

Les Sparkassen allemandes : un modèle à suivre ?

Céline Choulet

Le rôle stabilisateur pour l'économie des caisses d'épargne allemandes est régulièrement loué. Celles-ci, appelées "Sparkassen", font partie d'un large réseau associant autonomie, économies d'échelle et de gamme, implantation régionale et solidarité financière. Si leur succès n'est pas un mythe, il est vrai aussi qu'il repose sur des distorsions de concurrence. Si certains plaident en faveur de structures en réseau sur le modèle allemand, celui-ci semble difficilement transposable dans des économies présentant des caractéristiques structurelles moins adaptées que l'Allemagne.

Les caisses d'épargne allemandes (Sparkassen) font des émules. Clef de voûte du financement du tissu industriel allemand, la tradition germanique de la « banque-maison » est de longue date vantée pour la qualité de sa gouvernance et pour sa proximité avec la clientèle des particuliers et des petites et moyennes entreprises (PME). Son modèle économique, au service de l'économie locale et éloigné des marchés, a particulièrement bien résisté à la crise financière de 2007-2008.

Historiquement, les caisses d'épargne, comme les banques coopératives, ont joué un rôle central dans la plupart des systèmes financiers européens (Bülbül, Schmidt et Schüwer, 2013). Le cas de l'Allemagne est toutefois unique dans la mesure où ces deux types d'établissements ont conservé la plupart de leurs caractéristiques d'origine tandis qu'en Autriche, en Espagne, en France ou en Italie, la vague de libéralisation des années 1980-90 a modifié les rôles et les structures institutionnelles de ces banques. Dans certains pays européens, les caisses d'épargne et les banques mutualistes ont totalement disparu en tant que groupes spécifiques d'institutions financières. Dans d'autres, elles ont adopté des caractéristiques proches ou propres aux banques commerciales¹.

Si l'Association allemande des caisses d'épargne (DSGV) le promeut de longue date, des voix vantent depuis plusieurs mois, au Royaume-Uni ou en Amérique latine notamment, au sein de milieux politiques ou

financiers, les mérites du modèle des Sparkassen. Ainsi, des délégations de banques boliviennes, équatoriennes ou mexicaines se pressent aux portes de la DSGV en quête d'informations sur les facteurs de succès des caisses d'épargne allemandes. Au Royaume-Uni, des *think thanks* et des représentants politiques de divers partis britanniques plaident en faveur du développement d'un réseau comparable de banques de détail, investies de missions de service public.

Les ressorts du modèle des caisses d'épargne allemandes sont néanmoins bien plus complexes qu'il n'y paraît. D'abord, loin de constituer de petits établissements isolés, elles font partie d'un réseau financier, dont le modèle économique s'apparente, dans une certaine mesure, à celui d'une banque universelle inachevé car non intégré. Ensuite, si le modèle des Sparkassen présente incontestablement des vertus, il repose sur des distorsions de concurrence qui pèsent sur la rentabilité et la stabilité du système bancaire allemand. La réussite des Sparkassen est, par ailleurs, intimement liée à la structure de l'épargne des ménages. Leur modèle repose aussi sur le « recyclage » hors des frontières nationales de l'épargne excédentaire. Or, les banques publiques régionales, chargées de placer les excès de liquidités des caisses sur les marchés de dette, sont éloignées de toute discipline de marché. Enfin, si la bonne santé de l'économie allemande est un atout pour les caisses, leur modèle est mis à l'épreuve du contexte de taux bas et de la gestion de leur contrainte de liquidité.



Le succès des caisses d'épargne allemandes : entre mythe ...

L'Allemagne est l'un des rares pays européens à avoir conservé un système bancaire à trois piliers (cf. Encadré 1). Très ancrées dans l'économie réelle, les caisses d'épargne constituent la base du réseau public. Leur modèle est communément associé à la compétitivité de l'économie allemande, en particulier celle du Mittelstand (les PME), financé à plus des deux tiers par ce réseau. Leurs liens étroits avec la clientèle des entreprises ont d'ailleurs eu des effets stabilisateurs au moment de la crise financière (cf. Encadré 2). Leurs parts de marché et leurs performances financières, très enviables pour d'autres pans du secteur bancaire allemand, en font un modèle de réussite.

Encadré 1

Les trois piliers du système bancaire allemand

En dépit d'une consolidation continue depuis le début des années 1990, le secteur bancaire allemand demeure très dense. La Bundesbank dénombrait 1775 établissements de crédit allemands en décembre 2015 (contre 2015 à la fin 2007), soit 2,2 établissements pour 100 000 habitants contre 0,7 en France. Sur base agrégée, les cinq premières banques allemandes ne concentraient que 32% des actifs bancaires contre 48% pour les cinq plus grands établissements français. Le secteur bancaire allemand s'organise autour de trois piliers. Les banques commerciales privées (au nombre de 271) forment le premier pilier. Le deuxième est constitué des banques coopératives, soit 1023 établissements indépendants reliés par l'intermédiaire de leurs fédérations et de deux grandes caisses centrales² (DZ Bank et WGZ Bank). Les établissements de droit public, organisés eux aussi en réseau, constituent le troisième pilier. Celui-ci comprend, d'une part, 414 caisses d'épargne locales (Sparkassen) et sept banques publiques régionales³ (Landesbanken)⁴. Ce réseau comprend également la Dekabank (prestataire de services financiers et gestionnaire d'actifs centralisé), des caisses régionales d'épargne immobilière (Landesbausparkassen), des compagnies d'assurance publiques⁵. Les Sparkassen sont actionnaires de Dekabank (elles détiennent l'intégralité des parts depuis juin 2011) et des Landesbanken (aux côtés des Länder). A ces trois piliers, s'ajoutent des sociétés privées de prêt hypothécaire et de crédit foncier ainsi que des banques aux missions spécifiques et des banques de développement (dont la banque publique d'investissement KfW).

Modèle économique et structure institutionnelle du groupe des caisses d'épargne

Bien qu'elles constituent des établissements juridiquement indépendants, les caisses d'épargne allemandes font partie d'un groupe financier large (*Sparkassen-Finanzgruppe* ou S-Group) au sein duquel elles coopèrent étroitement avec les autres membres (Schackmann-Fallis, 2008 ; Schackmann-Fallis, 2011). Nous présentons ici la structure du réseau public et le rôle dévolu à chacun de ses membres.

Des établissements autonomes de droit public

Les caisses constituent la base du réseau. Ce sont des établissements autonomes de droit public : elles exercent des missions d'intérêt général mais sans que l'Etat, la commune ou le district ne soient propriétaires de leur capital. Elles ont, en effet, quitté le périmètre du patrimoine communal dans les années 1930 et ont été dotées d'un statut de « collectivité publique ». Ce statut étant fondé sur le principe de subsidiarité, une Sparkasse « appartient » en quelque sorte à la collectivité. Ou, comme le formule sa fédération, « aux citoyens ». Les Sparkassen n'ont pas les mêmes objectifs de rentabilité financière que les banques commerciales mais ne sont pas, pour autant, sans but lucratif. Comme elles ne peuvent renforcer leurs fonds propres qu'au moyen d'une mise en réserves de leurs résultats, le maintien d'une rentabilité stable est, au contraire, indispensable.

