe + pour les recettes signifie plus d'impôts pour l'agent considéré.

Un signe - pour le déficit signifie par exemple des transferts nets aux ménages négatifs.

L'impact de ces mesures sur l'activité économique peut être calculé à l'aide du modèle économétrique de l'Institut de conjoncture de Berlin (DIW). Les résultats doivent être toutefois lus en regard des caractéristi-

(5) Ces versements sont intégrés par l'OCDE au calcul du solde structurel.

ques de ce modèle, d'obédience keynesienne, qui privilégie nettement les effets de demande (tableau 4).

#### 4. Effet de la politique budgétaire sur l'activité et contribution des exportations

	1982	1983	1984	1985	1986
Effet des mesures budgétaires sur le PNB - Taux de croissance par rapport à la situation de référence .....	- 1,3	- 1,6	- 1,3	- 0,6	+ 0,15
Contribution des exportations à la croissance du PNB en volume . . .	+ 1,0	- 0,2	+ 2,8	+ 2,4	- 0,1
Croissance du PNB en volume . .	- 1,0	+ 1,9	+ 3,3	+ 2,0	+ 2,5

Sources : DIW, Statistisches Bundesamt, calculs OFCE.

Ce chiffrage n'en permet pas moins de repérer la périodisation des effets, de comprendre la faiblesse de la reprise observée en 1983, d'apprécier le rôle déterminant des exportations en 1984 et 1985 au soutien de la conjoncture interne. Il tend aussi à montrer qu'en 1986 le budget est, avec les gains de termes de l'échange et les fortes revalorisations salariales, un des éléments de soutien de l'activité, alors que la contribution des exportations devient négative.

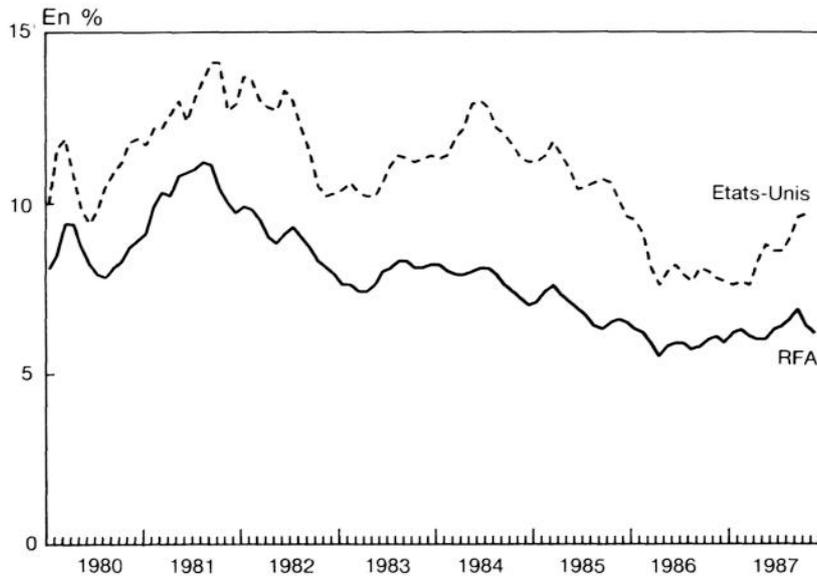
Si les conséquences de la réduction des déficits publics sur l'activité semblent avoir été sensibles, les conséquences financières sont plus difficilement observables.

#### ...la politique monétaire ne s'est pas assouplie pour autant

L'effet de la réduction des déficits publics sur les taux d'intérêt est selon les études disponibles <sup>(6)</sup> relativement faible. La baisse des taux d'intérêt à long terme depuis 1981, coïncidant avec une moindre ponction du secteur public sur le marché des capitaux, relève avant tout de la désinflation et de facteurs externes. Ainsi les taux d'intérêt nominaux à long terme amorcent à la mi-1981 une décrue en liaison avec les taux américains. Le différentiel de taux se creuse toutefois légèrement en 1984 et 1985, notamment lorsqu'au moment de la reprise américaine les taux longs se tendent outre-Atlantique (graphique 4).

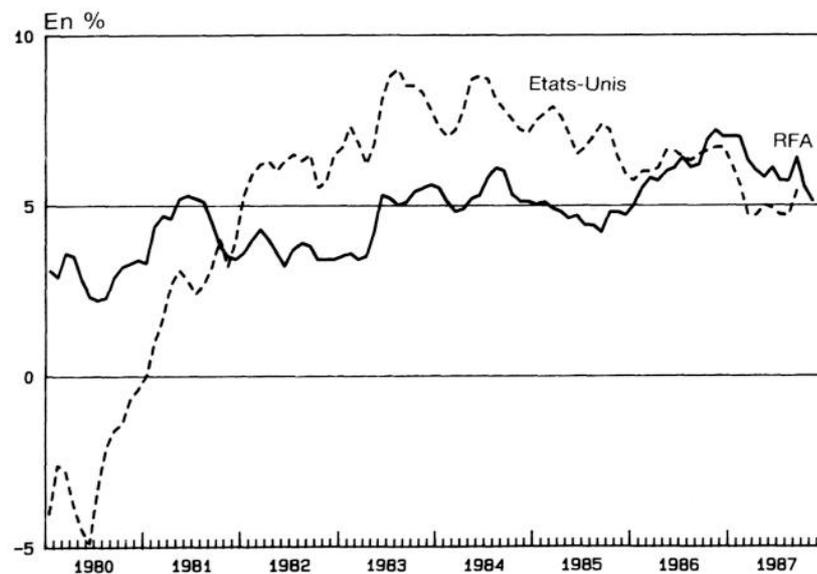
Les indicateurs de taux d'intérêt réels offrent toutefois une vision différente. A partir de 1983 la désinflation allemande est rapide et les taux réels se stabilisent voire augmentent, tandis qu'aux Etats-Unis le repli des taux est lent, mais continu. La prise en compte d'anticipations inflationnistes conformes à un rythme moyen d'inflation observé dans un passé récent et non au rythme instantané d'inflation n'altère pas ce résultat. L'écart positif entre les taux américain et allemand, qui était apparu en 1983, disparaît, voire s'inverse, ces deux dernières années (graphique 5).

(6) H. C. Sherman, E. Langmantel, E. Schuhmair, « Der Einfluss staatlicher Budget defizite auf die Zinsentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland und den Vereingniten Staaten », IFO studien zur Finanzpolitik (39), 1986.



4. Taux d'intérêt nominaux à long terme

Source : Morgan Guaranty Trust.



5. Indicateurs de taux d'intérêt réel

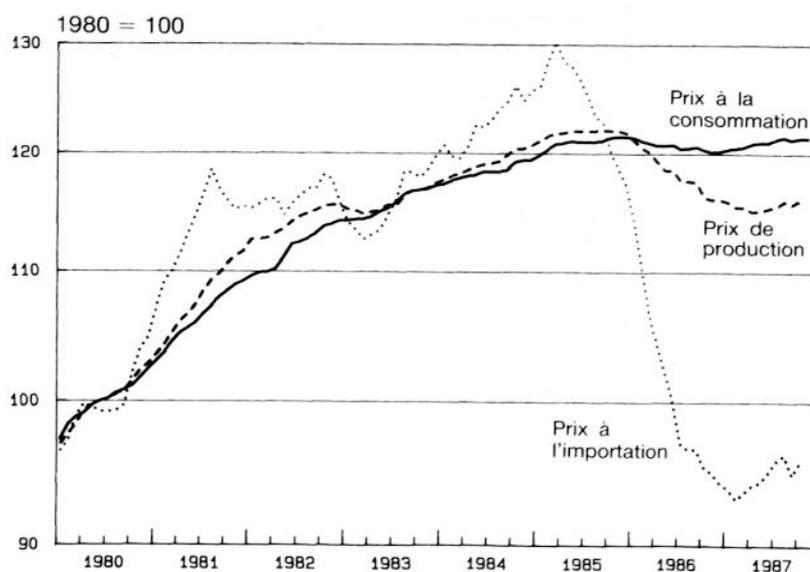
Source : Morgan Guaranty Trust, calculs OFCE.

L'évolution des taux de court terme pendant cette même période et la conduite de la politique monétaire ne sont pas étrangères à la persistance de niveaux élevés des taux réels de long terme. La nécessité perçue par les autorités monétaires d'éviter une dépréciation trop forte du taux de change jusqu'en 1985, dépréciation susceptible d'accélérer l'inflation importée, a, sans aucun doute, contribué à la stabilité des taux nominaux de court terme de la mi-1983 à juin 1985 et à la limitation de la progression des agrégats monétaires (graphique 6).

La quantité de monnaie Banque centrale évolue ainsi le long de la limite inférieure qui lui était assignée pour 1984, puis à l'intérieur d'une fourchette objectif restreinte en 1985 (graphique 7).

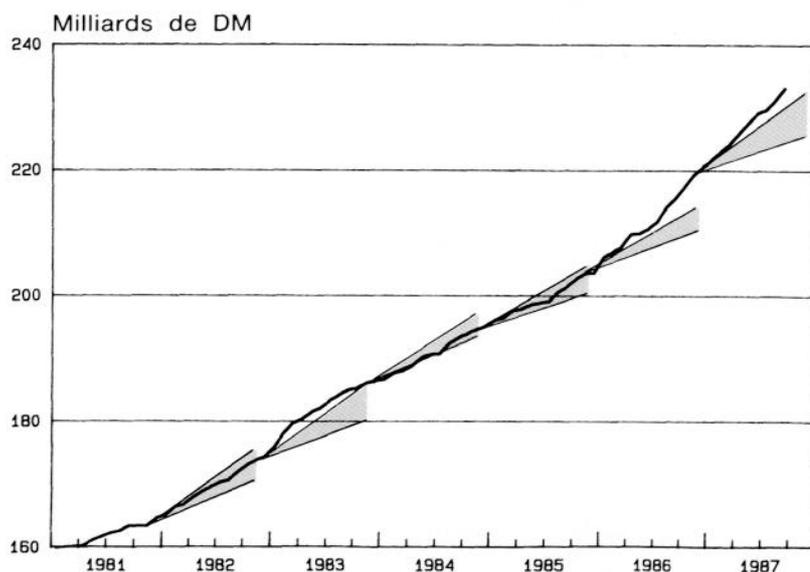
En 1986 et 1987 la progression jugée excessive de l'agrégat contrôlé incite la Bundesbank à limiter la baisse des taux nominaux. L'effet

### 6. Evolution des prix



Source : Bundesbank.

### 7. Evolution de la quantité de monnaie banque centrale et objectifs



Source : Bundesbank.

de la désinflation sur la préférence des agents pour la liquidité et la forte croissance de la contrepartie externe de la masse monétaire, liée à l'excédent important de la balance de base, expliquent le dépassement de l'objectif, dans lequel la Bundesbank voit à terme une résurgence inévitable de l'inflation (tableau 5).

L'objectif prioritaire de désinflation a donc incité la Bundesbank à stabiliser le taux du marché monétaire, provoquant même une légère augmentation tendancielle des taux réels. Ces évolutions ont contribué au maintien de taux de long terme à des niveaux élevés et ce malgré la réduction concomitante des déficits publics.

## 5. Croissance de la masse monétaire et contribution des contreparties

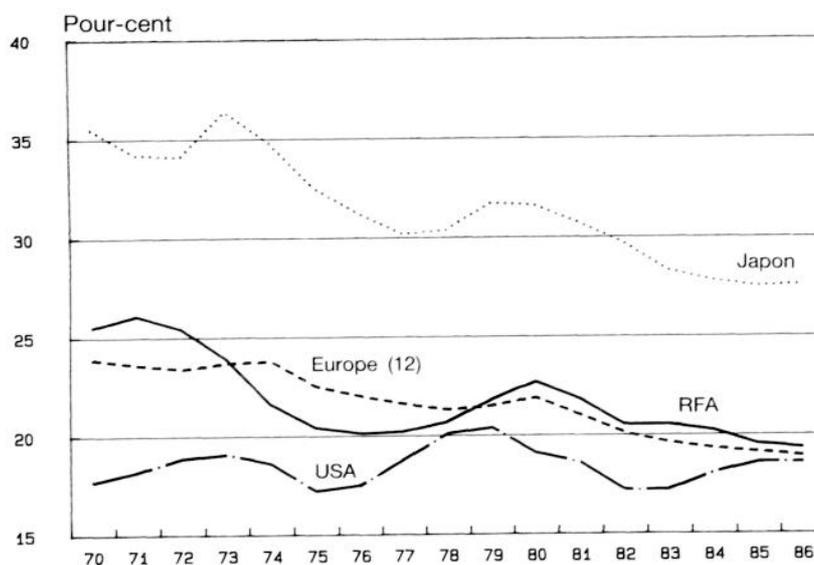
	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (*)
Variation annuelle de M3 . . . . .	4,9	7,1	5,3	4,7	5,0	6,6	6,4
Contribution de la contrepartie externe . . . . .	1,6	0,6	0,1	0,1	3,3	5,7	6,5
Contribution de la contrepartie interne . . . . .	3,3	6,5	5,2	4,6	1,7	0,9	- 0,1

Source : Bundesbank.

(\*) Septembre 1987/septembre 1986.

**Le redressement récent de la rentabilité n'a eu que des effets limités sur l'effort d'investissement...**

Bien qu'en nette diminution par rapport à la décennie précédente, le taux d'investissement allemand demeure supérieur à celui des autres grands pays industriels, à l'exception du Japon. La baisse observée depuis 1980 en RFA vient d'abord d'un moindre effort d'investissement en logement des ménages, dont les besoins nets sont saturés (graphique 8).



8. Taux d'investissement total (FBCF/PIB à prix courant)

Source : CEE.

Le taux d'investissement des entreprises hors logement et à prix constant tend à se stabiliser depuis 1983, sans réatteindre les niveaux enregistrés en 1980 et 1981.

