

Inflexible Allemagne

Caroline Newhouse

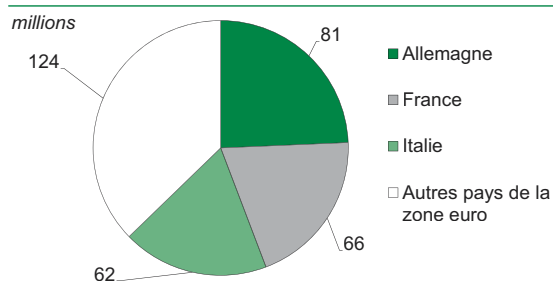
La question revient régulièrement de savoir si l'intransigeance de l'Allemagne en matière budgétaire et monétaire est responsable de la faiblesse de la croissance dans la zone euro. De part et d'autre du Rhin, l'incompréhension est parfois réciproque. La France a souvent plaidé pour une approche graduelle en matière de réduction des déficits, complétée par un dispositif de partage des risques au niveau européen ; l'Allemagne, de son côté, place le rétablissement des grands équilibres (budgétaires, extérieurs) au premier rang des priorités, pour elle comme pour les autres pays de la zone euro.

Cette divergence d'appréciation a des causes profondes sur lesquelles cet article se propose de revenir. Elle se nourrit notamment des écarts de performances économiques accumulés depuis une dizaine d'années. Outre-Rhin, la recherche de la stabilité des prix et de l'équilibre des finances publiques est inscrite dans les gènes de la politique économique. Mais au-delà du « dogme », elle est aussi le fruit du pragmatisme de l'équipe dirigeante en place et transcende les clivages politiques traditionnels, entre la CDU et le SPD. L'Allemagne est une économie très ouverte et sa compétitivité extérieure est à ce prix. Nous montrerons, enfin, que le rigorisme est aussi le prix à payer pour faire face aux défis du vingt-et-unième siècle auxquels est confronté le pays.

L'échappée allemande

La taille de l'Allemagne dans la zone euro en fait un acteur incontournable de la construction européenne. Quelques chiffres permettent d'apprécier rapidement le poids du pays. L'Allemagne est la quatrième économie du monde après les Etats-Unis, le Japon et la Chine. Elle en est la deuxième économie exportatrice, après la Chine. Par ailleurs, elle est la première économie de la zone euro, tant par sa population (81 millions d'habitants, le quart de la population totale de la zone euro, à comparer avec 66 millions en France, cf. graphique 1) que par son poids dans le PIB de l'Union monétaire (près de 30% en standard de pouvoir d'achat).

Population en 2014

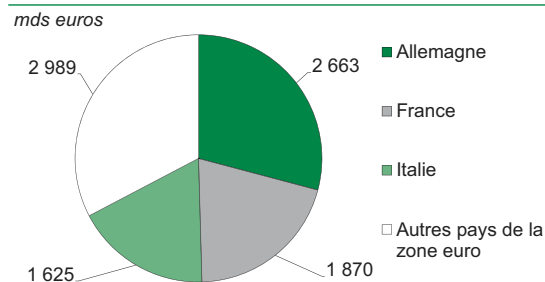


Graphique 1

Sources : Nationales

En comparaison, la France représente moins de 20% du PIB de la zone (PPA, cf. graphique 2). Depuis une dizaine d'années, sa perte de compétitivité et le recul du poids de son industrie apparaissent d'autant plus marqués que le *made in Germany* est resté une référence, en dépit de la montée en puissance des économies émergentes, principalement Chine, Russie et pays d'Europe centrale et orientale. Ainsi la part de marché de la France dans le commerce mondial a chuté de 5,1% à 3,1% entre 2000 et 2013, tandis que le poids de son industrie dans la valeur ajoutée se repliait de 18% à 12,5%. *Contrairement*, le recul de la part de marché des entreprises exportatrices allemandes est resté limité (de 8,6% à 7,9%) tandis que l'industrie a toujours représenté plus de 20% de la valeur ajoutée (cf. graphique 3, page 4).

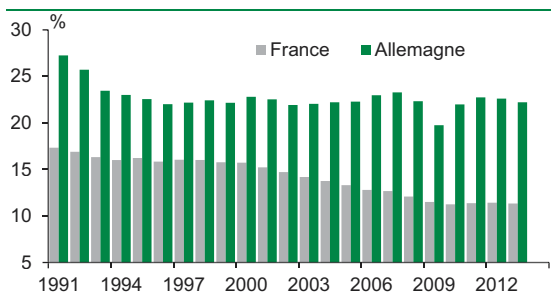
PIB PPA (2012)



Graphique 2

Sources : INSEE, Banque de France

Part du manuf. dans la VAB totale

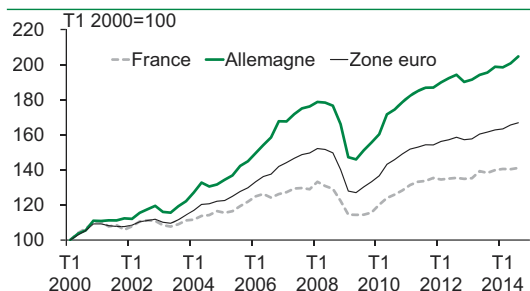


Graphique 3

Source : Ameco

Dans la phase d'emballage de la mondialisation des échanges connue durant la première partie des années 2000, l'Allemagne apparaît clairement comme la grande gagnante. Sa stratégie de croissance reposant à la fois sur la spécialisation de son industrie, selon le principe des avantages comparatifs et sur l'innovation, est apparue comme particulièrement pertinente. Pour Berlin, la bonne santé d'une économie exprime avant tout la compétitivité de son outil productif, les excédents courants n'en étant que la conséquence. Depuis 2004, ces derniers n'ont jamais représenté moins de 4% du PIB ; en outre, ils ont été pour les quatre-cinquièmes constitués d'excédents commerciaux ; les exportations nettes ont contribué pour plus de la moitié à la croissance du PIB (cf. graphique 4).

Exportations



Graphique 4

Sources : INSEE, Eurostat, Destatis

Au début des années 1990, plus de la moitié des exportations totales étaient acheminées vers la zone euro et près de 60% vers l'Union européenne à 27. Au premier semestre 2014, il s'agissait de moins de 40% vers la première et 57% vers la seconde. Les ventes vers les pays d'Europe centrale (i.e. République tchèque, Slovaquie, Hongrie et Pologne) sont restées très dynamiques (+10% g.a. en moyenne au S1 2014),

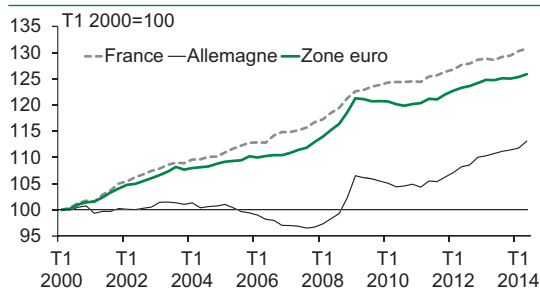
en dépit de la baisse constatée des parts de marché à l'exportation de la plupart des pays occidentaux au profit des nations nouvellement industrialisées, comme la Chine, l'Inde ou le Brésil. Depuis 1999, les exportations de l'Allemagne vis-à-vis de la zone euro ont augmenté d'environ 4,5% en moyenne annuelle, tandis que celles vers l'Europe centrale progressaient de près de 9%, de 10% vers l'Asie et de plus de 7% à destination du reste du monde.

Contrairement à certaines idées reçues, l'adoption de l'euro en 1999 n'a pas créé un effet d'aubaine pour les exportateurs allemands et le commerce extérieur de l'Allemagne apparaît beaucoup plus tributaire de la croissance de ses partenaires commerciaux que du risque de change. A cet égard, plusieurs facteurs expliquent la pénétration des produits allemands sur les nouveaux marchés d'Europe centrale et d'Asie.

