Allemagne : la grande coalition, près d'un an après

Eric Vergnaud

Le gouvernement de coalition au pouvoir depuis novembre 2005[1] a hérité d'une situation économique difficile et doit faire face à une série de défis majeurs : faible croissance, niveaux excessifs du déficit et de la dette publics, vieillissement de la population mettant en péril le financement des systèmes de sécurité sociale (chômage, retraite et maladie), coût du travail pesant sur la compétitivité.

Le gouvernement précédent n'était certes pas resté inactif. Il a réussi à freiner l'essor des dépenses de santé et a mis en place des réformes *(Hartz)* visant à encourager le retour volontaire à l'emploi et à alléger le coût du travail (voir infra et encadré 1, page 19).

Il avait également initié une réflexion sur la nécessaire réforme du fédéralisme (voir infra), afin d'accélérer les prises de décision politique, *via* une simplification du travail législatif.

Le nouveau gouvernement a rapidement pris des mesures importantes. Ainsi, le plan fédéral de finances 2006-2009 a été arrêté, marqué par une volonté très forte de consolidation budgétaire (dont témoigne la hausse de la TVA de 3 points en janvier 2007), mais comprenant aussi des mesures de soutien de l'activité. La réforme du fédéralisme a été adoptée au tout début de l'été dernier par les deux Chambres, et un accord vient tout juste d'être trouvé pour celle du système de santé, longtemps contestée au sein même de la coalition. Enfin, une baisse du taux d'imposition des entreprises est prévue pour 2008.

Ce vent de réformes, pour certaines impopulaires, sera-t-il suffisant pour permettre à l'Allemagne de guérir ses maux ?

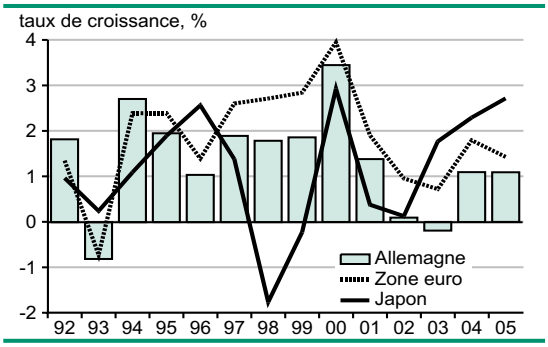
Une perspective historique

L'Allemagne a été confrontée à une série de chocs depuis le début des années 1990 : réunification, émergence de concurrents à l'Est de l'Europe et en Asie, ralentissement mondial de 2001. Leur effet a été amplifié par les rigidités du côté de l'offre (sur le marché des biens comme sur celui du travail) et a conduit à une diminution progressive du taux de croissance du PIB. Celui-ci s'élevait à 3,3% par an entre 1961 et 1991, il est revenu à 1,3% entre 1992 et 2005 (cf. graphique 1), seulement ¼ de point de plus que le Japon. Il est même tombé à tout juste 0,6% par an depuis 2001, soit la moitié de la croissance enregistrée au Japon, qui traversait alors un épisode de déflation.

La réunification a provoqué un bond de l'investissement au début des années 1990, avec en particulier un boom de la construction dont les excès ne sont toujours pas absorbés aujourd'hui.

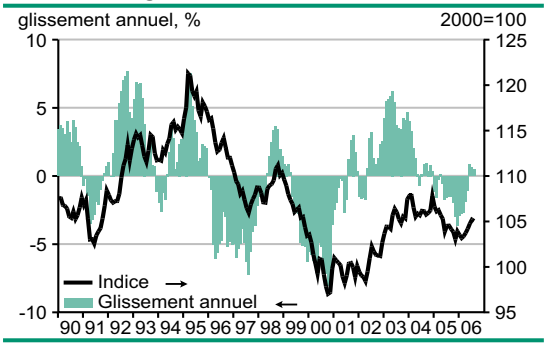
Le rattrapage des salaires de l'Est sur ceux de l'Ouest, alors que la productivité était beaucoup plus faible dans les nouveaux Länder, a provoqué une hausse rapide des coûts unitaires du travail et une perte de compétitivité, dont a témoigné le bond de 20-25% du taux de change effectif réel du mark entre 1990 et 1994 (cf. graphique 2). L'Allemagne a immédiatement étendu à l'Est le système d'assurance sociale prévalant à l'Ouest. En 1991, les salaires de l'Est ont été négociés par les associations patronales de l'Ouest (à l'aube de la réunification, les privatisations n'avaient pas encore commencé à l'Est). Afin d'éviter un mouvement important de main-d'oeuvre, les salaires de l'Est ont été fixés à des niveaux proches de ceux de l'Ouest. Les salaires à l'Est sont donc passés de 37% des salaires de l'Ouest, au début de la réunification, à 72% dans la seconde moitié des années 1990. Or, la productivité du travail à l'Est, en 1991, ne représentait que 44% de celle à l'Ouest. La hausse des salaires a eu pour premier effet de provoquer la fermeture des unités de production les moins productives et, dans un second temps, a provoqué une

PIB



Graphique 1 Source : OCDE

Taux de change effectif réel



Graphique 2 Source : OCDE

substitution du capital au travail (notamment par les nouveaux entrants qui ont utilisé des technologies plus intensives en capital). Outre le phénomène de rattrapage, ces évènements expliquent la progression importante de la productivité du travail à l'Est durant la première moitié des années 1990. Avec la convergence des systèmes d'assurance chômage, l'augmentation des salaires a créé une pression à la hausse sur les indemnités chômage, du fait de l'indexation des allocations sur le salaire passé.

La forte concurrence de l'Europe de l'Est et de la Chine, sensible dès le début des années 1990, s'est amplifiée depuis le début de la décennie actuelle. Ainsi, la part des importations allemandes en provenance des pays est-européens (respectivement de Chine), qui était de 8,5% (respectivement 2,4%) du total des importations en 1990, est montée à 15% (respectivement 6,4%) en 2005 (cf. tableau 1). Ces ratios sont beaucoup plus élevés que dans les autres grands pays européens et ont surtout augmenté plus vite.

En retour, les investissements directs allemands dans ces zones émergentes ont bondi, avec une progression comprise entre 4% et 5% à la fin des années 1990, alors qu'ils n'augmentaient que de 1% au début des années 1980. Le secteur manufacturier y a tout à la fois délocalisé et ouvert des unités de production supplémentaires, afin de profiter de l'avantage en matière de coût salarial.