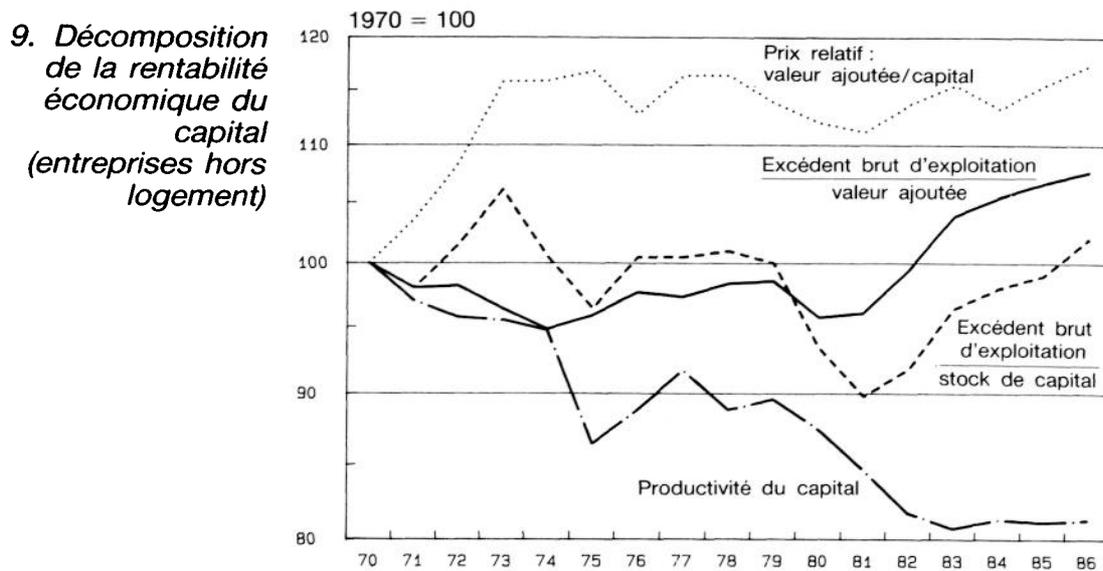
Cette relative atonie reste en deçà des objectifs de la politique économique. Voyons comment les entreprises ont géré leur capital et avec quelle rentabilité.

La rentabilité économique du capital fixe (ici définie comme le rapport de l'excédent brut d'exploitation à la valeur du stock brut de

capital fixe) peut s'analyser en fonction de l'efficacité du capital, des conditions du partage de la valeur ajoutée entre salariés et entreprises et des conditions de formation des prix des biens vendus et utilisés dans la production. En la décomposant suivant la méthode usuelle <sup>(7)</sup>, la rentabilité s'exprime comme le produit du taux de marge, de la productivité du capital et du prix relatif de la valeur ajoutée aux biens d'équipement.

$$\frac{\text{EBE}}{\text{Valeur du capital fixe}} = \frac{\text{EBE}}{\text{VA à prix courant}} \times \frac{\text{VA en volume}}{\text{Capital fixe en volume}} \times \frac{\text{Prix de la VA}}{\text{Prix du capital}}$$

Le graphique suivant présente cette décomposition de la rentabilité économique pour l'ensemble des entreprises allemandes sur la période 1970 à 1986 (graphique 9).



Source : Statistisches Bundesamt.

Schématiquement la rentabilité des entreprises oscille autour d'un niveau constant de 1970 à 1978, se détériore nettement jusqu'en 1981, puis se redresse depuis, pour réatteindre en 1986 un niveau comparable à celui des années soixante-dix.

De 1970 à 1978 la rentabilité est soumise à des évolutions disparates de ses déterminants. L'efficacité technique du capital baisse jusqu'en 1975, puis se redresse en partie, le prix relatif de la valeur ajoutée en termes de biens capitaux en compense les effets jusqu'en 1976, puis se stabilise. Le taux de marge se détériore lentement jusqu'en 1974, puis se redresse.

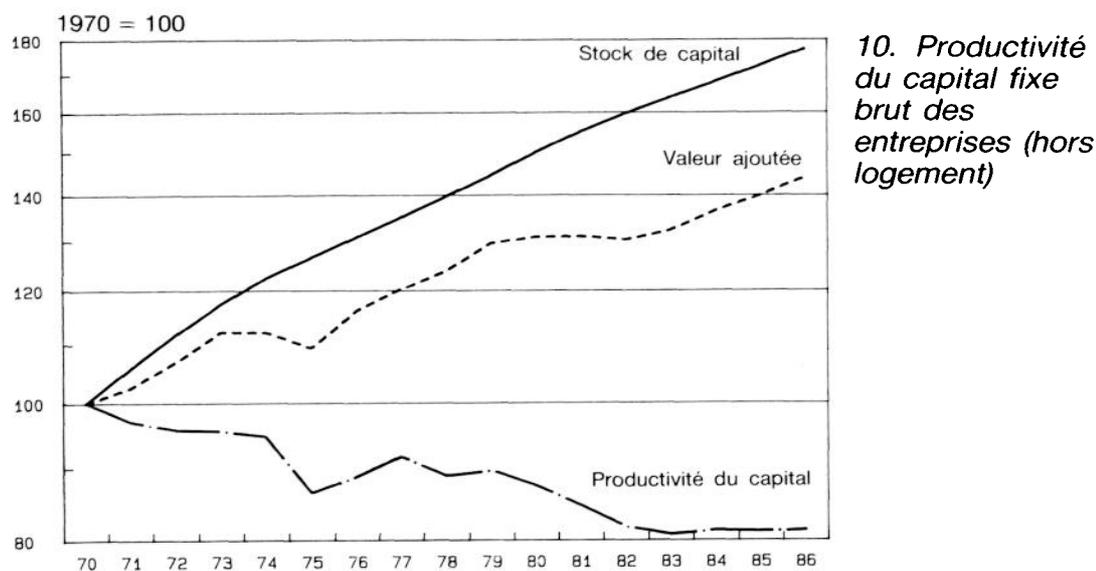
De 1979 à 1981 l'ensemble des déterminants tend à jouer conjointement dans le sens de la baisse de la rentabilité, l'efficacité du capital

(7) Les comptes de la nation, 1984, le rapport, INSEE.

réamorçe sa chute de moyen terme, le partage de la valeur ajoutée devient moins favorable aux profits, le prix relatif de la valeur ajoutée baisse.

Depuis 1981 la brusque remontée du taux de marge explique l'essentiel du redressement de la rentabilité, la baisse du prix relatif des biens capitaux y contribuant aussi, mais de manière secondaire.

En revanche la productivité du capital continue de baisser jusqu'en 1983, puis se stabilise. La reprise de l'activité dès 1982 n'a en effet permis que d'enrayer la chute de la productivité, la croissance de la valeur ajoutée n'excédant pas celle du stock de capital, qui s'est pourtant infléchie ces dernières années (graphique 10).



Source : Statistisches Bundesamt.

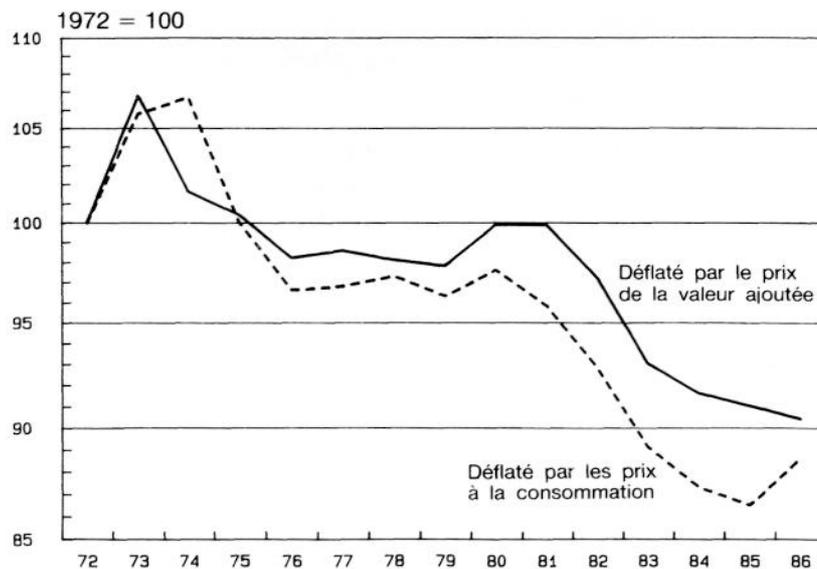
Le redressement notable de la part des profits dans la valeur ajoutée (le taux de marge gagne cinq points de pourcentage de 1981 à 1986) résulte surtout de la réduction de la part des salaires bruts (- 4,2 points ; la différence étant ici imputable à la légère baisse de la part des impôts).

Cette modification dans la répartition des revenus a sans doute été facilitée par la progression des chiffres d'affaires, notamment à l'exportation, qu'autorisait la dépréciation du change.

De fait des gains de productivité apparente du travail supérieurs aux gains de salaires réels par personne employée constituent l'explication principale de l'évolution favorable de la rentabilité des entreprises allemandes de 1981 à 1986 (graphique 11).

Le redressement de la rentabilité de capital n'a en tout état de cause que peu incité à l'effort d'investissement des entreprises. La hausse de l'épargne brute des entreprises (par ailleurs favorisée par une légère réduction des charges d'intérêt depuis 1981) a donc entraîné celle de leur taux d'autofinancement (tableau 6).

### 11. Salaire réel unitaire/ productivité du travail



Source : Statistisches Bundesamt.

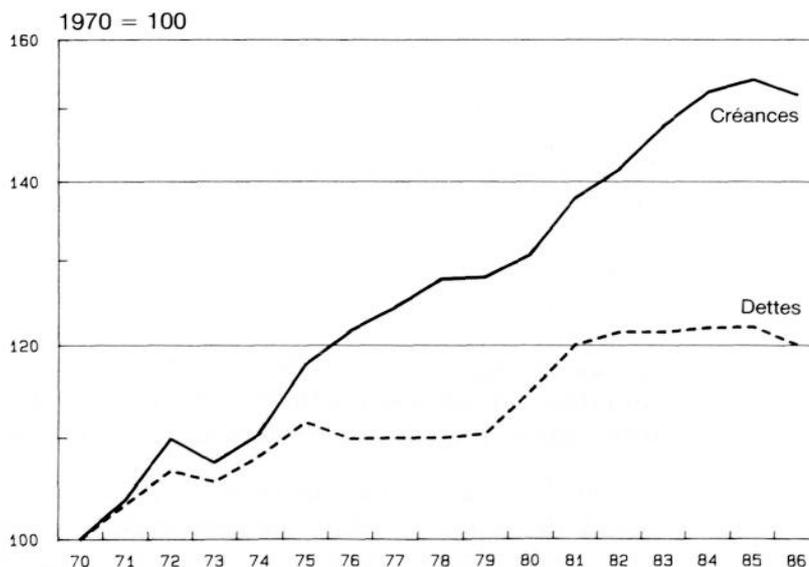
### 6. Taux d'autofinancement des entreprises (hors logement)

1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
68,0	71,8	80,9	93,2	86,0	84,2	91,7

Source : Bundesbank.

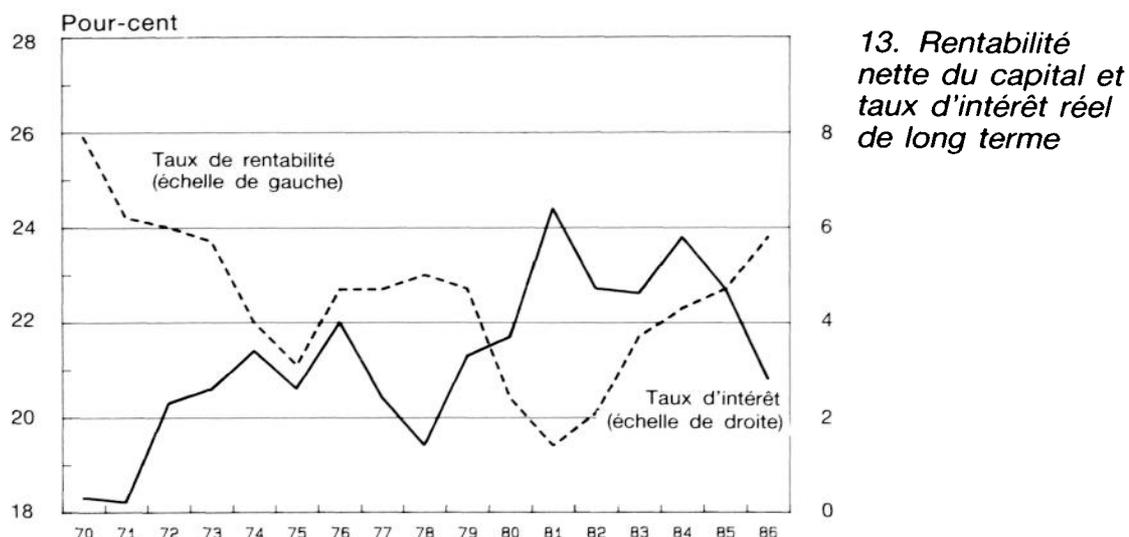
Cette réduction du besoin de financement externe s'est accompagnée d'une accumulation du patrimoine financier (graphique 12).

### 12. Stock de créances et de dettes des entreprises (hors logement) en pourcentage de la valeur ajoutée



Source : Bundesbank.

La profitabilité (écart entre la rentabilité nette du capital et le taux d'intérêt réel de long terme) donne la mesure des choix ouverts aux entreprises entre investissement en capital fixe d'une part, modération de l'endettement ou placements financiers de l'autre (graphique 13).



Source : Statistisches Bundesamt.

La rentabilité nette du capital se redresse en 1981, mais ne rejoint qu'en 1985 un taux équivalent à ceux des années antérieures à la récession. Le taux d'intérêt réel reste toutefois exceptionnellement élevé jusqu'en 1985.

