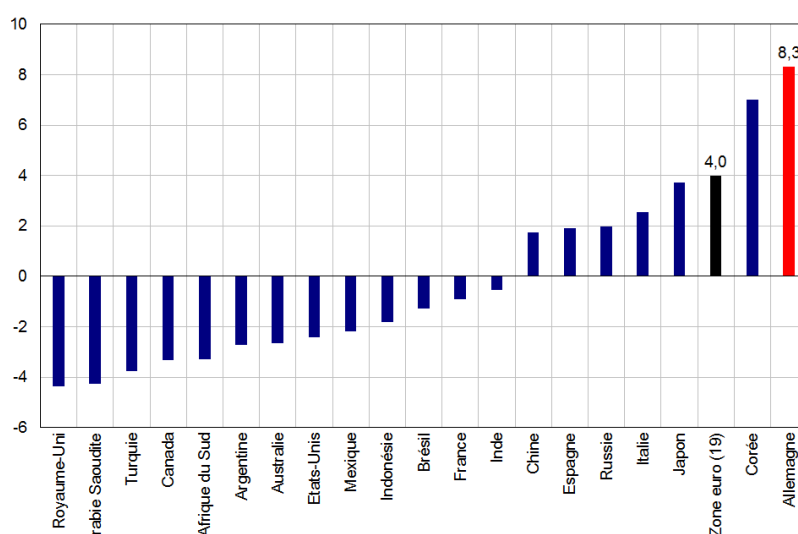


Comment expliquer le niveau élevé de l'excédent courant allemand ?

- Le solde courant allemand, représentant la différence entre l'épargne et l'investissement du pays, légèrement déficitaire en 2000, a atteint le niveau inédit de 261 Mds€ en 2016, soit plus de 8 % du PIB allemand.
- La modération salariale intervenue au cours des années 2000 expliquerait jusqu'à un tiers de cet excédent. La progression plus faible des salaires allemands par rapport à ceux de la zone euro a amélioré la compétitivité de l'Allemagne au sein de l'union monétaire, stimulant ses exportations, tandis que la faiblesse des salaires pesait sur la consommation et les importations de l'Allemagne.
- Le vieillissement de la population en Allemagne, qui a connu une détérioration marquée de sa natalité à la sortie de la seconde guerre mondiale, pourrait également expliquer environ un tiers de l'excédent courant. Les générations nombreuses du baby-boom approchent aujourd'hui de la retraite et tendent à beaucoup épargner en prévision de celle-ci. Dans le même temps, une démographie moins dynamique déprime l'investissement en raison de la moindre croissance attendue à long terme.
- Le troisième tiers de l'excédent courant allemand serait expliqué par d'autres facteurs, dont en premier lieu une politique budgétaire plus restrictive que celle de ses partenaires.
- L'excédent courant allemand est jugé excessif par de nombreux observateurs aux regards des fondamentaux de l'économie allemande. C'est pour partie le signe d'un désalignement des prix entre l'Allemagne et le reste de la zone euro, qu'il convient de réduire dans la mesure où celui-ci s'accompagne d'une répartition déséquilibrée de l'activité entre les pays de la zone : suractivité en Allemagne et déficit d'activité dans le reste de la zone euro.

- Pour parvenir à un rééquilibrage plus symétrique des déséquilibres courants au sein de la zone euro, un renforcement de la dynamique des salaires et de la demande intérieure en Allemagne permettrait de réduire l'excédent courant allemand et de stimuler l'inflation en zone euro, dans un contexte de politique monétaire contrainte. En parallèle, les autres pays de la zone euro doivent poursuivre leurs efforts de maîtrise de la dynamique des salaires et de consolidation budgétaire.

Balances courantes en 2016 (en % de PIB)



Source : OCDE, champ : économies du G20 et grandes économies européennes.

1. L'excédent courant allemand élevé provient d'une forte épargne du secteur privé

Le solde courant allemand, représentant la différence entre l'épargne et l'investissement de l'économie, a fortement augmenté depuis 2000. Cet excédent reflète la capacité de financement de l'Allemagne, investisseur net à l'étranger. Alors qu'en 2000 le solde courant allemand s'élevait à -1,7 % du PIB, il a atteint 8,3 % du PIB en 2016, soit 261 Mds€, contrastant avec le reste des pays de la zone euro (cf. encadré 1). Corrigé des effets du cycle, par exemple de la demande encore atone dans certaines économies européennes, le FMI estime que le surplus courant structurel serait plus élevé encore à 8,5 % du PIB. Le solde courant correspond aussi à la somme de la balance commerciale (échanges internationaux de biens et services) et de la balance des revenus et transferts courants¹.

La hausse du solde courant allemand traduit surtout le dynamisme de la balance commerciale, dont l'excédent s'est accru de plus de 7 points de PIB en 15 ans (cf. graphique 1). Les excédents commerciaux depuis le début des années 2000 ont permis à l'Allemagne d'accumuler des actifs dans le reste du monde, principalement sous la forme d'investissements directs à l'étranger et d'investissements de portefeuille. La position extérieure nette allemande² est ainsi fortement positive (à 55,1 % de PIB en 2016 contre 1,6 % en 2000, cf. graphique 3), et les revenus tirés de ces actifs contribuent également à accroître l'excédent courant.

Cette importante capacité de financement de l'Allemagne résulte d'une forte épargne du secteur privé. Une décomposition comptable indique que ce sont surtout les ménages et les entreprises qui contribuent au solde courant allemand (cf. graphique 2).