D'une part, l'industrie manufacturière très spécialisée se trouve particulièrement bien positionnée sur les marchés émergents, tels que la Chine ou encore la Russie, où les classes moyenne et supérieure bénéficient d'un pouvoir d'achat en expansion rapide.

D'autre part, jusqu'à l'éclatement de la crise de 2008-2009, l'Allemagne fait un peu figure d'exception dans ses choix économiques. Le rééquilibrage des comptes publics et la modération salariale (les salaires ont quasiment stagné entre 1999 et 2007, cf. graphique 5) ont comprimé la demande intérieure, tout en dopant la compétitivité des entreprises et le commerce extérieur. La compétitivité-prix des produits allemands, à qualité égale, est ainsi supérieure à celle des autres pays européens. Mesurée par l'inverse des coûts unitaires du travail, celle-ci a progressé de près de 5% comparée à la zone euro dans son ensemble et d'environ 8% par rapport à certains pays du Sud, la croissance annuelle moyenne de la productivité allemande étant à peine supérieure à celle de la zone euro sur la période (autour de 1,2%).

Coûts unitaires du travail



Graphique 5

Source : OCDE

Au centre du jeu européen

Si elle a consenti à une légère inflexion de sa politique en faveur de la demande (introduction du salaire minimum, réforme des retraites...), l'Allemagne reste très active au sein de la zone euro dans la promotion des politiques tournées vers l'offre : réformes structurelles, rigueur budgétaire, stabilité monétaire.

La chose n'est pas nouvelle. La vision ordolibérale¹ allemande a largement inspiré et orienté le débat européen au moment de la rédaction du Traité de Maastricht. Fort de la stabilité du Deutsche Mark et de son rôle pivot au sein du Système Monétaire Européen ainsi que de la réputation de la Bundesbank, Berlin a imposé ses conditions à la construction de l'Union monétaire européenne : la Banque centrale européenne serait indépendante, condition sine qua non² de son mandat de gardienne de la stabilité des prix. Son siège est d'ailleurs à Francfort, symbolisant par là-même la victoire de la conception allemande. De fait la BCE est encore plus indépendante du pouvoir politique et démocratique que la *Bundesbank* qui doit, quant à elle, rendre des comptes au Parlement. Les décisions prises depuis la crise de 2008 tendent à renforcer le rôle de la BCE. En outre, la Banque centrale se retrouve au cœur du projet d'union bancaire³. Elle est désormais en charge du mécanisme de surveillance bancaire qui en constitue le premier pilier.

Gardienne de l'orthodoxie monétaire

Depuis 2008, confrontée à l'aggravation de la crise de la dette souveraine, la BCE a mis en œuvre des décisions de politique non conventionnelle⁴. Et c'est là que le bât blesse. Face à un assouplissement quantitatif de grande envergure, qui inclurait l'achat par la Banque centrale européenne d'obligations des Etats de la zone euro, en cas de recul supplémentaire des anticipations d'inflation, l'anxiété allemande est à son comble. Une partie de l'opinion publique estime qu'une telle décision serait en contradiction avec les statuts de la Banque Centrale européenne et les traités européens. Le président de la Bundesbank, Jens Weidmann, a même indiqué qu'il s'agirait d'un pas « dangereux ». Il s'était déjà opposé au programme de rachats d'ABS, annoncé début octobre 2014 au motif qu'il ferait prendre des risques excessifs au bilan de la Banque Centrale Européenne. En outre, la BCE se trouve déjà en litige avec la Cour constitutionnelle

allemande au sujet de son programme d'achat de titres (OMT). En 2013, à la suite des plaintes déposées, la Cour de Karlsruhe (cf. annexe 1, page 13) a fait passer des auditions à plusieurs personnalités de la vie économique et financière, parmi lesquelles le président de la *Bundesbank* et le Ministre des finances, pour instruire son enquête et rendre ses conclusions début 2014. Créant la surprise au sein de l'Union européenne, la Cour constitutionnelle a jugé par six voix contre deux que la BCE avait outrepassé ses compétences avec l'OMT. Pour elle, la Banque centrale européenne contrevient à l'interdiction qui lui est faite de financer directement les Etats, étant donné le risque que la facture finale incombe aux contribuables allemands (*via* des pertes potentielles sur les achats de la BCE). En outre, s'appuyant sur l'argument de la *Bundesbank* selon lequel les écarts de taux reflètent la crédibilité de la politique d'ajustement budgétaire menée par les Etats membres et donc leur solvabilité, la Cour constitutionnelle estime que la Banque centrale européenne se mêle de politique économique à travers l'OMT en « organisant un transfert budgétaire » entre Etats membres *via* un effacement des écarts de rendements obligataires.

La BCE relevant du droit communautaire, la Cour constitutionnelle a donc porté l'affaire devant la Cour européenne de justice (CJUE), qui s'est réunie une première fois le 14 octobre 2014. C'est la première fois que l'institution de Karlsruhe a ainsi recours à la CJUE. Elle a adressé à cette dernière une liste de questions spécifiques concernant la légalité de l'OMT en lui demandant de se prononcer sur chacun des arguments. En effet, la Cour constitutionnelle estime que l'OMT ne peut être compatible avec le mandat de la BCE et les traités européens qu'à quatre conditions. Première condition, l'OMT ne doit pas affaiblir les conditionnalités rattachées aux programmes d'assistance du Fond Européen de Stabilité Financière (FESF) et du Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Deuxième condition, la BCE ne doit pas renoncer au statut de créancier prioritaire, ce qui supposerait qu'elle accepte l'éventualité d'un défaut sur ses titres. Troisième condition, dans le cadre du programme, les achats de titres ne doivent pas être illimités, alors même que la taille des programmes européens en est une des caractéristiques principales. Quatrième condition, la BCE ne doit pas chercher à influencer la formation des prix sur les marchés de la dette publique (pour plus de détails voir « L'OMT face aux juges, acte II » de Frédérique Cerisier dans l'EcoWeek du 18 février 2014).

La réponse de la CJUE est donc très attendue. Deux scénarios sont possibles. Premièrement, la Cour européenne de justice donne raison à la Cour constitutionnelle et exige que l'OMT soit supprimée ou révisée. Deuxièmement, elle donne raison à la BCE. Dans ce cas, se pose la question de savoir ce que la Cour constitutionnelle décidera à son tour. Se rangera-t-elle à l'avis de la Cour européenne de justice (cf. annexe 2, page 13) ou exigera-t-elle du gouvernement fédéral de négocier un aménagement de l'OMT voire sa suppression ou bien encore fera-t-elle pression sur Berlin pour éviter en cas de besoin que ne soit ouvert un programme d'assistance du MES et le déclenchement d'une OMT dans laquelle la Bundesbank serait impliquée ? Le résultat du débat devrait être connu en début d'année prochaine (ce type de procédure prend en moyenne quinze mois).