L'arbitrage a donc été relativement plus défavorable aux actifs physiques et a incité aux placements financiers. Le redressement de la rentabilité n'a pas accru l'effort d'investissement en capital fixe, d'autant que les perspectives de croissance étaient faibles.

Une analyse sectorielle de l'évolution des taux d'investissement révèle toutefois une certaine hétérogénéité depuis 1982. La relative stabilité de l'ensemble masque des baisses de la propension à investir des secteurs de l'énergie, des mines, du bâtiment et des services, compensées par des hausses récentes enregistrées dans l'industrie manufacturière, les commerces et les transports.

### ...et sur l'emploi

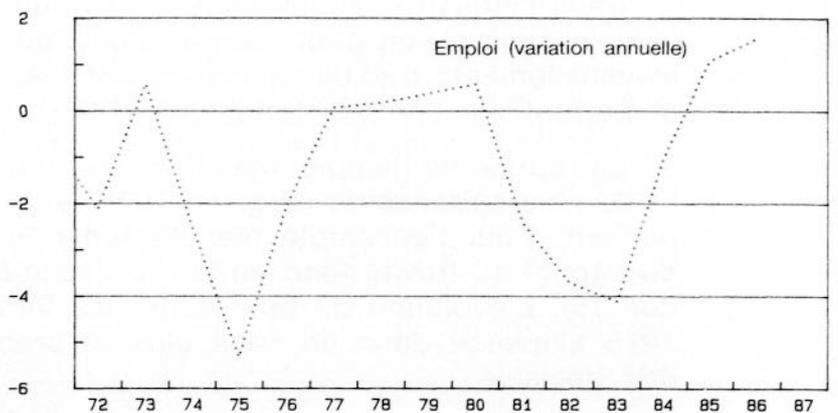
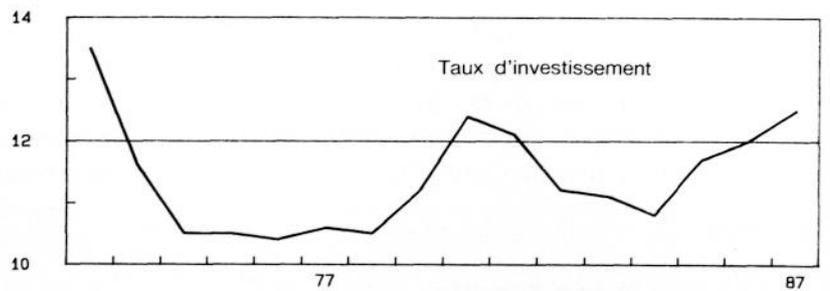
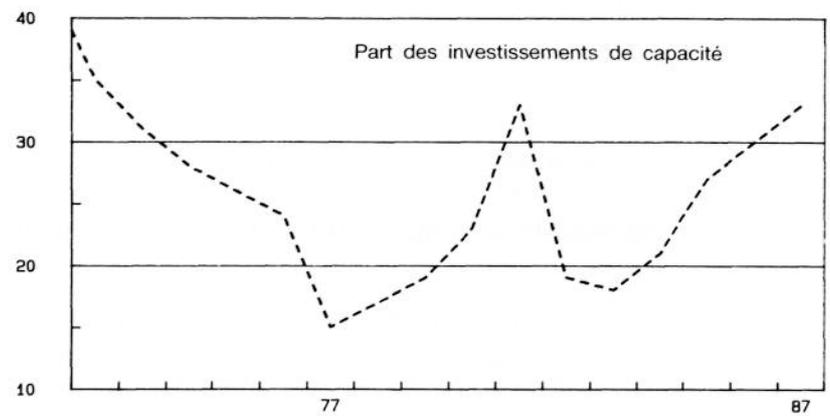
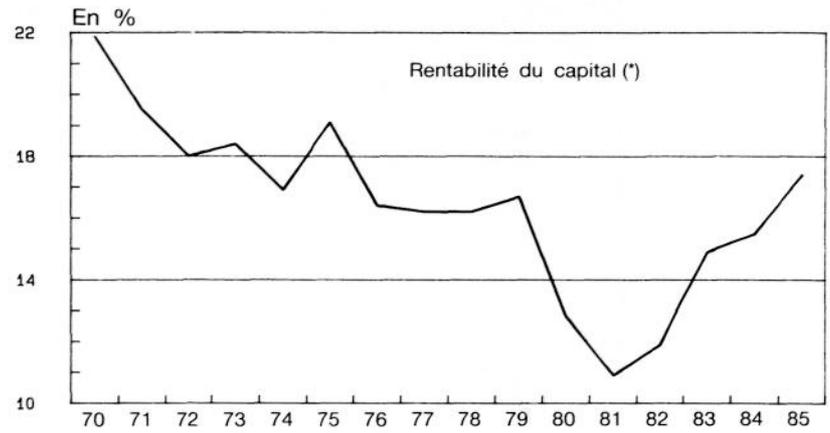
Dans l'industrie manufacturière l'évolution de la rentabilité du capital semble avoir eu un effet retardé d'environ deux ans sur l'évolution des investissements d'extension de capacités, sur le taux d'investissement et partant sur l'emploi (graphique 14).

La reprise de l'emploi manufacturier n'est cependant que très limitée et de plus circonscrite jusqu'en 1986 au seul secteur des biens d'équipement. Pour l'ensemble manufacturier le phénomène de substitution du capital au travail tend en fait à s'accélérer de 1980 à 1984 (graphique 15). L'évolution du prix relatif des facteurs de production, qui dès 1978 s'inverse dans un sens plus favorable à l'emploi, n'apparaît en rien décisive.

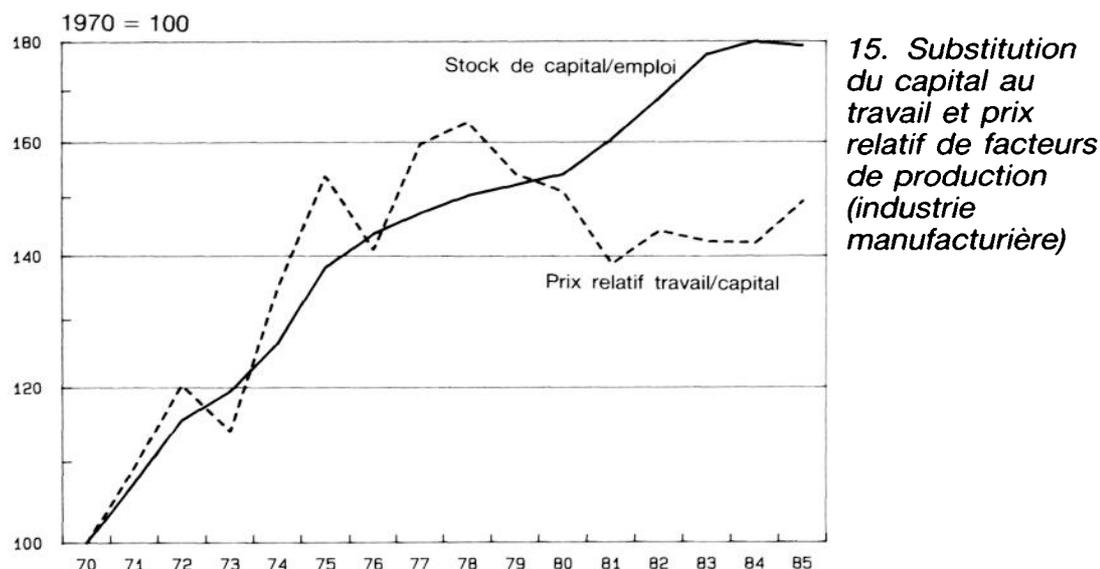
A un degré inchangé de l'utilisation des capacités productives correspond un niveau d'emploi de plus en plus réduit, sans pour autant

**14. Rentabilité, investissement et emploi dans le secteur manufacturier**

(\*) Cette courbe est décalée de deux ans par rapport aux autres.



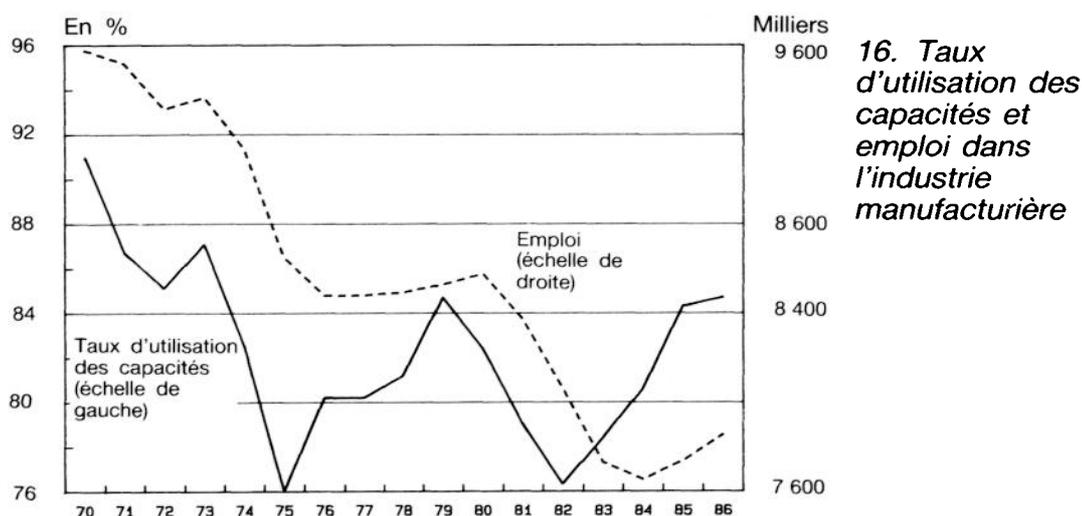
Sources : IFO, Statistisches Bundesamt.



Sources : DIW, CEPII.

que l'insuffisance croissante des capacités en soit la cause première car le stock net de capital du secteur manufacturier progresse en fait continuellement pendant cette période, ainsi que les capacités de production déclarées aux enquêtes de conjoncture.

En 1986 le taux d'utilisation des capacités atteint un niveau de 85 %, équivalent à celui de 1979, le volume d'emploi qui y est maintenant associé est inférieur de 8 % (graphique 16).



Sources : IFO, Statistisches Bundesamt.

Les gains de productivité apparente du travail dans l'industrie manufacturière apparaissent toutefois faibles ces dernières années en regard des autres pays (tableau 7).

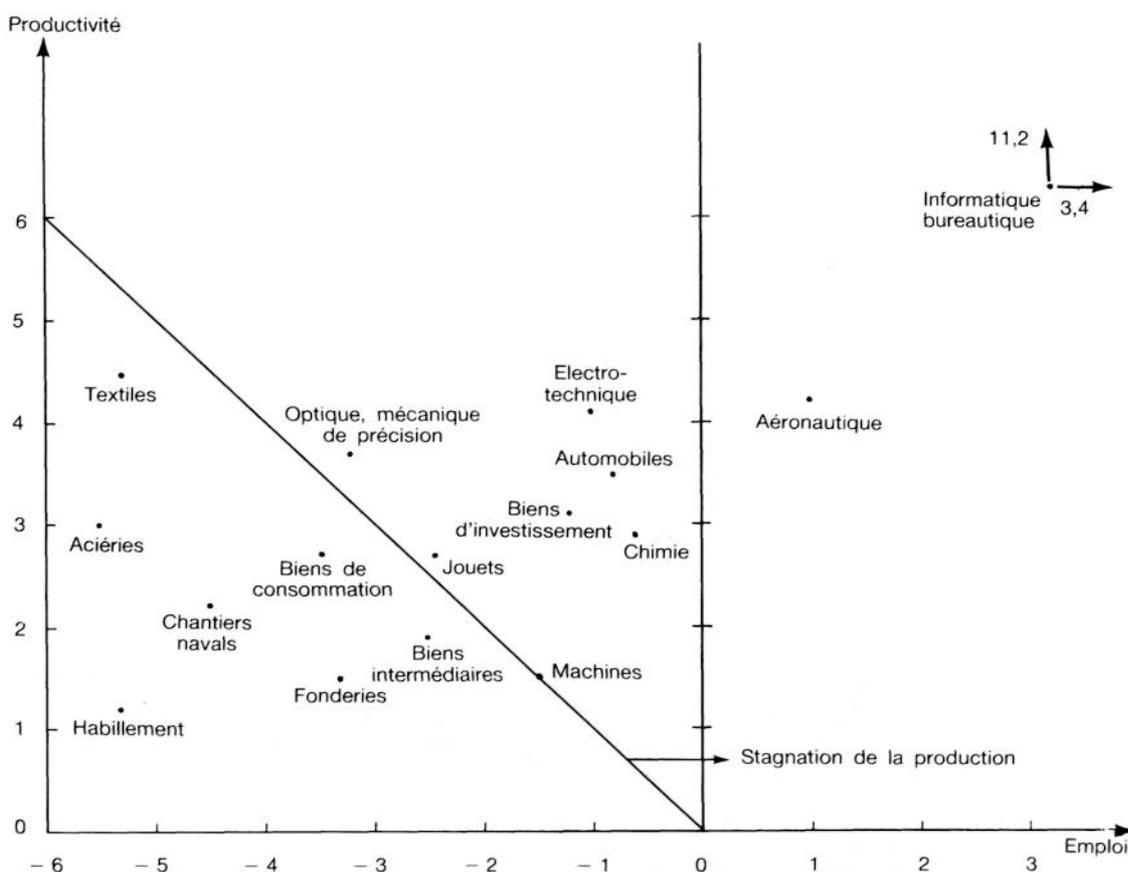
Ce résultat global recouvre des évolutions fortement différenciées d'une branche à l'autre, selon l'effort d'investissement, le mode de gestion de l'emploi et la croissance de la production (graphique 17).