Les caisses d'épargne sont dotées de missions spécifiques de service public. Elles concourent au développement de leurs villes et régions et au financement de la clientèle de détail (clientèle des particuliers, associations, entrepreneurs individuels et PME). Elles sont également très investies dans la vie associative régionale. Le réseau compte plus de 15000 succursales et guichets répartis sur le territoire allemand. En vertu du principe, inscrit dans la loi allemande, de territorialisation de certains services d'intérêt économique général, elles servent un marché de taille locale ou régionale (selon qu'elles ont été instituées par la commune ou le district). Elles ne peuvent ouvrir de guichets ou exercer en dehors de leur zone géographique de compétence. Ce principe régional vise



à s'assurer que les fonds mobilisés dans une région y soient réinvestis. Il écarte ainsi le risque qu'une région ne soit desservie et s'appauvrisse. Il offre aux Sparkassen une très grande proximité avec l'économie locale et leur permet de ne pas subir la concurrence des autres caisses du réseau. Il assure également une plus grande stabilité des financements. Comme on le verra plus loin, le principe régional a très largement contribué au succès des Sparkassen. A titre de comparaison, en 1988, l'abolition du principe régional auquel adhéraient les caisses d'épargne espagnoles (*Cajas*) a intensifié la concurrence au sein du secteur bancaire. Plus tard, l'éclatement de la bulle immobilière, sur fond d'excès d'endettement et de concentration des risques dans les portefeuilles des *Cajas*, a sérieusement ébranlé ces établissements.

Les avantages d'une organisation en réseau

La structure du S-Group permet aux caisses d'épargne d'exercer sous une enseigne commune tout en demeurant indépendantes dans la gestion de leur bilan, de réaliser des économies d'échelle par une mise en commun de certaines fonctions (notamment de *back-office*)⁶ et d'offrir une vaste gamme de services à leur clientèle en externalisant certains métiers vers des institutions centrales intégrées au réseau.

Les activités qui sortent du champ de compétence des caisses d'épargne, telles que les opérations sur titres, les financements impliquant une très large exposition ou le soutien à l'investissement à l'étranger des entreprises allemandes, sont assumées par les banques publiques régionales (Landesbanken), très actives sur les marchés de capitaux. Les Landesbanken jouent également le rôle de banques des régions, de banques centrales, et de chambres de compensation des caisses d'épargne. Elles gèrent les paiements par chèques et virements pour le compte des Sparkassen, ainsi que leurs avoirs liquides, et leur octroient des prêts de maturité longue. Les caisses d'épargne sont à la fois actionnaires et créancières nettes des Landesbanken. Elles placent leurs excédents de ressources auprès des Landesbanken sous forme de dépôts à moins d'un an ou en souscrivant aux émissions de titres des Landesbanken (pour leur compte ou celui de leurs clients). Ces relations interbancaires intra-réseau sont

avantageuses pour l'ensemble des membres : elles allègent la dépendance des Landesbanken, privées d'une base de dépôts stable, aux financements de marché et permettent aux Sparkassen de gérer plus efficacement le risque de transformation des maturités (cf. infra). Elles exacerbent en revanche l'exposition des Landesbanken au risque de taux.

Un mécanisme de solidarité au sein du réseau

Le groupe des caisses d'épargne, comme celui des banques mutualistes, dispose depuis plusieurs dizaines d'années d'un mécanisme visant deux objectifs : préserver la solvabilité et la liquidité de ses membres et garantir les dépôts de la clientèle (*Institutssicherung* ou *Institutional Protection Scheme*). Le superviseur allemand a validé, en juillet dernier, la conformité de ce dispositif à la loi allemande transposant la nouvelle directive européenne relative aux systèmes de garantie des dépôts européens, au prix de quelques aménagements (Deutsche Bundesbank, 2015a). Le mécanisme de solidarité intra-réseau pourrait, en outre, être considéré comme une solution alternative au dispositif de résolution bancaire mis en place dans le cadre de la directive européenne BRRD. Pour ce faire, il devra être activé suffisamment tôt et écarter tout risque de faillite dans un délai raisonnable. Ce dispositif est avantageux pour l'ensemble des membres du réseau (moindres coûts de financement, avantages réglementaires).

Le schéma se décline en treize fonds de sauvegarde : onze fonds régionaux auxquels contribuent les caisses d'épargne, un fonds abondé par les banques publiques régionales et un autre par les caisses régionales d'épargne immobilière (Landesbausparkassen). Si une Sparkasse rencontre des difficultés, les fonds de la région dans laquelle elle est établie doivent être mobilisés en priorité, puis ceux des autres régions et, enfin, ceux des Landesbanken et des Landesbausparkassen. De la même manière, une Landesbank doit être aidée dans un premier temps par le fonds dédié aux Landesbanken tandis que les contributions des caisses ne sont utilisées que lorsque ce fonds est épuisé. L'exigence européenne (les réserves constituées du fonds de garantie doivent représenter 0,8% des dépôts couverts) va accroître les



capacités d'intervention du dispositif. Les fonds requis s'élevaient alors à 4,9 milliards d'euros contre 1,6 milliard actuellement. Afin d'écartier tout aléa moral, les contributions de chacun des membres demeurent pondérées en fonction du volume de dépôts couverts par la garantie mais également de leur profil de risque (en 2013, ces contributions s'élevaient à 49,4%, 44,1% et 6,5% pour les Sparkassen, Landesbanken et Landesbausparkassen respectivement). Les trois quarts des ressources du fonds de garantie des dépôts peuvent être utilisés dans le cadre du dispositif de sauvegarde mais ces ressources doivent être rapidement reconstituées par des contributions exceptionnelles. L'aide apportée à un membre du réseau peut prendre la forme de prêts ou d'avances, de fonds propres ou de cautions. Le système préventif de contrôle, qui doit permettre d'actionner le dispositif suffisamment tôt pour éviter la faillite d'un membre, a été renforcé. Des mesures d'assainissement du bilan, de restructuration ou de révision du *business model*

peuvent être imposées à l'établissement en difficulté. Ces pouvoirs renforcés pourraient permettre de mieux aligner les modèles d'activités des Landesbanken avec les intérêts des Sparkassen. Depuis sa création en 1973, aucun membre du réseau n'a fait défaut sur ses dettes. Seuls trente-trois établissements ont eu recours aux fonds, les fonds supra-régionaux n'ont été appelés que dans quatre cas.

Dans le cadre de ce mécanisme de solidarité, le régulateur allemand considère le financement des Landesbanken par les Sparkassen comme des transferts intra-groupe : qu'il s'agisse de prêts, de *Pfandbriefe*⁷, de titres de dette non sécurisés ou de titres de capital, toute exposition d'une caisse d'épargne à une banque régionale (et inversement) est pondérée à 0% pour le calcul des ratios de fonds propres⁸. La règle des « grands risques » (qui limite l'exposition à une même contrepartie) est par ailleurs levée lorsqu'il s'agit d'un membre du réseau.

Encadré 2

Les effets stabilisateurs de la banque de proximité

Lors de la crise financière de 2007-2008, les déboires des grandes banques commerciales privées et des banques publiques régionales allemandes, très actives sur les marchés internationaux, ont rappelé les mérites de la petite « banque-maison » dans un tel contexte. Les caisses d'épargne n'ont guère fait appel à la puissance publique et leur coopération étroite avec les entreprises allemandes a eu des effets stabilisateurs.