Gardienne de l'orthodoxie budgétaire

Pour l'Allemagne, la résolution de la crise dans la zone euro passe principalement par un renforcement de la discipline budgétaire. Le traité sur la Stabilité, la Coordination et la Gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire (TSGC), entré en vigueur le 1^{er} janvier 2013, en est un des derniers développements majeurs. En ratifiant le « Pacte budgétaire », autre appellation du TSGC, les dix-sept Etats membres de la zone euro ont intégré dans leur droit national une règle de discipline budgétaire et un mécanisme de correction automatique en cas de dérapage. L'objectif est de faire converger, puis de maintenir, le solde structurel des pays signataires en deçà de -0,5% du PIB. Pour l'Allemagne qui est à l'origine du traité, ce n'est déjà plus une contrainte. Depuis 2010, la règle dite « de frein à la dette » (*Schuldenbremse*) a été inscrite dans la Loi Fondamentale. Cette règle stipule qu'à partir de 2016 le déficit structurel du gouvernement central ne pourra plus excéder 0,35% du PIB et que son budget total devra être à l'équilibre à compter de cette date. Les Länder, quant à eux, disposent d'un sursis jusqu'en 2020 pour afficher un solde budgétaire à l'équilibre. C'est dans cet esprit que le projet de loi de finance pour 2015 a été présenté à la Commission européenne et aux ministres des finances des Etats membres de la zone euro, en octobre dernier. Pour la première fois depuis 1969, le projet de loi prévoit un solde des administrations publiques (état central, sécurité sociale et Länder) à l'équilibre en 2015. Aucune nouvelle émission de titres de dette publique ne devrait donc être nécessaire pour

boucler le budget, hormis celles liées au refinancement des tombées de dette. En outre, sous l'effet conjugué d'une stabilité des rentrées fiscales, liée au dynamisme du marché du travail, et d'une charge de la dette plus faible qu'attendu grâce à des taux d'intérêt historiquement bas, le budget de l'Etat fédéral devrait être excédentaire dès 2014, une première depuis 1991. Depuis 2012, l'Allemagne est le seul pays du G7 à avoir un solde des administrations publiques à l'équilibre. Au premier semestre 2014, il était même excédentaire de EUR 16,1 mds, soit 1,1% du PIB.

Dans ce contexte, alors qu'elle n'a jamais été aussi populaire, la Chancelière peut continuer de vanter les mérites de la rigueur budgétaire et d'appeler à la vigilance. En annonçant, en novembre 2014, un plan d'investissement supplémentaire, le Ministre des finances, Wolfgang Schäuble, a rappelé qu'il n'était pas question de revenir sur l'objectif d'équilibre budgétaire dès 2015. De faible ampleur (EUR10mds sur trois ans, soit 0,11% du PIB par an), ce plan ne débutera qu'en 2016 et devrait être financé sur les recettes supplémentaires escomptées de la reprise économique. La baisse de régime de l'activité allemande n'a donc pas changé le crédo de la coalition gouvernementale au grand dam de ceux qui à Bruxelles, Paris et Berlin avançaient des arguments pour pousser l'Etat fédéral à soutenir dès à présent la croissance à travers un programme d'investissement public de grande ampleur.

Pour l'heure, le gouvernement d'Angela Merkel privilégie encore une logique d'intégration reposant sur l'adoption par l'ensemble des pays membres de la zone monétaire de politiques économiques convergentes. Pour l'Allemagne, c'est l'absence de convergence des politiques économiques qui est à l'origine des déséquilibres actuels, Berlin ayant juste tiré parti des spécificités de son économie (base industrielle forte et faible inflation), pour dégager ses excédents courants.

A ce titre, les ministres allemands des finances et de l'économie, MM. Wolfgang Schäuble et Sigmar Gabriel, ont pris une initiative dans ce sens. Ils proposent de renforcer le semestre européen⁵ et ce dès janvier 2015. Ce renforcement passerait par une plus grande implication du Conseil européen dans le débat relatif aux réformes nécessaires pour progresser sur la voie d'une croissance intelligente, durable et « inclusive ». Les recommandations seraient peu nombreuses et leur application se déroulerait selon un calendrier précis. Il reviendrait à chaque chef d'Etat ou de gouvernement de s'expliquer devant ses pairs sur les raisons qui ont poussé son pays à ne pas appliquer les réformes

nécessaires. En cas de non-respect des recommandations, l'accès à bon nombre de financements européens pourrait être limité. Par ailleurs, les discussions qui se poursuivraient avec la Commission européenne ne se dérouleraient plus à Bruxelles mais sur le sol de l'État concerné et pas seulement avec le ministère des finances. En digne représentants du modèle rhénan, les deux ministres recommandent une discussion élargie au parlement et aux partenaires sociaux nationaux, estimant que le débat politique qui s'instaurerait faciliterait la mise en œuvre des recommandations européennes.

L'Allemagne face à ses défis

L'économie allemande a relativement bien résisté durant l'épisode de crise des dettes souveraines en zone euro. Evidemment, sa croissance a fortement ralenti. Mais le dynamisme encore patent des économies émergentes, au premier rang desquels figurent la Russie et la Chine, a apporté un soutien.

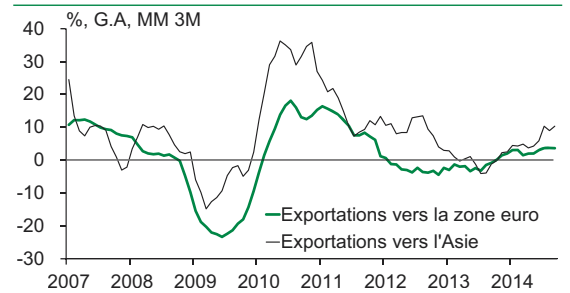
Moins entraînée par les émergents ?

En 2014, la donne a toutefois changé. Le contexte géopolitique (crise ukrainienne, offensive djihadiste en Irak, en Syrie, aux abords de la Turquie), la récession en Russie, le ralentissement en Chine, ont pesé sur l'activité. Au-delà de ce retournement de conjoncture, un questionnement sur la pérennité du modèle Allemand, toujours plus imbriqué dans les échanges avec les pays émergents, est apparu.

La demande hors Union européenne qui représente plus de 40% des exportations, et en particulier celle en provenance des économies émergentes (cf. graphique 6), accuse un ralentissement qui pourrait être structurel. Une étude récente publiée conjointement par le FMI et la Banque Mondiale ⁶ montre notamment que le ralentissement du commerce mondial depuis la crise de 2008 (3% g.a. en 2012 et 2013 contre 7% en moyenne entre 1987 et 2007) ne serait pas cyclique. Selon cette étude, le commerce mondial ne devrait pas retrouver un sentier de croissance comparable à celui qui a prévalu avant 2008, période marquée par la mondialisation croissante des flux commerciaux. En effet, la Chine qui a été l'un des principaux contributeurs de la mondialisation, « globalise désormais à l'intérieur de ses frontières ». Selon les chercheurs, la Chine s'est emparée d'une part grandissante de la chaîne de production au cours des dix dernières années,

principalement grâce à l'afflux d'investissements directs étrangers dans le pays. En 1993, la part des importations de pièces détachées dans les exportations chinoises était de 60%, elle ne représente désormais plus que 35%.

Exportations par zone



Graphique 6

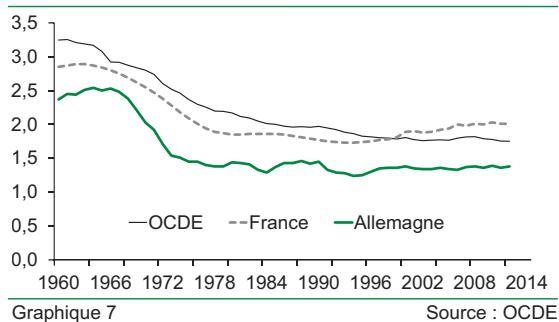
Sources : Destatis, Bundesbank

En conséquence, la demande extérieure adressée à l'Allemagne, en particulier en provenance des pays émergents ne devrait pas croître sur le même sentier de croissance à l'avenir. Un rééquilibrage naturel de l'économie, moins axé sur les excédents courants, devrait s'opérer peu à peu. Il correspondrait aussi au vieillissement de la population, susceptible de modifier en profondeur les équilibres économiques et financiers du pays.