- Depuis 2000, l'écart entre l'épargne des entreprises et leur investissement a augmenté de 10 points de PIB. Cet écart reflète d'abord les recettes d'exportations dynamiques, conjuguées à une faible progression salariale³, une baisse du taux d'investissement des entreprises⁴, une baisse des revenus distribués⁵ et une baisse des charges d'intérêt suite à la faible dynamique de l'endettement des entreprises (contrastant avec les autres pays de la zone euro : l'écart avec le taux d'endettement des entreprises de la zone euro s'est accru de près de 40 points de valeur ajoutée).
- Concernant les ménages, le taux d'épargne a progressé modérément au début des années 2000, en raison du désendettement après une période de fort investissement immobilier suivant la réunification, et de la nécessité de la constitution d'une épargne retraite par capitalisation suite à la réduction des prestations retraite. Depuis 2008, l'écart entre leur épargne et leur investissement demeure relativement stable à un niveau élevé, autour de 5 points de PIB.
- Enfin, les administrations publiques sont également contributrices au surplus courant depuis 2014, suite à la consolidation budgétaire à l'œuvre depuis 2004 (hors période de gestion de la crise financière de 2008-2010).

¹ Les revenus correspondent aux salaires, dividendes, et intérêts tandis que les transferts courants couvrent les transferts de fonds, dons et aides internationales.

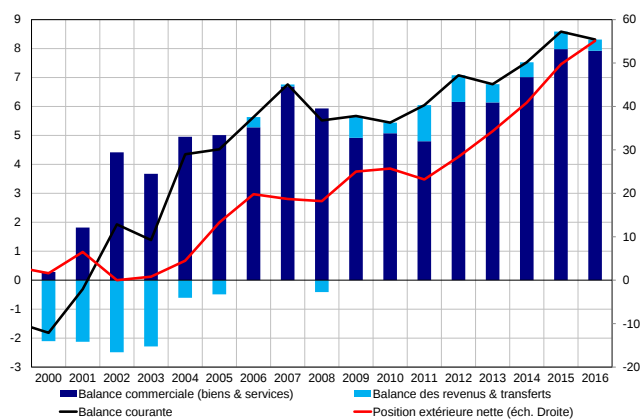
² La position extérieure nette représente le patrimoine ou l'endettement net des Allemands (des résidents) vis-à-vis du reste du monde. Lorsque la position extérieure nette est positive, cela signifie que les Allemands ont davantage investi à l'étranger qu'ils n'ont reçu de capitaux provenant de l'étranger

³ de Waziers D. (2017), « Comment expliquer la nouvelle dynamique salariale en Allemagne ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 202.

⁴ 20 % en 2016 contre 23 % en moyenne dans les années 1990. Cf. Baquero L. (2016), « L'investissement privé est-il trop faible en Allemagne ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 172.

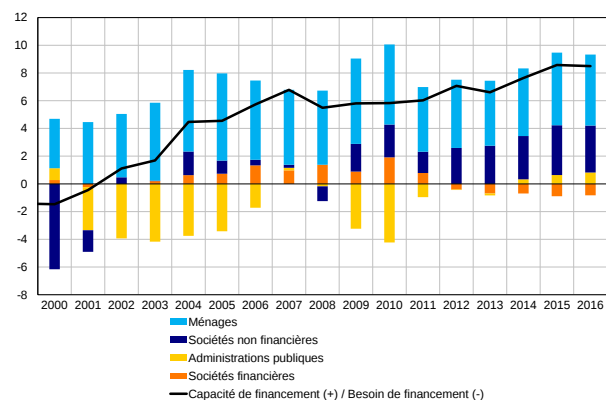
⁵ Cette rétention des profits proviendrait de plusieurs facteurs : les réformes fiscales favorisant l'attractivité des investissements à l'étranger et la capitalisation des entreprises, le renforcement des capitaux propres des PME depuis la crise et la hausse des provisions contre les risques, la faiblesse des taux d'intérêt contraignant les entreprises à augmenter les provisions pour fonds de pensions. Cf. Rapport annuel 2014/2015 du Conseil des Sages et Natixis, « Special report : une hausse du surplus courant allemand jusqu'en 2022 ? », juillet 2017.

Graphique 1 : Solde courant allemand et position extérieure nette (en % de PIB)



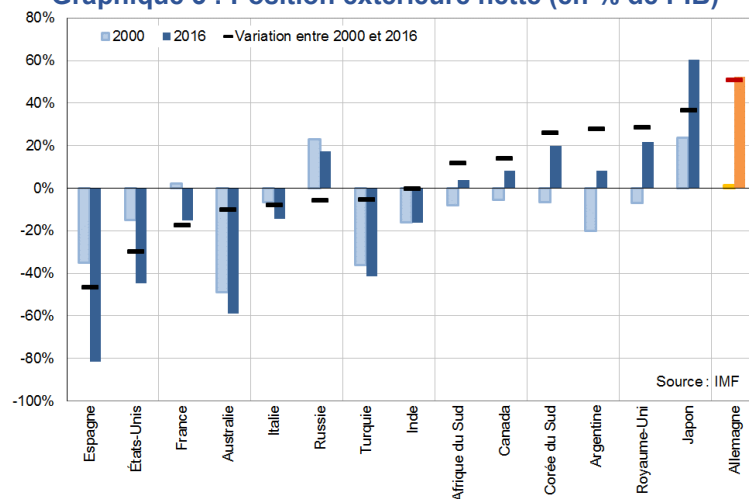
Sources : Destatis, Bundesbank, Eurostat ; Calculs DG Trésor.

Graphique 2 : Capacité (+) / Besoin (-) de financement par secteur institutionnel (en % de PIB)



Source : Destatis ; Calculs DG Trésor.

Graphique 3 : Position extérieure nette (en % de PIB)



Source : FMI.