Enfin, les effets de la récession mondiale de 2001 ont été particulièrement sensibles en Allemagne, dont la réaction aux chocs venant des Etats-Unis est plus rapide que celle de ses principaux partenaires européens(2). Ainsi, alors qu'en 2001 la croissance américaine

Importations en provenance d'Europe de l'Est et de Chine

	1994	2000	2005
Allemagne	11,3	15,5	21,3
Italie	9,1	11,4	16,4
Royaume-Uni	3,4	5,6	11,3
Espagne	4,3	6,1	10,4
France	4,5	6,1	9,7

Tableau 1 Source : FMI

s'inscrivait à un plus bas depuis 1991, les exportations allemandes voyaient leur progression revenir de 20% au début de 2000 à 5,5% deux ans plus tard.

Certes, l'économie allemande a été touchée par des chocs d'une ampleur plus importante que ceux qui ont affecté ses principaux partenaires européens, mais cela ne saurait suffire à expliquer le fort ralentissement subi par l'économie allemande au cours des dernières années. En réalité, les chocs exogènes se sont conjugués et ont été amplifiés par des rigidités particulièrement fortes sur les marchés des biens et du travail. Les rigidités sur le marché du travail allemand ont été largement documentées et incluent des prestations chômage élevées et durables, un système de fixation des salaires trop centralisé ne faisant pas assez de place aux situations spécifiques des entreprises, une taxation trop haute des salaires et un haut niveau de protection contre le chômage.

La croissance potentielle allemande est aujourd'hui inférieure à 1½%, soit un point de moins que dans les années quatre-vingt. Cette baisse est attribuable au ralentissement de la croissance démographique au cours des dix dernières années, mais aussi à la faiblesse de la mobilisation du travail (heures travaillées, chômage structurel…). C'est pourquoi l'emploi est au coeur des réformes structurelles engagées avec l'Agenda 2010, par M. Schröder, le prédécesseur de Mme Merkel à la Chancellerie.

Certaines mesures ont pour vocation de réduire les coûts non salariaux du travail, *via* l'allègement des charges sociales attendu des réformes de l'assurance chômage, de l'assurance maladie et des retraites. D'autres se sont attaquées directement aux dysfonctionnements du marché du travail.

Marché du travail

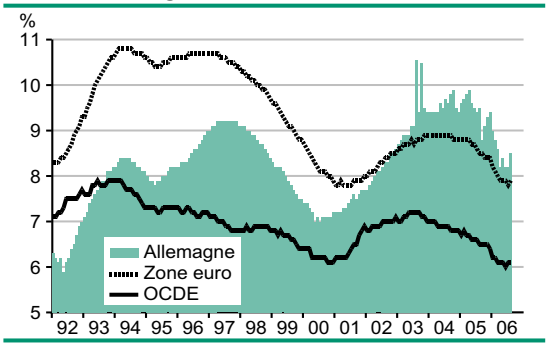
La forte rigidité du marché du travail a pesé sur les performances allemandes en matière d'emploi(3). Toutefois, des mesures ont été prises pour assouplir la réglementation de l'emploi à temps partiel. Sa proportion a considérablement augmenté, passant de 2,3% de l'emploi total en 1990 à 5,9% en 2005, alors qu'en France elle est restée stable à 4,5%.

Pour faire face à la montée du chômage (cf. graphique 3), et notamment à la croissance du nombre de chômeurs de longue durée, l'Allemagne a initié des réformes du marché du travail en 2002(4), dites réformes Hartz (cf. encadré 1).

Celles-ci ont pour objectif, d'une part, d'accroître l'offre de travail en limitant l'effet désincitatif d'indemnités de chômage trop généreuses, d'autre part, d'accroître l'efficacité de l'Agence fédérale pour l'Emploi.

Les réformes Hartz se sont traduites par la création de nombreux emplois peu qualifiés, grâce au statut de "mini-job" (emploi peu rémunéré bénéficiant d'allégements de charges sociales et fiscales). Une première évaluation des lois Hartz sur le marché du travail a été effectuée en février 2006 dans un rapport publié par le ministère fédéral du Travail(5). Les "mini-jobs" en activité principale sont passés de 4,2 millions en 2002 à 4,8 millions à la fin de 2004 (les "mini-jobs"

Taux de chômage



Graphique 3 Source : OCDE

existaient avant 2002, mais la réforme mise en place en avril 2003 en a élargi le champ d'application). Il faut ajouter à ce chiffre la création de "mini-jobs" en activité annexe qui se sont élevés à 1,7 million sur la même période. Au total, sur les 2,3 millions de "mini-jobs" créés à la fin de 2004, le rapport évalue à environ 1,8 million les créations nettes d'emplois, dont 700 000 emplois à titre principal auxquels s'ajoutent 125 000 emplois entre 400 et 800 euros. Les effets d'aubaine auraient été importants, bien que difficiles à mesurer précisément (750 000 "mini-jobs" nouvellement créés n'auraient été que des emplois préexistants requalifiés pour tirer parti des avantages des nouvelles mesures).

Face au succès des "mini-jobs", l'emploi assujetti à cotisations sociales n'a cessé de décroître, passant de 70,3% en janvier 2002 à 66,9% en janvier 2006. Au-delà de ces mesures, une réduction de la fiscalité pesant sur le travail a été entreprise. Ainsi, au 1er janvier 2007, les cotisations chômage baisseront de 2 points. Au total, compte tenu de la hausse prévue des cotisations retraites de 0,4 point, le coût du travail devrait baisser de 1,6 point.

Les aides à la création d'entreprises par les chômeurs ("Ich Ag") ont également permis d'importantes créations d'emplois. Le dispositif concerne 350 000 personnes contre moins de 100 000 en 2001. Toutefois, la pérennité de ces emplois n'est pas totalement assurée et les emplois induits sont peu nombreux. La réforme de la formation continue a conduit à un recul marqué du nombre de participants aux programmes de formation et à une amélioration de l'efficacité de ceux-ci.

Encadré 1 : Lois Hartz de modernisation du marché du travail

Les lois Hartz I à IV, conçues en 2002 et adoptées dans le cadre de l'Agenda 2010, ont vocation à réorienter la politique de l'emploi en faveur de la réinsertion des chômeurs et visent une augmentation du taux d'emploi de la population en âge de travailler. Les règles de protection de l'emploi, longtemps considérées comme trop rigides en Allemagne, ont été modifiées.

Enfin, afin d'accroître l'incitation à travailler, les réformes ont pour objectif de réduire l'écart entre les revenus d'activité et les aides sociales.

- La loi Hartz I, mise en place en janvier 2003, a marqué une première étape du changement de logique des politiques d'emploi, en resserrant les conditions d'accès à l'allocation chômage.

Elle impose, notamment, à un chômeur inscrit depuis plus de quatre mois d'accepter un emploi partout en Allemagne, même si celui-ci est rémunéré à un salaire inférieur à l'allocation chômage. De même, afin d'augmenter les écarts entre les revenus d'activité et les revenus sociaux, le montant des allocations chômage et leurs conditions d'accès ont été progressivement resserrés. La loi Hartz I a ainsi réduit l'allocation des chômeurs vivant en couple. Par ailleurs, avec l'objectif d'accroître le nombre de placements des chômeurs, la loi Hartz I a mis en place un cadre légal autorisant des agences d'intérim sous contrat avec les agences pour l'emploi (les "Personal-Service-Agenture") à placer des chômeurs en missions temporaires.

- La loi Hartz II, introduite en avril 2003, a mis en place les "Job-Centers", cellules uniques de gestion de l'allocation chômage et de l'aide sociale. Elles remplacent les anciennes agences pour l'emploi gérées par les Länder. Avril 2003 est aussi la date d'extension des "mini-jobs" et de mise en place des dispositifs d'allègement de charges pour la création ou la reprise d'entreprises par d'anciens chômeurs ("Ich AG")..

- La loi Hartz III, appliquée en janvier 2004, a finalisé la transformation de l'ancien Office fédéral du Travail en Agence fédérale pour l'Emploi, structure fédérant les Job-Centers. Pour accroître l'efficacité du travail de placement des chômeurs, le personnel des "Job-Centers" a été accru, de manière à limiter à 75 le nombre de dossiers suivis par employé, contre 350 précédemment. Les conditions d'accès aux allocations chômage ont été à nouveau resserrées. Pour en bénéficier, il faut désormais justifier d'une période de travail d'au moins douze mois sur les deux dernières années, contre trois précédemment.

- La loi Hartz IV (3 janvier 2005) est le dernier volet de ce train de réformes de modernisation du marché du travail. L'aide aux chômeurs de longue durée (après douze mois) est désormais fusionnée avec l'aide sociale. Cela signifie que l'allocation perçue par les chômeurs en fin de droits est désormais forfaitaire et non plus calculée sur la base de l'ancien salaire. La durée de prestation a été réduite à 12 mois (18 mois pour les plus de 55 ans).

En outre, les personnes aptes au travail doivent rechercher activement un emploi, c'est-à-dire s'inscrire au chômage, signer un contrat d'insertion et souscrire aux conditions d'accessibilité standards d'allocation chômage, resserrées avec les lois Hartz I à III, sous peine de sanctions financières.

La loi Hartz IV a été amendée en janvier 2006 et impose désormais que les chômeurs de longue durée, à l'Est comme à l'Ouest, touchent une allocation identique de 345 euros par mois. Les jeunes sans emploi, âgés de 18 à 25 ans et vivant chez leurs parents, verront leur allocation chômage réduite.

"Mini-jobs"

Les "mini-jobs" sont des emplois de proximité dont la rémunération ne dépasse pas 800 euros par mois. Depuis les lois du 20 décembre 2002, ces emplois ouvrent droit à des allègements de charges sociales et fiscales en fonction de leur niveau de rémunération :

- Jusqu'à 400 euros mensuels : le salarié ne paie pas de charges. L'employeur règle les charges sociales et l'impôt sur le revenu pour un total n'excédant pas 25% de la rémunération.

- Entre 401 et 800 euros mensuels : l'employé paye des charges sociales (selon une courbe progressive allant de 4% à 21% de son salaire) et l'employeur règle un total de charges sociales et fiscales de 21% du salaire.

"Ich-AG"

Trois séries de mesures ont encadré ce dispositif.

I - Mesures d'aide financière : gratuité des cotisations retraite et maladie et versement d'une allocation mensuelle dégressive pendant trois ans (pour des revenus annuels inférieurs à 25 000 euros).

II - Mesures fiscales : paiement d'un impôt forfaitaire plus favorable que l'impôt sur le revenu (en deçà d'un certain volume de chiffre d'affaires).

III - Mesures d'assouplissement de la réglementation : le certificat professionnel n'est plus nécessaire pour créer une entreprise d'artisanat à condition d'avoir une expérience professionnelle de dix ans dans le métier concerné.

En revanche, la réforme du système de placement des chômeurs et les aides aux chômeurs âgés (exonérations de charges patronales sur les plus de 55 ans, prime pour l'emploi à partir de 50 ans, baisse de la limite pour licenciement facilité à 52 ans) ne semblent pas avoir eu les résultats escomptés.

Enfin, **hors réformes Hartz**, des mesures de flexibilisation du marché du travail ont été prises, en particulier par l'assouplissement de la protection dès le début de 2004. Ainsi, dans les entreprises de moins de dix personnes, les nouveaux embauchés ne bénéficient plus des règles strictes de protection contre le licenciement abusif. Ils sont soumis aux règles de licenciement dites simplifiées. Il leur est, en particulier, proposé d'accepter une prime en échange de l'abandon de toute poursuite devant les tribunaux. Par ailleurs, dans les entreprises de plus de dix personnes, la durée minimale de travail pour acquérir cette protection est de six mois.

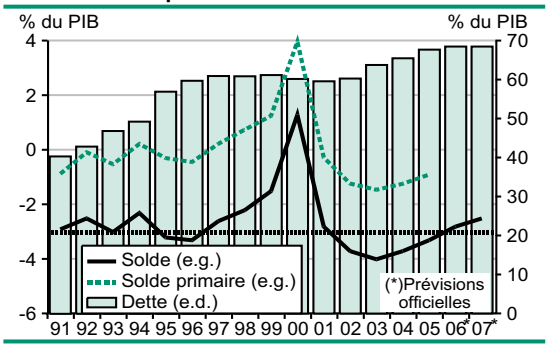
En 2006, le gouvernement a mis l'accent sur la diminution du chômage des jeunes de moins de 25 ans et des travailleurs âgés. Pour les premiers, il s'agit notamment d'accroître l'offre de postes d'apprentissage en augmentant les incitations fiscales pour les entreprises. Une réforme de la loi sur l'apprentissage est également prévue. Pour les travailleurs âgés, un certain nombre de mesures ont été proposées, notamment le renforcement de la qualification, le soutien à certains bassins d'emploi et la reconduction des possibilités de CDD pour les travailleurs de plus de 52 ans.

Retraites

Le vieillissement de la population a fortement pesé sur le financement des retraites. La réforme de 2001, dite "Riester", s'étant révélée insuffisante pour remédier au déficit de financement des retraites, elle a été suivie d'une nouvelle réforme en 2003, prévoyant un relèvement de l'âge de départ à la retraite de 65 à 67 ans à partir de 2030 et une modification du mode d'indexation des retraites, les liant au ratio de dépendance.

Cette réforme a été suivie par d'autres mesures, notamment une hausse des cotisations de 19,5% du

Dette et soldes publics



Graphique 4 Source : Eurostat

salaire brut à 19,9% en 2006. Enfin, le gouvernement a récemment soumis un projet de loi, qui devrait être adopté dès 2007, proposant de commencer à relever l'âge de départ à la retraite (de 65 à 67 ans) dès 2012 à raison d'un mois par an jusqu'en 2023, puis d'accélérer ce mouvement à partir de 2024 en le portant à deux mois par an.

En revanche, les incitations fiscales aux plans épargne retraite par capitalisation n'ont pas donné les résultats escomptés.

Retour du déficit sous 3% du PIB

Le gouvernement a, dès sa prise de fonction, considéré l'assainissement des finances publiques comme un objectif essentiel et immédiat.

La détérioration des finances publiques a été régulière depuis le début des années 1990. Le déficit public a été proche de 3 depuis 1991 et la dette a augmenté de 2 points par an, passant de 39,1% du PIB à la fin de 1991 à 68% aujourd'hui (cf. graphique 4).

Le projet de budget pour 2007, présenté au Bundestag le 5 septembre dernier, est le premier qui, depuis 2001, respecte à la fois les exigences du Pacte de Stabilité et de Croissance, avec un ratio de déficit sur PIB de 2,5%, et les exigences constitutionnelles allemandes, avec des emprunts s'élevant à 22 milliards en face de 23,5 milliards d'euros d'investissements[6]. Un bonheur n'arrivant jamais seul, le gouvernement attend un retour du déficit sous 3% du PIB dès cette année (à 2,8%).

Encadré 2 : Mesures de consolidation budgétaire et de soutien de l'activité

Un volet de soutien de l'activité

Pour stimuler l'activité, le gouvernement a regroupé des lignes budgétaires évaluées à EUR 25 milliards sur les quatre ans de législature, afin de soutenir les PME, la politique familiale, les nouvelles technologies et les infrastructures de transport :

- *La création d'une allocation parentale versée pendant la première année suivant la naissance d'un enfant, à hauteur de 67% du dernier salaire (avec un plafond de 1 800 euros mensuels) coûtera EUR 3 milliards. En outre, les emplois domestiques bénéficieront d'une enveloppe de EUR 5 milliards sous forme d'exemptions fiscales.*
- *EUR 6 milliards seront directement "injectés" dans l'économie (aides à la rénovation des logements, règles d'amortissement des investissements productifs plus favorables).*
- *La même somme sera consacrée aux nouvelles technologies.*
- *Enfin, environ EUR 4 milliards seront destinés aux infrastructures de transport.*

Mesures de soutien de l'activité, 2006/2009, en mds EUR

Soutien à la R & D (dès 2006)	6
Incitations à l'investissement (dont réduction des durées d'amortissement) (dès 2006)	6
Investissement dans les transports (dès 2006)	4
Soutien aux familles (allocation parentale) (dès 2007)	3
Fiscalité préférentielle pour les services aux ménages (dès 2006)	5
Diminution de 6,5% à 4,5% des cotisations chômage (dès 2007)	45

Tableau 2 Source : Contrat de coalition

Un volet d'économies et surtout de recettes nouvelles

Le gouvernement devrait réaliser d'importantes économies dès 2007, afin de respecter les engagements de l'Allemagne au titre du Pacte de Stabilité et de Croissance. Des économies de fonctionnement seront dégagées, les subventions aux organismes sociaux seront abaissées et supprimées dans le cas des caisses d'assurance maladie. Par ailleurs, tout en alignant les allocations versées aux chômeurs de l'Est (313 euros par mois) sur celles en vigueur dans les Länder de l'Ouest (345 euros), la prise en compte des revenus des parents des chômeurs dans la fixation des indemnités pourrait permettre d'économiser près de EUR 4 milliards par an dès 2006.

Les cotisations vieillesse passeront de 19,5% à 19,9% en 2007, ce qui devrait rapporter près de EUR 3 milliards en année pleine. Un relèvement du taux supérieur d'imposition (de 42% à 45%) pour les revenus dépassant 250 000 euros annuels permettra de dégager EUR 1 milliard.

Les réductions de certains avantages (allocation d'accession à la propriété, indemnités kilométriques de trajet entre le domicile et le lieu de travail), la suppression de nombreuses "niches fiscales" et l'annulation des aides régionales permettraient d'économiser EUR 5 milliards. Par ailleurs, des mesures ponctuelles (privatisations) pourraient générer des revenus estimés à EUR 10 milliards. Enfin et surtout, les recettes supplémentaires provenant d'une hausse de 3 points de la TVA (de 16% à 19%) dès 2007 (soit environ EUR 25 milliards en année pleine) seront consacrées à hauteur des deux tiers (soit EUR 18 milliards) à l'effort de consolidation budgétaire. Le dernier tiers (soit EUR 7 milliards) permettra de financer à hauteur de 1 point de pourcentage la baisse de 2% des cotisations sociales sur les salaires(*) (l'autre point de baisse étant financé par l'Agence fédérale pour le Travail).

(*) Les cotisations passeront de 6,5% à 4,5% des salaires bruts.

Mesures de consolidation budgétaire 2006/2009, en mds EUR	
Hausse de la TVA (dès 2007)	70 (23-24/an)
Suppression d'avantages fiscaux	15
Diminution des aides régionales	4
Economies sur l'administration du Bund (dès 2006)	4
Economies sur le dispositif Hartz IV	16
Suppression des subventions aux caisses d'assurance maladie (2007 et 2008)	11(2 à 4/an)
Hausse des cotisations retraite de 19,5 à 19,9% (dès 2007)	9
Hausse des cotisations maladie de 14,1 à 14,6% (dès 2007)	12-15 (4- 5/an)
Impôt sur les hauts revenus (dès 2007)	2

Tableau 3 Source : Programme de coalition, BNP Paribas

En 2007, le gouvernement escompte des recettes fiscales de 214,5 milliards d'euros, auxquelles vont s'ajouter la suppression de nombreux avantages fiscaux et la hausse du taux normal de TVA de trois points, dont deux sont destinés à la diminution du déficit public. La pression fiscale supplémentaire s'élèverait à 20 milliards d'euros, soit 1 point de PIB.

Le tout conduirait le déficit à 22 milliards pour l'Etat fédéral et à 66 milliards au sens de Maastricht (*i.e.* toutes administrations confondues). Les dépenses sont attendues à 267,6 milliards (dont 40,5 milliards de service de la dette), une augmentation de 6 milliards par rapport à 2006. Toutefois, il convient de retirer le transfert d'un point de TVA, pour 7,5 milliards, à l'Agence pour l'emploi, afin de financer la moitié de la baisse de 2 points des cotisations chômage.

La Commission européenne a accueilli avec satisfaction les engagements budgétaires allemands. Ainsi, la procédure pour déficit excessif pourrait être close au cours de l'année prochaine.

Toutefois, il a été demandé à l'Allemagne de viser un budget équilibré dès 2010. En effet, les simulations du Fonds monétaire international[7] montrent que, en raison du vieillissement de la population, les finances publiques et le régime de protection social actuel ne sont pas soutenables à long terme. L'effort de consolidation budgétaire doit se poursuivre, de manière à assurer la pérennité des régimes de protection sociale et à réduire les distorsions qui pénalisent la croissance. La réduction de la part des prestations sociales financée par des contributions salariales doit être continuée. En effet, depuis plusieurs années, l'effet combiné d'un manque de dynamisme du marché du travail et d'une modération salariale sensible a érodé la base de financement des régimes de protection sociale, conduisant à un relèvement des taux de cotisation sociale.

L'assainissement budgétaire en cours tient cependant beaucoup à la hausse de la pression fiscale et fait peser des risques sur l'embellie dont bénéficie l'économie allemande actuellement. En particulier, la hausse de la TVA va peser sur la conjoncture (cf. encadré 3).

Un nouveau fédéralisme

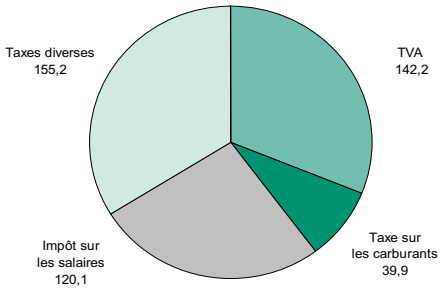
La réforme du fédéralisme a été adoptée le 30 juin par le Bundestag et le 7 juillet par le Bundesrat, pour entrer en vigueur en janvier 2007. Cette révision représente "le plus important changement constitutionnel de la République fédérale" depuis sa fondation en 1949. L'objectif était triple : accélérer la prise de décisions politiques ; redéfinir les compétences territoriales ; réorganiser les relations financières entre l'Etat fédéral, les Länder…

Les régions vont perdre une partie de l'influence qu'elles avaient progressivement acquise dans le processus législatif. Désormais, seulement 35 à 40% des lois fédérales vont devoir être avalisées par le Bundesrat, où siègent les représentants des Länder. Auparavant, la proportion atteignait 60%. Les nouvelles

Encadré 3 : L'impact de la hausse de la TVA : moins d'activité et plus d'inflation en 2007

Le taux normal de la TVA va être relevé de 16% à 19%, les recettes supplémentaires (environ 22 à 23 milliards d'euros en année pleine) étant consacrées aux deux tiers à la diminution du déficit public, et le reste au financement de la moitié de la baisse des cotisations chômage de 6,5% à 4,5%(*). La TVA devrait représenter plus de 30% des recettes fiscales en 2006 (cf. graphique 5).

Allemagne : recettes fiscales prévues pour 2006 (mds d'euros)



Graphique 5 Source : ministère fédéral des Finances

L'impact de cette hausse sera double : moins de croissance et plus d'inflation en 2007.

Le taux normal de TVA concerne moins de 67% de l'ensemble des biens et des services. Ainsi, les biens alimentaires (près de 12% de l'indice) se verront toujours appliquer un taux de TVA de 7%. Si la hausse de 3 points était intégralement transmise aux consommateurs, l'inflation serait majorée de 2,0 points. Cela suppose que les entreprises ne modifient pas leur taux de marge. Il est plus probable que les entreprises vont souhaiter ne pas répercuter entièrement le relèvement de la TVA sur leurs prix de vente. Leur taux de marge est actuellement confortable, et ils bénéficieront de la baisse concomitante des cotisations chômage.

Les expériences passées (hausse de 1 point en juillet 1983, janvier 1993 et avril 1998) indiquent qu'une majoration de 1 point de TVA conduit plutôt à 0,5 point d'inflation supplémentaire immédiatement. L'inflation pourrait être augmentée, toutes choses égales par ailleurs, de 1,5 point. Néanmoins, compte tenu du caractère massif du relèvement de janvier 2007, l'impact négatif sur la demande des ménages sera suffisant pour alléger un peu les tensions sur les prix. Au total, 1,25 point supplémentaire d'inflation paraît vraisemblable, pour une inflation totale qui atteindrait 2,4% en 2007 (2,3% pour l'inflation sous-jacente).