Le défi du vieillissement

Le vieillissement de la population est un défi majeur pour l'économie allemande. Selon les données de la Banque mondiale, l'Allemagne est le deuxième pays au monde après le Japon (25%) et avec l'Italie à avoir la proportion la plus élevée de personnes de plus de soixante-cinq ans (21%). Le vieillissement de la population s'opère en Allemagne principalement par la baisse de son taux de fécondité (cf. graphique 7, page 8). Depuis la fin des années soixante, le taux de fécondité est passé sous le taux de remplacement de la population (2,03 et 2,1 respectivement). Plus récemment encore (depuis les années quatre-vingt) il est inférieur d'environ un tiers (1,56) à ce dernier. En 2013, il était à 1,40 (cf. tableau 1, page 12). Combiné à un allongement de l'espérance de vie ⁷ de plus de onze ans et demi entre 1960 et 2012, on assiste à un vieillissement rapide de la population allemande. Toutefois, son rythme de contraction dépendra des flux migratoires qui permettront de faire remonter le taux de fécondité. A cet égard, la Commission européenne anticipe un redressement de ce dernier d'ici 2060 (1,63).

Taux de fécondité



La progression du ratio de dépendance⁸ a des conséquences directes sur le financement des systèmes de santé et de dépendance ainsi que celui des retraites, mais aussi sur le marché du travail, les salaires et le coût du capital (les taux d'intérêt), sans oublier le taux de croissance potentielle du pays. Selon les calculs de Destatis, le ratio de dépendance devrait passer de 28 en 2013 à 45 en 2050, dans le meilleur scénario retenu⁹ (cf. tableau 2, page 12). Dans le pire des scénarios¹⁰ retenus, il passerait à 57,5 en 2050.

A l'heure actuelle, les dépenses publiques de retraites et de santé représentent près de 20% des dépenses totales (cf. tableaux 3 et 4, page 12). En outre cette proportion devrait croître à mesure du vieillissement de la population et de l'allongement de l'espérance de vie. En particulier, les nouveaux systèmes de financement des dépenses de santé publiques qui représentent plus de 11% du PIB devront prendre en compte non seulement les besoins de santé plus importants des personnes âgées, étant donné leur nombre croissant et leur âge de plus en plus élevé, mais aussi la poursuite du développement de nouvelles technologies médicales coûteuses.

Le vieillissement rapide de la population pose aussi la question de l'équilibre du financement du système de retraite par répartition, *via* un ajustement du taux de cotisation et / ou du taux de remplacement. Depuis plus de vingt ans, les différentes réformes ont tenté par touches successives d'apporter une solution pérenne à la question du financement à long terme de la couverture vieillesse. En 1992, le système de retraite de base est passé d'un système par répartition en annuités à un système par points, plus facile à piloter pour les pouvoirs publics et plus facile à comprendre pour les cotisants. Par ailleurs, les pensions de retraite ont cessé d'être indexées sur le salaire brut et le sont désormais

sur les rémunérations nettes. La loi de 2001 a introduit un minimum retraite afin que chacun se voit garanti d'une pension au moins équivalente, avant impôts, à 46% de son dernier salaire brut. D'autre part, elle a entériné la réduction progressive du taux de remplacement pour une retraite à taux plein (de 70% à 67%). En outre, le taux de cotisation au régime de base de l'assurance vieillesse, partagé à parts égales entre l'employeur et l'employé, a été plafonné à 20% jusqu'en 2020 (et à 22% à l'horizon de 2030). Par ailleurs, deux autres piliers ont été ajoutés au premier en 2001 : premièrement, des régimes professionnels complémentaires gérés par les entreprises et deuxièmement, une dose de retraite par capitalisation, subventionnée par l'Etat fédéral, la retraite « Reister » qui fonctionne sur la base du libre choix (cf. annexe 3, page 14). La loi de 2004 a introduit, quant à elle, un « facteur de soutenabilité » dans le calcul des pensions : plus le ratio cotisants / retraité recule, plus la hausse des pensions est modeste, convertissant ainsi le système de prestations définies en forme particulière de système à cotisations définies, où les retraites dépendent du ratio de travailleurs par rapport aux retraités. Enfin, la loi de 2007 avait prévu le relèvement progressif d'ici 2029 de l'âge légal de départ à la retraite à taux plein de 65 ans à 67 ans.

Promesse phare de la campagne électorale de 2013, la loi sur les retraites a été adoptée par le conseil des ministres dans les premiers 100 jours qui ont suivi la formation du troisième gouvernement Merkel. A rebours des réformes des vingt dernières années, la nouvelle loi sur les pensions améliore les conditions de retraite de certaines tranches de la population. Premièrement, les conditions de retraite des mères de familles (*Mütterrente*) dont les enfants sont nés avant 1992 devront rattraper en partie celles des femmes ayant des enfants nés après 1992. Le calcul du montant de retraite des premières intègre désormais un point supplémentaire (soit un total de deux points à comparer à trois actuellement pour les femmes avec des enfants nés après 1992). Les pensions de plus de 9 millions de femmes ont ainsi été majorées de 28 euros par mois (26 euros à l'Est). Deuxièmement, la réforme prend désormais en compte la durée de cotisation. Les salariés totalisant 45 années de cotisations ou plus pourront prendre leur retraite à taux plein dès 63 ans (contre 65 ans actuellement). Selon le gouvernement, 200 000 personnes supplémentaires partiront ainsi chaque année à la retraite. D'ici 2029, cet âge sera progressivement relevé de deux ans, de sorte que ceux

qui ont commencé à travailler dès 18 ans pourront bénéficier d'une retraite à taux plein à 65 ans, alors que ce sera 67 ans pour l'ensemble de la population. Les périodes de chômage de courte durée et de chômage partiel seront prises en compte dans le calcul des années de cotisations, contrairement aux périodes de chômage de longue durée (c'est-à-dire supérieures à douze mois ou à dix-huit mois pour les plus de 55 ans). Enfin, le projet de loi améliore les retraites des personnes en invalidité. Le calcul des pensions d'invalidité intègre désormais deux années de cotisation supplémentaires. Selon les estimations officielles, les séniors en invalidité reçoivent ainsi 40 euros additionnels par mois. Par ailleurs, la réduction de la capacité de travail (arrêt maladie, temps partiel) au cours des quatre années précédant le versement de la pension d'invalidité n'aura pas d'impact sur le calcul ultérieur de la retraite.

En rupture avec les réformes introduites depuis plus de vingt ans, la nouvelle loi sur les retraites menace, contrairement à l'objectif affiché, la pérennité du système de couverture sociale. En effet, le financement de la réforme n'est pas prévu au-delà de 2018. Avant cette date, le budget actuel de l'Etat et les excédents des caisses de retraite qui se montent à EUR 31 mds lui seront alloués. Puis, les subventions publiques annuelles passeraient progressivement de EUR 400 mlns à EUR 2 mds à horizon de 2022. Le coût total de la réforme des retraites pourrait ainsi se monter à EUR 160 mds d'ici à 2030 (i.e. 6% du PIB). Une hausse des cotisations pourrait dès lors s'avérer nécessaire. Par ailleurs, la prise en compte des périodes de chômage dans le calcul des 45 années de cotisations pourrait entraîner une hausse des départs en préretraite, les entreprises profitant de cette mesure pour licencier leurs salariés dès 61 ans. Une telle éventualité va à rebours des efforts consentis au cours des dernières décennies pour relever le taux d'activité. Enfin, la nouvelle loi sur les retraites ne prévoit pas de réforme du dispositif *Reister* qui pourtant s'impose. Ce dernier manque singulièrement d'attractivité (faible niveau de rendement garanti, complexité des règles de calcul et des modalités de certification des véhicules de placement), et sa refonte est nécessaire pour pouvoir pleinement répondre à sa vocation. A ce jour, seulement 15 millions de contrats *Reister* ont été signés, contre un objectif officiel de plus du double au moment de son lancement.