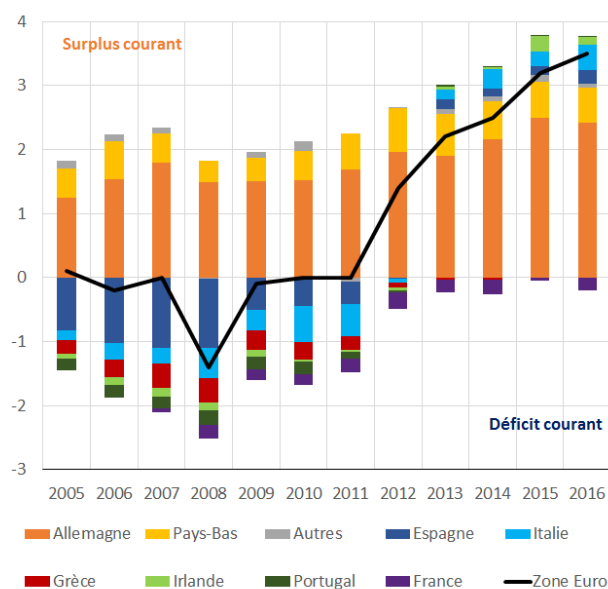
Encadré 1 : Les déséquilibres des balances courantes en zone euro

Après sa création, la zone euro a vu s'accumuler des déficits courants importants dans les pays du Sud et des surplus dans certains pays « cœur », alimentés par différents facteurs, parmi lesquels des divergences de coûts salariaux unitaires (CSU)⁶ entre pays depuis le début des années 2000, ainsi que des écarts de taux d'intérêt réels, qui ont contribué à des dynamiques de crédit et d'investissement différentes. Jusqu'à la crise de 2008, les pays du Sud ont connu une dynamique de crédit alimentée par la faiblesse des taux d'intérêts réels et l'excès d'épargne dans les pays en surplus entraînant un afflux de capitaux investis dans les secteurs protégés. Dans le même temps, la croissance des salaires réels a été supérieure à celle de la productivité dans ces pays tandis que l'Allemagne menait une politique de forte modération salariale. Combinée à l'absence d'ajustement possible par le change, cette divergence d'inflation salariale a contribué à une divergence de la compétitivité et accentué le creusement des déficits courants. En 2007, les déficits courants atteignaient -9,6 % de PIB en Espagne, -9,7 % au Portugal, -15,2 % en Grèce et - 6,5 % en Irlande. Au même moment le solde courant de la zone euro était à l'équilibre et le surplus allemand s'élevait à 6,7 % du PIB.

Depuis la crise, le rééquilibrage des déséquilibres courants a été globalement asymétrique. Les contraintes que furent l'arrêt brutal des entrées de capitaux dans les pays du sud (*sudden stop*) marquant le début de la crise de la zone euro et les programmes d'ajustement qui ont suivi - notamment en Espagne, au Portugal et en Grèce - n'ont concerné que les pays en déficit. La réduction des écarts de soldes courants s'est donc davantage faite par la compression des importations dans les pays du sud que par la progression de la demande intérieure dans les pays cœur.

Aujourd'hui le solde courant de la zone euro présente un surplus (3,5 % du PIB en 2016) et rares sont les pays affichant un déficit. Depuis 2013, l'Espagne, le Portugal et l'Italie présentent des balances courantes en surplus, à respectivement 2,0 %, 0,8 % et 2,6 % du PIB en 2016. La France présente un léger déficit courant (-0,9 % du PIB en 2016).

Graphique 4 : Déséquilibres courants en zone euro
(en % de PIB de la zone Euro)



Source : Eurostat ; Calculs DG Trésor.

Note de lecture : La compilation des balances courantes nationales rapportées au PIB de la zone euro (à 19) est comparée avec le solde courant de la zone euro. Un écart peut apparaître dû à des retraitements de données réalisés lors du calcul du compte courant zone euro.

⁶ Indicateur de coût du travail exprimant le coût salarial par unité de valeur ajoutée produite, il représente le ratio entre le salaire nominal et la productivité de la main-d'œuvre.

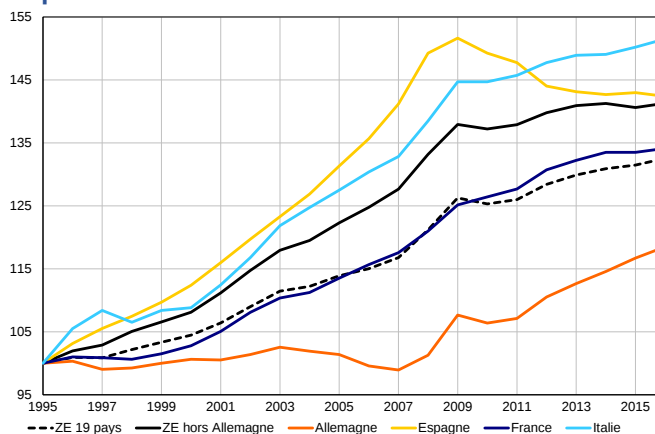
2. La modération salariale en Allemagne expliquerait jusqu'à un tiers de la hausse du solde courant allemand

Parmi les facteurs explicatifs du surplus courant allemand, la modération salariale allemande est régulièrement mise en avant. Cette stratégie, visant à limiter la dynamique salariale pour lutter contre le chômage et accroître la compétitivité allemande vis-à-vis de ses partenaires de la zone euro, a été adoptée par les partenaires sociaux à partir de 1995⁷, puis soutenue par le gouvernement allemand dans le cadre d'un dialogue avec les partenaires sociaux, et a pris fin vers 2007⁸. Les écarts de salaires induits par rapport aux partenaires européens ne se sont toutefois pas résorbés depuis. Les réformes Hartz, mises en place entre les années 2003 et 2005, auraient renforcé cette modération salariale. En effet, si l'objectif principal de ces réformes était la réduction du chômage par l'accroissement de la participation au marché du travail, la transition vers des emplois plus précaires et la réduction du pouvoir de négociation des salariés ont aussi pu contribuer à affaiblir les salaires⁹.