Les caisses d'épargne n'ont pas mis à mal les finances publiques ...

Le S-Group a, dans son ensemble, été sévèrement affecté par la crise financière de 2007-2008. Cinq Landesbanken (BayernLB, HSH Nordbank, LBBW, NordLB et WestLB) ont subi des pertes importantes, nécessitant des plans de recapitalisation et d'assainissement des bilans. Certaines ont drastiquement réduit la taille de leurs bilans, d'autres ont fusionné, d'autres encore ont fait l'objet d'une liquidation sous la pression de la Commission européenne. Considérées isolément, les caisses d'épargne sont sorties quasi-indemnes de la crise et n'ont guère nécessité d'aides d'Etat. La structure du réseau les a préservées d'une exposition directe aux produits à risque ou à la dette de marché. La confiance des déposants dans le système de garantie des dépôts (et dans l'Etat allemand) leur a épargné un risque de run sur leurs ressources. Leur ancrage régional, qui leur assure des ressources stables et des marges confortables, a permis d'absorber les défauts liés au ralentissement économique. Les rares difficultés rencontrées par certaines d'entre elles ont pu être gérées en interne par leur fonds de sauvegarde.

... et ont préservé le financement des entreprises allemandes

Globalement, les prêts des établissements de crédit allemands aux sociétés non financières résidentes se sont taris sur la période 2009-2010 dans un ordre de grandeur légèrement supérieur à celui observé en moyenne dans la zone euro (l'encours reculait, en moyenne annuelle, de 3,4% en Allemagne en décembre 2009 contre 2,2% en zone euro [cf. graphique 1]). La contraction de la

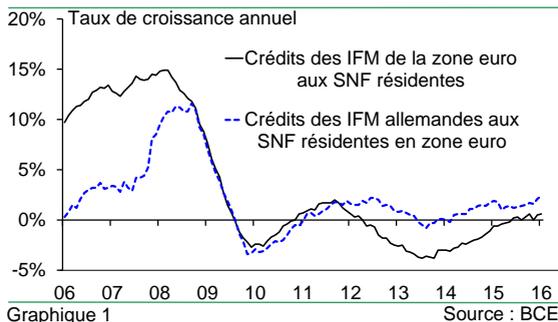


demande de financements a pu y contribuer (repli du taux d'investissement en biens d'équipement en 2009, capacité des grandes entreprises à dégager des excédents de trésorerie). Les volumineux remboursements de crédits en 2009-2010 ont également pesé sur les encours.

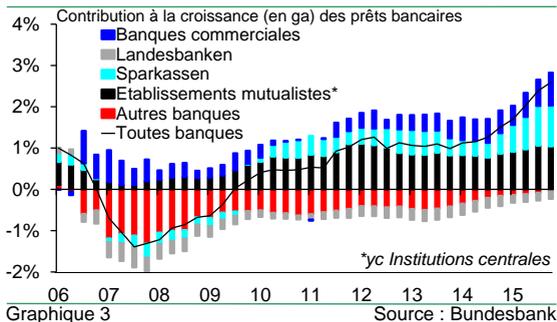
Les encours de crédits ne se sont toutefois pas contractés chez tous les établissements de crédit. Au contraire, la stabilité des financements⁹ accordés par les caisses d'épargne et les coopératives de crédit aux sociétés non financières allemandes a permis d'atténuer, partiellement, la contraction des encours de prêts des banques les plus exposées aux actifs à risque (produits structurés, dettes souveraines des GIIPS) et engagées dans un processus de désendettement (banques commerciales privées et Landesbanken) (cf. graphique 2). La résistance des Sparkassen a eu des effets d'autant plus stabilisateurs que les banques allemandes les plus exposées au marché immobilier américain ont principalement réduit leur offre de crédit dans les régions et industries les plus fragiles (caractérisées par des taux de sinistralité élevés) (Ougena, Tüner-Alkan et von Westernhagen, 2015).

Sur la période 2007-2009, les caisses d'épargne allemandes n'ont, en revanche, pas réussi à préserver leurs encours de prêts aux ménages contrairement aux coopératives de crédit et aux banques commerciales privées (cf. graphique 3). A l'appui de données individuelles sur les taux de refus d'un échantillon d'établissements, Puri, Rocholl et Steffen (2011) ont observé que si la demande de crédits des ménages s'était légèrement tassée sur la période 2006-2008 pour l'ensemble des banques de l'échantillon, les caisses d'épargne actionnaires des Landesbanken les plus exposées aux prêts subprimes avaient plus significativement réduit leur offre de crédit que les autres.

Evolution des prêts bancaires aux sociétés non financières (SNF)



Sparkassen : des prêts aux ménages moins résistants pendant la crise



Sparkassen : des financements stables aux SNF allemandes



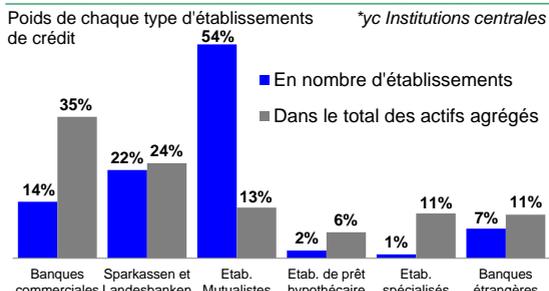
Des parts de marché et des performances financières enviables

Les trois quarts des établissements de crédit allemands sont des caisses d'épargne ou des établissements mutualistes (86% si l'on exclut les banques étrangères). Leur approche, centrée sur la clientèle de détail et la couverture dense des régions, explique qu'ils soient proportionnellement si nombreux. Ils affichent des tailles de bilan très modestes : 2,8 milliards d'euros en moyenne pour les premières (mais moins d'un milliard pour la plupart) et 800 millions d'euros pour les seconds. Leurs actifs représentent moins d'un quart des actifs agrégés du système bancaire allemand. Même si leurs



organisations centrales affichent de larges bilans, le poids cumulé des deux réseaux est deux fois moins important en termes d'actifs qu'en nombre d'établissements (cf. graphique 4). A titre de comparaison, les banques commerciales représentent 14% des établissements de crédit allemands mais concentrent 35% des actifs. Les deux réseaux dominent, en revanche, l'activité de crédits aux sociétés non financières (51%) et aux ménages résidents (54%) et collectent plus de la moitié (53%) des dépôts des ménages allemands¹⁰ (cf. graphique 5)¹¹.

3/4 des établissements de crédits allemands sont des caisses d'épargne ou des étab. mutualistes*



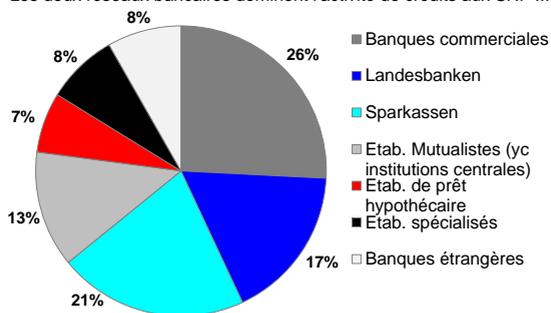
Graphique 4 Source : Bundesbank

Reflète de leur cœur de métier, une large proportion des emplois (les deux tiers) et ressources (les trois quarts) des Sparkassen sont constitués, respectivement, de prêts et dépôts de la clientèle non bancaire. Incontestablement, leur ancrage local leur permet de bénéficier d'une large base de dépôts qui couvre confortablement leurs portefeuilles de crédits. A titre d'illustration, en décembre 2015, les dépôts des ménages résidents couvraient 140% des prêts que les caisses leur octroyaient.

