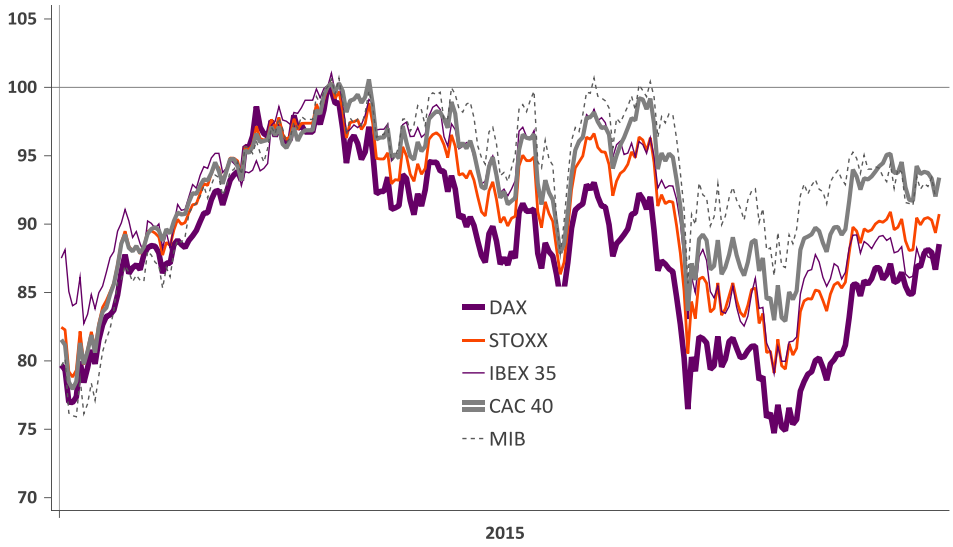
La croissance allemande ne « paie » pas

L'économie allemande, c'est évident, va bien. Malgré le ralentissement de sa croissance au troisième trimestre, les indicateurs du climat des affaires permettent d'envisager la fin de l'année sur une note sereine en dépit de la détérioration du contexte international et des répercussions de l'affaire Volkswagen. À l'origine de cette résistance, deux soutiens : l'embellie de la conjoncture régionale, dont l'Allemagne retire quelques bénéfices mais, surtout, l'amélioration de sa situation domestique de plus en plus influente sur la croissance nationale. Les effets de cette bonne santé se font malgré tout attendre : l'Allemagne n'est pas la locomotive escomptée à l'égard du reste de la zone euro et sa performance boursière n'est guère plus favorable que celle de ses partenaires. Après une longue période de sous performance amorcée au printemps, le ressaisissement du DAX depuis le mois d'octobre est loin d'avoir été spectaculaire, l'indice allemand affichant toujours un repli de 13 % par rapport à son point haut annuel du 10 avril, à comparer à un retrait de 10 % de l'EUROSTOXX et de 7 % pour le CAC 40 sur la même période. Comment expliquer ces déceptions et que suggèrent-elles pour les prochains mois ?

Indices de références européens, point haut du DAX du 10 avril=100

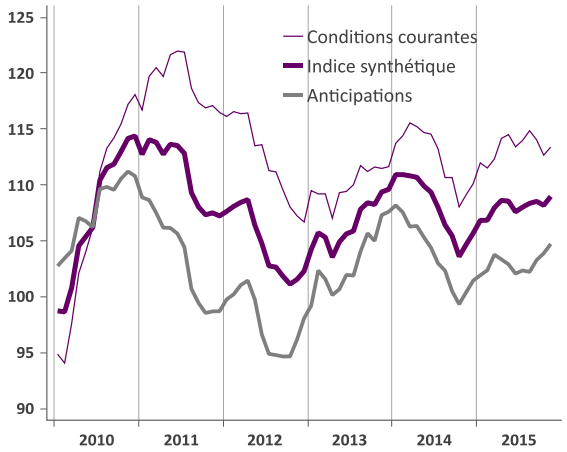


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'économie allemande résiste au choc extérieur