Les effets de la modération salariale relative sur la balance commerciale, et donc sur le solde courant, transitent par deux canaux :

- **Des gains à l'exportation grâce à une amélioration de la compétitivité :** Les performances exportatrices d'un pays dépendent notamment de ses CSU relativement à ceux de ses partenaires. Les CSU allemands sont restés quasiment stables entre 2000 et 2008 tandis que les CSU en zone euro ont progressé en moyenne de 16 % sur la même période (cf. graphique 5). Ces gains de compétitivité-coût ont été largement répercutés en compétitivité-prix, *via* la baisse des prix d'exports allemands par rapport aux prix d'exports étrangers, stimulant les exportations allemandes. En parallèle, ils ont également été répercutés en partie en hausse des marges, permettant aux entreprises de poursuivre les efforts d'investissement sur les facteurs hors prix de la compétitivité (R&D). Cette stratégie a favorisé la montée en gamme des exportations allemandes à partir des années 2000, consolidant les performances allemandes à l'export¹⁰.
- **Un affaiblissement de la consommation et des importations :** La modération salariale grève le pouvoir d'achat des ménages, ce qui se répercute sur la consommation et la demande de biens importés.

Graphique 5 : Évolution des coûts salariaux unitaires en zone euro



Source : Eurostat ; Calculs DG Trésor ; Champ : Ensemble de l'économie ; base 100 = 1995.

⁷ Les partenaires sociaux ont cherché à regagner la compétitivité perdue en partie à la suite de l'alignement des salaires à l'est avec ceux de l'ouest après la réunification. Le système de négociations décentralisées, c'est-à-dire des accords au niveau de l'entreprise dérogeant à ceux de branche, aurait permis de faciliter la priorité à l'emploi au détriment des salaires. Cf. Cheuvreux M., Rambert L. (2017), « Dialogue social sectoriel et décentralisation des négociations : Étude comparée France/Allemagne », *Les Cahiers de la DG Trésor*, n°01.

⁸ de Waziers D. (2017), *op. cit.*

⁹ Bouvard F., Rambert L., Romanello L., Studer N. (2013), « Réformes Hartz : quels effets sur le marché du travail allemand », *Lettre Trésor-Éco* n° 110.

¹⁰ Voir par exemple M. Le Moigne, X. Ragot (2015), « France et Allemagne: une histoire du désajustement européen », *Revue de l'OFCE*, (6), pp.177-231 et Bas M., Fontagné L., Martin P., Mayer T. (2015), « À la recherche des parts de marché perdues », *Notes du conseil d'analyse économique*, vol. 23, no. 4, pp.1-12.

La modération salariale pourrait expliquer jusqu'à un tiers du surplus courant allemand. Une estimation de l'effet de la modération salariale réalisée à l'aide du modèle macro-économétrique international NiGEM suggère qu'elle expliquerait une hausse du solde courant de 1½ à 2 points de PIB (*cf.* encadré 2). À titre de comparaison, l'effet d'une modération salariale de même ampleur est également estimé avec le modèle Mésange, développé conjointement par l'INSEE et la DG Trésor, qui modélise plus finement l'économie que NiGEM mais dont les paramètres sont estimés sur la France. En extrapolant ces résultats à l'Allemagne (dont on peut faire l'hypothèse que la structure économique n'est pas radicalement différente de la France, à l'exception d'une plus grande ouverture commerciale), l'effet estimé sur la balance courant pourrait aller jusqu'à 3 points de PIB. À l'arrivée, une fourchette allant de 1½ à 3 points de PIB semble représenter un bon ordre de grandeur des effets. Ces chiffres sont conformes à plusieurs estimations de la littérature¹¹.

Encadré 2 : les effets de la modération salariale allemande selon les modèles NiGEM et Mésange

Le modèle macro-économétrique NiGEM (*National Institute's Global Econometric Model*), développé par l'institut britannique NIESR (*National Institute for Economic and Social Research*), est un modèle multinational d'inspiration néo-keynésienne qui comprend plus de quarante pays ou zones géographiques. Afin de reproduire la divergence de dynamique salariale entre la France et l'Allemagne¹², un choc négatif est appliqué sur les salaires nominaux allemands, qui sont graduellement réduits à partir de 2000 relativement au scénario de base, pour atteindre une baisse de 15 % en 2007. L'écart au scénario de base est ensuite maintenu approximativement constant.

En 2017, par rapport à un scénario sans réduction des salaires, la modération salariale aurait entraîné une baisse cumulée des prix à l'exportation allemands de 5,6 % grâce à la baisse des coûts de production. Ce gain de compétitivité-prix aurait contribué à une hausse des exportations allemandes de 4,1 %. Par ailleurs, la baisse des salaires, en partie compensée par un moindre chômage, aurait réduit le pouvoir d'achat des ménages et donc pesé sur la consommation (-2,0 %). L'effet global sur les volumes d'importations serait négatif (-2,3 %). L'activité serait plus élevée que dans le scénario de base (+3,4 %) et **le solde courant amélioré à hauteur de 1,5 point de PIB.**

Cette estimation dépend des hypothèses sous-jacentes au modèle, en particulier des élasticités prix des exportations et des importations de long-terme¹³. En adoptant par exemple les élasticités utilisées dans une étude similaire de la Banque de France¹⁴, l'effet sur le solde courant est amplifié et pourrait atteindre **plus de 2 points de PIB.** De plus, la non prise en compte des gains de compétitivité hors prix, permis par l'amélioration des marges des entreprises, peut conduire le modèle à sous-estimer l'impact de la modération salariale sur le solde courant.

À des fins comparatives, un scénario identique de modération salariale est simulé sur la France dans le modèle Mésange, estimant à 2,1 points de PIB l'augmentation du solde courant. Pour extrapoler ce chiffre à l'Allemagne, il faut le corriger de la plus grande ouverture commerciale de l'Allemagne, une variation donnée des importations et des exportations affectant (comptablement) davantage le solde commercial (exprimé en pourcentage du PIB) dans un pays plus ouvert¹⁵. En corrigeant de cet écart le résultat sur le solde courant pour Mésange serait **légèrement supérieur à 3 points de PIB.** Cette correction ne prétend pas tenir compte de toutes les différences de structure et de fonctionnement entre les économies française et allemande, ce qui appelle à interpréter les résultats suivants avec prudence.