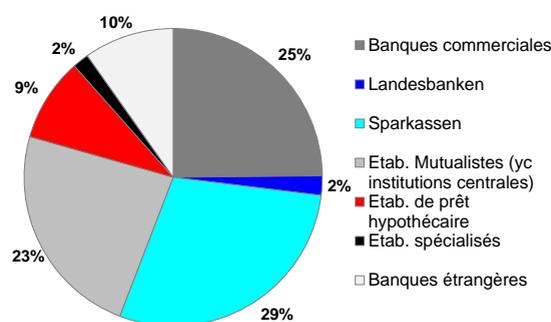
En moyenne, depuis les années 1990, les caisses d'épargne, comme les banques coopératives, affichent de très bonnes performances financières : des marges nettes d'intérêt très confortables au regard des autres types d'établissements de crédit (cf. graphique 6), des coefficients d'exploitation moins élevés que ceux des banques commerciales privées (cf. graphique 7) et des rendements nets sur fonds propres plus élevés et plus stables que les banques privées (cf. graphique 8).

Parts de marché

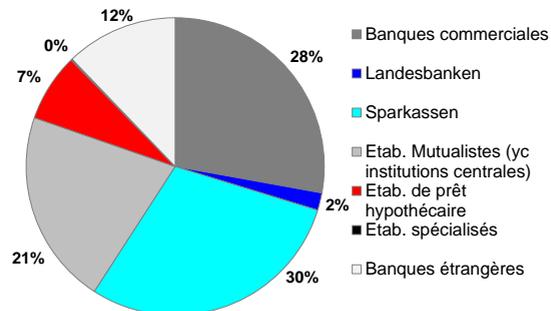
Les deux réseaux bancaires dominent l'activité de crédits aux SNF ...



... de prêts aux ménages ...



... et de collecte des dépôts des ménages



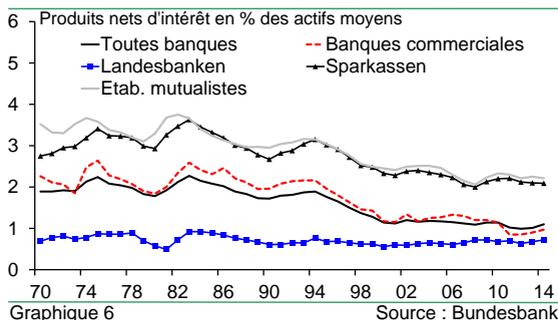
Graphique 5 Source : Bundesbank

Fortes de leur influence auprès des autorités allemandes, et du poids de ces dernières au sein des instances européennes, les caisses d'épargne (à l'exception des Sparkassen de Hambourg et de Francfort) n'ont pas été placées sous la supervision directe de la BCE¹². Or si la part des établissements de crédit hors du champ du mécanisme de supervision unique (MSU) est mineure

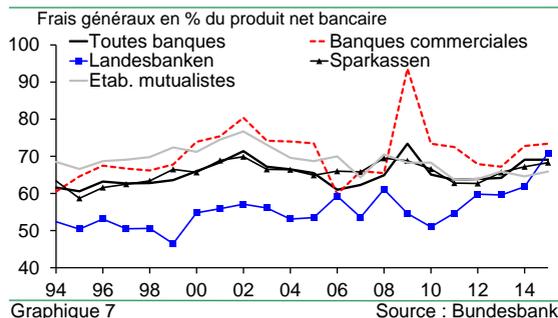


dans la plupart des pays, elle est beaucoup plus grande en Allemagne (ainsi qu'en Autriche ou en Italie). A l'aune des encours de financement, un large pan du secteur bancaire allemand demeure ainsi sous la supervision des autorités nationales – Bafin et Bundesbank.

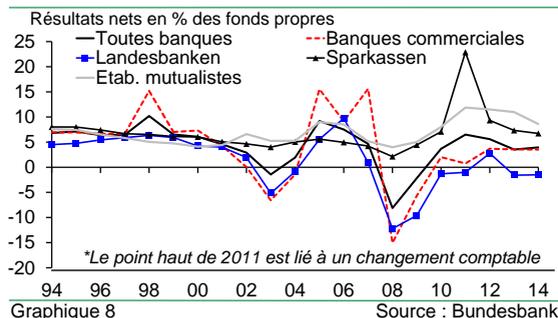
Les Sparkassen dégagent des marges nettes confortables



Coefficients d'exploitation par type d'établissements



Les Sparkassen affichent des RoE stables*



... et réalité

Les Sparkassen constituent incontestablement un modèle de réussite. La connaissance intime de leur clientèle, leur politique de crédit responsable et leur gestion conservatrice des risques y contribuent. Mais leur succès repose également sur des distorsions de concurrence, entretenues de longue date, qui privent les banques commerciales allemandes de revenus récurrents. Par ailleurs, leur modèle d'activités pourrait être difficilement transposable dans des économies présentant des caractéristiques structurelles résolument différentes de celles de l'Allemagne. Enfin, le contexte persistant de taux bas pourrait dégrader leur rentabilité.

De fortes distorsions de concurrence

Le statut de droit public des membres du réseau des Sparkassen s'accompagne d'un cadre d'activités privilégié, source de distorsions de concurrence. De manière structurelle, la rentabilité du secteur bancaire allemand est pénalisée par la fragmentation du marché et ces distorsions de concurrence.

Une structure oligopolistique du marché de la banque de détail

Les Sparkassen, ainsi que les banques coopératives, soit les deux tiers des établissements de crédit allemands, adhèrent au principe de découpage régional des zones de compétence. Cette structure oligopolistique du marché local de la banque de détail le rend peu contestable. Pénalisées par l'émiettement des parts de marché, les marges nettes d'intérêts demeurent étroites en Allemagne comparativement aux autres pays de la zone euro, en particulier pour les banques commerciales privées. En comprimant les marges, le morcellement des parts de marché rend de surcroît plus délicate la maîtrise des coefficients d'exploitation. L'atonie du cycle du crédit (relative car la baisse des taux d'emprunt et les bonnes perspectives en matière d'emploi et de revenu suscitent une accélération des prêts immobiliers depuis plusieurs mois) et la concentration des parts de marché dans les deux grands réseaux des caisses d'épargne et des établissements mutualistes non seulement limitent les volumes d'activité des banques commerciales, mais les privent également des revenus stables qui pourraient compenser la plus grande volatilité des revenus de la banque d'investissement.

Un manque de discipline de marché des banques publiques régionales

Sur le marché du Mittelstand, à la concurrence des caisses d'épargne et établissements mutualistes, s'ajoute celle des Landesbanken. Bénéficiant d'un soutien explicite des Länder (leurs actionnaires aux côtés des caisses d'épargne), les banques régionales sont restées éloignées de toute discipline de marché, au moins jusqu'à la crise financière, proposant à leur clientèle des produits à des conditions sur lesquelles les banques commerciales ne pouvaient s'aligner sans mettre à mal leur rentabilité. Si les garanties publiques sur passif dont bénéficiaient les Landesbanken ont été abolies, l'attachement des Länder à la préservation de leurs banques et les avantages associés au mécanisme de solidarité intra-réseau contribuent à entretenir un cadre d'activités privilégié.