7. Gains horaires de productivité du travail.  
Secteur manufacturier : moyennes annuelles

	1960-1973	1973-1979	1979-1986
RFA .....	5,8	4,3	2,8
Japon .....	10,3	5,5	5,6
France .....	6,5	5,0	3,6
Royaume-Uni .....	4,3	1,2	4,4
USA .....	3,2	1,4	3,2

Source : US Department of Labor.

17. Emploi et productivité des branches manufacturières.  
Taux de croissance annuel moyen sur la période 1980-1985



Source : DIW.

Les biens d'équipement réalisent, sous l'impulsion des exportations, les meilleures performances, croissance de la production, gains élevés de productivité, et moindre réduction d'emploi. Informatique, automobile, électronique et aéronautique présentent ainsi les meilleurs résultats. Des taux d'investissement élevés (dans l'automobile et l'informatique) n'y sont pas étrangers. On notera cependant la position médiocre du secteur des machines, dont la production stagne sur la période.

Quant aux secteurs des biens intermédiaires et de consommation, pour lesquels la production recule annuellement d'un même pas (res-

pectivement – 0,6 et – 0,7 %), leurs résultats en matière de productivité et d'emploi divergent. Les réductions d'emploi sont plus drastiques dans le secteur des biens de consommation (avec une perte de 300 000 emplois de 1980 à 1986) et permettent des gains de productivité sensibles. Le secteur du textile se distingue clairement à cet égard.

### La faiblesse relative de l'emploi, qui provoque le maintien d'un chômage élevé, ...

Les réductions d'emploi dans le secteur manufacturier ont fortement pesé sur le chômage étant donné le poids encore élevé de l'industrie dans la structure de l'activité et de l'emploi total outre-Rhin (tableau 8).

#### 8. Structure de l'activité et de l'emploi par secteur (1984)

		Agriculture	Industrie	Services
RFA	a) .....	2,2	36,0	61,9
	b) .....	5,6	41,3	53,1
Japon	a) .....	3,4	38,2	56,3
	b) .....	8,9	34,8	66,6
France	a) .....	5,4	30,7	64,3
	b) .....	7,9	33,0	59,7
Royaume-Uni	a) .....	1,9	31,6	66,6
	b) .....	2,6	32,9	63,6
USA	a) .....	2,4	29,8	67,8
	b) .....	3,3	28,5	68,2

Source : OCDE.

a : part de la valeur ajoutée dans l'ensemble.

b : part de l'emploi dans l'emploi total.

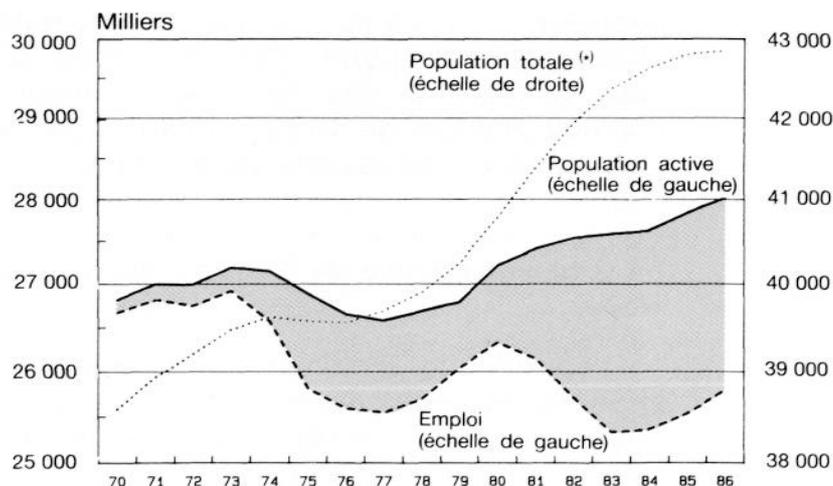
Le taux de chômage allemand s'avère bien inférieur à celui de ses partenaires européens (6,9 % contre 10,5 et 11,1 en France et au Royaume-Uni) et du même ordre en données harmonisées que celui des Etats-Unis. Le chômage n'en constitue pas moins le talon d'Achille d'une économie allemande à l'inflation maîtrisée et aux excédents courants confortables. La spécificité de son profil d'évolution et notamment sa tardive ascension reflète en partie l'effet de la démographie (graphique 18).

Après le premier choc pétrolier la population active avait fortement baissé, du fait de la flexion des taux d'activité, mais aussi d'un recul jusqu'en 1976 de la population en âge de travailler. La progression du chômage en avait été d'autant freinée.

Ces évolutions parallèles de la population active et de l'emploi ne se retrouvent plus à partir de 1980. La contraction massive de l'emploi de 1980 à 1984 (de 960 000 personnes) s'accompagne cette fois d'une croissance rapide de la population en âge de travailler.

Malgré de nombreux retraits volontaires du marché du travail par absence d'opportunités et une émigration à nouveau encouragée (le

18. Population en âge de travailler, population active, chômage



Source : Statistisches Bundesamt.

(\*) 15-64 ans.

■ Chômage.

nombre des travailleurs étrangers est ainsi réduit de 450 000 personnes de 1980 à 1985, après l'avoir été de 700 000 de 1973 à 1977), la progression de la population active s'infléchit mais ne se retourne pas. Le chômage croît alors rapidement, atteignant 2,2 millions au début de 1984. Le mouvement de reprise de l'emploi, amorcé cette même année et qui se poursuit jusqu'au début 1987, n'a qu'un effet limité sur les chiffres du chômage du fait de l'intensification des recherches d'emploi. La population active s'accroît en effet plus rapidement que la population en âge de travailler.

Si la structure du chômage présente globalement les mêmes aspects que celles des autres pays (un chômage de femmes plus élevé, une part croissante des chômeurs de longue durée, une sur-représentation de sous-qualifiés), une particularité émerge en Allemagne.

Le taux d'inactivité des jeunes y est relativement faible (environ 9,5 % en 1985 pour 13 % aux Etats-Unis et 25 % en France). La raison principale en est l'importance du système dual de formation (apprentissage en entreprises combiné à un enseignement en école professionnelle) qui concerne plus de 60 % des jeunes entre 15 et 18 ans. C'est cependant en RFA que le taux de chômage des jeunes s'est le plus accru de 1980 à 1985, faisant plus que doubler. Les facteurs démographiques y jouent incontestablement un rôle : le *baby-boom* des années cinquante et soixante a été, tant du point de vue de l'ampleur que de la durée, relativement fort en RFA. Mais on peut aussi voir dans la montée du chômage des jeunes une perte d'efficacité du système dual de formation pour faire concorder les structures de formations professionnelles acquises et les offres d'emploi <sup>(8)</sup>.

Globalement les places d'apprentissage se sont révélées insuffisantes pour satisfaire les demandes croissantes. Des inadaptations

(8) A. Hege, « Apprentissage et insertion professionnelle en RFA », Note de l'IRES n° 12, deuxième trimestre 1987.

entre les qualifications désirées et offertes sont apparues dans les services et le secteur manufacturier. En outre les mutations technologiques rapides requièrent des qualifications de « généralistes » facilement transférables, que seules les grandes entreprises industrielles sont susceptibles de délivrer. Or celles-ci ont eu tendance à réduire leur effort de formation, voire à n'en plus avoir (secteur de la chimie), alors que les PME artisanales et du commerce développaient leurs formations spécialisées.

Cette évolution a pu être attribuée au fait que l'investissement en formation (heures d'enseignement, atelier) est toutes proportions gardées plus faible dans les PME et que les apprentis y participent plus rapidement à la production. En période de croissance lente le bénéfice tiré de l'utilisation par les PME d'une main-d'œuvre relativement bon marché a été plus déterminant que la satisfaction à terme par les entreprises industrielles de leur propre demande de qualification. Les évolutions constatées depuis 1981 tendent ainsi à marquer une limite du système dual de formation professionnelle en Allemagne.

**...en partie due à des rigidités sur le marché du travail, est surtout imputable à la lenteur de la croissance globale**

La présence de rigidités sur le marché du travail est généralement considérée outre-Rhin comme un facteur décisif de la montée, puis de la persistance du chômage à un haut niveau depuis 1983. Le terme de rigidités, aux contours imprécis, recouvre aussi bien d'insuffisantes mobilités sectorielles et géographiques de la main-d'œuvre qu'une législation inappropriée ou encore une insuffisante flexibilité des salaires réels à la baisse. Une comparaison avec la situation observée aux Etats-Unis dont la flexibilité du marché du travail sert généralement de référence, permet de nuancer une partie de l'argumentation.

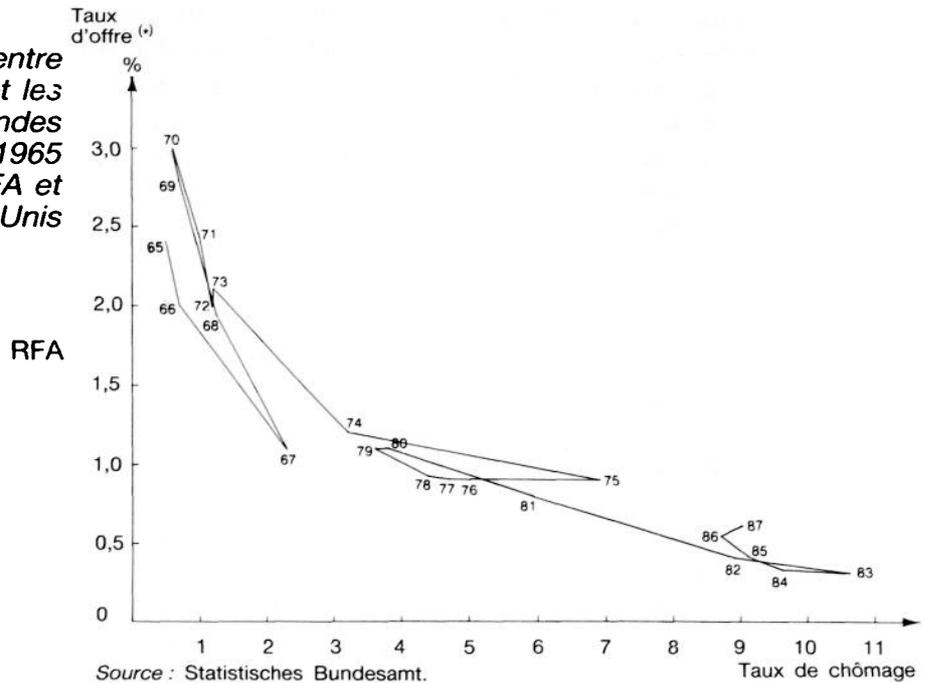
L'examen de la relation entre taux de chômage et taux d'offre d'emploi au cours du temps (courbe de Beveridge) tend à suggérer que le niveau élevé du taux de chômage allemand provient avant tout d'une insuffisance de demandes de travail (graphique 19).

Un déplacement de la courbe vers la droite est généralement considéré comme l'indice d'une inadéquation croissante entre les qualifications requises et offertes sur le marché du travail, d'une répartition géographique plus déséquilibrée entre les offres et les demandes d'emplois, que la mobilité imparfaite des travailleurs ne parvient à résorber, ou encore d'une combinaison de ces phénomènes. Le simple déplacement le long d'une courbe stable résulte alors pour l'essentiel d'une variation de la demande de travail <sup>(9)</sup>.

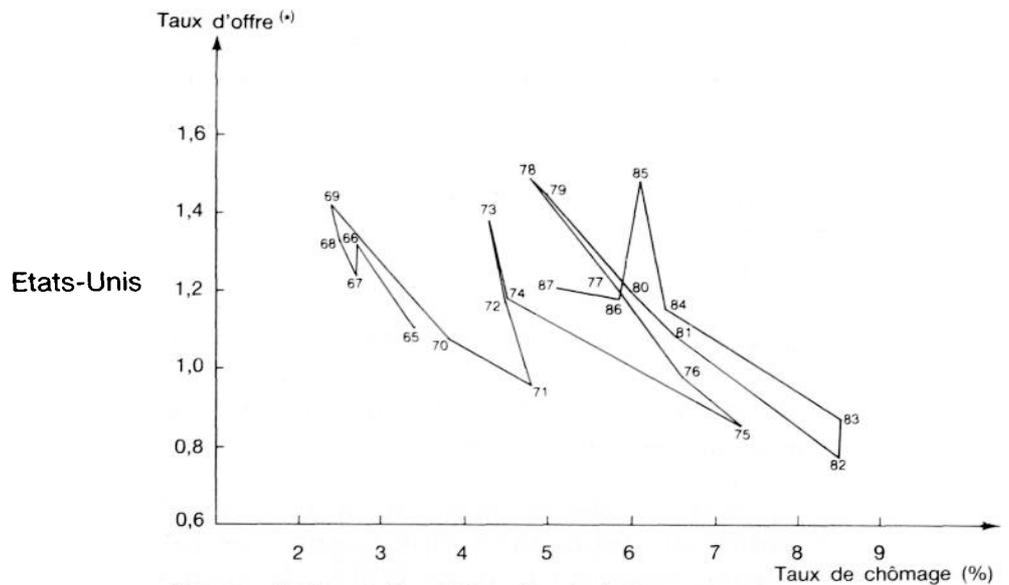
---

(9) On notera que la courbe de Beveridge peut comporter un biais statistique. Il est en effet probable que les offres d'emplois recensées sous-estiment la demande de travail des entreprises lorsque le chômage s'accroît puisqu'il peut alors être relativement plus facile et plus rapide de pourvoir les postes vacants.

19. Relation entre les offres et les demandes d'emplois de 1965 à 1987 en RFA et aux Etats-Unis



Source : Statistisches Bundesamt.  
(\*) Offres d'emplois/population active.



Sources : Conference Board, Department of commerce.

Or tandis qu'on observe aux Etats-Unis un glissement progressif de la courbe vers la droite au cours du temps <sup>(10)</sup>, la relation s'avère d'une remarquable stabilité en Allemagne au cours des vingt dernières années.