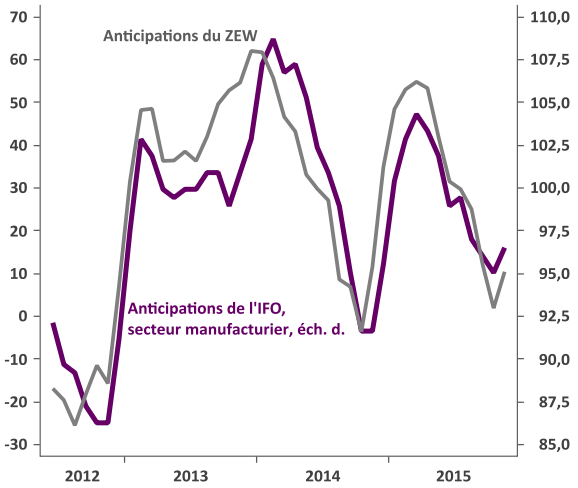
Alors que l'Allemagne semblait particulièrement exposée à la détérioration du contexte international, les indicateurs de confiance rassurent. Au mois de novembre, l'enquête ZEW auprès des analystes financiers, l'IFO et le PMI auprès des chefs d'entreprises ont tous donné le même signal : les perspectives allemandes se ressaisissent.

Enquête IFO du climat des affaires (commerce & industrie)



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

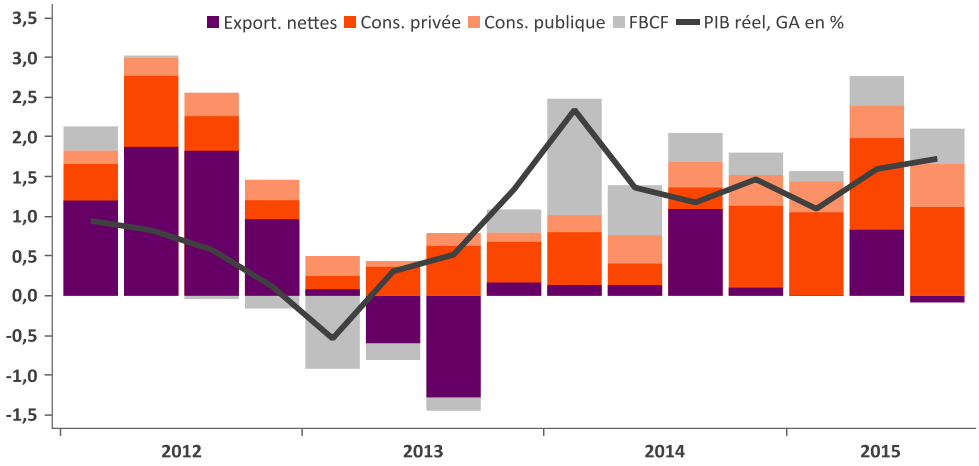
Allemagne : anticipations de l'IFO et du ZEW



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Si la situation industrielle n'est pas au beau fixe, après une contraction de 0,2 % de la production au troisième trimestre suite à une hausse de seulement 0,2 % au deuxième, les activités de services et la construction sauvent la mise. C'est un fait notable, les développements de la conjoncture allemande sont aujourd'hui de plus en plus liés à ce qui se passe sur le front domestique ; en l'occurrence, une solide reprise de la consommation privée et de l'immobilier ainsi qu'une croissance constante des dépenses publiques. (voir pour plus de détails « *Le grand retour de l'Allemagne* » du 6 octobre 2015)