Certes, les Landesbanken ne bénéficient plus des mêmes avantages qu'avant-crise.

Premièrement, leurs dettes ne bénéficient plus de la caution publique. Jugeant qu'elles constituaient une distorsion de concurrence, la Commission européenne a décidé, en 2001, d'abolir les garanties publiques accordées aux créanciers des Landesbanken (pour les dettes émises à compter de juillet 2005)¹³.

Deuxièmement, la cohésion au sein du pilier public a été sérieusement ébranlée au moment de la crise. Les Landesbanken, craignant un renchérissement notable de leurs ressources, ont anticipé le retrait effectif des garanties publiques en émettant, entre 2002 et 2005, un large stock de dettes garanties. Elles ont, par la suite, accru leurs emprunts auprès des Sparkassen et gonflé leurs bilans bien au-delà sans doute de ce qui leur était nécessaire pour être viables. Bien loin de leur cœur de métier, elles ont utilisé ces ressources pour financer une clientèle non résidente, en investissant notamment sur les marchés à risque (produits structurés adossés aux prêts *subprime* américains, autres financements internationaux dans les secteurs maritime, de l'aviation ou de l'immobilier commercial). Echaudées par les déboires des Landesbanken, les Sparkassen ont très peu participé au sauvetage des banques les plus en difficulté. Bien qu'historiquement,

la structure actionnariale de la plupart des Landesbanken était répartie en parts égales entre Länder et Sparkassen, elle s'est déformée depuis la crise financière, la recapitalisation des banques publiques régionales ayant été très largement assumée par les Länder. Le soutien indéfectible des régions (et donc des contribuables allemands) a ainsi épargné aux Sparkassen de lourdes pertes. L'an dernier, au moment de la révision du mécanisme de solidarité, la teneur des négociations a rappelé combien la cohésion au sein du pilier public était fragile. Certaines rumeurs ont prêté à des groupes régionaux de caisses d'épargne des intentions d'alliances informelles visant à opposer un éventuel veto à une Landesbank qui aurait besoin d'une assistance. Contrairement à l'indemnisation des déposants, l'activation du dispositif d'entraide n'est, en effet, pas juridiquement contraignante mais soumise au vote des représentants des caisses siégeant à la DSGV (l'appel aux fonds des autres membres requiert 75% des voix).

Troisièmement, la Commission européenne a enjoint l'ensemble des Landesbanken à revoir leur modèle économique. Les défauts de gouvernance et de surveillance révélés par la crise devraient être plus rares à présent que les banques publiques régionales¹⁴ sont placées sous la supervision de la BCE. Restaurer la viabilité de leurs modèles d'activité et renforcer leurs exigences de rentabilité semblent, depuis plusieurs années, incontournables pour leur assurer une pérennité et préserver le financement des entreprises et régions. Cela permettrait de surcroît de remédier aux déficiences structurelles du secteur bancaire allemand.

Si la cohésion semble fragile, la loi allemande, qui transpose la directive européenne relative au redressement et à la résolution des banques (BRRD), accroît, selon nous, la probabilité d'activation du mécanisme de solidarité financière si nécessaire. La loi semble, par ailleurs, préserver la capacité des Länder à recapitaliser leurs banques, sous certaines conditions (détection suffisamment précoce des difficultés, participation de l'ensemble des actionnaires et membres du réseau, viabilité du modèle économique de la banque aidée).



Le refus de mise en œuvre du mécanisme de solidarité aurait des effets néfastes pour le réseau et pourrait dégrader les conditions de financement de l'économie régionale. Cela affecterait la réputation du groupe et renchérirait le coût de la dette des Landesbanken. Les agences de notation comme les investisseurs continuent de tenir compte des liens étroits entre Landesbanken, Sparkassen et Länder dans leur appréciation de la qualité de la dette des Landesbanken. Les rendements servis aux investisseurs sur la dette non sécurisée des Landesbanken sont ainsi bien inférieurs au prix de la protection contre un risque de défaut de ces dernières.

Le traitement prudentiel avantageux dont bénéficient les expositions intra-groupe pourrait, en outre, être remis en cause. Certes, il semble peu probable que le régulateur allemand pénalise ainsi le réseau des caisses mais la Commission européenne pourrait s'inquiéter des réticences récurrentes de ces dernières à activer le mécanisme.

A défaut d'une aide, la mise en résolution d'une Landesbank serait, de surcroît, coûteuse pour les Sparkassen qui, si elles n'en constituent plus les principales actionnaires, en sont d'importantes créancières (Fitch Ratings évaluait en juin 2015 qu'elles couvraient entre 40 et 60% de leur financement non garanti).

Les limites à la transposition du modèle

Contrairement à la présentation qui en est généralement faite, le modèle des caisses d'épargne allemandes ne se résume pas uniquement à une structure en réseau mêlant spécialisation régionale et missions de service public. Il repose également, d'une part, sur la disponibilité d'une large base de ressources stables et, d'autre part, sur le « recyclage » hors des frontières nationales de l'excès d'épargne collectée.

Une forte préférence pour la liquidité

Les ménages allemands épargnent une large part de leurs revenus comparativement aux autres pays européens. L'épargne du secteur des ménages au sens large¹⁵ représentait 17% du revenu disponible brut (RDB) en septembre 2015 contre 13% en moyenne en

zone euro et 10% dans l'Union européenne. Si des facteurs culturels ou démographiques y contribuent, ce taux d'épargne élevé résulte dans une large mesure de leur faible endettement. Le taux d'épargne mesure en effet les flux d'épargne (réelle et financière) nets des flux de crédit. Or, la dette des ménages allemands représentait, en septembre 2015, 83% du RDB (54% du PIB) contre 96% en moyenne en zone euro (61% du PIB), 87% en France, 108% en Espagne et 127% au Royaume-Uni.

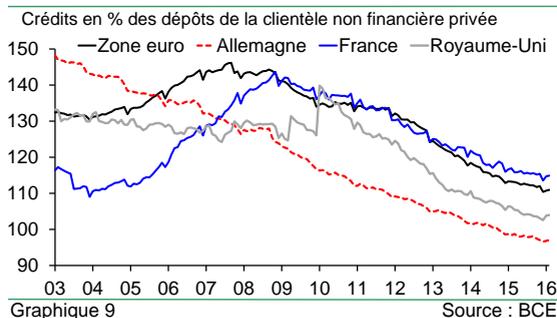
Ainsi si le taux d'épargne¹⁶ des ménages allemands est relativement élevé, leur patrimoine financier rapporté au RDB ou à leur stock de dette est moindre que celui de leurs voisins européens. Il représentait 2,7 fois le RDB des ménages allemands en septembre 2015 contre 3,3 en moyenne en zone euro, 3,4 en France et 4,8 au Royaume-Uni et 3,3 fois leur stock de dette contre 3,9 en France et 3,8 au Royaume-Uni.

Toutefois, tandis que les ménages britanniques logent leur épargne principalement dans des plans d'épargne retraite ou investissent dans l'immobilier, les ménages allemands conservent une plus large proportion de leurs ressources sur leurs comptes bancaires. Les dépôts bancaires représentaient 37% des actifs financiers des ménages allemands en septembre 2015 contre 23% au Royaume-Uni (31% en moyenne pour les ménages de la zone euro).