¹¹ Voir par exemple Le Moigne M. et Ragot X. (2015), *op. cit.* et Conseil des Sages, *Rapport annuel 2014/2015*, Chapitre 6.

¹² Ce choix s'explique par la situation médiane de la France dans l'évolution des CSU en zone euro, la croissance des salaires réels ayant été relativement en ligne avec celle de la productivité.

¹³ C'est-à-dire la mesure de la sensibilité des volumes d'importations (resp. d'exportations) au prix relatif des importations (resp. des exportations) par rapport aux prix domestiques (resp. des concurrents étrangers).

¹⁴ Berthou A., Gaulier G. (2013), « Wage dynamics and current account rebalancing in the euro area », Banque de France, *Quarterly Selection of Articles*, No. 30, Summer 2013, pp.71-94.

¹⁵ Exemple illustratif : Pour un pays dont l'ouverture commerciale est de 20 % (les exportations et les importations représentent 20 % du PIB), une hausse en volume de 1 % des exportations entraînera alors grossièrement une amélioration du solde courant d'environ 0,2 point de PIB. Pour une même hausse des exportations dans un pays avec une ouverture commerciale de 50 %, la hausse sur le solde courant serait de 0,5 points de PIB.

Tableau 1 : Impact sur les principaux agrégats macro-économiques de l'Allemagne d'une modération salariale en Allemagne
(en % d'écart au scénario central sans choc, 17 ans après le début du choc)

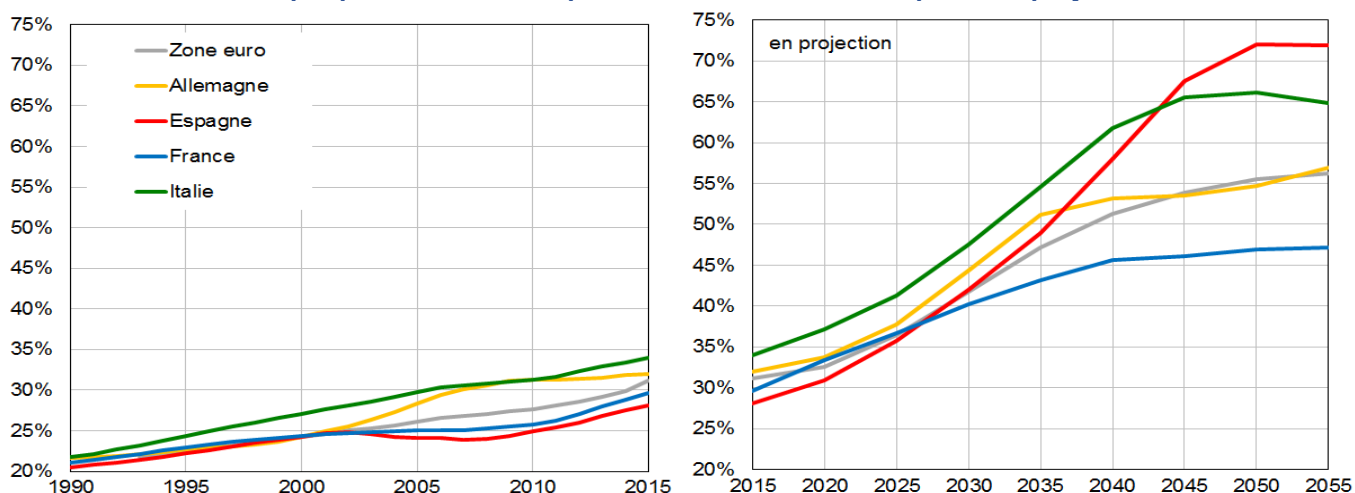
% en écart au scénario central	NiGEM	Mésange (modèle France extrapolé à l'Allemagne)
PIB	3,4	3,2
Investissement	4,7	5,6
Consommation	-2,0	0,4
Exportations	4,1	7,6
Importations	-2,3	0,1
Balance commerciale (écart en point de PIB)	1,5	2,1
Balance commerciale corrigée de l'écart d'ouverture commerciale France-Allemagne		3,1
Déflateur de la consommation	-7,1	-10,2
Prix des exportations	-5,6	-8,6
Prix des importations	-1,2	-8,1
Salaire nominal	-14,3	-15,6
Salaire réel	-7,7	-5,4
Coûts salariaux unitaires	-11,2	-14,1

Note de lecture : Un choc de salaires de -15 % appliqué progressivement sur 7 ans aurait soutenu le PIB allemand à hauteur de 3,4 % au bout de 17 ans, soit 10 ans après la fin de l'application du choc.

3. Le vieillissement relativement rapide de la population allemande expliquerait environ un tiers du surplus courant

Un autre facteur contribuant au fort surplus courant est le vieillissement de la population allemande, plus rapide que la moyenne européenne. Cette tendance, forte entre 2000 et 2010, devrait se poursuivre pendant encore plusieurs décennies (*cf.* graphique 6), et peut expliquer une épargne relative abondante et un investissement faible contribuant au surplus courant allemand.

Graphique 6 : Ratio de dépendance vieillesse historique et en projection



Sources : AMECO, Nations Unies, calculs DG Trésor.

