

## Flash Economie

18 septembre 2017 - 1085

### Excédent extérieur de l'Allemagne que faire ?

Le débat sur l'excédent extérieur de l'Allemagne est relancé par les chiffres récents qui montrent la poursuite de cet excédent considérable. L'excédent extérieur énorme de l'Allemagne est effectivement un problème sérieux pour la zone euro, puisque l'excès d'épargne de l'Allemagne est prêté, depuis la crise, non aux autres pays de la zone euro mais au Reste du Monde : il y a donc affaiblissement de la croissance de la zone euro, aussi bien à court terme qu'à long terme.

Peut-il y avoir résorption de l'excédent extérieur de l'Allemagne ?

- le passage de l'Allemagne à un déficit public important, même s'il y a légère hausse des investissements publics et légère baisse des impôts, est très improbable ;
- une baisse importante du taux d'épargne des ménages allemands, que même les taux d'intérêt très bas n'ont pas apporté, est aussi improbable, avec la perspective du vieillissement démographique ;
- une hausse plus rapide des salaires est aussi improbable car les entreprises allemandes rejettent la dégradation de la profitabilité ou de la compétitivité qu'elle entraînerait ;
- une hausse de l'investissement des entreprises est envisagée, mais son niveau semble suffisant aujourd'hui compte tenu du taux de croissance.

Il reste une autre solution, qui est que l'Allemagne conserve son excédent extérieur, mais l'utilise pour investir dans la zone euro et non dans le Reste du Monde. Ceci pose la question de la capacité de la zone euro à offrir aux épargnants allemands des projets nouveaux d'investissement efficaces et rentables.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

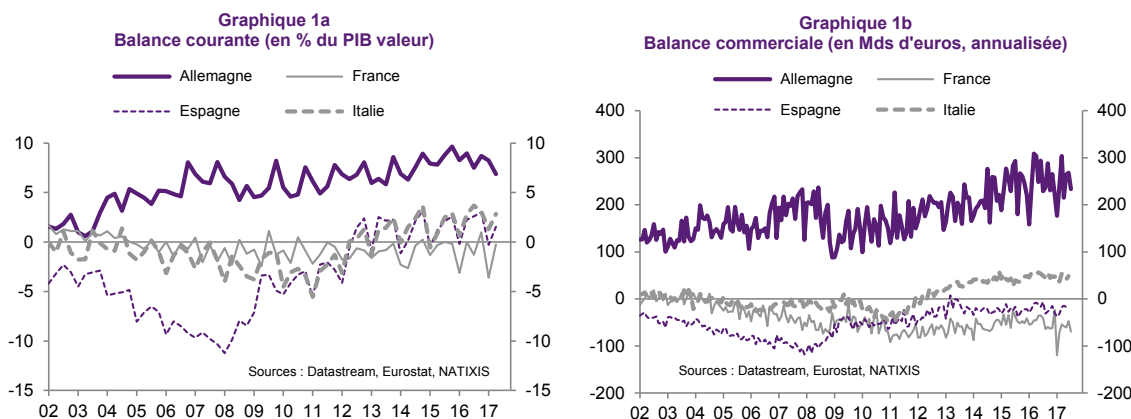
 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

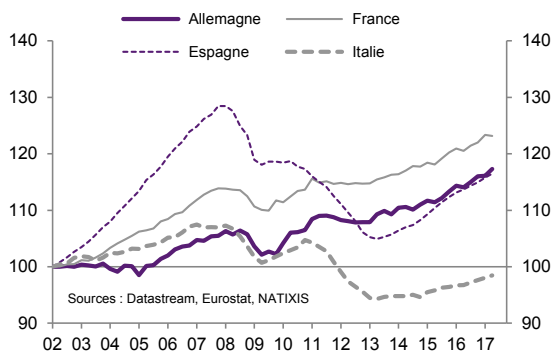
**BANQUE DE GRANDE CLIENTELE**  
EPARGNE ET ASSURANCE  
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

## L'excédent extérieur de l'Allemagne est un problème sérieux pour la zone euro

Les chiffres récents confirment l'importance de l'excédent extérieur de l'Allemagne (graphiques 1a/b), alors que la France a un déficit et que les excédents de l'Espagne et de l'Italie résultent de la compression de la demande intérieure dans ces deux pays (graphiques 1a/b, graphique 2).