Contributions à la croissance annuelle du PIB réel*

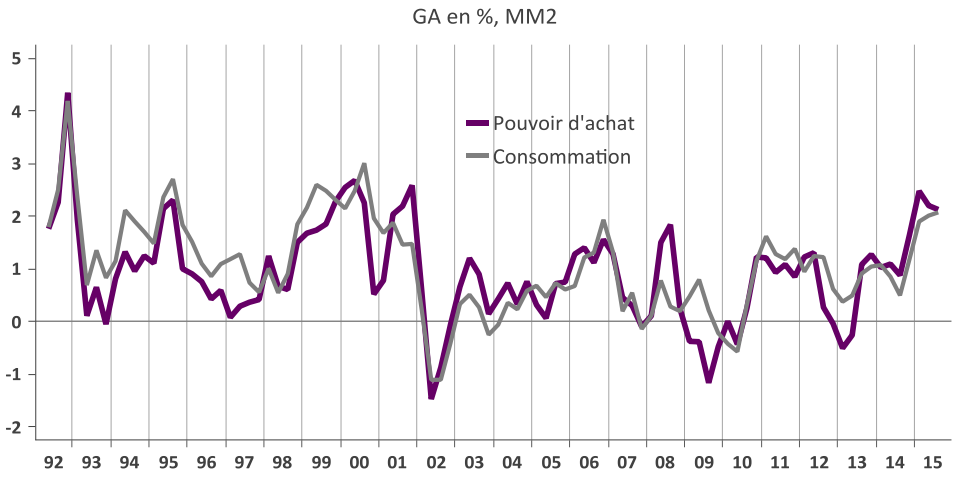


Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* les variations de stocks, absentes de ce graphique, expliquent l'écart entre la somme des plot et la courbe du PIB

Selon les détails du PIB allemand publiés cette semaine, la consommation privée a ainsi progressé de 0,6 % au troisième trimestre tandis que les dépenses publiques ont bondi de 1,3 %, vraisemblablement en bonne partie du fait des frais engagés pour l'accueil des réfugiés. Les dépenses de consommation publiques et privées, ont donc, au total, ajouté un demi-point à la croissance du PIB réel allemand entre le deuxième et le troisième trimestre, un résultat sans équivalent depuis 2009. Or, ce mouvement à toutes les chances de se poursuivre, ceci pour au moins trois raisons :

1- La situation des ménages allemands s'est notablement améliorée ces derniers temps. Non seulement leurs revenus sont dopés par des créations d'emplois, toujours abondantes, mais la croissance des salaires est aujourd'hui soutenue par les effets combinés de l'introduction d'un salaire minimum début 2015 et le bas niveau persistant du taux de chômage. En l'absence d'inflation, l'ensemble autorise une progression du revenu disponible rarement égalée au cours des vingt dernières années, comprise entre 2 % et 2,5 % l'an depuis le premier trimestre 2015.

Pouvoir d'achat du revenu disponible et consommation réelle



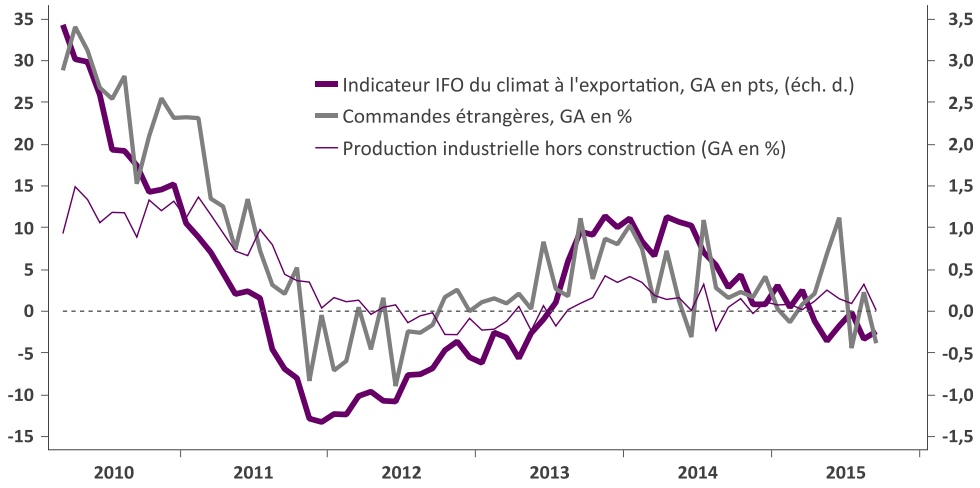
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

2- Les dépenses publiques nécessaires pour faire face à l'afflux de réfugiés ont, par ailleurs, tout lieu de s'accélérer au cours des mois d'hiver durant lesquels les efforts les plus importants seront requis pour faire face à une urgence humanitaire d'ampleur exceptionnelle à l'échelle européenne. Avec un budget estimé à 10 milliards d'euros par le gouvernement allemand, (0,3 % du PIB) l'impact sur l'activité domestique pourrait avoisiner 0,5 % en année pleine (voir à ce sujet « *Cure de jouvence allemande* »).

3- L'Allemagne est, enfin, le pays de la zone euro le mieux placé pour tirer parti de la politique monétaire particulièrement accommodante de la BCE au regard de sa situation conjoncturelle. La reprise immobilière que l'on peut en large part attribuer à l'environnement exceptionnel de très bas taux d'intérêt et d'abondance de liquidités constitue, à ce titre, un soutien de plus en plus large à la croissance, que ce soit par la voie de l'activité de la construction ou par celle des effets richesse.

Après dix années durant lesquels les ressources de la croissance allemande sont avant tout provenues de l'extérieur, la rendant *de facto* très vulnérable à tout choc externe, l'Allemagne semble aujourd'hui beaucoup mieux lotie pour faire face à une dégradation de son environnement à l'exportation et aux déboires qui en découlent pour son industrie.

Production industrielle, commandes et climat à l'exportation



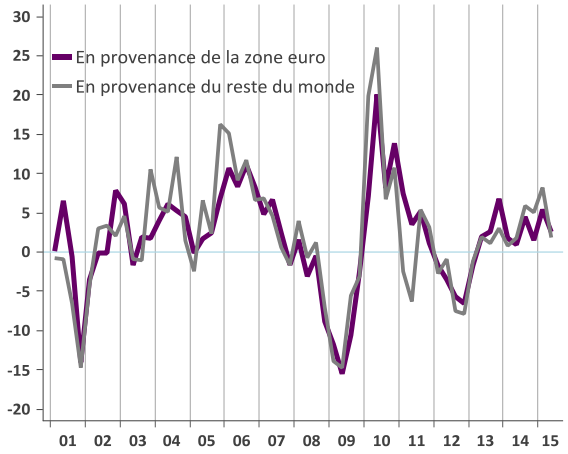
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ce nouveau paradigme n'est toutefois pas sans conséquences, dont on soulèvera ici deux effets contrariants : une croissance moins gourmande en importations, et donc d'une moindre capacité de diffusion régionale, et moins rentable pour les grandes entreprises allemandes, très largement industrielles.

Une croissance moins gourmande en importations…

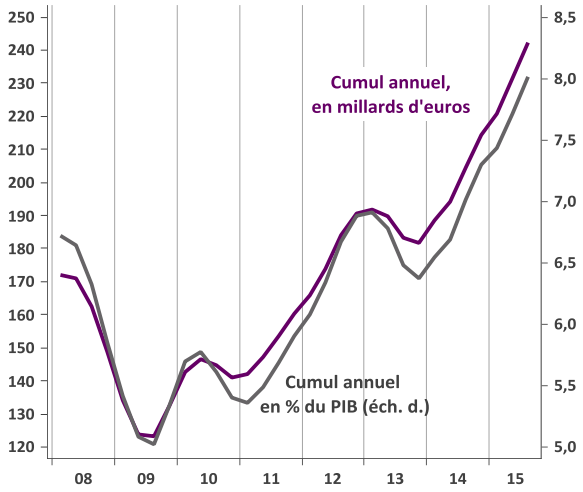
Le taux de pénétration de l'économie allemande s'est, en effet, assez nettement infléchi ces dernières années de sorte que, malgré la bonne tenue de la demande domestique, la croissance des importations allemandes, tant en provenance de la zone euro que du reste du monde, reste particulièrement faible. Ajouté aux effets de la chute des prix des matières premières, l'ensemble continue à alimenter un gonflement préoccupant de l'excédent courant, aujourd'hui de plus de 8 % du PIB.

Croissance annuelle des importations allemandes en volume



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

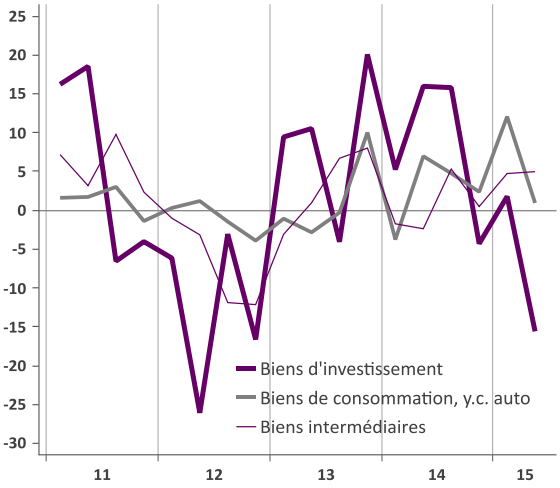
Balance courante de l'Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

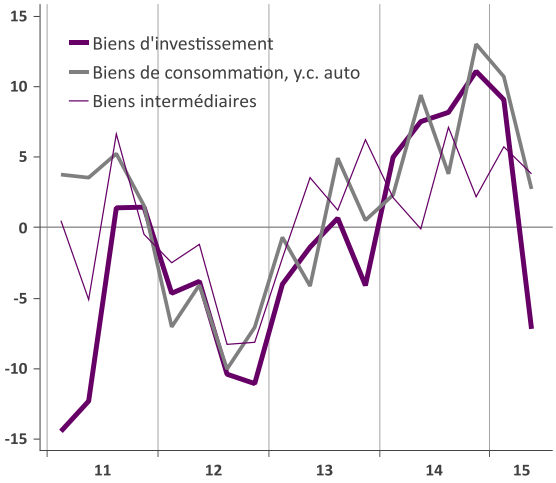
De fait, l'industrie est par nature beaucoup plus consommatrice de biens importés que les activités de services actuellement sollicitées par le surcroît de demande domestique. Les importations de biens d'équipement et de biens intermédiaires, qui absorbent plus de 60 % du total des importations allemandes, sont très sensibles aux tendances de l'activité manufacturière et subissent de plein fouet le contrecoup industriel de ces derniers mois.

En provenance de la zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

En provenance du reste du monde



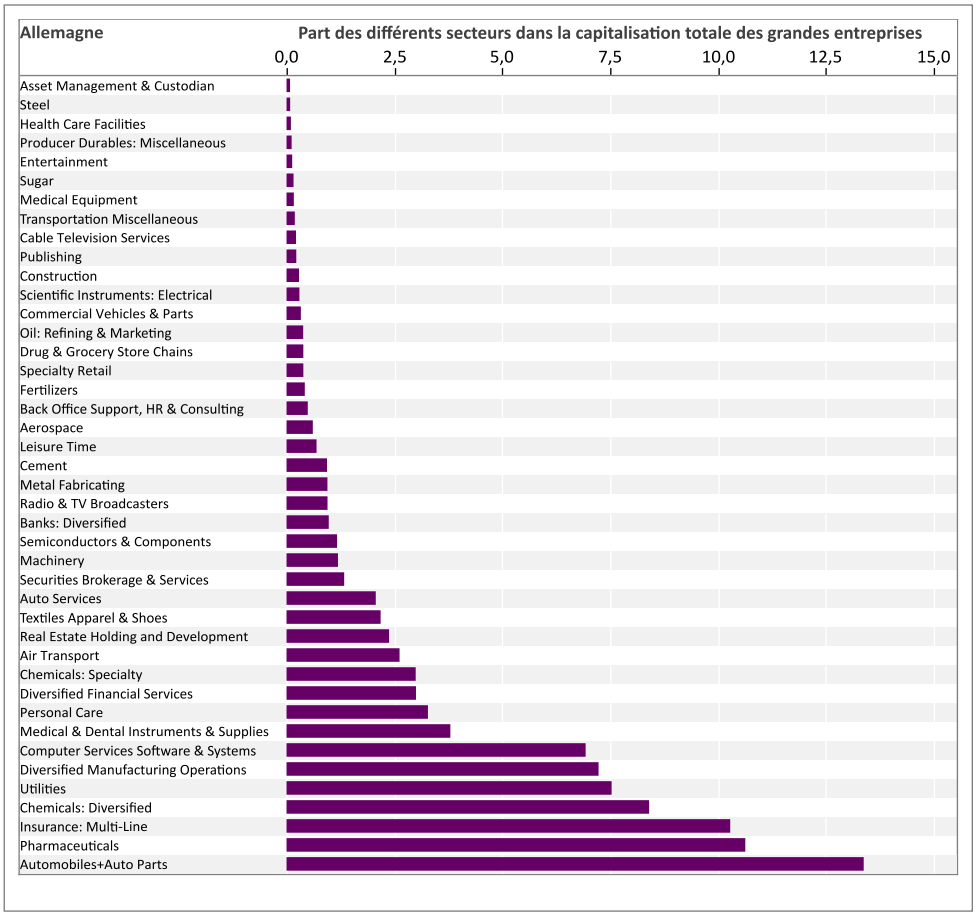
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'effet d'entraînement de la croissance allemande sur le reste de la zone euro est donc mécaniquement réduit et incontestablement décevant par rapport au schéma envisagé ces dernières années d'une Allemagne susceptible de jouer le rôle de locomotive de la croissance de la zone euro.