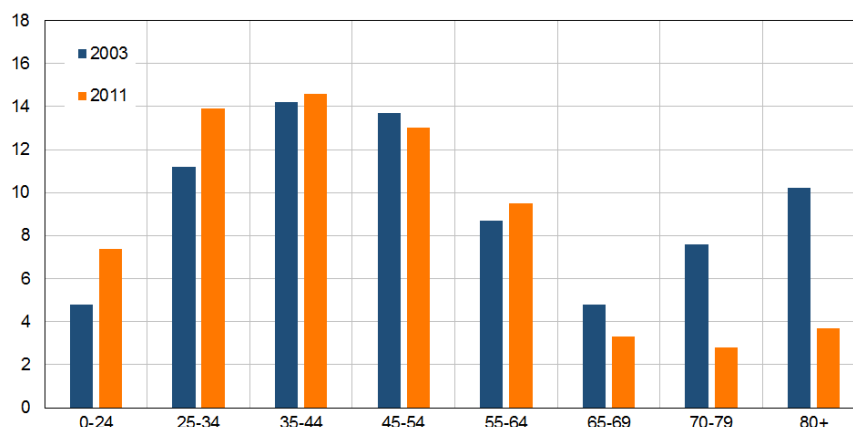
Note de lecture : le ratio de dépendance vieillesse est mesuré comme le ratio du nombre de personnes de 65 ans ou plus rapporté à la population des 15-64 ans.

D'après la théorie du cycle de vie, le vieillissement de la population a deux effets successifs opposés sur l'épargne des ménages. Aujourd'hui, les générations allemandes du *baby-boom*, qui a eu un profil différent

en Allemagne de celui du reste de l'Europe, approchent de la retraite et accroissent leur épargne en prévision de celle-ci. Ce comportement d'épargne de précaution pourrait par ailleurs avoir été amplifié par la réduction des prestations retraites et chômage (par exemple lors des réformes du marché du travail dans les années 2000) et la mise en place d'incitations financières à l'épargne retraite par capitalisation¹⁶. Après leur passage effectif à la retraite, ces ménages pourraient désépargner pour compenser la perte des revenus du travail et pour financer leurs dépenses de santé et de dépendance, élevées en fin de vie, même si ce deuxième versant de la théorie du *cycle de vie* reste plus hypothétique : si la hausse de l'épargne des actifs allemands avec l'âge est marquée (cf. graphique 7), la désépargne consécutive au passage à la retraite n'est que partiellement observée. En particulier, même si le taux d'épargne est plus faible au-delà de 65 ans, il reste positif et les retraités allemands continuent donc d'accumuler des actifs, reflétant peut-être l'incertitude des seniors sur leur date de décès qui les poussent à conserver une épargne de précaution minimale, ou encore un objectif de transmission de patrimoine. **Au total, la littérature tend à privilégier l'hypothèse d'une hausse de l'épargne agrégée sous l'effet du vieillissement** (cf. Kollman et al.¹⁷, FMI¹⁸, *Trésor-Éco* n° 149¹⁹)

À ces comportements d'épargne s'ajoute un possible moindre investissement des ménages et des entreprises. Le vieillissement et la décroissance anticipée de la population allemande peuvent pousser les agents économiques à anticiper aujourd'hui une faible croissance future de l'économie et donc des rendements espérés faibles du capital, ce qui pourrait expliquer une partie de la faiblesse de l'investissement en Allemagne.

Graphique 7 : Taux d'épargne des ménages allemands par tranche d'âge (en % du revenu disponible brut)



Source : Destatis.

Note de lecture : les données de taux d'épargne correspondent à des enquêtes ponctuelles (2003 et 2011) auprès des ménages.

Dans l'ensemble, le vieillissement contribuerait entre 2 et 3 points de PIB au surplus courant allemand. À l'aide d'une méthodologie²⁰ permettant d'évaluer les soldes courants au regard des fondamentaux de chaque économie, les services du FMI estiment que les écarts de démographie de l'Allemagne par rapport à ses partenaires contribuaient à hauteur d'environ 3 points de PIB au surplus courant allemand en 2016. **Cette estimation reste entourée d'incertitudes** en raison de la lenteur des effets de la démographie qui les rend difficiles à prendre en compte précisément. En utilisant une approche similaire, la Commission européenne estime par exemple une contribution nulle de la démographie au solde courant allemand. Au regard de la situation démographique allemande particulièrement défavorable, cette estimation semble toutefois

¹⁶ Par exemple, la prime d'état appelée contrat Riester. Toutefois, l'impact de ce dispositif resterait limité : il ne couvre que près de 30 % des actifs et le montant maximal fiscalement déductible par an est d'environ 2000 €.

¹⁷ Kollmann R., Ratto M., Roeger W., in't Veld J., Vogel L. (2015), « What drives the German current account? And how does it affect other EU member states? », *Economic Policy*, janvier.

¹⁸ Phillips S. et al. (2013), « The External Balance Assessment (EBA) Methodology », *IMF Working Paper*, n° 272.

¹⁹ Baquero L., Gomez F., Rambert L., Studer N. (2015), « La démographie de taille à bouleverser le modèle économique allemand ? », *Lettre Trésor-Éco* n° 149.

²⁰ À l'aide de la méthodologie *External Balance Assessment* du FMI fournissant une estimation du solde courant fondamental d'une économie en fonction de ses caractéristiques structurelles de moyen terme, il est, entre autres, possible d'extraire la contribution des phénomènes démographiques à ce niveau fondamental.

conservatrice et singulière. Le Ministère des Finances allemand²¹ et le conseil des Sages allemand²² évaluent quant à eux la contribution de la démographie au surplus courant allemand entre 2 et 3 points de PIB.

Cette forte contribution ne devrait pas se résorber avant le passage à la retraite des *baby-boomers* allemands, dont la part relative dans la population est plus importante que la moyenne européenne, dans une dizaine d'années au moins dans l'hypothèse favorable d'une désépargne effective des ménages retraités. Enfin, si la forte immigration en Allemagne au cours des dernières années a pu ralentir le vieillissement de la population allemande, elle ne devrait pas suffire à enrayer le déclin démographique²³.