Par conséquent, les banques allemandes disposent d'abondantes ressources stables : en décembre 2015, les dépôts des ménages et sociétés non financières représentaient 33% du passif des établissements de crédit allemands, une proportion supérieure à celle de leurs homologues français ou britanniques (22% et 23% respectivement). En Allemagne, depuis le début des années 2000, la progression rapide des dépôts a permis une amélioration continue du taux de couverture des crédits par les dépôts. Les banques allemandes bénéficient ainsi, depuis une dizaine d'années, de ratios crédits sur dépôts plus favorables que les banques des autres pays de la zone euro (cf. graphique 9). Les caisses d'épargne et banques mutualistes allemandes affichent des ratios particulièrement faibles (85% en décembre 2015).



Les banques allemandes bénéficient de ratios crédits/dépôts très favorables



Des finances publiques maîtrisées, une économie relativement robuste et un crédit domestique de bonne qualité sont autant d'atouts supplémentaires pour les établissements bancaires allemands.

Des excédents d'épargne

Le modèle des Sparkassen repose également sur l'allocation des excédents d'épargne allemands à l'international. La grande modération salariale liée aux réformes du marché du travail initiées dans les années 2000 et l'externalisation d'une partie de la production dans des pays à plus faibles coûts ont permis d'améliorer la compétitivité-coût de l'économie. Celle-ci, associée à une forte compétitivité hors-prix, permet à l'Allemagne de dégager de larges excédents commerciaux depuis plus de dix ans. Le solde positif de la balance courante de l'Allemagne indique que le pays est exportateur net de biens et services et investisseur net à l'étranger. Le déficit d'investissement national par rapport aux flux d'épargne des ménages et des entreprises a pour corollaire des sorties nettes de capitaux et des taux bas.

L'une des caractéristiques essentielles du réseau des caisses d'épargne est la circulation de la liquidité entre membres. Les caisses d'épargne orientent leurs excès de ressources (en l'occurrence de dépôts) vers les autres membres du réseau, actifs sur les marchés de titres (les Landesbanken et Dekabank), soit en prêtant ces liquidités, soit en souscrivant à leurs émissions de titres. Dépourvues d'opportunités de placements sur le territoire national, les Landesbanken

« recyclent » généralement les excédents d'épargne collectés par les Sparkassen en les prêtant ou en les investissant à l'étranger. Les revenus tirés des prêts et/ou placements réalisés par les grandes institutions de leur réseau permettent aux caisses d'épargne de servir de meilleurs rendements aux épargnants, sans s'exposer elles-mêmes aux risques. A défaut d'un tel dispositif, l'excès récurrent de dépôts aurait sans doute tiré vers le bas leurs taux de rémunération (même en l'absence d'une politique monétaire très accommodante).

Ainsi, le développement du modèle des caisses d'épargne allemandes se serait-il sans doute heurté, dans une économie telle que le Royaume-Uni, à la moindre disponibilité de l'épargne bilancielle et à une balance courante déficitaire (depuis le milieu des années 1980).

Les Sparkassen, face aux défis des taux bas

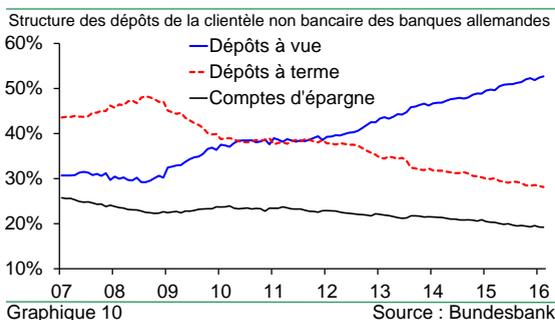
Comme nous l'avons évoqué plus haut, fortes de leurs réseaux et abritées de la concurrence de leurs pairs, les Sparkassen dégagent des marges nettes d'intermédiation plus élevées que les banques commerciales allemandes. Elles réalisent, par ailleurs, dans le cadre de leur relation clientèle, une importante transformation des maturités en conservant jusqu'à échéance les prêts qu'elles octroient et en collectant de larges montants de dépôts. Elles sont, ainsi, très exposées aux risques de taux et de liquidité. Or, la persistance du contexte de taux bas risque de peser sur leur rentabilité et accroît les risques associés à la transformation des maturités.

Vers une érosion des marges nettes d'intérêt

D'après les données de la Bundesbank, jusqu'à présent, l'environnement de taux bas et l'aplatissement de la courbe des rendements ont eu un effet limité sur les marges des Sparkassen (cf. graphique 6, page 9). Les revenus et dépenses d'intérêts, exprimés en proportion des actifs moyens, se sont, certes, progressivement tassés, mais dans un même ordre de grandeur. Les caisses d'épargne ont réussi à stabiliser leurs revenus nets d'intérêts grâce à la progression des dépôts peu rémunérés et de leurs encours de crédits.

Le poids des dépôts de la clientèle non bancaire dans le bilan de l'ensemble des banques allemandes a progressé de sept points de pourcentage entre décembre 2007 et décembre 2015 (de dix points dans le cas des Sparkassen). Comme les autres banques de la zone euro, les banques allemandes ont, de plus, bénéficié d'une nette déformation de la structure des dépôts (en particulier des ménages) vers les dépôts à vue¹⁷. Alors qu'à la fin 2007, les dépôts à vue représentaient 30% des dépôts collectés contre 46% pour les dépôts à terme et 24% pour les comptes d'épargne, ces proportions s'établissaient à 52%, 29% et 19%, respectivement, huit ans plus tard (cf. graphique 10). Dans un contexte généralisé de taux bas et de perspectives économiques moroses, la baisse du coût d'opportunité associé à la détention d'encaisses à vue peu rémunérées et le renforcement de la préférence pour la liquidité ont incité les ménages à se constituer une épargne de précaution à vue, réduisant de fait le coût des ressources bancaires (Deutsche Bundesbank, 2015b). Les Sparkassen et les établissements mutualistes en ont davantage bénéficié.

Déformation de la structure des dépôts



Toutefois, la persistance des taux bas fait craindre une érosion durable des marges. Premièrement, la transmission de la baisse des taux de marché au coût des ressources bancaires (dépôts et titres de dettes), visible depuis 2012, s'est interrompue courant 2015. Le coût moyen pondéré de la dette des établissements de crédit allemands, certes l'un des plus faible en zone

euro, semble ainsi avoir atteint un niveau plancher. Deuxièmement, si l'accélération inédite des encours de prêts aux ménages (+2,9% en février 2016) est bienvenue, la production nouvelle et les renégociations de crédits à taux bas vont peser durablement sur les marges sur encours. En se transmettant plus rapidement au coût des ressources qu'au rendement moyen des portefeuilles de prêts, une brusque remontée des taux serait également très pénalisante. La Bundesbank a, ainsi, estimé, à la mi-2015, que les pertes consécutives à une hausse soudaine de 200 points de base des taux d'intérêt pourraient effacer 21,5% des fonds propres des caisses d'épargne contre 18,3% à la fin 2011.

La préservation de la rentabilité des Sparkassen, et donc de leur capacité de génération interne de capital, est indispensable à leur survie. Or, à la moindre rentabilité programmée des activités de crédit des Sparkassen, s'ajoute la baisse des rendements servis par les Landesbanken, pressées par la Commission européenne, comme par leurs actionnaires, de revoir leurs fondamentaux et de se désengager des activités les plus risquées. Conviées à se recentrer sur leur cœur de métier, les banques régionales publiques se livrent une plus grande concurrence sur le segment des prêts aux entreprises. Or, cette concurrence accrue et les ouvertures de succursales qui l'accompagnent pèsent sur leurs marges nettes et leurs coefficients d'exploitation, tandis que le coût du risque demeure élevé. Si la définition de modèles économiques viables demeure le prérequis, un rapprochement entre ces établissements, optimisant les complémentarités et les économies d'échelle, leur serait profitable. Toutefois, si l'Association allemande des caisses d'épargne (DSGV) plaide de longue date en faveur du maintien de seulement deux ou trois Landesbanken indépendantes, les Länder ont jusqu'à présent freiné le mouvement de consolidation. Les enjeux de souveraineté régionale, de prestige politique et de préservation de l'emploi continuent de l'emporter sur le motif économique. Dans un contexte international morose, le maintien de ces surcapacités pourrait toutefois devenir incompatible avec les nouvelles exigences de solvabilité et de liquidité.

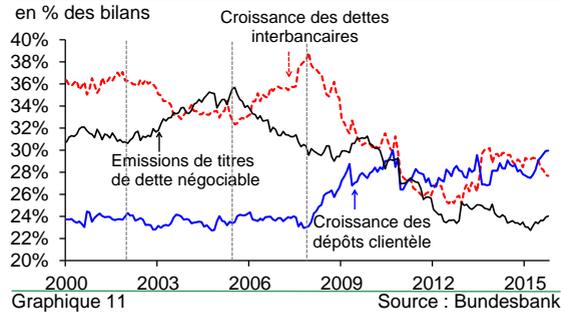
Un risque de transformation accru

Au sein des deux grands réseaux, les relations interbancaires sont organisées de sorte que les petits établissements spécialisés dans le financement de la clientèle de détail (caisses d'épargne et banques coopératives) puissent transférer une partie du risque de transformation des maturités vers leurs organisations centrales, plus à même de se couvrir sur les marchés de dérivés (Deutsche Bundesbank, 2000). Les caisses empruntent à moyen-long terme auprès des Landesbanken qu'elles financent à court terme. La position emprunteuse nette des caisses d'épargne sur le marché des prêts interbancaires est compensée par leur détention de titres de dette bancaire qui leur confère une position nette globale créditrice. Elles disposent, ce faisant, de liquidités aisément mobilisables en cas de choc. La circulation de la liquidité au sein de ces réseaux expliquerait pourquoi l'hypothèse théorique selon laquelle les petites banques tendent à restreindre plus fortement leur offre de crédit que les grandes banques, suite à un resserrement monétaire, ne se vérifie pas empiriquement en Allemagne (Ehrmann et Worms, 2004).

La position créditrice nette des Sparkassen à l'égard des banques allemandes s'est nettement accrue à partir de 2005. Les statistiques disponibles ne permettent pas d'identifier les contreparties des caisses sur les marchés interbancaires et de titres de dettes négociables. Cependant la Bundesbank (2000) et Ehrmann et Worms (2004) ont estimé que les créances nettes des Sparkassen bénéficiaient pour les trois quarts à leurs institutions centrales. Ce gonflement a fait écho à la déformation de la structure du passif des Landesbanken : à la phase de surcroît d'émissions de titres de dette négociable précédant la fin effective des garanties publiques (auprès d'investisseurs extérieurs au réseau, entre 2001 et juillet 2005, cf. *supra*) a, en effet, succédé une phase de hausse de la dette interbancaire des Landesbanken jusqu'à la fin 2007 (cf. graphique 11).

Depuis 2009, les plans de *deleveraging* et de dégonflement des bilans des Landesbanken (-40% entre la fin 2015 et la fin 2007) se sont accompagnés

Passif des Landesbanken : d'un instrument de dette à l'autre



d'un rééquilibrage de la structure de leur passif en faveur des dépôts de leur clientèle d'entreprises financières et non financières (cf. graphique 11). Au bilan des Sparkassen, le poids des créances à l'égard de banques résidentes (prêts et titres de dette) s'est contracté : à la fin 2015, elles ne représentaient plus que 15% de leur bilan agrégé (4% en termes nets) contre 30% (20%) au début des années 1990 et 25% (7%) à la fin 2008.

Or si le *mismatch* de maturités entre les prêts et dépôts de la clientèle non bancaire a tendance à s'accroître, celui des créances et dettes interbancaires se réduit. La maturité des prêts accordés par les Sparkassen aux banques résidentes tend, en effet, à s'allonger : tandis qu'au milieu des années 90, 90% de ces prêts étaient à moins d'un an, seulement la moitié l'est aujourd'hui. La structure de leur dette interbancaire s'est, quant à elle, légèrement déformée, au détriment des dépôts à terme¹⁸.



Les caisses d'épargne sont incontestablement des acteurs majeurs et structurants du secteur bancaire allemand. Elles font partie d'une structure financière large, organisée en réseau, mêlant adroitement autonomie des membres, mutualisation des *process*, missions de service public et principe régional, sous le regard bienveillant des autorités publiques. Certes les Sparkassen présentent des vertus, mais la crise financière a révélé les failles d'un système à trois piliers, dans lequel les un(e)s dégagent de la rentabilité au détriment des autres. Plus généralement, les déséquilibres du modèle économique allemand, notamment l'ampleur des excédents courants, sont régulièrement dénoncés par les instances européennes, alors même qu'ils ont constitués jusqu'à présent un terrain propice au développement du modèle des Sparkassen.

Achévé de rédiger le 19 avril 2016

celine.choulet@bnpparibas.com



NOTES

¹ Ainsi, à l'échelle européenne, les caisses d'épargne et établissements mutualistes constituent aujourd'hui des groupes très hétérogènes. Pour un panorama de l'histoire de ces deux groupes d'institutions financières en Europe, voir Bülbül, Schmidt et Schüwer (2013).

² En novembre 2015, les deux institutions centrales des banques coopératives ont annoncé leur projet de fusionner (d'ici à la fin juillet 2016).

³ La Commission européenne et l'Etat fédéral allemand ont convenu le 21 mars dernier qu'au terme de sa restructuration, la banque régionale HSH Nordbank serait privatisée (d'ici 2018).

⁴ Les sept Landesbanken indépendantes sont : la Bayerische Landesbank, la HSH Nordbank, la Landesbank Baden-Wuerttemberg, la Landesbank Berlin, la Landesbank Hessen-Thuringen, la Norddeutsche Landesbank et la Landesbank Saar (suite aux difficultés rencontrées par la BayernLB, la SaarLB, sous son giron depuis 2002, a retrouvé son indépendance en 2010). La huitième Landesbank, la Bremer LB, appartient au groupe NordLB.

⁵ Les rayons d'action de chacun des membres du réseau diffèrent : les caisses d'épargne opèrent au niveau local ; les Landesbanken, les établissements publics de crédit hypothécaire et les assureurs publics exercent au niveau des Länder ; les autres institutions comme Dekabank opèrent au niveau fédéral. Il existe divers associations régionales et une association nationale, la Fédération allemande des caisses d'épargne (DSGV), représentant le groupe des caisses d'épargne auprès des pouvoirs publics.