Outre son effet sur la soutenabilité du système de retraite par répartition, le vieillissement de la population

exerce un effet sur la croissance potentielle via l'augmentation du taux de dépendance et le recul de la population en âge de travailler. Ainsi, à mesure que le taux de dépendance s'élève, le taux de croissance potentiel (mesuré par la somme du taux de croissance de la productivité potentielle et du taux de croissance de la population active) baisse, toutes choses égales par ailleurs. En outre, le taux de croissance de la productivité potentielle dépend de l'accumulation de capital (physique et humain) et du progrès technique sur lesquels la démographie exerce une forte influence. Ainsi, le capital humain peut être défini comme un stock de connaissance dont la valorisation économique dépend des qualifications des individus, de leur niveau de connaissances générales et techniques et aussi de leur état de santé. La valeur de ce stock aura donc tendance à baisser avec le vieillissement démographique. Ceci est particulièrement vrai pour l'Allemagne dont le marché du travail est proche du taux de plein emploi (taux de chômage à 6,7% en octobre, un plus bas depuis la réunification du pays), alors même que le taux d'emploi des séniors est élevé et supérieur de plus de dix points à la moyenne de l'Union européenne (63,7% et 50,4% respectivement en 2013, données de la Commission européenne). Selon les derniers calculs de la Commission européenne¹¹, la croissance potentielle de l'Allemagne reculerait de 0,3 point de pourcentage d'ici 2060, compte tenu des hypothèses de croissance démographique retenues (une contraction de la population active de 0,6% annuel entre 2013 et 2060, ramenant le nombre de personnes âgées entre 20 et 64 ans de 40 594K en 2013 à 29 910K en 2060). Le taux de croissance potentielle pourrait en conséquence reculer de 1,2% actuellement à 0,9%, d'ici 2060, tandis que dans l'Union européenne, il progresserait de 0,9% à 1,5%.

Le vieillissement de la population exerce aussi un effet sur les comportements d'épargne de la population. La théorie du cycle de vie de l'épargne fait l'hypothèse que le comportement d'épargne varie tout au long de la vie de l'individu (cf. annexe 4, page 14). Sa propension à épargner serait ainsi au plus haut au cours de sa vie active et au plus bas, voir même négative à la retraite. Avec le vieillissement de la population, on assisterait ainsi à un recul du taux d'épargne, les générations les plus âgées étant conduites à désépargner pour financer leur consommation, dans l'hypothèse où le niveau de pension par répartition ne peut être maintenu constant. Selon les modèles de cycles de vie de l'épargne, le taux d'épargne pourrait ainsi être presque divisé par deux d'ici 2060 (à environ 6% contre 11% actuellement). En

outre, la vente progressive par les générations partant à la retraite de leurs actifs financiers et immobiliers conduirait à une baisse des prix sur les marchés de capitaux (hausse des rendements obligataires, baisse des cours boursiers) et sur le marché de l'immobilier résidentiel.

Enfin, la compétitivité-prix du Standard Deutschland pourrait souffrir des évolutions démographiques. Sur le marché du travail, proche du plein emploi, la raréfaction de la main d'œuvre qualifiée, engendrerait des pressions à la hausse sur les salaires et une augmentation des coûts de production. Dans ces conditions, les excédents courants allemands, aujourd'hui supérieurs à 7% du PIB, pourraient progressivement reculer.

Dans ce contexte certains choix économiques s'imposent afin d'atténuer les effets du vieillissement de la population sur l'économie. Les réformes doivent viser une hausse du taux de participation (en particulier, à 76,2% le taux de participation des femmes reste encore inférieur à celui des pays du nord de l'Union européenne, en raison du nombre limité d'heures travaillées), encourager l'immigration mais aussi les entrées de capitaux, l'innovation et le progrès technologique.

Le retard d'investissement

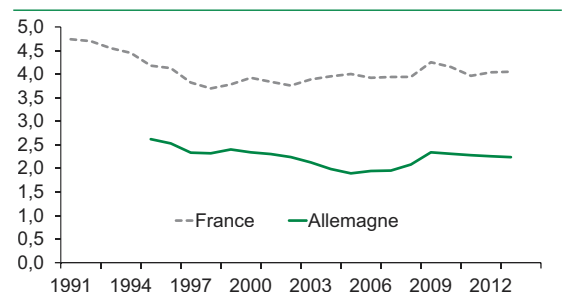
L'économie allemande est la seule de la zone euro qui dispose d'un important excédent courant et d'un budget public à l'équilibre. Les excédents courants allemands reflètent le déficit d'investissement par rapport au stock d'épargne disponible¹². Ainsi l'investissement privé total sur le sol allemand a reculé de plus de 7 points de PIB en vingt ans. Il est passé de 24% du PIB en 1991 à moins de 17% en 2013, alors que les investissements directs à l'étranger (IDE) ont nettement progressé depuis 2004, reflétant en partie la délocalisation de l'activité dans les pays ayant accédé récemment à l'Union européenne mais aussi d'importantes sorties de capitaux dont les rendements sont médiocres voire négatifs.

L'Allemagne consacre près d'un tiers de moins que la moyenne des pays de l'OCDE à ses infrastructures publiques. Les régions occidentales ont vu vieillir rapidement leur réseau de communication, en particulier routier, tandis que les provinces orientales ont bénéficié d'importants travaux d'investissement après la réunification. En 2009, 15% des ponts et 20% des autoroutes nécessitaient d'importants travaux de rénovation, ce niveau atteignant 40% sur l'ensemble du réseau routier (source : Karlsruhe Institut für Technologie) et la situation se dégrade rapidement. Selon un rapport récent du Bundesrat, près du

quart des autoroutes et de la moitié des ponts autoroutiers sont désormais vétustes. D'ici 2018, la coalition n'a prévu d'investir que EUR 5 mds dans les infrastructures dont un milliard dès 2015. Or les experts estiment les besoins annuels à EUR 7mds. En outre, les dépenses d'éducation et de recherche et développement progressent faiblement en Allemagne. En juillet dernier, la Commission européenne indiquait que des efforts supplémentaires devraient être fournis par l'Etat fédéral pour permettre à l'investissement, privé comme public, en éducation et recherche d'atteindre 10% du PIB d'ici 2015. En effet, l'Allemagne dépense en moyenne moins que les autres pays de l'OCDE dans la formation (5,4% du PIB à comparer à 6,3% respectivement). Enfin, le manque d'investissement public dans le secteur de la défense (1,3% du PIB allemand à comparer avec 1,9% en France, alors que l'OTAN préconise un ratio de 2%) limite d'autant la capacité d'intervention de l'Allemagne et le rôle international que l'actuelle ministre de la défense souhaiterait rendre au pays.

La Commission européenne n'est pas la seule à s'inquiéter des conséquences du sous-investissement chronique de l'Etat fédéral (cf. graphique 8). Dans son livre « L'illusion allemande » Marcel Fratzscher, Président de l'institut de recherche économique DIW et responsable de la nouvelle commission sur l'investissement formée à l'initiative du ministre SPD de l'économie, Sigmar Gabriel, s'alarme de l'ampleur du « retard d'investissement allemand ». Défini comme la différence entre le taux d'investissement public-privé observé et optimal (tel que maximisant le taux de croissance du PIB à long terme), celui-ci s'éleverait à EUR 75 milliards par an (ou 3% du PIB) et aurait cumulé, de 1999 à 2012, à environ EUR1000 mds (40% du PIB). La disparition de cet écart permettrait de relever de quelques points de bases (entre 2 et 3 pb, selon DIW) le taux de croissance potentielle de l'économie allemande.