4. D'autres facteurs, notamment la politique budgétaire, ont contribué au surplus courant allemand

L'écart de la politique budgétaire allemande avec celle de ses partenaires aurait contribué au surplus courant allemand à hauteur de 1½ point de PIB²⁴. L'Allemagne a mis en œuvre une politique budgétaire globalement restrictive au cours de la dernière décennie, qui a placé sa dette publique sur une trajectoire rapidement descendante, au-delà de la stricte application des règles budgétaires européennes. Partie de 2,5 % du PIB de déficit public corrigé des effets du cycle²⁵ en moyenne entre 2000 et 2006, l'Allemagne a dégagé un surplus corrigé du cycle de 0,8 % en 2016. Cette consolidation budgétaire reflète en partie la volonté de préfinancer les dépenses de retraite futures de la population vieillissante. Dans le reste du monde, la politique budgétaire a été moins restrictive en moyenne. Ces écarts de politique budgétaire contribuent à renforcer le surplus courant allemand.

D'autres facteurs, difficilement quantifiables mais probablement secondaires, ont pu contribuer aussi à la hausse du solde courant. Tout d'abord, l'externalisation des segments les moins productifs de la chaîne de production vers les pays d'Europe de l'Est a réduit le coût des consommations intermédiaires de l'industrie et soutenu les gains de compétitivité-prix de l'Allemagne, stimulant ses exportations²⁶. La baisse du prix du pétrole sur la période récente a également soutenu la hausse du solde commercial de plus d'un point depuis 2014, *via* la réduction du déficit énergétique. Toutefois, étant donné la volatilité élevée des prix du pétrole, ceux-ci ne contribuent pas à expliquer significativement la hausse du surplus commercial allemand depuis 2000. Enfin, le manque de main d'œuvre qualifiée et le vieillissement des dirigeants des PME allemandes pourraient aussi contribuer à expliquer la faiblesse de l'investissement des entreprises allemandes.

5. Ce surplus excessif contribue aux déséquilibres de la zone euro

De nombreux observateurs (notamment la Commission européenne, le FMI et l'OCDE²⁷) jugent que le niveau du solde courant allemand est excessif au regard des fondamentaux de l'économie (qui incluent notamment la démographie). Le FMI estime par exemple que le surplus courant allemand devrait être inférieur de 4,5 points de PIB à son niveau actuel, cet écart pouvant provenir en partie d'une sous-évaluation du taux de change effectif réel allemand, de 10 à 20 % en 2016 selon le FMI.

Le maintien d'un surplus courant très élevé en Allemagne et l'absence d'ajustement symétrique des balances courantes constituent surtout une vulnérabilité pour la zone euro.

²¹ Rapport mensuel du Ministère des finances, chapitre 3, mars 2017.

²² Conseil des Sages, *op. cit.*

²³ Selon les projections de la Bundesbank (rapport mensuel, avril 2017), la hausse du solde migratoire ne permettrait de compenser la baisse de la population active entraînée par le vieillissement de la population allemande que jusqu'en 2025 (près de 2M de personnes, en tenant compte de la hausse de la participation au marché du travail). Les projections d'Eurostat de février 2017 envisagent un solde migratoire plus élevé et anticipent ainsi une baisse de la population allemande à partir de 2030.

²⁴ Cette estimation utilise la même méthode de décomposition du FMI (*External Balance Assessment*) que pour l'estimation faite de la contribution du vieillissement démographique.

²⁵ Calculs de la Commission Européenne.

²⁶ Fontagné L., Gaulier G. (2008), « Performances à l'exportation de la France et de l'Allemagne », *Rapport du Conseil d'Analyse Economique* n° 81, La Documentation Française.

²⁷ Commission européenne (2017), *Country report Germany*; FMI (2017), *External Sector Report*; OCDE (2016), *Economic review - Germany*.

- En amont de la crise, l'absence d'ajustement du change au sein de la zone euro a empêché la correction automatique des déséquilibres internes (dynamique de CSU et des balances courantes divergentes). La crise a accéléré un ajustement interne dans les pays en déficit, qui s'est fait brutalement *via* des pressions à la baisse sur les salaires et l'emploi avec un coût économique et social élevé, provoquant la chute de la demande intérieure dans ces pays. Cette situation explique la correction rapide des déficits, *via* la contraction des importations²⁸, dans un contexte de reprise qui a été particulièrement lente. Un ajustement plus symétrique, avec par exemple une croissance plus forte des salaires en Allemagne, aurait permis d'une part de minimiser le coût de l'ajustement dans les pays périphériques en partageant son impact sur toute la zone, et d'autre part de soutenir la reprise de la zone euro en renforçant la demande intérieure agrégée dans un contexte d'écart de production très creusé en sortie de crise.
- Aujourd'hui, les déficits courants des pays du sud ont été corrigés mais les positions extérieures nettes dues à l'accumulation de déficits passés demeurent très dégradés dans certaines économies comme l'Espagne (-82 % du PIB en 2016), le Portugal (-100 %), la Grèce (-130 %) et l'Irlande (-171 %), témoignant d'une dépendance toujours forte aux capitaux étrangers. Par ailleurs, les écarts de dynamique de CSU accumulés depuis 1995 ne se sont que partiellement résorbés et restent élevés à cause de l'asymétrie de l'ajustement.

Les déséquilibres internes de la zone euro reflètent des désalignements de change importants en son sein, qui ont soutenu l'activité en Allemagne (où le taux de change effectif réel est encore fortement sous-évalué) mais pesé sur celle-ci ailleurs en zone euro et notamment dans les pays du Sud.

Au niveau agrégé en zone euro, cela pèse sur l'inflation et contraint la politique monétaire. Les difficultés des pays du sud couplées à une dynamique des salaires allemands qui reste modérée alimentent la faiblesse de l'inflation, dans un contexte où la politique monétaire de la BCE est contrainte (taux négatifs et mesures non conventionnelles).