⁶ Les membres du pilier public utilisent un centre de calcul unique, présenté comme l'un des plus puissants réseaux mondiaux d'ingénierie dans la banque de détail. Une société, disposant d'une très large base de données de *rating* d'entreprises et de PME, gère et développe, pour l'ensemble du réseau, le processus de notation interne. Le *rating* des clients est réalisé sur la base de critères standards de notation mais également de variables plus qualitatives telles que la personnalité de l'entrepreneur, la qualité de l'organisation de la succession (95% des entreprises recensées en Allemagne sont des entreprises familiales), le comportement environnemental de l'entreprise. Le réseau dispose d'une base de données unique compilant des données de bilans et comptes de résultat d'entreprises anonymisés permettant de réaliser des prévisions d'activités pour plus de 400 branches (Schackmann-Fallis, 2011).

⁷ Obligations sécurisées (ou *covered bonds*) allemandes.

⁸ Avant l'abolition en 2005 des garanties publiques sur passif (cf. infra), les Sparkassen souscrivaient assez largement aux émissions de titres de dette garantis des Landesbanken (ces dernières souscrivant elles-mêmes aux émissions de leurs voisines).

⁹ La Bundesbank ne fournit pas de statistiques relatives aux flux de crédits par type d'établissement de crédit, de sorte qu'il n'est pas possible de calculer des taux de croissance annuel moyens selon la méthodologie BCE. Rappelons que l'intérêt de cette méthodologie est de neutraliser les changements de périmètre (non corrigés dans les statistiques d'encours).

¹⁰ Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, le marché bancaire allemand était très segmenté, ce qui a permis aux caisses et banques coopératives de devenir les principaux fournisseurs de services bancaires de proximité aux ménages et aux PME allemands. Les grandes banques privées n'ont commencé à s'adresser au grand public qu'à partir du milieu des années 1960 (Bulbul et al., 2013).

¹¹ Fortes de leur ancrage local, la pénétration du marché de la banque de détail par de nouveaux concurrents, notamment étrangers, ou par le redéploiement de grandes banques commerciales n'a pas, jusqu'à présent, affaibli les parts de marché des caisses. De coûteux efforts seront toutefois encore nécessaires pour s'adapter à la digitalisation des relations clientèle et se prémunir de la concurrence des banques en ligne.

¹² Il était initialement prévu que l'ensemble des banques de la zone euro soient placées sous la supervision directe de la BCE mais sous la pression de l'Allemagne, les petites banques ont été sorties du champ du MSU. Seuls les établissements dont le total d'actifs dépasse 30 milliards d'euros ou dont le poids dans le PIB du pays est supérieur à 20% sont considérés comme « significatifs » et placés sous la supervision directe de la BCE.

¹³ Ces garanties permettaient aux banques régionales de bénéficier de très bonnes notations et de se refinancer à moindre coût. Contrairement aux attentes, la suppression de ces garanties n'a insufflé ni mouvement de consolidation ni adaptation des Landesbanken aux conditions de marché et ce pour deux raisons : les principales agences de notation ont continué d'évaluer la qualité de la dette des Landesbanken en tenant compte de leurs liens étroits avec les Länder et les fédérations régionales des caisses d'épargne (structure actionnariale, schéma de protection intra-groupe, considérations d'ordre politique). Le second facteur de cette transition adoucie a résidé dans le fait que les Landesbanken ont anticipé l'abolition des garanties et ont, en conséquence, assuré la couverture de leurs besoins de refinancement pendant la période transitoire de quatre ans précédant la fin effective des garanties. Les émissions d'emprunts effectuées avant le 18 juillet 2005 et dont la maturité n'excédait pas le 31 décembre 2015 bénéficiaient en effet toujours de la caution publique (indépendamment de leur date d'échéance dans le cas des émissions effectuées avant le 18 juillet 2001).

¹⁴ A l'exception de la SaarLB.

¹⁵ Le secteur des ménages inclut ici les particuliers, les entrepreneurs individuels et les institutions sans but lucratif au service des ménages.

¹⁶ Au niveau macroéconomique, le niveau élevé du taux d'épargne de l'économie allemande est lié aux réformes du marché du travail des années 2000, lesquelles ont ralenti la croissance des salaires comparativement à celle du PIB et le poids de la consommation des ménages dans le PIB.

¹⁷ Tandis que la part de l'épargne financière des ménages de la zone euro thésaurisée sous la forme de dépôts à vue gagnait 4 points de pourcentage de septembre 2007 à septembre 2015, celle des ménages allemands progressait de 9 points de pourcentage.

¹⁸ Ces derniers représentent, toutefois, encore 90% de leurs emprunts interbancaires (contre 96% avant crise).



REFERENCES

- Bourgeois I. (2011), *Solidarité financière – l'expérience allemande, Regards sur l'économie allemande*, Bulletin économique, n°102.
- Bulbul D., Schimdt, R. et Schuwer, U. (2013), *Caisses d'épargne et banques coopératives en Europe*, Revue d'économie financière, n°111.
- Deutsche Bundesbank (2000), *Longer-term trend in German credit institutions' interbank operations*, Monthly Report, January.
- Deutsche Bundesbank (2015a), *Deposit protection in Germany*, Monthly Report, December.
- Deutsche Bundesbank (2015b), *German households' saving and investment behavior in light of the low-interest rate environment*, Monthly Report, October.
- Ehrmann M. et Worms A. (2004), *Bank networks and monetary policy transmission*, Journal of the European Economic Association, vol.2, n°6, p. 1148-1171.
- European Savings and Retail Banking Group (2014), *The legal structure of savings and retail banks in Europe*.
- Ongena S., Tümer-Alkan G. et von Westernhagen N. (2015), *Do exposures to sagging real estate, subprime or conduits abroad lead to contraction and flight to quality in bank lending at home ?*, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper n°09/2015.
- Puri M., Rocholl J. et Steffen S. (2011), *Global retail lending in the aftermath of the US financial crisis: distinguishing between supply and demand effects*, NBER, Working Paper n°16967.
- Schackmann-Fallis K.-P. (2008), *Les Sparkassen, facteur de stabilité pour l'économie allemande*, Regards sur l'économie allemande, Bulletin économique, n°88.
- Schackmann-Fallis K.-P. (2011), *Au cœur de l'économie réelle : le lien Mittelstand/Sparkassen*, Regards sur l'économie allemande, Bulletin économique, n°101.



RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com
Chef Economiste

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

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

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com
Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com
France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne

■ **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com
Japon, Irlande, Scandinavie - Vieillesse, retraites - Consommation

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com
Espagne, Portugal - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

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

ECONOMIE BANCAIRE

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

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

■ **Laurent NAHMIAS** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com
Responsable

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

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

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.28.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie

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

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

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com
CEI, Europe centrale

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

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com
Asie, Russie

■ **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.42.98.74.26 alexandra.wentzinger@bnpparibas.com
Amérique du Sud, Caraïbes

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



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

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



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

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

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements, ni le conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'être actionnaires de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions pourront être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois précédant la publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority. Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France. Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué 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. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp. Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association of Japan. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS
Tel. : +33 (0) 1 42 98 12 34
Internet : www.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef : William De Vijlder

Imprimeur : Ateliers J. Hiver SA
Dépôt légal : Avril 2016
ISSN 0338-9162 - Copyright BNP Paribas

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



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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change