

Le grand retour de l'Allemagne



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

16 octobre 2015

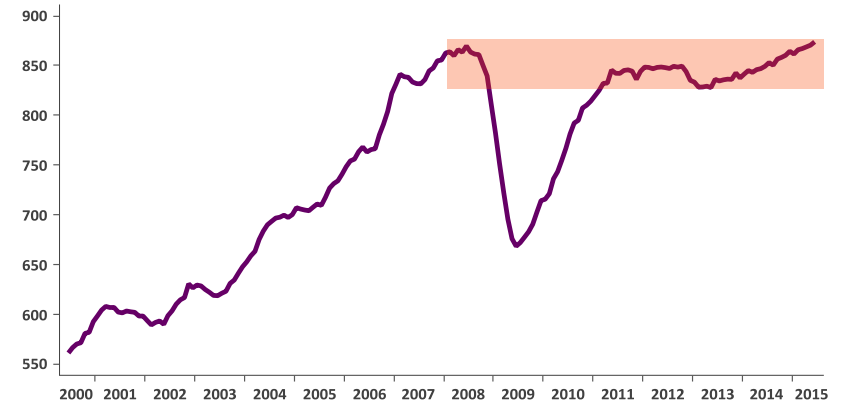
Emblème de la réussite à l'exportation et économie vieillissante pour laquelle les perspectives de consommation n'ont a priori rien de très porteur, l'économie allemande est-elle vouée au déclin dans un monde où la dynamique des échanges mondiaux de marchandises semble structurellement entamée ? C'est en ces termes que de nombreux observateurs sont tentés d'aborder la question allemande aujourd'hui, concluant pour la plupart aux mêmes inquiétudes que celles que nous avons formulées début 2014 lorsque nous nous étions emparés de cette question (voir « [Allemagne, l'heure des choix](#) », PPT du 28 janvier 2014). L'économie allemande semble pourtant s'éloigner de plus en plus de ces clichés, au point peut-être de préparer son grand retour. S'il est bien difficile d'en prendre le pari dès à présent, notamment après l'affaire Volkswagen, les développements de ces derniers trimestres forcent incontestablement à se poser la question.

La machine exportatrice allemande a du plomb dans l'aile

Au cours des trois dernières années, la contribution des exportations nettes à la croissance allemande n'a pas atteint 0,4 point en moyenne par an ; c'est trois à quatre fois moins que le soutien apporté durant les trois derniers cycles. Sept ans après la crise de 2008, le volume de ses exportations est ainsi à peine revenu à son niveau d'avant crise, quand il avait progressé de plus de quarante pourcent au cours des sept années antérieures.

Sans surprise, l'Allemagne compte parmi les premières victimes du ralentissement des échanges mondiaux, en particulier de l'anémie de demande pour les biens d'équipement et, plus récemment, les biens intermédiaires, sur lesquels repose une grande partie de l'industrie du pays. Si, comme cela est de plus en plus vraisemblable, le mouvement de dé mondialisation aujourd'hui à l'œuvre vient à se confirmer, l'Allemagne ne retrouvera pas de sitôt ce qui a constitué sa première ressource de croissance, à savoir, ses exportations.

Exportations allemandes en volume (M d'euros de 2010)

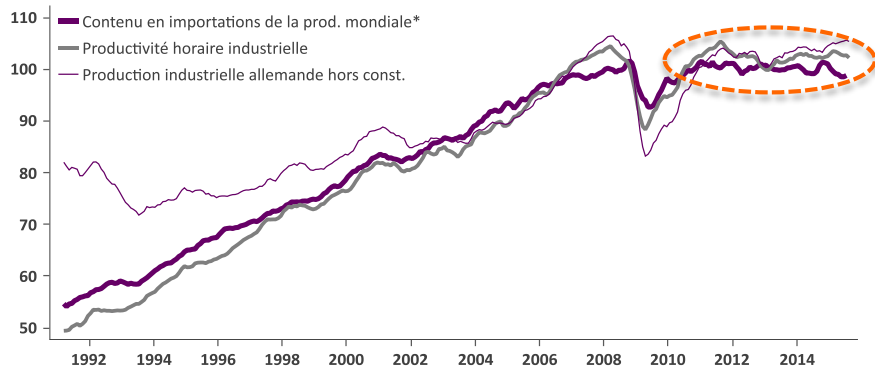


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ce constat est alarmant à bien des égards. Avec le quart de son PIB dédié à l'industrie, l'économie allemande pourrait sans tarder souffrir de surcapacités structurelles de production aux effets éminemment dévastateurs. Cohérente avec l'inertie des exportations, la production industrielle allemande n'a d'ailleurs quasiment pas augmenté depuis la crise de 2008, quand la productivité du secteur a littéralement stagné.

Dans le sillage du nouveau ralentissement des échanges mondiaux depuis le printemps, le repli des commandes à l'exportation n'a pas tardé à imprimer sa marque sur l'activité industrielle et la rentabilité du secteur ainsi qu'en témoigne la disparition des gains de productivité (selon les données publiées cette semaine, la productivité horaire se serait repliée de 1,5 % au moins d'août affichant ainsi une baisse de 0,3 % sur un an).

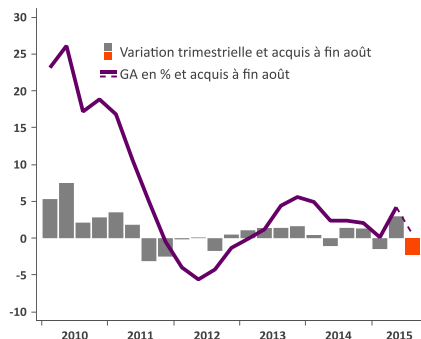
Contenu en importations de la production mondiale, production et productivité industrielles en Allemagne, indices, MM3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* Production/importations mondiales en volume, indice

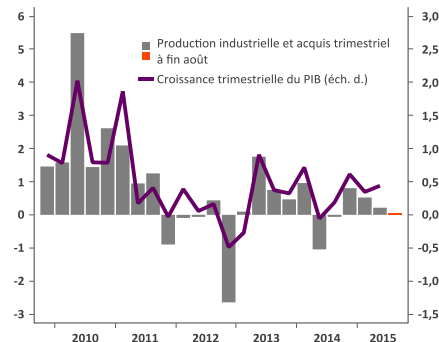
Ajoutés aux dégâts causés par l'affaire Volkswagen, l'industrie contribuera vraisemblablement négativement à la croissance du troisième et, possiblement, du quatrième trimestre de cette année. Au total, la situation ressemble à s'y méprendre à celle de l'an dernier à la même période. L'Allemagne est-elle au bord d'une récession ?

Commandes à l'industrie allemande, totales, en volume



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance trimestrielle de la production industrielle et du PIB réel



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

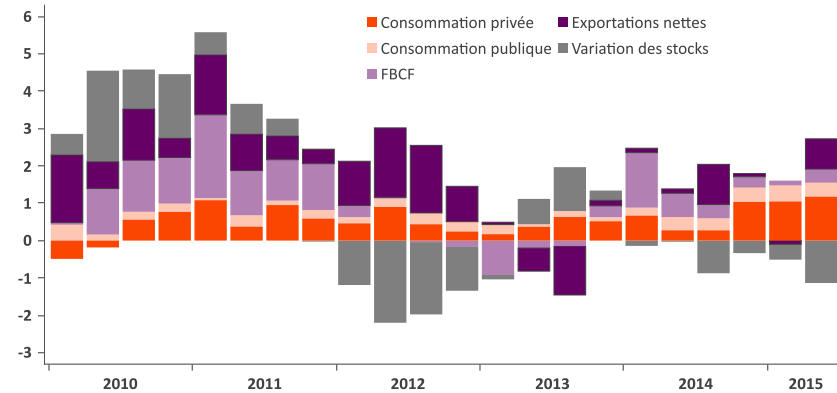
Les consommateurs allemands reprennent le flambeau

Telle n'est pas l'histoire qui semble se profiler. Notamment parce que la consommation, graduellement plus dynamique ces dernières années, constitue

aujourd'hui une source de croissance d'une rare amplitude au regard du passé récent de cette économie.

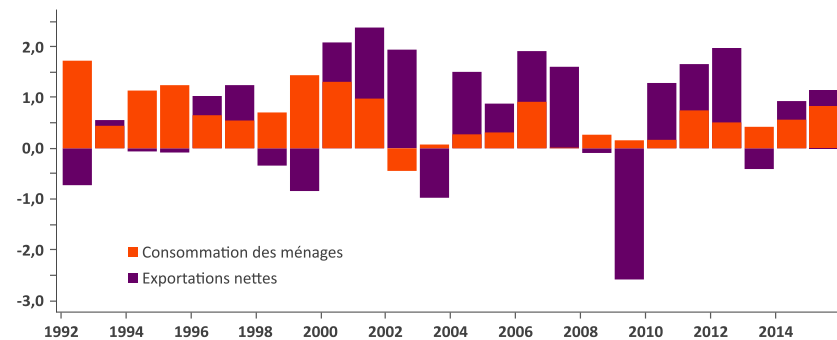
Au contraire d'une idée reçue, les performances honorables de l'Allemagne ne proviennent pas de ses exportateurs ces derniers temps mais bel et bien de ses consommateurs. Ainsi, depuis le début de l'année 2012, la contribution de la consommation privée à la croissance du PIB s'est établie à plus de 0,8 point en moyenne par an, une progression deux à trois fois plus élevée qu'au cours des deux derniers cycles. Il faut, en effet, remonter aux années quatre-vingt-dix, après la réunification, pour trouver une configuration comparable.

Contributions à la croissance annuelle du PIB réel



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

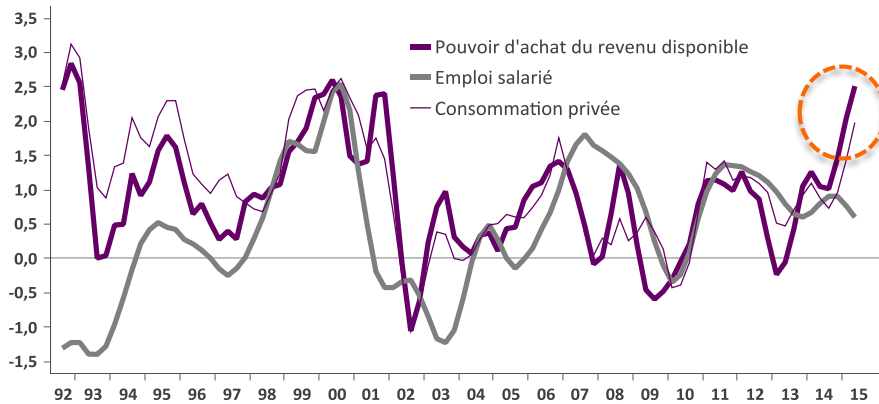
Contributions à la croissance annuelle du PIB réel allemand de 1992 à 2015 *



Sources : RichesFlores Research, Macrobond,
*Année 2015 calculée à partir de l'acquis à la fin du deuxième trimestre

Plusieurs éléments ont contribué à ce réveil de la consommation, parmi lesquels un certain nombre de facteurs d'ordre conjoncturel que résumant tout à la fois le regain des créations d'emplois dans les services et la construction, la chute du taux de chômage et, depuis le début de l'année, les effets combinés de l'introduction d'un salaire minimum et de la chute de la facture énergétique. Ainsi, malgré la moins bonne tenue du marché de l'emploi depuis le début de l'année, les gains de pouvoir d'achat ont enregistré une augmentation de plus de 2,5 % l'an ces trois derniers trimestres, leur plus forte progression en quinze ans.

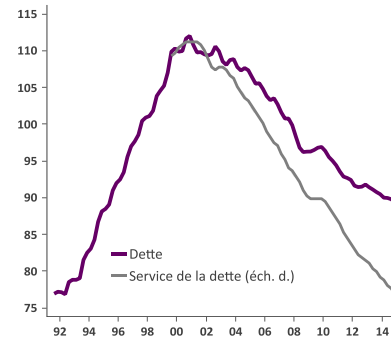
Emploi, pouvoir d'achat et consommation réelle des ménages allemands, GA lissé sur 3 trimestres, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

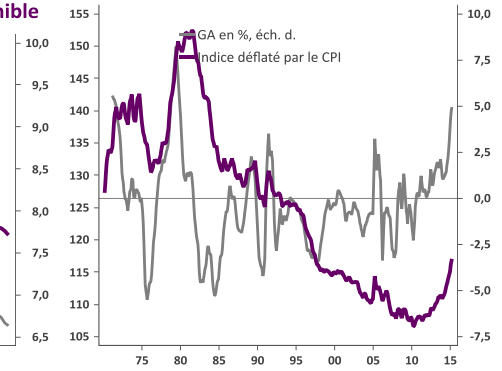
Au-delà de conditions conjoncturelles favorables, dont rien ne garantit la pérennité, l'amélioration de la situation financière des ménages constitue aujourd'hui un cadre beaucoup plus porteur que par le passé à la consommation. Le haut niveau d'endettement des Allemands qui, combiné aux effets dépressifs de l'éclatement de la bulle immobilière des années post-unification, a paralysé le crédit et le marché de la construction tout au long des années deux mille, est aujourd'hui résorbé. Non seulement, en effet, le taux d'endettement des particuliers s'est considérablement réduit au fur et à mesure de la chute des taux d'intérêt mais le marché immobilier connaît une expansion, à certains égards, plus marquée qu'au lendemain de l'unification, enregistrant aujourd'hui des hausses de prix réels sans équivalent depuis le début des années quatre-vingts, de 5 % l'an récemment.

Charge d'intérêt et dette des ménages allemands, en % de leur revenu disponible



Sources : RichesFlores Research, données BIS, Macrobond

Prix réels de l'immobilier en Allemagne



Sources : RichesFlores Research, données BIS, Macrobond

Le recentrage domestique de l'économie allemande peut-il sauver sa croissance ?

Or, le boom domestique allemand pourrait bien se poursuivre. Non seulement en effet, parce que les conditions monétaires sont exceptionnellement accommodantes, et amenées à le rester, mais, également, parce que les conditions de rémunérations et l'impulsion provoquée par l'afflux de réfugiés (voir « [Cure de jouvence allemande](#) » du 11 septembre 2015) forment un ensemble particulièrement stimulant sur le front domestique.

Cette configuration permettra-t-elle à l'Allemagne d'absorber le choc en provenance du reste du monde ? C'est vraisemblable, quand bien même :

- 1- la situation pourrait devenir plus critique en cas de détérioration accélérée de la demande internationale, notamment dans l'éventualité d'une récession américaine l'an prochain, risque que l'on ne peut écarter, aujourd'hui ;
- 2- le regain de dynamisme domestique risque fort ne suffira pas à absorber les excès de capacités productives susceptibles de naître d'une anémie durable des échanges industriels mondiaux, ce que la valorisation des entreprises du Dax n'a pas manqué de nous signaler ces dernier mois.

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