Au niveau national, le surplus courant élevé de l'Allemagne reflète un investissement domestique faible susceptible de freiner la croissance à moyen terme. Il est difficile de quantifier le « bon » niveau d'investissement pour une économie. Dans le cas de l'Allemagne, les perspectives démographiques dégradées amoindrissent le rendement socio-économique de certains investissements et pourraient justifier un investissement plus faible que dans des pays ayant une démographie plus favorable. Néanmoins, des besoins d'investissement sont identifiés dans un certain nombre de secteurs en Allemagne, soit pour des équipements nouveaux, soit pour l'entretien d'équipements existants, notamment dans les infrastructures routières, sociales et en matière d'éducation²⁹.

6. Plusieurs mesures pourraient contribuer à réduire progressivement le surplus courant allemand

Dans un contexte où l'héritage de la crise (dette publique élevée, chômage des jeunes, poids des crédits non performants) continue de peser sur l'activité à court terme mais aussi sur la croissance potentielle à plus long terme des pays du Sud, et dans un environnement de taux d'inflation toujours bas, **un rééquilibrage plus symétrique des déséquilibres de balances courantes au sein de la zone euro paraît souhaitable.** Il pourrait passer par des mesures de soutien de la demande intérieure dans les économies en fort surplus en parallèle de la poursuite des efforts de maîtrise de la dynamique des salaires et de consolidation budgétaire dans les pays du Sud.

Si l'Allemagne a déjà pris un certain nombre de mesures pour soutenir sa demande intérieure (salaire minimum, dépenses en faveur des migrants, légère hausse de l'investissement public), son surplus courant ne devrait pas se résorber de manière significative dans les années à venir. D'après les prévisions du FMI, le solde courant allemand resterait au-dessus de 7 points de PIB d'ici 2022. **Plusieurs mesures pourraient être mises en œuvre par l'Allemagne pour contribuer à la réduction de son surplus courant.**

²⁸ FMI (2014), « Adjustment in Euro area deficit countries: progress, challenges and policies », IMF staff discussion note.

²⁹ Rapport de la Commission Fratzscher, avril 2015.

Tout d'abord, de nombreux observateurs (notamment la Commission européenne, le FMI et l'OCDE³⁰) recommandent un **plus fort dynamisme salarial en Allemagne. En ciblant en particulier les bas salaires**, celui-ci aurait le triple avantage de : (i) dynamiser la consommation, (ii) répondre au débat actuel sur les inégalités en Allemagne qui persistent malgré l'introduction d'un salaire minimum (inégalités de patrimoine³¹ et de revenu³²), (iii) tout en contribuant à la correction des écarts de compétitivité en zone euro. Bien que les autorités allemandes disposent de marges de manœuvre réduites sur les négociations salariales, il existe **des leviers réglementaires ou fiscaux pour soutenir des salaires plus dynamiques** : hausse du salaire minimum, du traitement des fonctionnaires, hausse de la fiscalité du travail (cotisations sociales notamment) en contrepartie de mesures de soutien au pouvoir d'achat (par exemple, baisse de l'impôt sur le revenu ou de la TVA).

L'Allemagne pourrait également utiliser les marges budgétaires existantes pour relancer l'investissement public et stimuler l'investissement privé et la consommation³³. En particulier, des besoins existent en matière d'infrastructures, de lutte contre la pauvreté et l'exclusion, de soutien aux travailleurs pauvres et précaires³⁴, de renforcement des systèmes de garde d'enfants et de gestion du contexte du vieillissement démographique.

Maylis BECHETOILLE, Titouan BLAIZE, Benoît CAMPAGNE, Diane de WAZIERS

³⁰ Commission européenne (2017), *Country report Germany*; FMI (2017), *Germany-staff report for the Article IV consultation*; OCDE (2016), *Economic review - Germany*.

³¹ L'Allemagne dispose d'une répartition des richesses parmi les plus inégalitaires d'Europe (après les Pays-Bas et l'Autriche). Les 20 % des ménages les plus pauvres disposent d'un patrimoine net de -5000 € en Allemagne contre +3000 € en moyenne (pondérée par la population) en zone euro. Source : European Central Bank, (2013), "Statistical Reference Tables for the Household Finance and Consumption Survey", tableau A4.

³² D'après l'OCDE, alors que les inégalités de revenus primaires sont comparables entre la France et l'Allemagne, les revenus secondaires sont relativement plus inégalitaires en Allemagne.

³³ Voir Commission européenne (2017), *op. cit.* ; FMI (2017), *op. cit.* ; OCDE (2016), *op. cit.*

³⁴ Respectivement : rapport de la Commission Fratzscher, avril 2015 ; rapport sur les inégalités de revenu et la mobilité sociale, mars 2017 ; 5^{ème} rapport sur la pauvreté, avril 2017.

Éditeur :

Ministère de l'Économie
et des Finances

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Michel Houdebine

Rédacteur en chef :

Jean-Luc Schneider
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050
eISSN 2417-9620

Derniers numéros parus**Octobre 2017**

n° 208. Pourquoi l'inflation reste-t-elle si faible dans le monde ?

Yves-Emmanuel Bara, Jean-Baptiste Bernard, Titouan Blaize, Benoît Campagne, Laetitia François, Yasmine Osman

n° 207. Le commerce de la France en valeur ajoutée

Fabrice Berthaud

Septembre 2017

n° 206. La croissance potentielle en France

Antoine Herlin, Alexis Gatier

n° 205. Perspectives économiques mondiales en septembre 2017 : poursuite des signaux encourageants

Jean-Baptiste Bernard, Laetitia François, Thomas Gillet, Julien Lecumberry, Yasmine Osman, Morgane Salomé

n° 204. Succès et défis de l'économie argentine

Christian Gianella, Leonardo Pupperto, Sophie Wiewiorka

<https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/tags/Tresor-Eco>

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances.