

France-Allemagne, question de momentum



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

22 mai 2015

Les détails maintenant publiés de la croissance allemande, l'analyse qui en est faite est sans équivoque : les développements observés outre-Rhin sont bons ! Au premier trimestre, les dépenses de consommation ont progressé de 0,6 %, après deux trimestres de hausse de 0,7 % chacun ; l'investissement des entreprises a augmenté de 1,5 % ; l'investissement immobilier s'est ressaisi de 1,3 % et les exportations, certes légèrement moins dynamiques qu'au second semestre 2014, se sont néanmoins accrues de 0,8 % pour ressortir en hausse de 4,3 % sur un an. Ces bons résultats se sont traduits par deux effets :

- un destockage à hauteur de trois dixièmes du PIB, la croissance hors effets stocks aura donc été de 0,6 %, plutôt que de 0,3 % - l'inverse du cas français où la hausse totale du PIB de 0,6 % n'est plus que de 0,1 % hors stocks ;
- un rebond des importations de 1,5 %, suggérant que le pays joue enfin le rôle de locomotive à l'égard du reste de la zone euro, dont témoigne d'ailleurs l'accélération des exportations françaises à destination de l'Allemagne au cours des six derniers mois à mars.

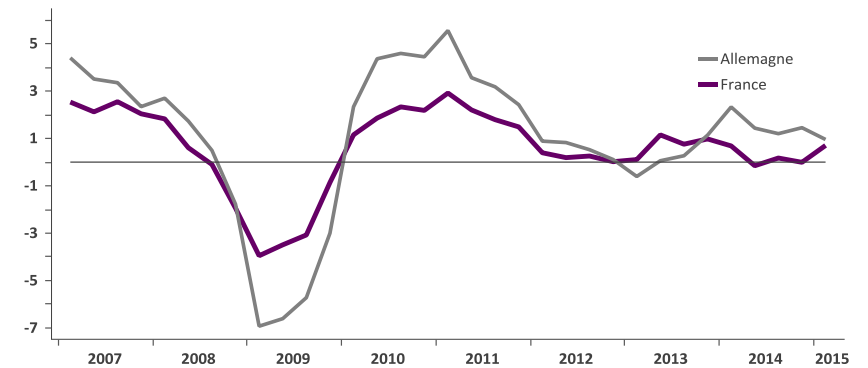
Pourquoi dès lors ne pas s'arrêter là et en tirer les conclusions qui s'imposent : l'Allemagne va bien, beaucoup mieux que ses partenaires, et se trouve, maintenant, en mesure de tirer la croissance régionale grâce au regain de sa demande domestique, ce qui ne peut être que porteur pour le DAX ?

Des « momentum » divergents

La réponse tient essentiellement dans les divergences de *momentum* observées. Malgré la qualité des données du début de cette année, la croissance allemande n'a pas dépassé 1 % au cours des quatre derniers trimestres, soit son plus faible résultat depuis la fin de l'année 2013. Or, à en juger par le plafonnement des indicateurs du climat des affaires, l'économie allemande pourrait avoir du mal à se hisser beaucoup plus haut dans les prochains trimestres. La situation est précisément l'inverse en France où malgré la relative médiocrité des résultats économiques récents, les choses

semblent, enfin, prendre une tournure plus réconfortante, à en juger par les résultats de l'enquête INSEE de ce matin qui ne manqueront pas de convaincre bon nombre d'observateurs que les développements de l'économie française vont dans le sens d'une amélioration plus profonde. Les deux principales économies de la zone euro sont donc sur des pentes divergentes, l'une risquant d'avoir enregistré le meilleur de sa performance, l'autre, bien qu'ayant encore tout à prouver, offrant dorénavant plus d'espoir d'amélioration. Dans un contexte de correction du marché allemand, cet avantage relatif pourrait venir servir un peu plus nettement que jusqu'alors la cause du marché français dans un avenir proche.