Les observations globales tendent ainsi à relativiser l'importance des rigidités sectorielles et géographiques dans l'explication d'un chômage croissant, sans toutefois prétendre en nier totalement le rôle, car une analyse plus détaillée fournit l'indice d'une inadéquation régionale croissante des offres et des demandes d'emploi.

(10) Le déplacement de la courbe américaine peut être pour partie imputé à la nature des données offres d'emplois collectées par voie de presse. Des corrections ont été effectuées. Elles réduisent quelque peu l'instabilité de la relation mais n'altèrent pas profondément l'image présentée ici.

Le tableau suivant présente le coefficient de corrélation moyen établi sur la période désignée entre la distribution régionale (en onze *Länder*) des taux relatifs d'offres et de demandes d'emplois (tableau 9).

### 9. Coefficient de corrélation moyen

1970-1973	1975-1979	1980-1983	1984-1986
- 0,63	- 0,61	- 0,32	- 0,31

Source : Statistisches Bundesamt.

Un taux de chômage régional relativement élevé tend à être de moins en moins associé à un taux d'offre d'emploi relativement faible et inversement. La relation tend donc à se distendre, témoignant par exemple d'une insuffisante mobilité géographique de la main-d'œuvre.

De façon plus décisive et récurrente le niveau jugé trop élevé des salaires réels et leur insuffisante flexibilité sont souvent dénoncés comme cause de la montée du chômage en Allemagne dans les années quatre-vingt. Les analyses en termes « d'écart de salaire réel », visant à comparer le salaire effectif à celui qui correspondrait à un haut niveau d'emploi n'apparaissent ni très fiables, ni très concluantes<sup>(11)</sup>. Elles parviennent difficilement à rendre compte de l'augmentation continue du chômage, puisque le degré jugé excessif de salaire en vigueur tend clairement à se réduire dans les années quatre-vingt en RFA.

Le degré de flexibilité des salaires réels peut alors être en cause. Empiriquement ce degré de flexibilité est généralement appréhendé par l'estimation d'équations de salaires prenant notamment en compte comme variables explicatives la variation des prix et celle du chômage. Par comparaison internationale (notamment avec les données américaines) on dira que les salaires sont d'autant plus flexibles que leur ajustement vis-à-vis du chômage est fort et que leur indexation vis-à-vis des prix est faible. Le rapport des deux élasticités fournit alors un indicateur de flexibilité<sup>(12)</sup>.

Le choix de la période d'estimation s'avère en fait crucial en regard des résultats comparatifs. Sur longue période (1966-1985), l'Allemagne affiche plus de rigidités des salaires que l'on en observe aux Etats-Unis. Une périodisation plus fine montre cependant que dans les années récentes (1979-1985) la désindexation des salaires nominaux aux prix observée en RFA accroît l'indicateur de flexibilité, qui devient alors supérieur à celui des Etats-Unis. Les travaux les plus récents tendent ainsi à écarter l'insuffisante flexibilité du salaire réel comme cause du sous-emploi en Allemagne<sup>(13)</sup>.

(11) J.-P. Fitoussi, E.S. Phelps, « Politique économique aux Etats-Unis et croissance du chômage en Europe », *Observations et diagnostics économiques*, revue de l'OFCE n° 18, janvier 1987.

(12) D.T. Coe et F. Gagliardi, « Détermination des salaires nominaux dans dix pays de l'OCDE », OCDE, document de travail n° 19, 1985.

(13) L. A. Bell, « Wage Rigidity in West Germany : A Comparison with the US Experience », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Automne 1986. Seul le salaire horaire est ici pris en compte. Or la rémunération est beaucoup moins mensualisée aux Etats-Unis qu'en RFA. Le nombre d'heures payées devrait donc aussi intervenir.

On notera toutefois que cette approche peut apparaître insuffisante <sup>(14)</sup> en regard du phénomène qu'elle se propose de mesurer. On ne peut en effet, en toute rigueur, appréhender le rôle éventuel des variations de salaire à corriger un déséquilibre initial sur le marché du travail en retenant comme indicateur de ce déséquilibre le taux de chômage qui est une donnée *ex-post*.

Le recours à des données d'enquêtes détaillées se révèle alors nécessaire. Une enquête réalisée en 1985-1986 auprès des entreprises pour le compte de la Communauté européenne permet d'identifier les obstacles qui, selon les industriels, limitent l'embauche.

Les entreprises interrogées citent le niveau insuffisant de la demande actuelle et anticipée comme obstacle premier à l'emploi. Ce résultat est général en Europe ; l'Allemagne n'y fait pas exception. Par contre le degré de virulence de la concurrence internationale (classé comme second obstacle) apparaît à l'époque moins déterminant en Allemagne. Le niveau des coûts extra-salariaux (cotisations sociales, indemnités) et l'insuffisante souplesse des procédures d'embauche ou de congédiement des travailleurs sont ensuite considérés comme les éléments les plus dissuasifs, mais avec toutefois moins d'intensité que dans d'autres pays comme la France ou l'Italie. Les industriels allemands se distinguent surtout de leurs homologues européens par le jugement qu'ils portent sur la pénurie de candidats qualifiés qui, incontestablement, freine davantage l'embauche que partout ailleurs en Europe. Quant à la pression des coûts salariaux (hors charge) sur la marge bénéficiaire, elle n'est pas jugée plus critique en Allemagne qu'ailleurs et n'apparaît pas comme une cause majeure de l'insuffisance d'emploi.

### **Cette lenteur de la croissance tend par ailleurs à accroître les déséquilibres enregistrés avec l'extérieur**

La contraction des déficits publics et la réduction du besoin de financement des entreprises ont été à l'origine de l'excès croissant de l'épargne intérieure sur l'investissement. A la réduction des besoins de financement internes correspond une exportation de l'épargne nationale, contrepartie des excédents courants (graphique 20).

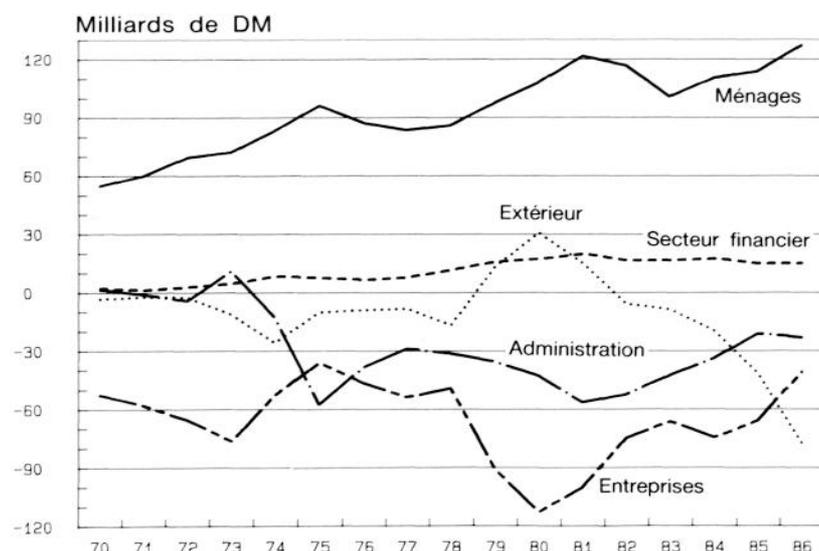
Ces excédents courants, dus aux excédents commerciaux, sont loin de refléter les seules performances à l'exportation ; la faiblesse relative des importations contribue aussi à la montée de l'excédent depuis 1980 (tableau 10).

Cette évolution des échanges extérieurs en volume est en partie imputable à la lenteur de la croissance économique intérieure. La faiblesse de la demande interne, induite par le cours restrictif des politiques budgétaires et monétaires et par le comportement d'investissement des entreprises, limite les besoins en importations et tend même à

---

(14) J. Généreux, « La rigidité des salaires : un concept ambigu ou inutile ? », Revue française d'économie n° 1, 1987.

susciter l'exportation, via la baisse des taux d'utilisation des capacités productives. Le différentiel de croissance de demande interne avec les principaux partenaires commerciaux favorise la montée des excédents allemands depuis 1981 <sup>(15)</sup> (graphique 21).



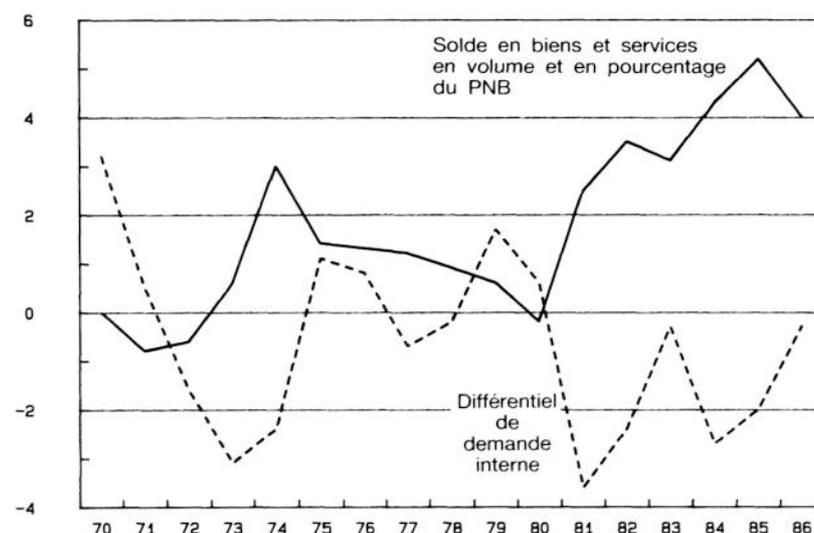
20. Capacité (+) ou besoin (-) de financement des agents

Source : Statistisches Bundesamt.

10. Importations et exportations de biens et services 1980-1985 (Taux de croissance annuel moyen)

	Exportations	Importations
RFA .....	5,2	1,5
CEE hors RFA .....	3,8	2,7
OCDE hors RFA .....	3,7	4,2

Source : OCDE.



21. Différentiel de croissance et excédents commerciaux

Source : OCDE.

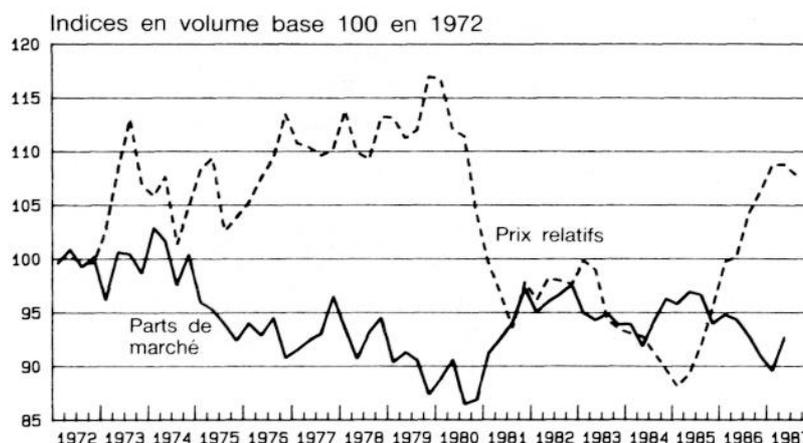
(15) Etudes économiques de l'OCDE, Allemagne, juillet 1987.

## Les mouvements du change jouent par ailleurs un rôle important dans les performances à l'exportation

De plus la dépréciation du change vis-à-vis du dollar jusqu'en mars 1985 a amélioré d'autant la compétitivité-prix, tant à l'exportation que sur le marché national, tandis que des atouts de spécialisation permettaient à la RFA de suivre le sillage d'un commerce mondial stimulé par la reprise américaine.

Les variations du taux de change réel ont eu en 1980, 1984 et 1985 des effets favorables sur les parts de marché à l'exportation. La chute du prix relatif des produits allemands en 1980 a permis de stopper la tendance déclinante des parts de marché observée depuis 1974. A l'inverse le retournement du cours du dollar au début de mars 1985 a entraîné le repli des performances allemandes (graphique 22).

### 22. Parts de marché et prix relatifs à l'exportation (produits manufacturés)



Sources : OCDE série A, Bundesbank, calculs OFCE.

La faible sensibilité des exportations allemandes aux prix, évaluée sur moyenne période, doit être relativisée au regard des brusques et amples fluctuations des parités depuis 1980. Une enquête réalisée en avril 1987 auprès des firmes allemandes pour le compte de la Commission européenne tente d'évaluer les répercussions du renchérissement du DM sur les perspectives de prix et de profits des industriels. Près d'un tiers des entreprises révisaient en baisse leurs prévisions de profit pour 1987 du fait des rabais plus importants qu'il était alors nécessaire de consentir. Or cette tendance s'observait surtout dans l'industrie des biens d'équipement, où 29 % des entreprises devaient corriger en baisse le prix des exportations en DM prévu pour 1987, contre 12 % dans le secteur des biens de consommation. Les branches des biens d'investissement (et particulièrement la construction mécanique, l'optique et l'électrotechnique) sont, de façon directe, plus que proportionnellement affectées par les fluctuations du dollar. La qualité actuelle de la spécialisation dans les biens d'équipement n'apparaît pas partout suffisante pour compenser de forts écarts de prix, surtout lorsque la progression de la demande est limitée. Ce constat peut être lié au poids relativement important des pays de la zone dollar dans la répartition géographique des exportations de biens d'équipement en 1985 (tableau 11).

## 11. Données en valeur sur les exportations de produits manufacturés en 1985

	Structure par produits à l'exportation	Taux d'exportation	Exportations vers la zone \$ en % du total	Exportations vers le Canada et les USA en % du total
Industrie manufacturière .	100	38,7	21,6	11,6
Biens intermédiaires . . . . .	29,0	36,9	17,5	7,8
Biens d'équipement . . . . .	58,3	49,3	26,7	15,2
Biens de consommation .	12,7	30,7	12,1	6,5

Sources : Bundesbank, IFO, Dresdner Bank.