… Et moins généreuse pour les grandes entreprises cotées

Par ailleurs, les bénéfices retirés de l'amélioration du contexte domestique par les entreprises cotées du marché allemand ne sont guère en mesure de compenser les pertes potentielles susceptibles de venir de la grande industrie exportatrice.

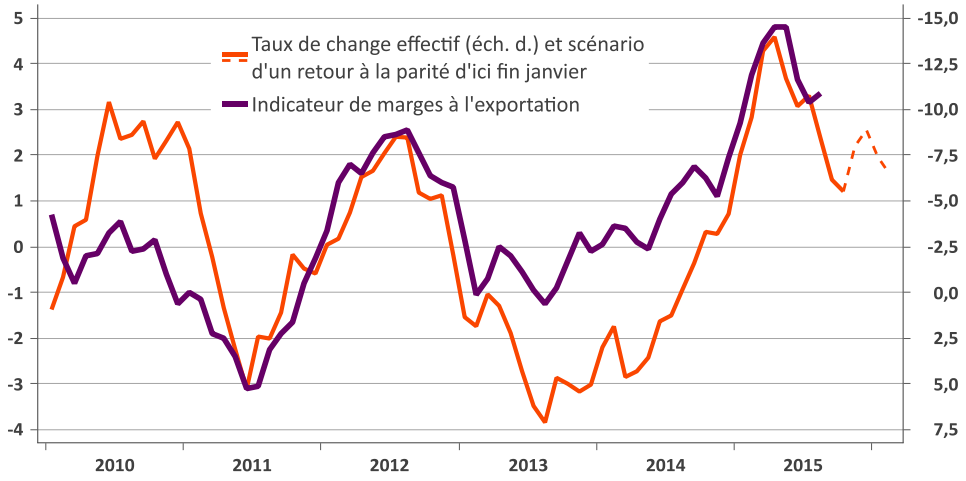
Les entreprises de services et du commerce de détail, les mieux placées pour profiter de demande domestique à ce stade, sont assez mal représentées sur le marché allemand dont la capitalisation reste très concentrée sur les grands secteurs industriels. En l'occurrence, les cinq principaux secteurs que sont ceux de l'automobile, la pharmacie, l'assurance, la chimie et utilities, qui concentrent plus de 50 % de la capitalisation des grandes entreprises allemandes selon la ventilation sectorielle Russell, ne profitent guère pour l'instant de ce changement de contexte domestique.



Cette concentration du marché allemand sur les secteurs fortement exposés à l'exportation est une source de moindre corrélation entre la croissance économique de l'Allemagne et ses performances boursières, susceptible de durer tant que l'environnement international ne s'éclaircit pas, ceci malgré la rechute de l'euro.

À en juger par les tendances observées ces derniers temps et compte-tenu des effets de base, il faudrait, en effet, que l'euro baisse significativement en deçà de la parité contre le dollar pour que l'impulsion sur les marges à l'exportation des entreprises puisse approcher ce qu'elle a représenté en début d'année. Or, nous n'y sommes pas, quand bien même les changements de politiques monétaires respectifs de la BCE et de la FED accroissent significativement les chances d'un retour vers la parité du taux de change de l'euro-dollar à brève échéance. En outre, les effets des variations du taux de change sur les marges à l'exportation ne diffèrent pas significativement d'un pays à l'autre de la zone euro, de sorte que l'Allemagne n'a pas, sur ce point, de bénéfices spécifiques à retirer sur ses voisins.

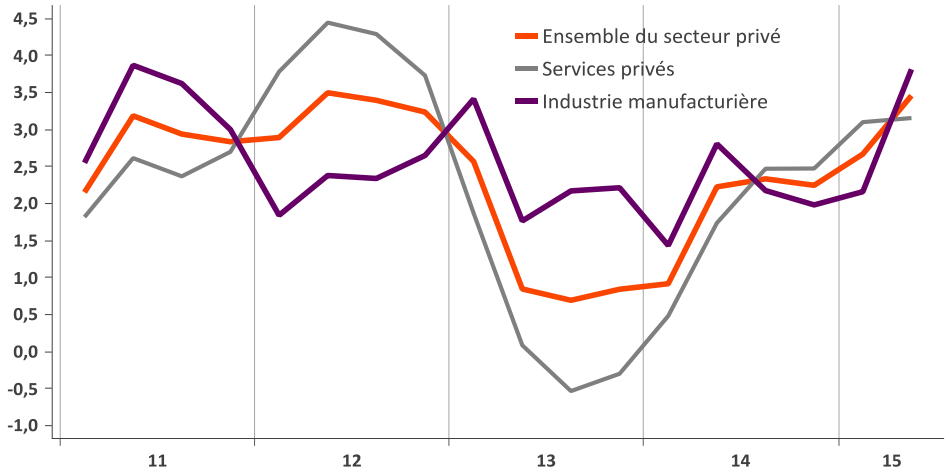
Marges à l'exportation et taux de change, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Enfin, les tensions salariales récemment apparues outre-Rhin risquent de peser sur la croissance des résultats des entreprises soumises à la détérioration de leurs débouchés à l'exportation, jouant ainsi comme un facteur défavorable de comparaison par rapport au reste de la zone euro. Alors que la croissance des coûts salariaux a eu tendance à se réduire dans les autres pays de l'UEM, elle s'est singulièrement accélérée dans l'industrie manufacturière allemande ces derniers trimestres.

Evolution du coût du travail par secteur d'activité en Allemagne



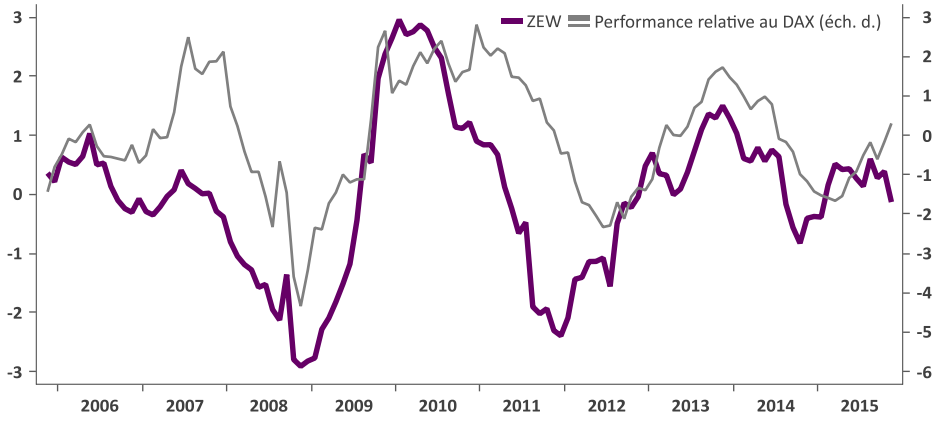
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, la tentation qui viserait à miser sur le marché allemand, en particulier, ses compartiments les plus cycliques car les plus favorablement exposés à la baisse du taux de change de l'euro, est donc à considérer avec prudence dans un contexte international encore éminemment incertain et tandis que les valeurs industrielles se sont déjà bien, peut-être trop, ressaisies. Les valorisations des secteurs domestiques s'étant néanmoins déjà bien tendues ces derniers mois (construction, notamment) et le secteur bancaire n'ayant guère le vent en poupe dans un contexte de poursuite, voire d'élargissement, du QE de la BCE, le marché allemand pourrait bien manquer de catalyseurs suffisamment puissants pour le tirer durablement à la hausse malgré un contexte plus engageant sur le front de

l'économie nationale. Si la vague de hausse des indices allemands est sans doute amenée à se poursuivre quelques temps encore, les chances de retrouver les plus hauts de cette année et celles de poursuivre la voie de la surperformance de ces dernières semaines semblent encore minces.

Performance relative et indice ZEW du secteur industrial allemand

Données normalisées



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Alors que la vague de hausse des indices européens a tout lieu d'être soutenue par l'action à venir de la BCE – tout au moins tant que la Fed ne passera pas à l'acte à la mi-décembre- les chances que le DAX retrouve les plus hauts de cette année et celles qu'il surperforme durablement les autres indices européens, semblent encore relativement faibles.

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 (MESR), RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche) pour les années 2013,2014 et 2015.
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*