En matière d'activité, et également toutes choses égales par ailleurs, la ponction sur le revenu des ménages sera identique au supplément d'inflation induit par le relèvement de TVA, soit 1,5 point. La consommation représentant 60% du PIB, celui-ci pourrait être amputé de 0,9 point. Toutefois, ces recettes supplémentaires de TVA servant à hauteur des 2/3 à diminuer le déficit public, et en supposant, d'une part, l'absence de rattrapage salarial compensatoire et, d'autre part, un comportement "ricardien" des ménages, ceux-ci pourraient moins diminuer leurs dépenses que le simple effet mécanique ne le laisserait supposer. La consolidation budgétaire pourrait rassurer les ménages sur la soutenabilité des finances publiques allemandes et les conduire à puiser dans leur épargne.

La Bundesbank estime, d'ailleurs, à 0,75 point de PIB l'impact de la hausse de la TVA, toutes choses égales par ailleurs. En outre, 1 point de la hausse de la TVA servira à financer la moitié de la baisse de 2 points des cotisations chômage et sera, en quelque sorte, reversé aux ménages. Compte tenu de l'ensemble de ces effets, on peut estimer l'impact final de la hausse de TVA à 0,5 point de PIB.

(*) Les cotisations des employeurs et celles des salariés sont concernées, et la baisse représente pour chacun 7,5 milliards d'euros en année pleine.

dispositions devraient limiter le blocage des lois en cas de majorité différente dans les deux chambres. Cependant, rien ne va changer pour les lois qui engagent des "coûts importants" pour les Länder (financement d'un projet à hauteur de 25% selon l'article 104§3 de la constitution).

Le gouvernement fédéral va récupérer des compétences en matière de gestion du patrimoine, des affaires intérieures et d'énergie atomique. A l'inverse, les compétences des Länder sont très renforcées dans les domaines de l'enseignement supérieur, de l'environnement, de la rémunération des agents de la fonction publique et des soins aux personnes âgées. Enfin, les Länder vont percevoir l'intégralité de la taxe sur les opérations mobilières, dont ils pourront également fixer le niveau (actuellement à 3,5% du montant de la transaction).

Enfin, les relations financières entre le gouvernement fédéral et les Länder restent quasi inchangées. La répartition du produit fiscal n'a pas été modifiée, pas plus que le système de péréquation financière entre les Länder et le Bund. La charge que devraient supporter les Länder en cas de sanctions prises par la Commission européenne au titre du Pacte de Stabilité et de Croissance a été précisée (35%).

Le système de santé

Le vieillissement de la population pèse sur l'évolution des dépenses de santé. Selon l'OCDE, les coûts de la santé ont augmenté de 12% entre 1999 et 2004 alors que le nombre de personnes contribuant au système diminuait de 5%.

Une réforme de l'assurance maladie est entrée en vigueur au 1er janvier 2004. Elle avait pour but de permettre aux caisses d'assurance maladie de retrouver l'équilibre, tout en abaissant les taux de cotisations (pour les ramener de 14,2% en 2004 à 13% en 2006). La mesure principale était l'instauration d'un nouveau ticket modérateur sur les consultations et les médicaments. Cette réforme n'a pas permis de mettre fin à l'endettement chronique des caisses, ni à leurs disparités selon la population des assurés, et les taux de cotisations n'ont pas été réduits.

Le gouvernement de coalition a repris le dossier, et les négociations entre la CDU/CSU et le SPD au sujet de la réforme du système de santé ont débouché, après des semaines de discussions difficiles, voire houleuses, sur un accord qui devrait être approuvé par le gouvernement le 25 octobre prochain et entrer en vigueur le 1er avril 2007. Les mesures portent à la fois sur le mode de financement du système de santé et sur des points plus structurels.

Modes de financement

Les cotisations maladie sont actuellement de 14,1% du salaire (6,6% à la charge des employeurs et 7,5% à la charge des salariés) et sont affectées directement à la caisse d'assurance maladie obligatoire choisie par l'employé. Elles devraient être relevées de 0,5 point, hausse supportée à égalité par les salariés et les employeurs, ce qui devrait amener environ 4 à 5 milliards d'euros de recettes supplémentaires(8). Ils seront les bienvenus pour réduire en partie un déficit attendu à 7 milliards d'euros en 2007. En effet, d'une part, la subvention publique aux caisses d'assurance maladie de 4,2 milliards d'euros provenant de la taxe sur le tabac doit être réduite à 1,5 milliard l'année prochaine, pour disparaître en 2008, pour être consacrée au comblement du déficit de l'Etat. D'autre part, la hausse de la TVA augmente mécaniquement le prix des médicaments et donc le coût de leur remboursement.

Un fonds sera créé le 1er janvier 2009, qui centralisera les cotisations et les impôts destinés au financement de la couverture santé des enfants, pour ensuite les répartir entre les différentes caisses. En outre, celles-ci vont être autorisées à lever, en tant que de besoin, une prime supplémentaire (qui ne devra pas dépasser 1% du revenu disponible) auprès des assurés pour équilibrer leurs comptes. L'assurance privée ne participera pas au financement du fonds, qui en revanche bénéficiera d'une dotation fédérale à hauteur de 1,5 milliard d'euros la première année et de 3 milliards les années suivantes. Ces recettes fiscales serviront à assurer la gratuité de la couverture santé des enfants, effective, elle, dès 2008 (une dotation de 1,5 milliard de l'Etat est prévue à cet effet).

Modifications structurelles

Le gouvernement veut améliorer l'efficacité du système, renforcer la concurrence et réduire les coûts à moyen terme. Ainsi, les caisses pourront négocier directement le prix des médicaments auprès des fabricants. En outre, la concurrence entre les caisses sera encouragée, et leur fusion autorisée. Les caisses ne rembourseront plus les frais de traitement des complications postérieures aux opérations de chirurgie esthétique, de piercings et de tatouages corporels. L'ensemble de ces mesures devraient dégager environ 3,5 milliards d'économies.

Dès son entrée en fonction, Mme Merkel avait déclaré que la réforme du système de santé serait l'un de ses objectifs principaux. A l'aune de ces ambitions, tout en constituant indéniablement un premier pas positif, le projet proposé apparaît encore limité.