La dépréciation du dollar enregistrée depuis 1985 a contribué, selon une récente étude <sup>(16)</sup>, à porter les coûts unitaires dans l'industrie allemande à un niveau supérieur d'environ 10 % en 1986 à celui des principaux concurrents. Un tel niveau de coût relatif était courant dans les années soixante-dix ; il tranche cependant nettement avec le niveau moyen des premières années 1980 (les coûts unitaires ne sont en moyenne que de 5 % supérieurs à ceux des concurrents). Certes l'Allemagne bénéficie d'avantages hors-coûts importants. Ceux-ci semblent toutefois se réduire dans certaines branches (construction de machines, matériel électriques), si l'on en juge par le rapprochement des taux de couverture et des coûts unitaires relatifs par branches <sup>(16)</sup>. En effet les exportateurs allemands de biens d'équipement semblent particulièrement en perte de vitesse, comme en témoignent les indicateurs de parts de marché de 1978 à 1985 sur l'ensemble de l'OCDE (tableau 12).

La concurrence a donc été particulièrement vive dans les branches qui traditionnellement constituent des points forts de l'industrie alle-

## 12. Variations des parts de marché en valeur sur l'OCDE 1978-1985 (en points de pourcentage)

Produits		Produits	
Chimie organique . . . . .	- 1,2	Informatique . . . . .	- 5,0
Matières plastiques . . . . .	- 2,1	Télécommunication, enregistrement, reproduction du son	- 5,9
Autres produits chimiques . . .	- 0,9	Machines et appareils électriques . . . . .	- 7,8
Textiles . . . . .	0	Véhicules routiers . . . . .	- 2,6
Sidérurgie . . . . .	- 1,5	Autres matériels de transport	+ 2,2
Biens de consommation (papier, cuir...) . . . . .	0	Instrument et appareils professionnels scientifiques . . . . .	- 4,6
Mécanique . . . . .	- 4,7	Photo, optique . . . . .	- 1,7

Source : OCDE.

(16) J. Mathis, J. Mazier, « Niveaux de coûts de production et performances extérieures des grands pays industrialisés », Etude de l'IRES, volume n° 12, deuxième trimestre 1987.

mande tels que la construction de machines ou la mécanique de précision. Cette fragilité croissante des pôles de compétitivité n'augurent pas favorablement des perspectives d'exportation au cours d'une année 1988 pendant laquelle l'appréciation du DM fera sentir ses effets.

## **Les perspectives conjoncturelles semblent s'assombrir**

### **Au début d'octobre 1987 les perspectives de croissance s'amélioraient**

Les trois premiers trimestres de l'année 1987 avaient offert une image ambiguë. La production industrielle, après avoir subi une diminution importante durant l'hiver, puis rejoint le niveau de la mi-1986, semblait plafonner. Cela ne signifiait pas pour autant l'enlisement dans une phase de stagnation.

En effet le recul d'activité en début d'année s'expliquait largement par des conditions climatiques défavorables au secteur du bâtiment et aux commerces, par la normalisation des achats anticipés de véhicules à catalyseur à la fin de 1986 et par des retards dans les négociations salariales. Mais un retard avait déjà été amorcé à la fin de 1986 sous l'influence négative du commerce extérieur et l'atonie de la demande interne hors véhicules automobiles. Au deuxième trimestre de 1987 la reprise a été essentiellement nourrie par un rattrapage dans le secteur du bâtiment et par la hausse de la consommation des ménages.

Les résultats de juin et juillet ont été en retrait par rapport à mai, en raison de l'avancement exceptionnel des congés annuels qui avait perturbé à la fois la réalité et les statistiques corrigées des variations saisonnières. Cet avancement des congés prévu par les entreprises, avait incité celles-ci à accélérer leur activité par anticipation en mai, puis à effectuer des rattrapages en août, à quoi a succédé un réajustement à la baisse en septembre.

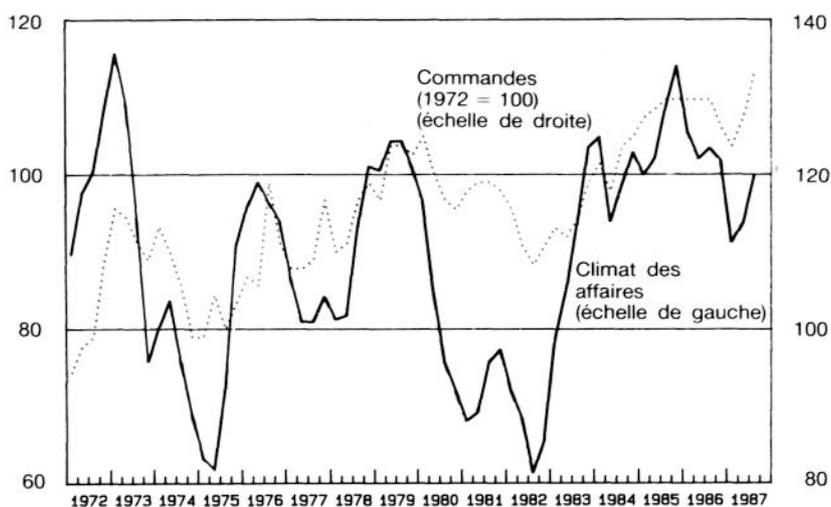
Ainsi des fluctuations au mois le mois, fortes et inhabituelles ont modulé depuis le début de l'année une activité assurément languissante, mais sans suffire à présager une faiblesse durable. Or les enquêtes de conjoncture réalisées auprès des entreprises au début de l'automne en annonçant un redressement de l'activité, donnaient à espérer un retour à la tendance de la croissance (graphique 23).

Cette remontée, attendue, de l'activité économique était imputable à deux éléments principaux.

En premier lieu la longue phase d'attentisme qui avait suivi les « contre-chocs » touchait à sa fin. Baisse du prix du pétrole et appréciation des monnaies européennes vis-à-vis du dollar avaient procuré en Europe des gains de termes de l'échange qui, en partie <sup>(17)</sup> distribués

---

(17) Cf. « La croissance confisquée », département des diagnostics, *Observations et diagnostics économiques*, revue de l'OFCE n° 21, octobre 1987.

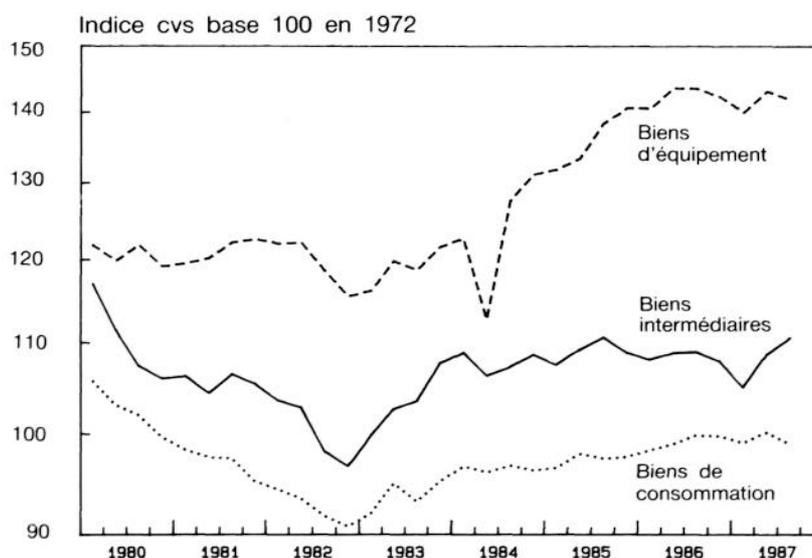


23. Climat des affaires et entrées en commande dans l'industrie manufacturière

Sources : IFO, Bundesbank.

aux agents économiques privés, n'avaient guère été utilisés par ceux-ci à augmenter leurs dépenses en biens et services. Les ménages avaient accru leur taux d'épargne, les entreprises s'étaient en partie désendettées et avaient acquis des actifs financiers pour les raisons évoquées plus haut. On pouvait attendre un retournement de ces comportements à partir du moment où les anticipations de prix se retourneraient à la hausse.

Telle était bien, semble-t-il la situation en septembre-octobre. On pouvait alors penser que les entreprises allaient recommencer à stocker des matières premières, énergétiques et autres, et des biens intermédiaires. En fait la production de biens intermédiaires commençait à s'accélérer, pour partie sous la poussée de la demande (graphique 24). Dans son sillage et tandis que la production de biens de consommation redémarrerait sous l'effet d'une demande plus forte des consommateurs, la production de biens d'équipement était susceptible de connaître à son tour, avec retard, une reprise.



24. La production industrielle décomposée

Source : Bundesbank.

En second lieu et surtout, le commerce extérieur semblait pouvoir constituer à nouveau un élément dynamique, grâce à la stabilisation du taux de change réalisée depuis le mois de février aux environs de 1,80 DM pour 1 dollar. Les entreprises avaient ajusté leurs comportements commerciaux à ce taux qui n'était certes pas franchement favorable, mais qui leur permettait d'exporter dans des conditions normales. Une enquête effectuée au début de novembre auprès de 3 220 entreprises concluait qu'au dessous d'un taux de 1,77 DM pour 1 dollar les entreprises perdraient sur les marchés extérieurs soit de l'argent soit des parts de marché.

### **Les perturbations des marchés ne conduiront qu'à une inflexion marginale de la politique économique**

L'effondrement du cours des actions à Wall Street le 19 octobre a constitué le premier temps d'un processus, sans doute inachevé, de perturbation des marchés. Marché des titres tout d'abord, l'ensemble des places mondiales ayant été affecté ; la baisse moyenne du cours des actions cotées en RFA est entre le point haut et le point bas de l'année 1987 du même ordre de grandeur qu'aux Etats-Unis, soit un tiers. Marchés des changes ensuite, parce que là aussi se manifeste la défiance vis-à-vis de l'économie américaine et parce qu'en outre les Etats-Unis utilisent l'arme de la dépréciation du dollar dangereuse pour eux aussi, dans l'espoir d'infléchir la politique économique des deux nations dominantes de second rang.

La RFA, plus encore que le Japon, a été soumise au cours des semaines récentes à des pressions étrangères intensives afin qu'elle pratique une politique de relance. Il est peu vraisemblable que la RFA y cède réellement.

Les autorités budgétaires répugnent à effacer, pour compenser les errements des autres le résultat de plusieurs années d'efforts qui, comme il a été dit plus haut, ont coûté cher en termes d'activité et d'emploi. Si le déficit budgétaire a certes été ramené à une faible proportion du PNB, la dette publique accumulée entre 1974 et les premières années quatre-vingt atteint une proportion du PNB presque aussi élevée qu'aux Etats-Unis.

Or les autorités sont déjà confrontées à la perspective d'une augmentation du déficit budgétaire en 1988 pour trois raisons. D'abord parce que la deuxième tranche de la réforme fiscale 1986-1988 aura lieu dès ce moment, avec en sus, conformément aux engagements pris lors de l'accord du Louvre de février 1987 à raison de 5 milliards de DM, une partie des mesures fiscales initialement programmées pour les années quatre-vingt-dix. Ensuite parce que la conjoncture médiocre freine la croissance des recettes et accroît celle des dépenses. Enfin parce que la dépréciation accrue du dollar pèse lourdement sur les finances publiques. Cette dépréciation provoque une augmentation de certaines subventions aux secteurs rendus par là moins compétitifs tels que le secteur minier. Avancer à 1988 une partie supplémentaire de la

réforme fiscale prévue pour 1990 non seulement présente des difficultés techniques mais interdirait le recours ultérieur à cet instrument. Or la conjoncture pourrait être plus difficile en 1989. Les autorités entendent donc choisir le meilleur moment pour effectuer une action qui ne pourrait guère être répétée.

Les mesures annoncées le 2 décembre sont, à cet égard, éclairantes par leur insignifiance. Le « plan de soutien » à l'économie, alors affiché, concerne certes 21 milliards de DM, mais ce montant est celui des prêts sur lesquels porterait une bonification : 15 milliards sont proposés aux communes à un taux de 3 % au lieu de 5 % et 6 milliards proposés aux petites et moyennes entreprises. Le coût pour l'Etat fédéral concerne seulement la différence des taux d'intérêt.

La politique monétaire ne semble guère plus pouvoir s'infléchir à présent, l'essentiel de l'assouplissement ayant été réalisé au cours des semaines récentes.

On a rappelé plus haut la stratégie suivie par la Bundesbank : privilégier les objectifs intérieurs sous la contrainte du taux de change. L'objectif intérieur premier est la lutte contre l'inflation, c'est-à-dire actuellement contre la résurgence des anticipations inflationnistes. Pour être crédible en ce domaine et pour conserver ultérieurement l'efficacité de son action, la Bundesbank veut éviter une trop grande injection de liquidités dans l'économie. Mais il s'ensuit un haut niveau des taux d'intérêt, de sorte que le différentiel de taux avec les Etats-Unis provoque des entrées de capitaux spéculatifs qu'il est difficile de stériliser et qui constituent donc une source incontrôlable de création monétaire. Ces entrées de capitaux provoquent une appréciation du DM non seulement vis-à-vis du dollar, mais encore vis-à-vis des monnaies du SME. Or la Bundesbank souhaite éviter ou différer le plus possible un réajustement des parités européennes, afin de ne pas dégrader plus encore la compétitivité des produits allemands. La marge de manœuvre est étroite.

Au début d'octobre le relèvement des taux de prise en pension avait été l'un des facteurs qui avaient déclenché le krach boursier de Wall Street. Peu de temps après une attitude plus expansive a été adoptée. Le taux de prise en pension a été abaissé de 3,8 à 3,5 % au début de novembre, puis à 3,25 % à la fin novembre ; au début de décembre la Bundesbank a abaissé à 2,5 % son taux d'escompte qui se situait à 3 % depuis janvier.