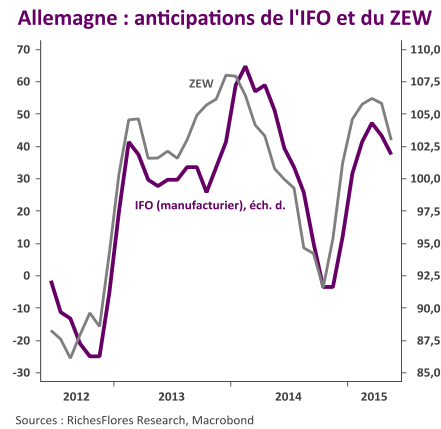
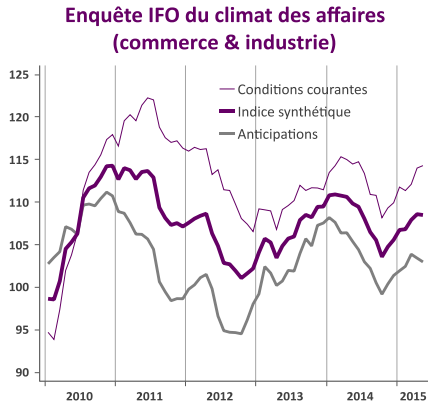
Croissance du PIB réel, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

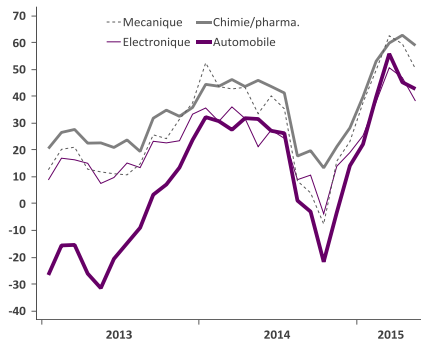
Allemagne, le meilleur vraisemblablement est derrière nous

L'enquête IFO du mois de mai a plutôt bien résisté, l'indice phare restant porté par le haut niveau persistant du sentiment sur les conditions courantes. Pour autant, l'indice plafonne, validant en ce sens les indications fournies par le ZEW depuis le mois de mars.

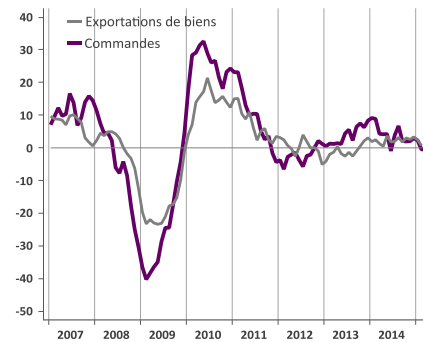


De tels écarts entre les deux enquêtes, bien qu'assez fréquents, ne durent jamais longtemps. Il serait d'ailleurs surprenant que l'indice IFO échappe à un tassement futur à en juger par le retournement des perspectives du secteur manufacturier. La détérioration de l'environnement international à l'origine de cette inflexion ne semble pas amenée à s'interrompre sous peu et entame de plus en plus la croissance des secteurs les plus exposés à l'exportation que sont en particulier : l'industrie mécanique, la chimie, l'électronique mais aussi l'automobile.

