RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

L'HUMEUR DU VENDREDI

V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

28 mars 2014

Allemagne, le vent tourne Weidmann suit…

Alors que les PMI encourageants du mois de mars en zone euro ont conduit nombre d'observateurs à considérer que la BCE avait fait le bon choix, à savoir celui de ne rien faire de plus, les propos du Président de la Bundesbank confortent notre scénario d'une action supplémentaire, sinon pour l'immédiat, du moins pour un futur peu éloigné. Une telle éventualité est porteuse de plusieurs messages : 1- la zone euro n'est pas sortie de l'auberge, 2- la croissance allemande perd de son élan 3- la BCE fera davantage mais uniquement parce que les perspectives de la zone euro sont bel et bien fragilisées.

QE, le dossier est sur la table…

… tout au moins à en juger par les propos de Jens Weidmann, actuel Président de la Bundesbank, sans l'aval duquel l'hypothèse même semblait ne pas pouvoir être évoquée. C'est donc chose faite. Cela ne préjuge en rien du passage à l'acte de la BCE dès la semaine prochaine. Mais les membres de la BCE, c'est quasiment officiel, plancheront sur cette éventualité, les opportunités, conditions et conséquences d'une politique non conventionnelle d'assouplissement quantitatif.

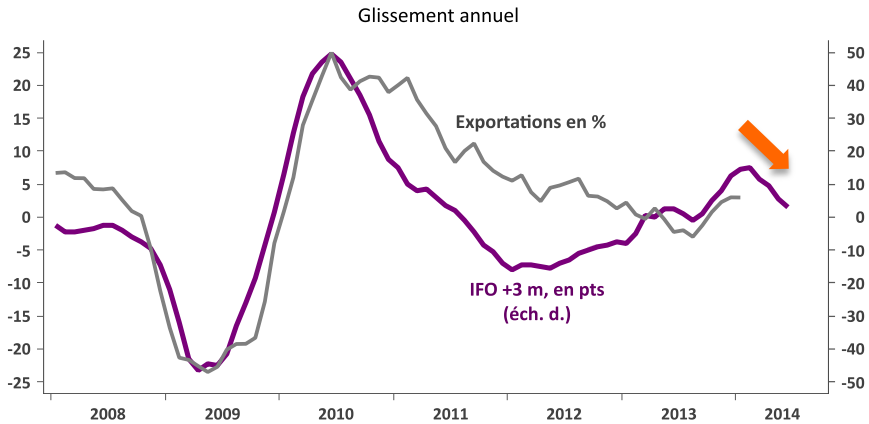
La nouvelle fait suite à un certain nombre de développements dont la succession retient incontestablement l'attention :

- La première est venue le 7 février du refus des Sages allemands de se prononcer sur la légalité constitutionnelle du mécanisme des OMT, Opérations sur Titres que la BCE avait annoncées en septembre 2012 pour venir au secours des pays les plus mal en point et dont la concrétisation n'a toujours pas eu lieu. En renvoyant la décision de la légalité de telles opérations aux juges de la Cour de justice européenne, l'Allemagne a franchi une étape historique consistant à se défaire d'un sujet sur lequel elle avait, de facto jusqu'alors, un pouvoir de véto.

- La seconde est arrivée le 18 mars avec l'approbation définitive par la Cour Constitutionnelle de Karlsruhe du mécanisme européen de stabilité, le MES, rejetant ainsi les plaintes selon lesquelles ce dernier n'était pas suffisamment contrôlé par le Bundestag.

Ces deux précédents donnent indiscutablement plus de poids au changement de rhétorique de ces derniers jours du Président de la Bundesbank, Jens Weidmann. Comment s'expliquer un tel revirement de la position allemande, les craintes de déflation ou celles d'un euro trop fort peuvent-elles le justifier ? Sans doute en partie, notamment, depuis qu'il est évident que les perspectives allemandes en pâtissent. Or le diagnostic est aujourd'hui sans appel.

Exportations et pespectives à l'exportation de l'enquête IFO



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'Allemagne ne résiste pas au mouvement de désinflation régional

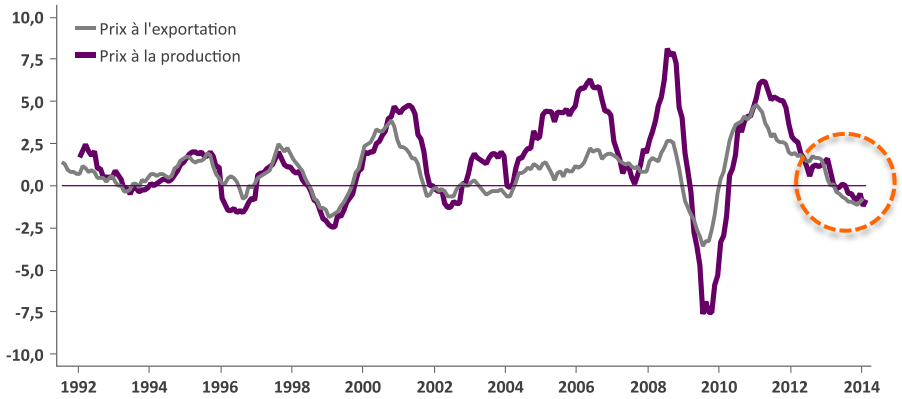
Les tendances sur le front de l'évolution des prix ne laissent guère de doutes : le risque d'une poursuite du déclin du taux d'inflation est maximum en zone euro, Allemagne y compris. Selon les derniers chiffres harmonisés, la hausse des prix à la consommation n'a pas excédé 1 % au cours des douze derniers mois outre-Rhin, un chiffre en repli de 0,8 points sur un an et de 1,5 points sur deux ans. Si les données nationales d'une inflation sous-jacente de 1,7 %, sont moins inquiétantes, l'analyse détaillée de l'environnement de prix n'est guère réconfortante, ainsi :

- Au cours des douze derniers mois, l'Allemagne a enregistré une décrue de ses prix à la production de biens industriels de 2,5 %, un rythme rarement égalé en dehors de périodes extrêmes (crise asiatique de 1998 et récession de 2009). En partie, seulement, explicable par la baisse des prix énergétiques, la désinflation gagne du terrain dans tous les secteurs, dans lesquels l'Allemagne affiche des résultats du même ordre que ceux observés dans bon nombre de pays du sud de l'UEM, dont la santé économique est pourtant beaucoup plus fragile.

- Au cours de la même période, les prix à l'exportation ont enregistré la même décrue, témoignant pour leur part de difficultés croissantes sur le front extérieur.

Prix industriels à la production et des prix des exportations

Glissement annuel en %

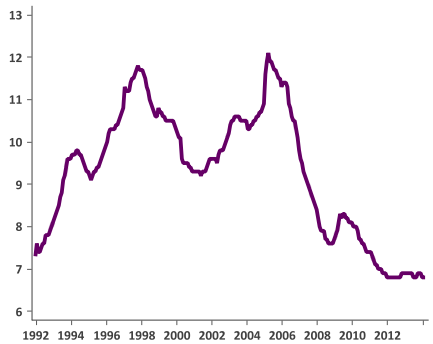


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Même le bas niveau de chômage, retombé en février à 6,8 % de la population active, n'a que peu d'effets sur les salaires. La croissance annuelle des rémunérations s'est infléchie ces derniers temps, dans l'industrie comme dans le reste du l'économie, se traduisant par une inertie anormale des salaires réels au bas niveau du taux de chômage, en d'autres termes à une discontinuité de la courbe de Phillips, relation traditionnellement solide en Allemagne.

Taux de chômage allemand

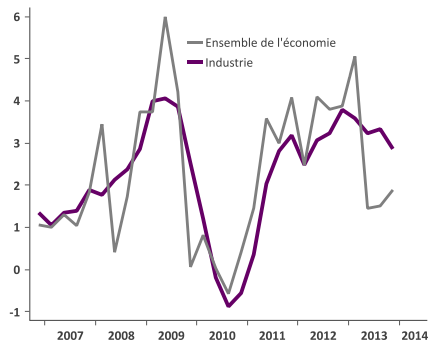
En % de la population active



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

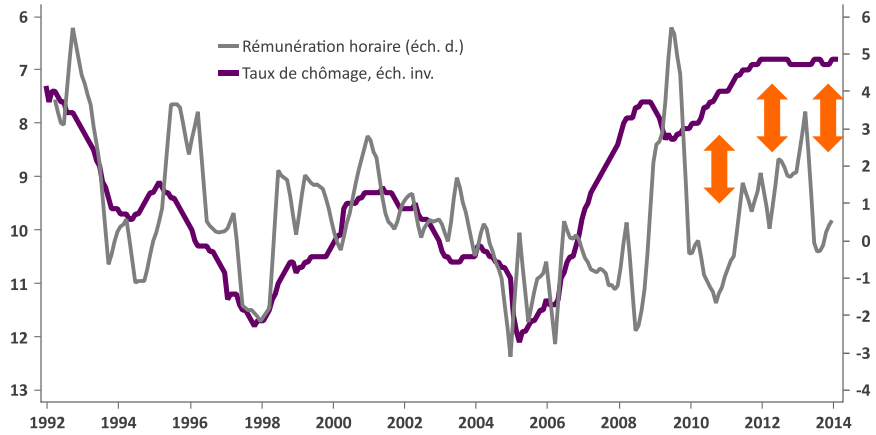
Rémunération horaire en Allemagne

Glissement annuel en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Evolution du salaire horaire réel et du chômage en Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

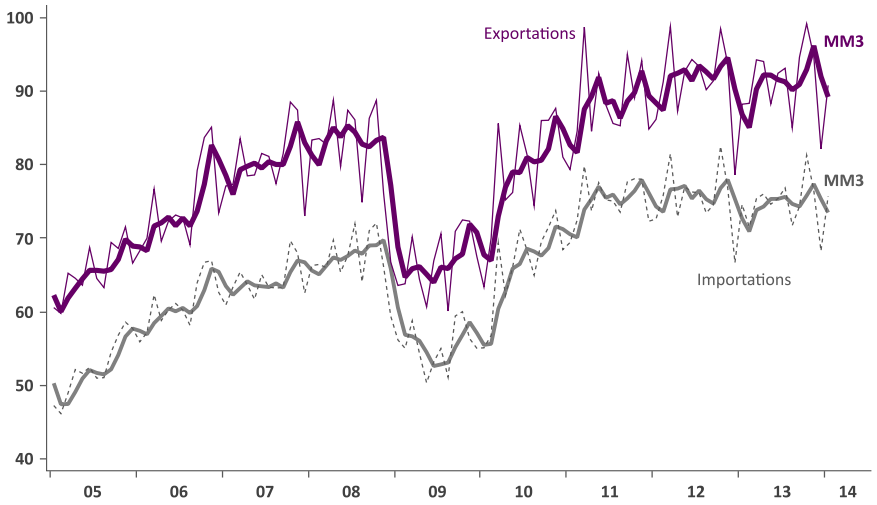
L'Allemagne n'est donc pas à l'abri d'une poursuite du mouvement de désinflation.

En cause, la perte de vitesse des exportations allemandes

C'est bien des déceptions sur le front extérieur que proviennent les explications les plus convaincantes à ces évolutions.

Malgré l'amélioration relativement soutenue des débouchés à destination de la zone euro depuis le début de l'hiver, la croissance des exportations allemandes n'atteignait pas 3 % l'an à la fin janvier, une évolution assurément insuffisante pour permettre d'entretenir une croissance à la hauteur des attentes qui s'est déjà traduite par la perte de 45 000 emplois industriels ces trois derniers mois.

Commerce extérieur allemand, Md EUR

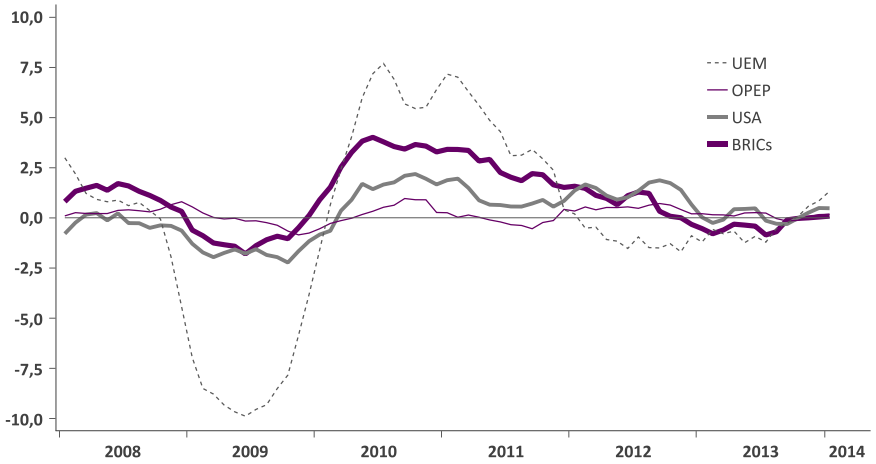


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Avec 30 % de ses débouchés à destination du monde émergent, l'Allemagne subit de manière de plus en plus évidente le contrecoup de la détérioration des conditions économiques du monde émergent, simultanément affectées par le durcissement des conditions monétaires des pays en proie à une instabilité du change (Turquie, Brésil, Inde notamment), le ralentissement de la demande chinoise et, maintenant, les sanctions européennes imposées à la Russie. Après avoir au mieux stagné depuis le début de l'année dernière, les exportations allemandes à destination du monde émergent risquent fort de se contracter dans les mois à venir, un scénario que les dirigeants allemands n'ignorent pas et susceptible de leur faire observer la situation présente d'un œil nouveau. Contrairement à un sentiment jusqu'alors dominant, l'Allemagne ne s'en sortira pas, dans le contexte présent, sans une zone euro définitivement plus solide, tout comme elle est sans doute plus exposée à l'appréciation de l'euro.

Contribution à la croissance annuelle des exportations allemandes

En point de %, MM3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

À ce titre, les développements sur le front des devises asiatiques importent probablement davantage que la parité du seul billet vert. Après les Abenomics, le revirement de la politique chinoise n'est sans doute pas totalement étranger au changement de perception de l'Allemagne.

La bonne nouvelle initiale devient dès lors moins enthousiasmante. La BCE fera plus, c'est quasiment acquis, mais bel et bien parce que les perspectives de croissance de la zone euro sont à nouveau en danger.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com