Il est vraisemblable qu'au cours des prochains mois, les agrégats seront surveillés moins strictement, et qu'ils dépasseront à nouveau leurs normes de progression. Les taux directeurs d'intérêt à court terme ne semblent toutefois guère susceptibles d'être diminués à nouveau, car ils ont atteint des planchers historiques. Il est à craindre que si l'inflation se ralentissait les taux d'intérêt réels ne remontent un peu.

### **La reprise qui se profilait à l'automne risque donc de marquer le pas**

L'environnement international risque d'être défavorable à l'activité économique.

En premier lieu, les conséquences des perturbations récentes des marchés seront de nature restrictive sans doute à plus ou moins brève échéance. Les indicateurs des prochains mois ne marqueront vraisemblablement pas une détérioration de la demande mondiale. Des délais de réaction sont en effet à l'œuvre. L'effet de richesse, ou plus exactement de perte de richesse, tant des ménages que des entreprises ne provoquera qu'avec retard une diminution des dépenses de consommation et d'investissement. On peut par ailleurs penser qu'aux Etats-Unis et dans certains pays européens la croissance butait sur l'insuffisance des moyens de financement. Paradoxalement, le krach boursier, en ayant suscité un relâchement des politiques monétaires, pourrait provoquer un rebond de croissance, mais qui serait éphémère. L'incertitude majeure concerne, une fois de plus, le possible attentisme des agents face aux anticipations inflationnistes. S'il s'avérait que le prix du pétrole et d'autres matières premières, et en conséquence le prix de nombreux produits intermédiaires, s'orientent à nouveau à la baisse, les entreprises freineraient leur stockage et leur production comme elles l'ont fait en 1986 et au début de 1987. En tout état de cause il est vraisemblable que les importations des Etats-Unis et, par effet d'entraînement celles de nombreux autres pays diminueront franchement à partir de la mi-1988 <sup>(18)</sup>.

En second lieu l'appréciation récente du DM face au dollar inflige aux produits allemands un amoindrissement de compétitivité, qui est de nature à leur faire perdre d'importantes parts de marché dans un commerce mondial morose. C'est cette considération qui a conduit d'abord les instituts allemands de conjoncture, puis, récemment, les instances officielles, à réviser fortement à la baisse leurs prévisions de PNB pour 1988. Celles-ci ne comportent plus qu'une croissance de 1,5 %.

La demande intérieure ne semble en effet pas en mesure de compenser la faiblesse des exportations.

Du côté des entreprises, le secteur des biens d'équipement va être touché par cet environnement extérieur, d'autant qu'il est de plus en plus durement concurrencé par le Japon <sup>(19)</sup>. Or on a souligné plus haut le caractère central de ce secteur dans l'exportation et pour l'emploi. L'emploi du secteur manufacturier et, l'emploi total risquent donc de se stabiliser, puis de diminuer, d'autant plus que face à la dégradation de la compétitivité par les prix les investissements tendront principalement à substituer du capital au travail pour accroître la production. La dernière enquête sur l'investissement de l'IFO, faite avant ce krach boursier n'annonçait déjà qu'une croissance de 1 % en volume en 1988. Les décisions d'investissement déclarées alors étaient motivées par une

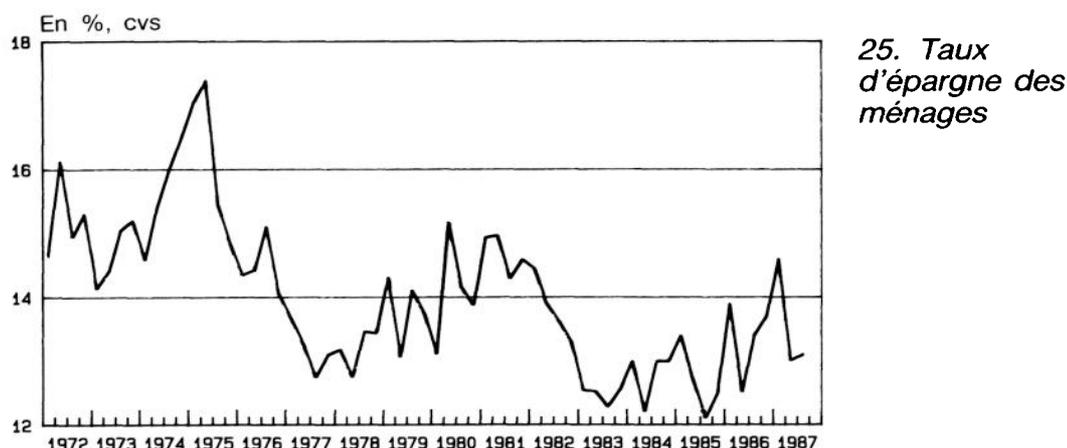
---

(18) Cf. « Le sursis », département des diagnostics, *Observations et diagnostics économiques*, revue de l'OFCE n° 21, octobre 1987.

(19) Cf. « CEE, Etats-Unis, Japon : une comparaison de leurs commerces extérieurs », département des diagnostics, *Observations et diagnostics économiques*, revue de l'OFCE n° 20, juillet 1987.

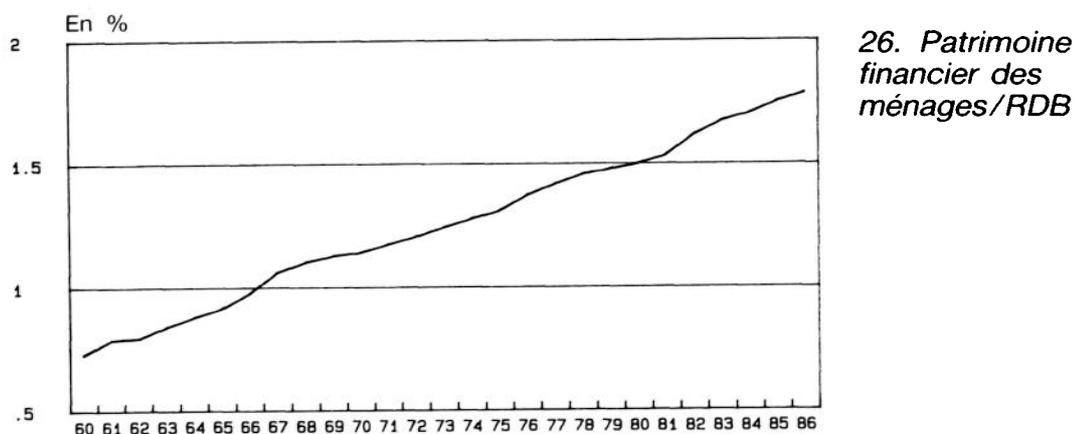
volonté de rationalisation plus que d'extension des capacités, alors qu'en 1987 ces deux motifs étaient, pour les industriels, d'égale importance. Les investissements en bâtiment des entreprises, leurs investissements en équipements ne seront au mieux qu'en légère progression en 1988.

Du côté des ménages, « l'effet richesse » sera en RFA vraisemblablement limité. Les actions ne représentaient en 1986 que 6 % du patrimoine. Toutefois, les ménages allemands ont spontanément tendance à accroître leur taux d'épargne (graphique 25).



Source : Bundesbank.

La stagnation du revenu disponible réel de 1981 à 1985 avait contribué à comprimer ce taux d'épargne et à masquer ainsi une tendance de moyen terme à l'accumulation d'un patrimoine financier. Cette tendance se dégage nettement lorsque l'on examine sur longue période la croissance régulière du ratio du patrimoine financier des ménages rapporté à leur revenu. A l'inverse de la France où ce ratio est stable sur moyenne période<sup>(20)</sup>, en RFA le ratio désiré n'est pas encore atteint. Il l'est d'autant moins que le vieillissement de la population l'accroît, la tranche d'âge des 60/65 ans, de plus en plus fournie, ayant un taux d'épargne élevé en prévision de la retraite (graphique 26).



Source : Bundesbank.

(20) A. Gubian, J. Le Cacheux, « Fiscalité des placements liquides et financiers des ménages en France, en RFA et aux Etats-Unis », *Observations et diagnostics économiques*, revue de l'OFCE n° 18, janvier 1987.

Dans ces conditions le taux d'épargne semble appelé non à diminuer mais à être stable ou à augmenter un peu en 1988. Il s'appliquera à un revenu disponible brut en croissance très lente, la diminution du nombre des emplois compensant une partie de la croissance du salaire réel par tête. En 1987 les conventions salariales ont été exceptionnellement conclues pour trois ans. L'accord pilote de la métallurgie est largement imité dans les autres secteurs ; il stipule une hausse nominale de 3,7 % d'avril 1987 à mars 1988 sans réduction du temps de travail, puis une augmentation de 2 % d'avril 1988 à avril 1989, combinée avec une réduction de la durée de travail, qui passera de 38,5 à 37,5 heures. Cet accord semble aménager les conditions d'une paix sociale pour trois ans et témoigne de la confiance des agents privés dans l'absence de tensions inflationnistes au cours de prochains trimestres.

Une faible inflation est au demeurant vraisemblable. En 1986 les coûts salariaux avaient notablement progressé notamment en raison d'une médiocre productivité ; mais ils avaient été compensés par les gains de termes de l'échange. Une situation inverse a marqué l'année 1987, où la baisse des coûts salariaux unitaires autorisée par la reprise de la productivité a permis de compenser l'augmentation du prix des importations. Les marges des entreprises sur le marché intérieur n'ont donc pas été comprimées. Il n'est guère vraisemblable qu'en 1988 elles puissent être accrues pour compenser les efforts à l'exportation, car sur le marché intérieur aussi la concurrence étrangère sera très vive, qu'elle émane des Etats-Unis, du Japon ou des NPI asiatiques. L'analyse sectorielle du commerce extérieur, développée plus haut, montre la vulnérabilité de la RFA à cet égard.

En définitive les ménages n'accroîtront guère leur consommation, tandis que leurs investissements en logement continueront sans doute à fléchir.

La faible augmentation de la demande intérieure, sera couverte en partie par les importations, sans que toutefois le taux de pénétration du marché intérieur ne s'accélère franchement. L'élasticité des importations à la demande est généralement faible en période de basse conjoncture et la hausse du mark ne suffira probablement pas à l'accroître.

En conséquence on attend une croissance lente du PNB au premier semestre, puis sa stagnation, tandis que les excédents, commercial et courant, s'amenuiseront.

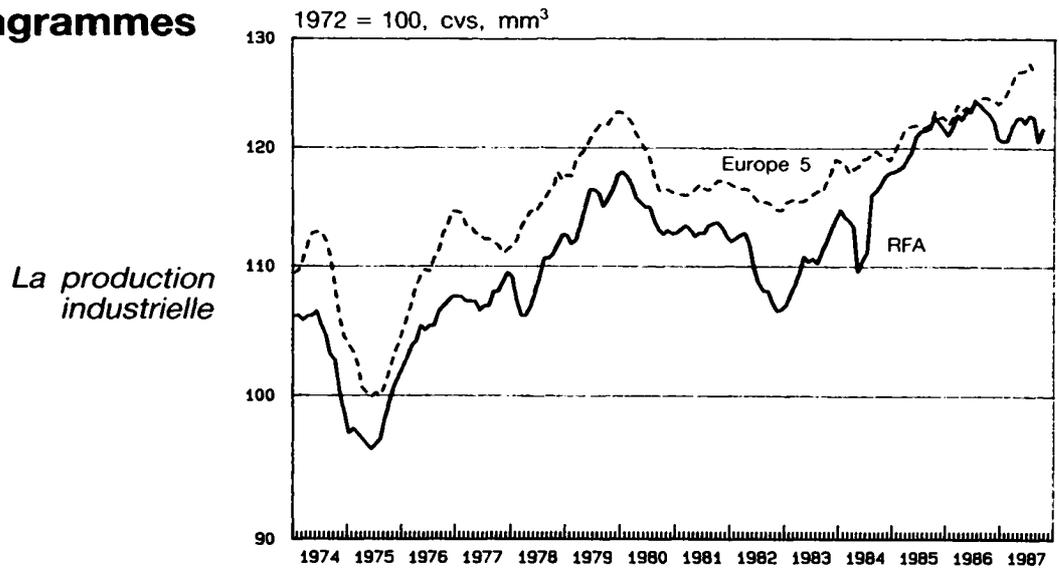
## ANNEXE

## Prévisions quantitatives

Equilibre des biens et services en volume et aux prix de 1980	Niveau en 1985	Variations par rapport à la période précédente en pour-cent											
	Unité : milliards de DM 1980	1985		1986		1987		1988		1985	1986	1987	1988
		S1	S2	S1	S2	S1	S2	S1	S2				
Consommation des ménages . .	867,5	0,4	2,5	2,1	1,8	0,6	2,7	0,6	0,5	1,8	4,3	2,9	2,2
Consommation publique . . . . .	315,2	0,2	2,4	0,1	1,9	- 0,1	1,8	0,5	0,5	2,1	2,3	1,8	1,6
FBCF totale . . . . .	315,1	- 3,2	4,5	- 0,7	3,1	- 2,7	3,9	0,6	0,4	0,1	3,1	0,7	2,7
dont : Equipement . . . . .	130,5	1,9	3,9	3,0	- 1,8	5,3	1,0	1,0	1,0	9,4	4,1	4,9	2,0
Bâtiment . . . . .	184,6	- 6,5	4,9	- 3,3	6,8	- 8,3	6,1	0,3	0,0	- 5,6	2,4	- 2,4	3,3
Exportations de biens et services . . . . .	548,0	4,4	0,9	- 0,5	- 0,1	- 1,1	2,0	0,5	- 1,0	7,2	- 0,2	- 0,2	1,0
Importations de biens et services . . . . .	465,6	3,4	1,5	1,8	1,8	1,2	1,7	1,7	1,5	4,8	3,5	2,9	3,3
Variations des stocks en milliards de DM en 1980 . . . . .	- 1,2	0,9	- 2,1	- 1,8	2,5	7,1	0	2,5	5,5	- 1,2	0,7	7,1	8,0
PNB . . . . .	1 579,0	0,1	2,2	0,4	1,9	- 0,4	1,8	0,5	0,0	2,0	2,5	1,5	1,5
Prix à la consommation . . . . .		1,5	0,5	- 0,3	- 0,5	0,3	0,7	0,7	0,7	2,2	- 0,3	0,5	1,6
Solde courant en % du PNB . . . . .		2,1	2,7	3,9	4,5	4,1	3,9	3,5	2,8	2,4	4,2	3,9	3,2