Ainsi, l'une des idées centrales est de découpler les coûts non salariaux du travail et la hausse des dépenses de santé, et ainsi favoriser les créations d'emplois, en diminuant la part du financement assuré par les cotisations et en augmentant celle provenant de l'impôt. Ce point est particulièrement important, puisque les coûts non salariaux représentent environ 40% des salaires bruts. Or, le montant initial de l'impôt consacré au financement du système de santé est modeste (1,5 milliard), et ne prend pas effet avant 2008. Au total, alors que la proposition initiale de la grande coalition était une réduction des cotisations sociales des employeurs de 2 points de pourcentage, la diminution ne serait plus que de 0,9 pp (la hausse de 0,5 pp des cotisations santé s'ajoutant à celle de 0,6 pp des cotisations retraite, face à une réduction de 2 pp des cotisations chômage).

Fiscalité des entreprises et des particuliers

Entre 1998 et 2005, le taux minimum d'imposition des revenus est passé de 25,9% à 15%, et le taux maximum de 53% à 42%. Toutefois, à partir de 2007, le taux d'imposition des célibataires gagnant plus de 250 000 euros par an et des couples ayant des revenus supérieurs à 500 000 euros passera de 42% à 45%.

En 2006 et 2007, les entreprises créées depuis moins d'un an pourront déduire de leur impôt, dès la première année, 30% du coût de l'investissement. Les très petites sociétés (seuil de 250 000 euros de CA dans les Länder de l'Ouest et 500 000 euros dans les nouveaux Länder) seront exonérées d'impôt sur les bénéfices. Le taux d'imposition des bénéfices réinvestis et redistribués avait été ramené à 25% en 2001, alors qu'il s'élevait à 40% précédemment.

Enfin, le 12 juillet, Peer Steinbrück, le ministre (SPD) des Finances, a présenté un projet de réforme de l'imposition des bénéfices des entreprises devant le gouvernement. Celui-ci finalisera le projet au début de 2007, avant de le présenter au Parlement, pour une entrée en vigueur le 1er janvier 2008. Le but de la réforme est le renforcement de la compétitivité des entreprises allemandes et de l'attractivité de l'Allemagne pour les investisseurs étrangers. En effet, le niveau d'imposition est, avec la proximité du marché cible et la qualité des infrastructures, un facteur décisif pour juger de la rentabilité d'un investissement à l'étranger.

Selon le projet, le 1er janvier 2008, l'impôt sur le bénéfice des sociétés devrait être ramené de 38,9%(9) à moins de 30%. Le taux d'imposition reviendrait ainsi au niveau de la moyenne de l'UE-25.

Fiscalité : comparaison Europe Allemagne

	Taux de prélèvement obligatoire (%) (1)			Impôts directs (2)			Impôts indirects (3)			Cotisations sociales (4)		
	1995	2000	2004	1995	2000	2004	1995	2000	2004	1995	2000	2004
Allemagne	39,8	41,9	38,7	27,5	29,8	26,3	30,2	29,9	31,1	42,3	40,4	42,6
UE-25 (5)	39,7	41,0	39,3	31,3	34,3	32,7	33,8	34,5	35,0	35,0	31,5	32,5
UE-12 (6)	39,9	41,5	39,7	28,5	31,3	29,8	32,8	34,0	34,2	38,9	35,3	36,2

Tableau **4** Source : Commission européenne **(**2005**)**

(1) Total des recettes fiscales **(**avec cotisations sociales**)** en pourcentage du PIB. **(2)** Ensemble des impôts directs en pourcentage des recettes fiscales totales. **(3)** Ensemble des impôts indirects en pourcentage des recettes fiscales totales. **(4)** Ensemble des cotisations sociales en pourcentage des recettes fiscales totales. (5) Moyenne pondérée de l'UE-25. (6) Moyenne pondérée de la zone euro.

L'imposition des entreprises en Europe (en %) (1)

Allemagne	38,6 (2)	**Portugal**	27,5
Italie	37,3	**Finlande**	26,0
Espagne	35,0	**Autriche**	25,0
Belgique	34,0	**République tchèque**	24,0
France	33,3	**Pologne**	19,0
Grande-Bretagne	30,0	**Slovaquie**	19,0
Pays-Bas	29,0	**Hongrie**	17,5
Suède	28,0	**Lituanie**	12,5

Tableau 5 Sources : Commission européenne (2005)

(1) Taux nominal ajusté d'imposition sur le revenu des sociétés en 2006. La moyenne arithmétique pour la zone euro se situe à 29,7% et à 25,9% pour l'UE-25.

(2) Avec les 3 points de pourcentage de l'impôt de solidarité.

La manière dont la baisse sera répartie entre les différentes composantes n'a pas encore été décidée ; le taux fédéral pourrait être ramené à 15%, avec une baisse à due proportion de l'impôt régional.

En outre, afin de limiter à 5 milliards d'euros le manque à gagner pour les caisses de l'Etat, parallèlement, un certain nombre de privilèges fiscaux (encore à déterminer précisément) vont être supprimés et la base taxable va être élargie. La discussion se poursuit actuellement sur le mode de refinancement de la baisse du taux de l'IS, et elle est extrêmement animée. Une solution plutôt bien acceptée serait d'augmenter les impôts fonciers des entreprises et d'abaisser les amortissements dégressifs. En revanche, le patronat allemand s'est vivement opposé à l'idée de limiter les déductions pour intérêts versés (emprunts, leasing, licences).

Parmi les pistes évoquées figure également l'introduction d'une retenue à la source sur les gains en capital (intérêts, dividendes et plus-values) qui serait fixée à 25% en 2009 (il avait d'abord été proposé un taux de 30% dès 2008, abaissé à 25% en 2009). Cette mesure présenterait le grand avantage de simplifier le système actuel, pour le moins compliqué. En revanche, il devrait alourdir l'imposition des ménages à ressources modestes, puisque les revenus des capitaux ne seraient plus imposables au titre de l'imposition sur les revenus, et au contraire favoriserait les ménages aisés. L'épargne en actions serait également défavorisée : d'une part, actuellement, les plus-values sont imposées uniquement si elles ont été réalisées en moins d'un an, d'autre part les dividendes ne sont imposés qu'à 50%.

Au total, si *Deutschland AG* devrait profiter de cette baisse du taux d'IS, la situation en matière de profitabilité, de structure de financement, d'intensité capitalistique et de taille des actifs immobiliers sera déterminante au niveau individuel.