ZEW sentiment sur les principaux secteurs à l'export

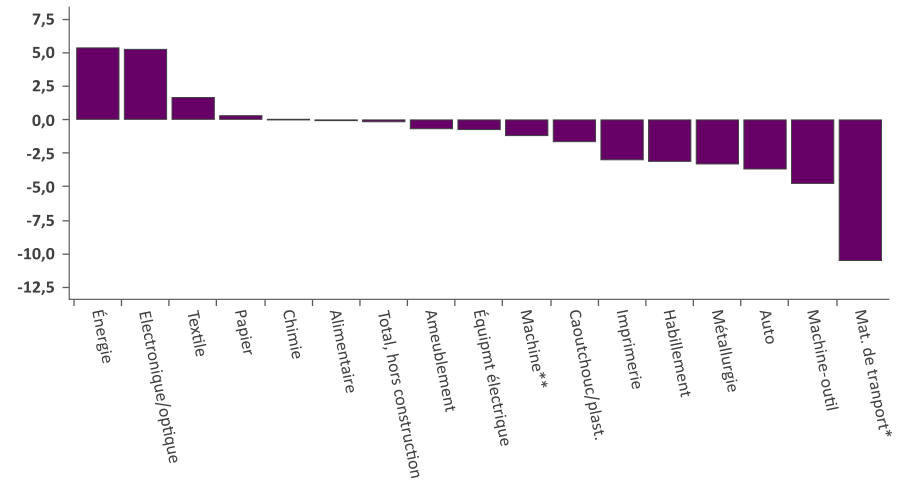


Commandes à l'exportation et exportations en volume, GA en %



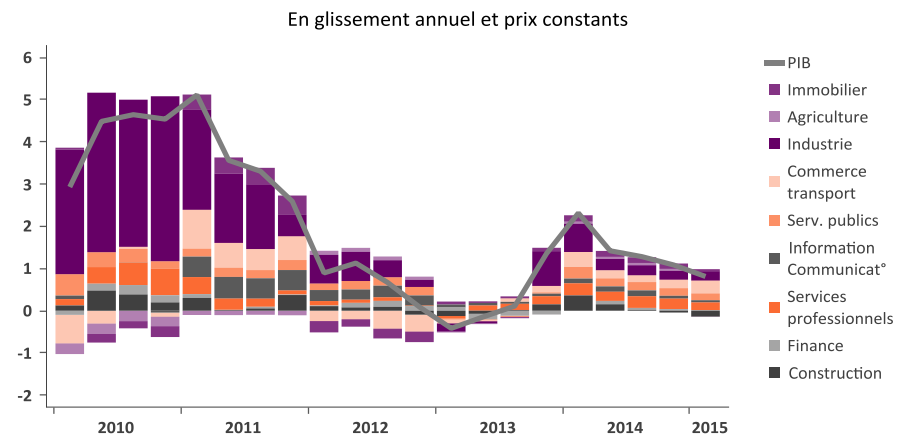
Le contexte domestique ne pourra pas longtemps être protégé des effets en retour de cette situation dont l'industrie paie largement les frais. Au cours des douze derniers mois, l'activité manufacturière a stagné, en effet, tirée à la baisse par la plupart de ses secteurs de prédilection.

Croissance annuelle de la production par secteur, en % (mars 2015)



Or l'économie allemande est bien trop dépendante de son industrie pour prétendre pouvoir retrouver une croissance durablement soutenue sans le réveil de ces activités, autrement dit, sans celui de la demande internationale qui aujourd'hui fait défaut, en dépit du soutien apporté par la dépréciation de l'euro.

Contributions à la croissance annuelle du PIB allemand



Malgré les bonnes nouvelles apportées par la décomposition du PIB allemand du premier trimestre, la croissance pourrait ainsi avoir du mal à s'accélérer significativement dans les tout prochains trimestres et ne pas avoir la capacité de satisfaire les attentes du consensus qui, en mai, s'élevaient à 2 % ; notre propre estimation n'excède pas 1,6 %.

La France redémarre plus franchement

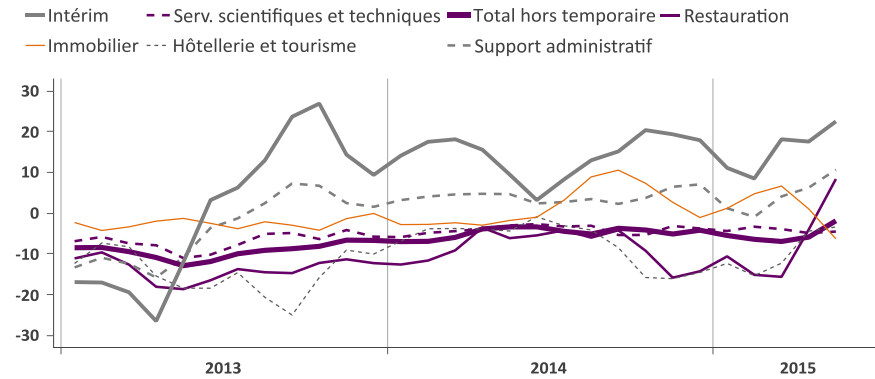
Malgré un détail du PIB français mitigé au premier trimestre, notamment marqué par la quasi-absence de reprise de l'investissement et une forte contribution des stocks à la croissance trimestrielle, les tendances conjoncturelles semblent redevenir plus prometteuses pour l'économie française.

Après un frémissement de l'indice PMI manufacturier, les résultats de l'enquête mensuelle de l'INSEE ont apporté de bonnes nouvelles au mois de mai : l'amélioration confirmée du climat des affaires dans l'industrie et la reprise du climat de confiance dans le tertiaire sont indiscutablement bienvenus après les tendances timorées de ces derniers mois.