Taux d'investissement public, en % du PIB



Graphique 8

Source : Ameco

Quels seraient les bénéfices pour l'Allemagne et ses partenaires européens d'un programme d'investissement isolé, initié par Berlin ? Selon une étude récente de l'agence de notation Standard & Poor's, l'impact d'un plan de relance Outre-Rhin serait limité pour la zone euro et risquerait d'entraîner une surchauffe de l'économie allemande¹³ (cf. tableaux 5 et 6, page 12). L'inflation dépasserait même nettement 2% en 2017, un niveau que S&P's juge inacceptable par Berlin. A contrario, un plan européen de soutien à l'investissement, qui serait coordonné entre les principaux pays de la zone euro, pourrait avoir l'aval tant de Berlin que de ses principaux partenaires. Le rapport semestriel du Fond Monétaire International¹⁴ vient conforter ce point de vue. Un chapitre est entièrement consacré aux dépenses publiques d'investissement en infrastructures et leurs conséquences macro-économiques. Les conclusions sont définitives : une hausse des dépenses d'investissement en infrastructure accroît l'activité à court terme et augmente à long terme la croissance potentielle. En outre, les conditions sont actuellement réunies dans un certain nombre de pays avancés, dont l'Allemagne, pour lancer ce type d'initiative : besoins en infrastructures clairement identifiés et efficacité du processus d'allocation de fonds publics, croissance économique faible et politique monétaire accommodante. Enfin, le Fond estime que les effets positifs sur l'activité d'une hausse des dépenses publiques d'infrastructure sont supérieurs dans le cas d'un financement par la dette publique comparé à une neutralité de leur mode de financement.

Le plan présenté par le Président de la Commission européenne, Jean-Claude Juncker, (EUR 315 mds sur trois ans, soit 0,8% du PIB européen), s'inscrit dans cette logique. Le Fonds européen pour l'investissement stratégique (FEIS), administré par la Banque européenne d'investissement (BEI), permettrait de financer des projets d'investissement, en servant de catalyseur de financement, c'est-à-dire en suscitant, *via* des garanties apportées sur les premières pertes des projets financés, l'afflux d'autres financements publics (Caisse des Dépôts et Consignations en France, Kreditanstalt für Wiederaufbau, KfW¹⁵, en Allemagne) et surtout privés. L'octroi de garanties permettrait en effet d'accroître l'effet de levier des fonds publics (la BEI et la Commission européenne misent sur un effet de levier de 15). Le fonds serait alimenté par le budget européen (EUR 16mds) et la BEI (EUR 5mds). Pour Jean-Claude Juncker, l'Europe ne souffre pas tant d'un manque d'épargne, mais bien d'une aversion au risque, ce qui justifierait, à ses yeux, le montant limité du capital de départ.

En outre, compte tenu du recul attendu du taux de croissance potentielle de l'Allemagne, la demande de consommation des ménages, soutenue par un marché du travail proche du plein emploi et une progression des salaires réels, ne pourra être satisfaite par l'appareil productif national et entraînera une progression des importations et donc une réduction de l'excédent commercial. L'introduction du salaire minimum au 1^{er} janvier 2015 (cf. annexe 5, page 14) participe, de surcroît, à cette évolution, en donnant un coup de pouce au pouvoir d'achat des ménages concernés.



Somme toute, le ralentissement actuel du commerce mondial couplé aux facteurs internes du recul de la croissance potentielle allemande, pourrait motiver un affaiblissement de la vision ordolibérale de Berlin au profit indirect d'une logique plus coopérative au sein de la zone euro. Une fois encore, la capacité du couple franco-allemand à jouer son rôle d'entraînement sera déterminante pour relancer la croissance et la construction européenne. Le rapport Enderlein-Pisani-Ferry¹⁶ va dans ce sens, en proposant sur le modèle de l'union bancaire d'autres formes d'intégration sectorielle en particulier dans l'énergie, l'économie numérique mais aussi sur le marché du travail *via* une meilleure circulation des personnes. Toutefois le principal enjeu pour l'Allemagne n'en demeure pas moins une transformation en profondeur de sa société pour faire face aux défis structurels à long terme qui résultent du vieillissement démographique et du sous-investissement chronique. L'Allemagne se trouverait ainsi à la veille d'une nouvelle vague de réformes d'ampleur et de portée identiques à celles de l'Agenda Schröder. Tout dépendra toutefois de la capacité des partenaires sociaux à se remettre en question et à adopter une vision stratégique à long terme au mépris d'un contentement immédiat.

caroline.newhouse@bnpparibas.com
Achévé de rédiger le 15 décembre 2014

Taux de fécondité passé et projections de EUROPOP2013

	1960	1970	1980	1990	2000	2005	2010	2013	2020	2030	2040	2050	2060
Allemagne	2,37	2,03	1,56	1,45	1,38	1,34	1,39	1,4	1,45	1,51	1,56	1,6	1,63
UE	2,67	2,31	1,97	1,79	1,48	1,49	1,6	1,59	1,63	1,68	1,71	1,73	1,76

Tableau 1

Source : Commission européenne

Taux de dépendance passé et projections de EUROPOP2013

	1960	1970	1980	1990	2000	2005	2010	2013	2020	2030	2040	2050	2060
Allemagne	2,37	2,03	1,56	1,45	1,38	1,34	1,39	1,4	1,45	1,51	1,56	1,6	1,63
UE	2,67	2,31	1,97	1,79	1,48	1,49	1,6	1,59	1,63	1,68	1,71	1,73	1,76

Tableau 2

Source : Commission européenne

Projections des dépenses publiques de retraite en % du PIB

	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
Allemagne	10,8	10,5	10,9	11,4	12	12,4	12,7	12,8	13	13,2	13,4
France	14,6	14,4	14,4	14,5	14,9	15,2	15,2	15,2	15,1	15,1	15,2
Espagne	10,1	10,4	10,6	10,5	10,6	11,3	12,3	13,3	14	14	13,7
Italie	15,3	14,9	14,5	14,4	14,5	15	15,6	15,9	15,7	15	14,4

Tableau 3

Source : Panorama des pensions 2013 OCDE

Projections des dépenses publiques de santé en % du PIB

	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
Allemagne	8,9	8,4	8,6	8,8	9	9,1	9,5	9,5	9,5	9,5	9,4
France	8,9	8,3	8,5	8,7	8,9	9,1	9,3	9,4	9,4	9,4	9,4
Espagne	7,1	6,3	6,5	6,7	7	7,2	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8
Italie	7,4	6,4	6,6	6,7	6,8	7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2

Tableau 4

Source : OCDE

Effet sur le PIB du plan de relance allemand : en points de pourcentage par rapport au scénario de base

	Allemagne	Pays-Bas	Belgique	Italie	Espagne	France	Zone euro
T3 2016	0,71	0,34	0,17	0,14	0,12	0,12	0,32
T4 2016	0,69	0,33	0,16	0,14	0,13	0,11	0,31

Tableau 5

Sources : Oxford Econometrics, calculs Standard & Poor's

Effets sur le chômage du plan de relance allemand : en points de pourcentage par rapport au scénario de base (en milliers)

	Allemagne	France	Italie	Belgique	Pays-Bas	Espagne	Zone euro
T3 2016	-145,2	-9,0	-18,9	-4,8	-8,1	-9,1	-201,3
T4 2016	-145,4	-8,9	-19,3	-4,8	-8,1	-9,9	-211,1

Tableau 6

Sources : Oxford Econometrics, calculs Standard & Poor's

La Cour constitutionnelle fédérale

A côté des Cours constitutionnelles des Länder et des juridictions de droit commun (Fachgerichte), la Cour constitutionnelle fédérale, créée en 1949, est la principale juridiction spécialisée dans les litiges constitutionnels. Elle a, en outre, pour mission de veiller à ce que toutes les juridictions appliquent correctement la constitution fédérale, et en particulier les règles constitutionnelles protectrices des droits fondamentaux des individus.

La Cour constitutionnelle est une « juridiction indépendante et autonome par rapport à tous les autres organes constitutionnels ». Elle est à la fois un organe constitutionnel et une juridiction. En sa qualité d'organe constitutionnel, elle jouit d'une autonomie administrative et financière, au même titre qu'une assemblée parlementaire. Son budget est distinct de ceux du parlement et du gouvernement et son personnel n'est rattaché à aucun ministère, même pas à celui de la justice. Elle comprend seize juges nommés pour un mandat non renouvelable de douze ans.

Les compétences de la Cour constitutionnelle sont au nombre de dix-huit et sont d'importance variable. Elles peuvent être regroupées en trois catégories : les compétences relatives au bon fonctionnement des pouvoirs publics ; celles relatives au contrôle de la constitutionnalité des règles de loi et celles liées à la saisine de la Cour constitutionnelle par tout individu lésé dans l'un de ses droits fondamentaux par un acte quelconque de l'Etat.

Annexe 1

Source : Conseil constitutionnel

La Cour constitutionnelle fédérale et le droit européen

Dans la décision *So lange I* de 1974, la Cour constitutionnelle s'est réservée le droit d'écarter une norme de droit européen pour cause de violation des droits fondamentaux « aussi longtemps que » le droit européen ne garantit pas une protection globale des droits fondamentaux de la personne équivalente – mais pas nécessairement identique en tout point à celle de la loi fondamentale allemande. Suite aux progrès de la jurisprudence européenne en matière de droits fondamentaux, la Cour a ensuite accepté dans sa décision *So lange II* de 1986 qu'elle ne peut plus contrôler les normes européennes par rapport aux droits fondamentaux allemands « aussi longtemps que » le droit européen offre une protection des droits fondamentaux globalement équivalente à celle de la loi fondamentale allemande.

Ces décisions lui permettent d'accepter en principe la suprématie du droit européen tout en conservant en pratique la possibilité d'écarter toute règle contrevenant aux dispositions les plus importantes du droit constitutionnel allemand. Comme la plupart des cours constitutionnelles européennes, la Cour constitutionnelle ne se plie donc pas totalement à la vision de la Cour de justice européenne qui affirme la supériorité des normes communautaires sur les normes nationales, fussent-elles de nature constitutionnelle.

Le 30 juin 2009, la Cour constitutionnelle déclare le Traité de Lisbonne compatible avec la Loi fondamentale. Elle conditionne toutefois la ratification du traité à l'entrée en vigueur préalable d'une loi relative aux droits de participation du Parlement allemand. Cet arrêt a pu être perçu comme une remise en cause du cadre institutionnel de l'Union européenne.

Annexe 2

Source : Conseil constitutionnel

Caractéristiques des pensions *Reister*

Du nom du ministre du travail et des affaires sociales, Walter Reister, la pension *Reister* a été introduite en 2002. Subventionnée par l'Etat, cette assurance retraite a pour vocation de compenser la baisse programmée des montants de pensions allouées au titre du régime de base et à assurer un complément retraite aux personnes à faibles revenus. Il s'agit d'un mécanisme de retraite par capitalisation avec un risque très faible (puisque géré par l'Etat fédéral). En 2005, certaines de ses modalités (mécanisme de subventions publiques, critères de certification des véhicules de placement, distinction entre homme et femme...) ont été significativement simplifiées.

1. Les bénéficiaires sont les salariés qui cotisent au régime de base, les ouvriers agricoles, les fonctionnaires, ainsi que l'armée, les chômeurs ou les personnes en invalidité, sans oublier les mères au foyer. Sont exclus de cette liste les travailleurs indépendants et les salariés qui ne cotisent pas au régime de base.

2. Les termes et conditions d'entrée dans un fonds *Reister* exigent de la part de l'épargnant une contribution minimum annuelle de EUR 60, pouvant aller jusqu'à 4% de ses revenus bruts annuels avant impôt (pour recevoir l'abondement maximum de l'Etat), plafonné à EUR 2 100. Les produits d'épargne bancaire et produits d'assurance-vie sont éligibles au fonds. L'épargne investie dans un fonds *Reister* est disponible à la retraite de l'épargnant ou à sa mise en invalidité. Dans le cas d'un déblocage avant terme, l'épargnant devra rembourser intégralement les sommes versées par l'Etat.

3. L'abondement de l'Etat vise en priorité les familles avec enfant et à bas revenus. Il a été progressivement relevé entre 2001 et 2008. Il est calculé en fonction de la part de revenu annuel investi. En outre, tout versement sur le Fond retraite est déductible des revenus imposables. Depuis 2005, un tiers du capital épargné peut être versé au moment du départ en retraite, les deux tiers restants étant versés sous forme de rente mensuelle. Depuis 2008, le capital épargné investi dans un fonds *Reister* peut être intégralement utilisé pour l'achat d'un bien immobilier.

Annexe 3

Sources : NBER, DIW

Les modèles à générations imbriquées

Les modèles à générations imbriquées permettent d'analyser les phénomènes démographiques et leurs effets macro-économiques. La principale hypothèse de ce type de modèles, reposant sur la théorie néo-classique, est qu'à un instant donné plusieurs générations d'âges différents vivent ensemble, interagissant l'une sur l'autre. Une approche micro-économique permet de représenter chaque génération par un agent économique qui, selon la théorie du cycle de vie, a un comportement donné de consommation et d'épargne et maximise son utilité tout au long de sa vie. Les décisions des générations actuelles influencent celles des générations suivantes, de même que celles anticipées des générations futures influencent les générations actuelles.

Annexe 4

Source : Deutsche Bank Research « The demographic challenge » mai 2006

Salaire minimum

L'introduction d'un salaire horaire minimum généralisé (à EUR 8,50) au 1^{er} janvier 2015 constitue une des mesures phares du contrat de coalition. L'Allemagne sort ainsi du club européen des pays ne disposant pas d'une telle législation (Italie, Danemark, Finlande, Suède, Autriche et Chypre). Le ministère du travail évalue le nombre de bénéficiaires potentiels à 3,7 millions de personnes, tandis que l'IFO l'estime à 5 millions, soit 14% de la population active.

Seules deux catégories de salariés pourront être rémunérées à un niveau inférieur : les jeunes de moins de 18 ans qui n'ont pas terminé leur formation et, durant six mois, les chômeurs de longue durée qui reçoivent une allocation de l'agence pour l'emploi. Sur 1,1 million de chômeurs de longue durée, seuls 16 000 sont concernés.

Toutes les branches professionnelles sont concernées par le dispositif. Une quinzaine de secteurs a toutefois obtenu un délai au 1^{er} janvier 2017.

L'introduction du salaire horaire minimum constitue un petit coup de pouce à la consommation des ménages. Par ailleurs elle devrait permettre à certains salariés de ne plus percevoir d'aide sociale de l'Etat (au total EUR 11 mds par an). Actuellement, 1,3 million de salariés (dont 218 000 travaillant à plein temps) en sont bénéficiaires.

Annexe 5

Source : BNPP

NOTES

¹ L'ordolibéralisme est un courant de pensée économique, né dans les années 30 en Allemagne à l'initiative de Walter Eucken. Tenant d'une troisième voie entre le libéralisme anglo-saxon et le communisme, il repose sur quatre piliers essentiels et a donné naissance à « l'économie sociale de marché » : premièrement, le respect de la propriété privée qui relève du droit ; deuxièmement la liberté d'entreprendre via la concurrence assurée par une régulation institutionnelle ; troisièmement, l'équilibre des finances publiques et quatrièmement la stabilité des prix concourue par une banque centrale indépendante.

² Selon les tenants de la Nouvelle Ecole Classique, au début des années 80, l'indépendance institutionnelle de la Banque centrale est un élément déterminant de sa crédibilité. Cette dernière repose sur la poursuite d'objectifs à long terme de stabilité des prix, clairement annoncés, et la transparence des actions menées par la Banque centrale. Elle contribue ainsi à la baisse des anticipations d'inflation et au succès de la politique monétaire.