Conclusion

La grande coalition a déjà rempli une grande partie de son programme de gouvernement. L'assainissement budgétaire est en marche, la réforme du fédéralisme a été votée, et un accord vient d'être trouvé sur le système de santé.

Certes, la refonte du système fédéral est demeurée timide, et le travail législatif ne devrait être que très modérément fluidifié. En outre, les mesures en faveur des familles demeurent encore insuffisantes pour contrer le phénomène quasi culturel de dénatalité (manque de crèches, fermeture des écoles l'après-midi). En ce qui concerne la réforme du système de santé, on peut juger qu'il n'a pas été accordé assez de place aux mesures de réduction des dépenses, le niveau des prestations étant quasiment maintenu en l'état, et que l'introduction de la concurrence est restée homéopathique. Enfin, l'impact final de la baisse de l'imposition des entreprises est encore ambigu.

Toutefois, l'Allemagne vient de faire, au cours des toutes dernières années, la preuve d'une volonté et d'une capacité à remettre en cause un modèle économique et social et à le réformer, qui pourrait et devrait servir d'exemple au sein de la zone euro.

eric.vergnaud@bnpparibas.com

NOTES

(1) La grande coalition est une alliance de gouvernement entre les partis chrétiens démocrates (CDU), chrétiens sociaux (CSU) d'une part et sociaux-démocrates (SPD) dictée par le résultat très serré des élections législatives du 18 septembre 2005. Au total, la coalition dispose de 73% des sièges au Bundestag (la Chambre basse). Le contrat de gouvernement a été signé le 18 novembre 2005. C'est la deuxième fois que l'Allemagne est gouvernée par une grande coalition, après la période 1966-1969, d'ailleurs considérée comme présentant un bon bilan.

(2) FMI : "Germany ; Selected issues" (2002).

(3) FMI country report n°17, janvier 2006. Le FMI cite également les marges de manoeuvre encore importantes pour déréguler le marché des biens, notamment celui des services. Ainsi, la croissance annuelle moyenne de l'emploi dans le secteur des services entre 1991 et 2005 a été de 1,2% en Allemagne, contre 2,1% en France et 1,9% aux Etats-Unis.

(4) Voir "Réformes et compétitivité : où en est la vieille Europe ?" Conjoncture, avril 2005 n°3, BNP Paribas.

(5) Le travail d'évaluation a été réalisé par une trentaine d'établissements au nombre desquels trois des six principaux instituts de conjoncture : le DIW de Berlin, le RWI d'Essen et le IWH de Halle. Le bilan final qui prendra en compte le volet Hartz IV sera publié à la fin de l'année 2006.

(6) Selon l'article 115 de la loi fondamentale (la constitution fédérale allemande, le besoin de financement ne doit pas être supérieur aux dépenses d'investissement.

(7) FMI : "Germany – 2005 Article IV Consultation Concluding Statement of the Mission". 28 juin 2005.

(8) Au delà d'un certain niveau de rémunération, qui varie selon les secteurs, le salarié peut choisir un système d'assurance maladie privé. Les mécanismes de ceux-ci sont inchangés.

(9) La charge fiscale totale se compose d'un impôt régional sur les bénéfices avant impôt au taux de16,7%, d'un impôt fédéral au taux de 25% sur les bénéfices après l'impôt régional et de la surtaxe destinée à la reconstruction de l'ex-Allemagne de l'Est, qui s'élève à 5,5% sur les bénéfices après impôt.

Direction des Etudes Economiques

economic-research.bnpparibas.com

Philippe d'ARVISENET **Chef Economiste**	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
ECONOMIES OCDE		
Philippe d'ARVISENET	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
Eric VERGNAUD Questions structurelles, prévisions	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture Pays	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ZONE EURO, ELARGISSEMENT UE Clemente De Lucia	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	mathieu.kaiser@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, FINANCES PUBLIQUES Eric VERGNAUD	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
EUROPE DU SUD, MARCHE FINANCIER UNIQUE Marion GIRARD-VASSEUR	01.42.98.44.24	marion.girard-vasseur@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE		
Van NGUYEN THE **Responsable**	01.43.16.95.54	van.nguyenthe@bnpparibas.com
Laurent QUIGNON	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
RISQUES PAYS		
Guy LONGUEVILLE **Responsable**	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Flux de capitaux vers les pays émergents Bulgarie, Roumanie, Turquie	01.42.98.79.82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER Alexandre VINCENT	 01.43.16.95.41 01.43.16.95.44	 delphine.cavalier@bnpparibas.com alexandre.vincent@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Christine PELTIER Bérénice PICCIOTTO	 01.42.98.26.77 01.42.98.74.26	 christine.peltier@bnpparibas.com berenice.picciotto@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY Gaëlle LETILLY	 01.42.98.02.04 01.42.98.56.27	 stephane.alby@bnpparibas.com gaelle.letilly@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Jean-Loïc GUIEZE	01.42.98.43.86	jeanloic.guieze@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Tatiana ESANU	01.42.98.48.45	tatiana.esanu@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com

Nos publications

economic-research.bnpparibas.com

- **Conjoncture** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **Conjoncture - Taux - Change** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **Finances publiques dans la zone euro.** Cette publication paraît chaque trimestre.
- **EcoFlash** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **EcoWeek** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque lundi).

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez contacter notre secrétariat :
Chantal CAZES : +33 (0)1 42 98 58 91 - *chantal.cazes@bnpparibas.com*

La revue Conjoncture reflète l'opinion des Etudes Economiques de BNP Paribas. Elle est publiée uniquement à titre informatif. Ni l'information contenue, ni les opinions exprimées ne constituent une offre ou une sollicitation en vue d'acheter ou vendre un quelconque placement. L'information présentée émane de sources considérées comme fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. 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 sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas 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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(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 l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce 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'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le 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 engagés par les termes des restrictions ci-dessus. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

***Etats-Unis** : ce 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. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker -dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du 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.*

***Royaume-Uni** : ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (" FSA ") pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelconque façon être transmise à ces personnes privées.*

***Japon :** ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, 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 autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. 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 à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.*

***Hong Kong** : ce 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 par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.*

***Singapour** : ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.*

© BNP Paribas (2004). 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 : Michel Pébereau
Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA - Dépôt légal : Octobre 2006
ISSN : 0338-9162 - Copyright BNP Paribas