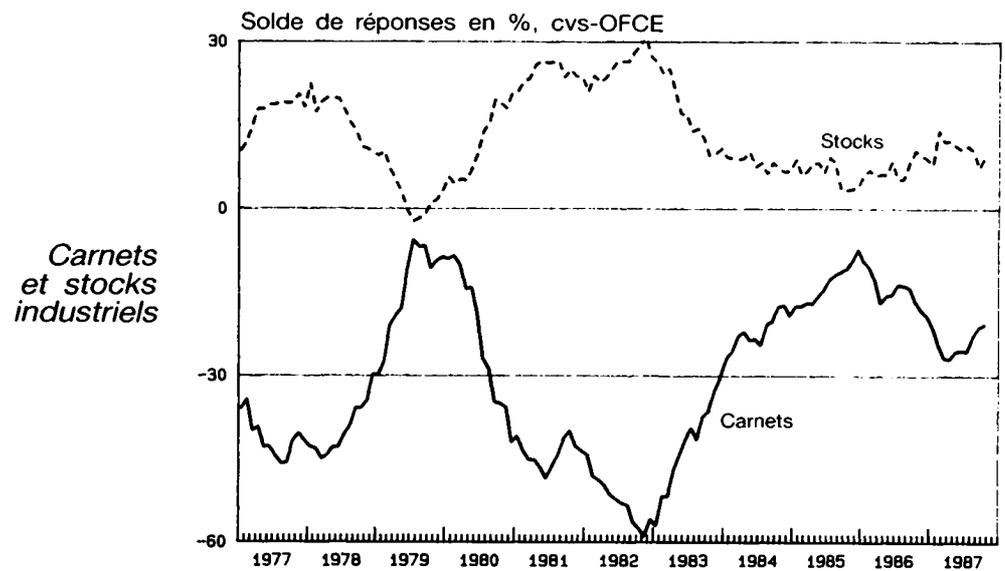
Sources : Bundesbank, prévisions OFCE.

## Diagrammes

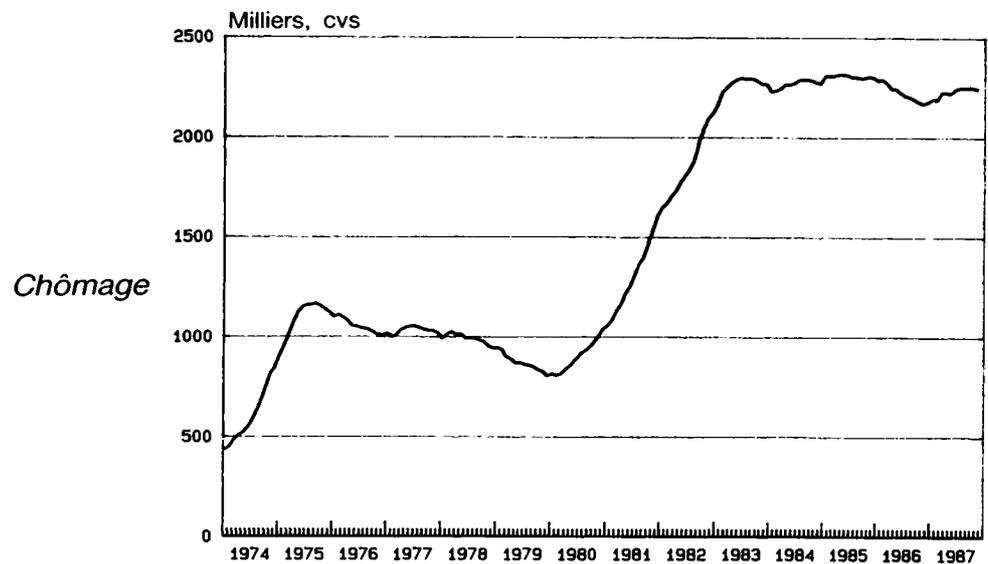


Europe 5 : Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni.

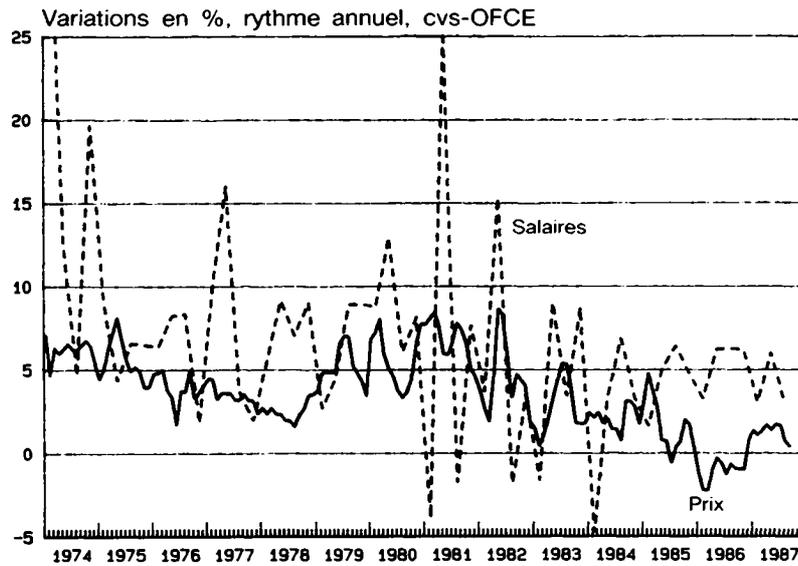
Source : OCDE.



Source : CEE.

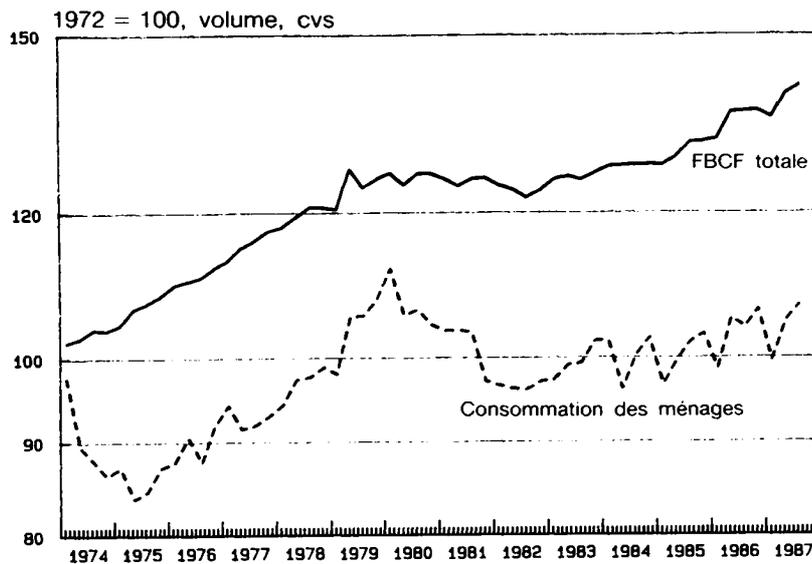


Source : Bundesbank.



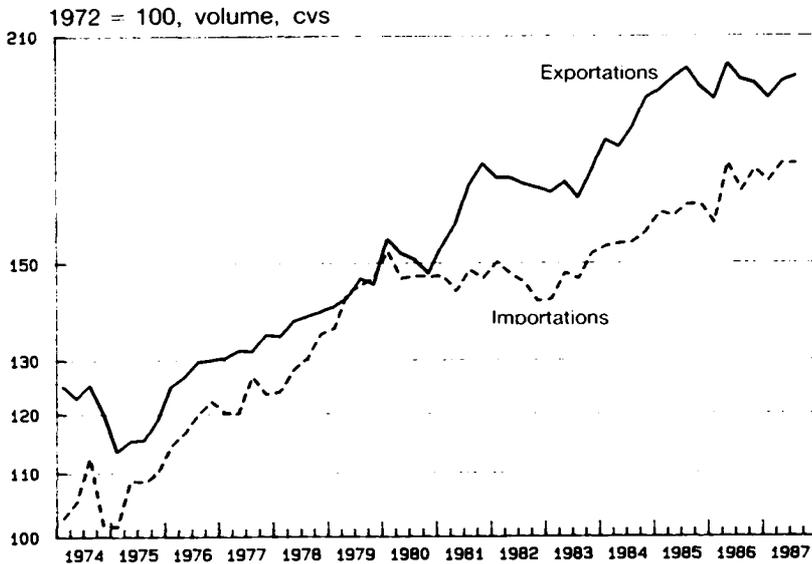
Prix et salaires

Source : Bundesbank.



Consommation et investissement

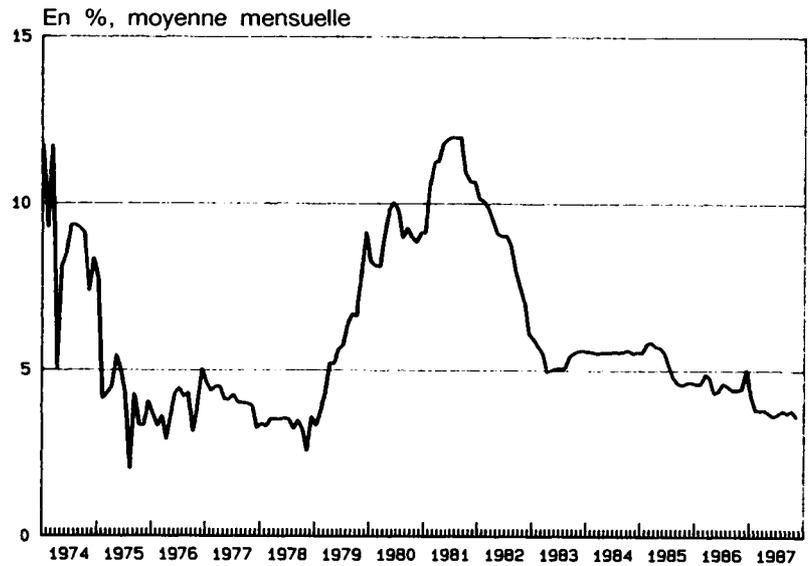
Source : Bundesbank.



Echanges extérieurs de biens et services

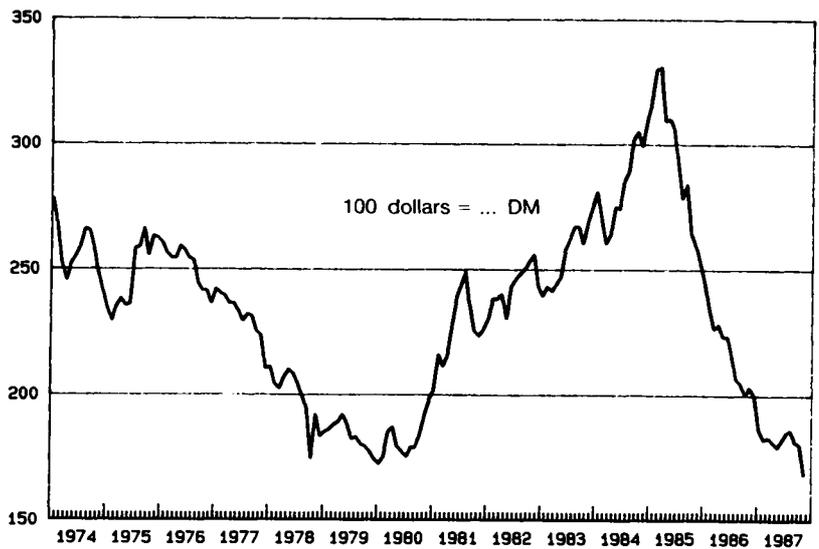
Source : Bundesbank.

Taux d'intérêt à court terme

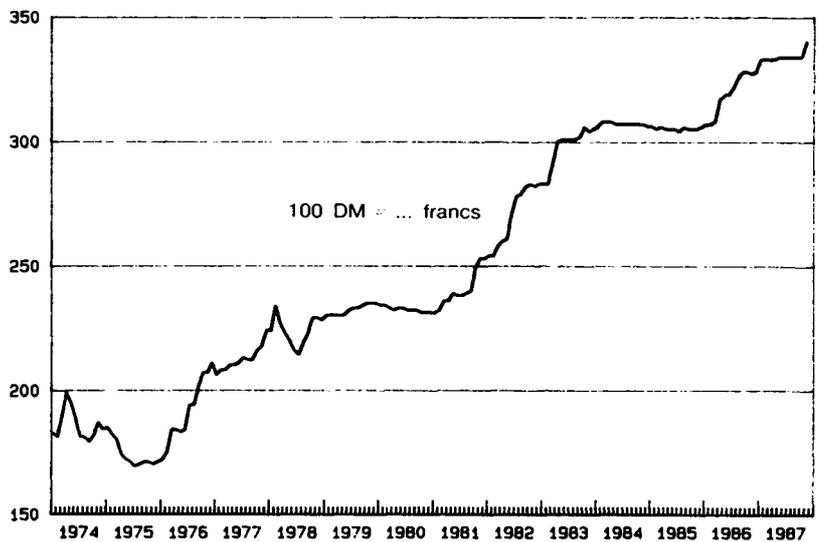


Source : Morgan.

Cours du change du DM



Source : Marché officiel des changes à Paris.



Source : Marché officiel des changes à Paris.