³ Le mécanisme de surveillance bancaire constitue le premier pilier de l'union bancaire. La résolution des crises bancaires en formera le deuxième pilier à partir de 2016 avec un Conseil de résolution unique pour gérer les procédures de résolution des banques et un Fonds de résolution unique abondé par le secteur bancaire. Le troisième pilier reposera sur la garantie des dépôts jusqu'à EUR100 000 en cas de faillite bancaire.

⁴ En 2010, la BCE a acheté des titres de dette publique (irlandais, grecs, espagnols, italiens, portugais) sur le marché secondaire, dans le cadre du Securities Market Program (SMP). En décembre 2012, la BCE a annoncé la fin du SMP et la mise en place d'un programme d'achat de titres (OMT) publics, sans limite de montant. Pour bénéficier de ce programme, le pays concerné doit solliciter l'assistance du FESF.

⁵ Le « semestre européen » est une période de coordination des politiques structurelles, macro-économiques et budgétaires des Etats membres, se déroulant chaque année pendant six mois. Il vise à permettre aux Etats membres de tenir compte des orientations de l'Union européenne à un stade précoce de l'élaboration de leurs budgets nationaux et d'autres politiques économiques.

⁶ « Slow Trade » de Cristina Constantinescu, Aaditya Mattoo et Michele Ruta in Finance & Development -December 2014

⁷ Entre 1960 et 2012, l'allongement de l'espérance de vie pour les femmes allemandes a été de 11,6 ans contre une moyenne dans l'Union européenne de 9,9 ans et de 12,1 ans pour les hommes à comparer avec 9,2 ans dans l'UE.

⁸ Le ratio de dépendance est le rapport entre les personnes de plus de 60 ans et celles âgées entre 20 et 60 ans

⁹ Le meilleur scénario de Destatis repose sur une augmentation faible de l'espérance de vie sur la période étudiée (entre 2013 et 2050 : +4,1 ans pour les garçons à la naissance et +4,9 pour les filles) et un flux migratoire net entrant de 300 000 personnes par an.

¹⁰ Le pire scénario repose sur une forte progression de l'espérance de vie (+7,8 ans pour les garçons et +7,5 ans pour les filles) et un flux migratoire net annuel de seulement 100 000 personnes.

¹¹ Commission européenne, « 2015 ageing report »

¹² A plus de 9% de leur revenu disponible au premier semestre 2014, le taux d'épargne des ménages allemands est parmi les plus élevés de la zone euro. En dépit du relativement faible niveau d'endettement privé (ménages et entreprises confondus) et malgré l'environnement favorable de taux d'intérêt historiquement bas, le secteur privé a continué de se désendetter, bien qu'à un rythme ralenti. Le pays affiche donc une position extérieure nette positive en hausse régulière ainsi qu'un excédent de la balance des revenus des investissements. Ce dernier représente environ 2% du PIB, soit près d'un tiers de l'excédent de paiement courant depuis 2006. Ce solde excédentaire correspond principalement aux revenus nets de placements allemands à l'étranger (i.e. investissements directs à l'étranger et investissements de portefeuilles qui représentent plus de 40% du PIB)

¹³ Jean-Michel Six « Economic Viewpoint: A Stimulus Package From Germany Alone Would Have Little Effect On The Rest Of The Eurozone » in Ratings Direct du 21 octobre 2014. L'hypothèse de départ est une hausse de 1% du PIB des dépenses publiques (environ EUR 30 Mds) en 2015 et 2016. La première année, le plan de relance est réparti pour deux tiers sous la forme de dépenses de consommation et pour un tiers de dépenses d'investissement. L'année suivante le rapport est inversé. En outre, S&P's fait l'hypothèse que la politique monétaire de la BCE demeure inchangée sur la période. Un relèvement précoce des taux d'intérêt modifierait les résultats du modèle.

¹⁴ FMI - World Economic Outlook — chapter 3 : Is it time for an infrastructure push ? The macro-economic effects of public investment – Octobre 2014

¹⁵ Le Kreditanstalt für Wiederaufbau, KfW, est un établissement public (son capital est détenu à 80% par l'Etat fédéral et à 20% par les Länder), créé après la seconde guerre mondiale pour financer la reconstruction de l'Allemagne. Il a pour vocation la mise en œuvre de missions d'intérêt public telles que le soutien aux PME et à la création d'entreprises, la mise à disposition de crédits d'investissement aux PME ainsi que le financement de projets de création d'infrastructures et de logements, le financement de techniques permettant d'économiser l'énergie et le financement d'infrastructure communales.

¹⁶ Paris et Berlin ont confié à deux européens convaincus, le Français Jean Pisani-Ferry, commissaire général de la stratégie et de la prospective, et l'Allemand Henrik Enderlein, directeur de l'institut Jacques Delors, la mission de définir les domaines prioritaires d'investissement et de réformes structurelles. Pour plus de détails voir Ecoweek 14-42 : « France- Allemagne : rapport Enderlein – Pisani-Ferry »



DIRECTION DES ETUDES ECONOMIQUES

• **William DE VIJLDER** +33.(0)1.55.77.47.31 william.devijlder@bnpparibas.com
 Chef Economiste

ECONOMIES OCDE

• **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com
 Responsable

• **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.89 alexandra.estiot@bnpparibas.com
 Adjointe - Mondialisation - Etats-Unis, Canada

• **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
 France, Belgique, Luxembourg

• **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
 Finances publiques, institutions européennes

• **Clemente De LUCIA** +33.(0)1.42.98.27.62 clemente.delucia@bnpparibas.com
 Zone euro, Italie – Questions monétaires, modélisation

• **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
 Espagne, Portugal, Grèce, Irlande

• **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com
 Allemagne, Autriche - Supervision des publications

• **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
 Royaume-Uni, Suisse, Pays nordiques – Marché du travail

• **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
 Japon, Australie, Pays-Bas - Environnement –Retraite

• **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com
 Statistiques

ECONOMIE BANCAIRE

• **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com
 Responsable

• **Delphine CAVALIER** +33.(0)1.43.16.95.41 delphine.cavalier@bnpparibas.com

• **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

• **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

• **François FAURE** +33.(0)1.42.98.79.82 francois.faure@bnpparibas.com
 Responsable

• **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com
 Adjointe - Méthodologie, Chine, Vietnam

• **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com
 Afrique francophone

• **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
 Amérique latine, Turquie - Méthodologie

• **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 sara.confalonieri@bnpparibas.com
 Afrique anglophone et lusophone

• **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com
 Moyen-Orient - Scoring

• **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
 CEI, Hongrie, Pologne, République Tchèque, Slovaquie

• **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com
 Asie

• **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
 Asie - Flux de capitaux

• **Ekaterina MOLODOVA** +33.(0)1.48.98.48.45 ekaterina.molodova@bnpparibas.com
 Russie et autres pays de la CEI

• **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.55.77.80.60 alexandra.wentzinger@bnpparibas.com
 Afrique, Brésil

• **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com
 Contact Média



NOS PUBLICATIONS



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



ECO EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOFASH

Un indicateur, un événement économique majeur. Le détail ...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Pour recevoir directement nos publications,
vous pouvez vous abonner sur notre site
ou télécharger notre application pour tablettes
iPad et Android EcoNews



<http://economic-research.bnpparibas.com>

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont, par ailleurs, susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments mentionnés dans le présent document. Toute référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible, notamment, de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché, et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des douze derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens, 75009 Paris.

Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagé par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace économique européen :

Le présent document n'est destiné qu'à une clientèle d'investisseurs professionnels. Il n'est pas destiné à des clients relevant de la gestion privée et ne doit pas leur être communiqué. Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudential (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué aux investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine, à des investisseurs institutionnels américains de premier rang uniquement. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres Bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2014). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
 Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
 Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34 – Internet : www.bnpparibas.com
 Directeur de la publication : Baudouin Prot
 Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA – Dépôt légal : Décembre 2014
 ISSN 0338-9162 – Copyright BNP Paribas