Mais c'est dans le détail, notamment sur le front de l'emploi, que cette enquête est plus encourageante, les retours en provenance des prestataires de services décrivant notamment une assez sensible amélioration des perspectives d'emplois dans une majorité de secteurs que sont, en particulier :

- l'hôtellerie, la restauration et le tourisme, signe probable des effets de l'amélioration du contexte sur le front de la consommation,
- les activités de support administratif, signe vraisemblable de moindres pressions à la baisse des coûts du côté des entreprises,
- et, plus généralement, l'emploi intérimaire,
- l'immobilier étant, sans surprise, le seul secteur à continuer à voir ses perspectives d'embauches se dégrader aujourd'hui.

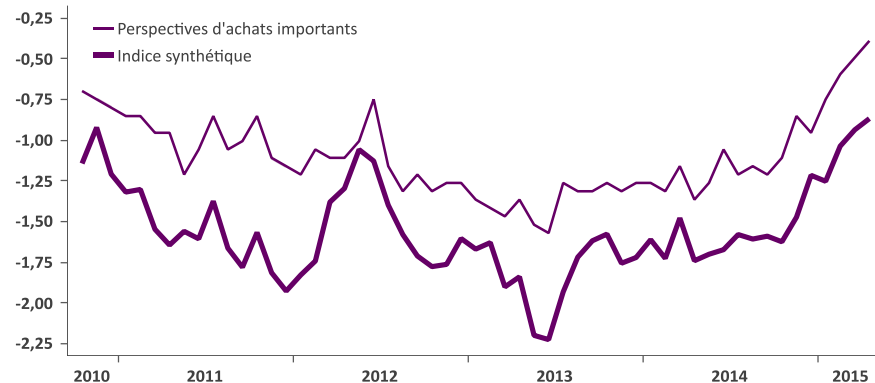
Tendance prévue de l'emploi dans les principaux secteurs



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cette décrispation du côté de l'emploi devrait se retrouver dans les créations effectives de postes des prochains mois et aider à consolider la reprise de la consommation que nous signalent les ménages depuis le début de l'année à travers l'amélioration persistante de leur confiance et de leurs perspectives d'achats.

Confiance des ménages français

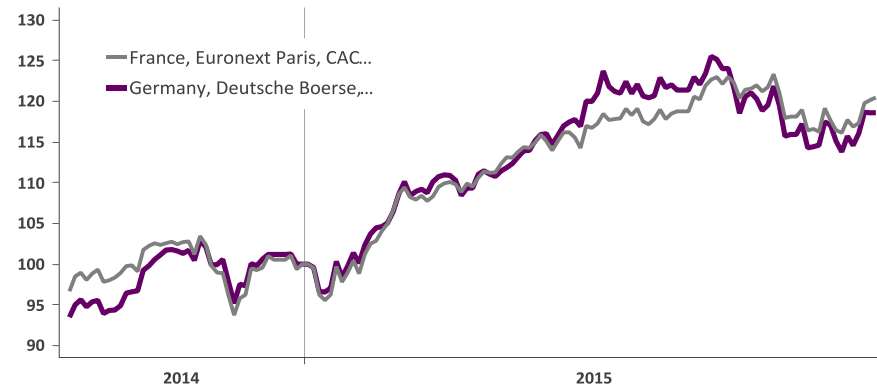


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'économie française semble donc de nouveau avoir le vent en poupe malgré un début d'année chaotique au cours duquel les chiffres de croissance du PIB ne parvenaient à convaincre du caractère durable de l'embellie de la situation. Au contraire de l'économie allemande, sa capacité à surprendre positivement existe et le champ de révisions à la hausse du consensus, aujourd'hui à 1,1 % seulement pour cette année, est intact (notre propre estimation est à 1,3 %).

À l'heure où, pour toutes les raisons évoquées plus haut, le marché allemand nous semble devoir poursuivre la voie d'une correction graduelle additionnelle à la baisse, la tournure des indicateurs français pourrait se révéler d'une protection plus efficace que jusqu'alors pour les indices français par rapport au DAX.

Vers une surperformance plus marquée du CAC par rapport au DAX



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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