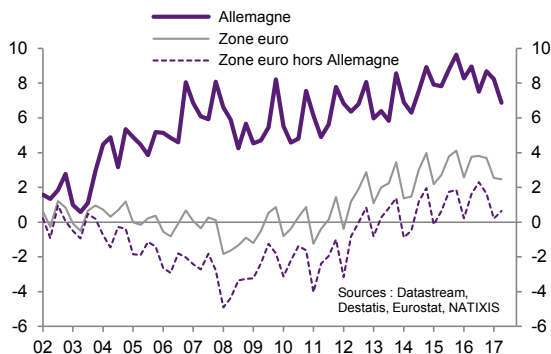


**Graphique 2**  
Demande intérieure en volume (100 en 2002:1)



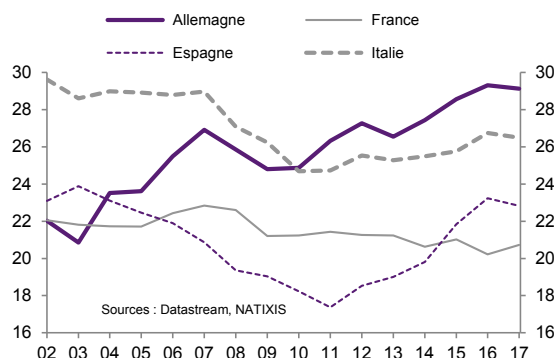
L'excédent extérieur de l'Allemagne est un problème pour la zone euro : la zone euro hors Allemagne n'a plus de déficit extérieur (graphique 3), ce qui montre que l'excédent d'épargne de l'Allemagne n'est pas prêté aux autres pays de la zone euro.

**Graphique 3**  
Balance courante (en % du PIB valeur)



Il y a donc **dépression de la croissance de la zone euro**, à court terme en raison du taux d'épargne de la Nation élevé de l'Allemagne (**graphique 4**), à long terme parce que l'épargne des allemands ne finance pas des investissements dans le reste de la zone euro.

**Graphique 4**  
Taux d'épargne de la Nation (en % du PIB valeur)

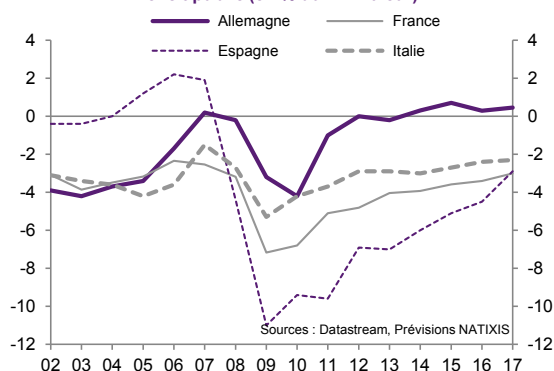


## Peut-on faire disparaître l'excédent extérieur de l'Allemagne ?

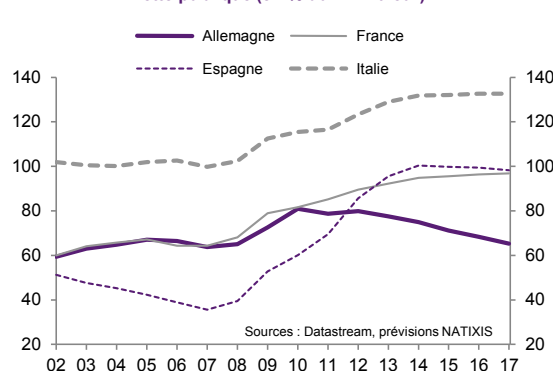
Quelles sont les possibilités pour faire disparaître l'excédent extérieur de l'Allemagne ?

1 – Que l'Allemagne passe à un déficit public important (**graphique 5a**) ; le gouvernement allemand a annoncé une hausse des dépenses d'infrastructures (de transport) et des baisses des d'impôts (sur le revenu), **mais ces évolutions ne changeront pas la stratégie de l'Allemagne qui est de réduire son taux d'endettement public (graphique 5b)**, en prévision du vieillissement démographique.

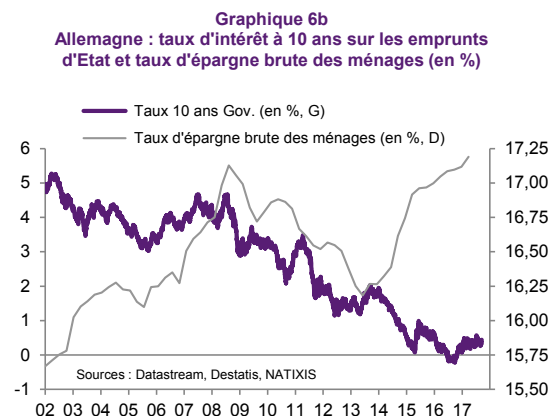
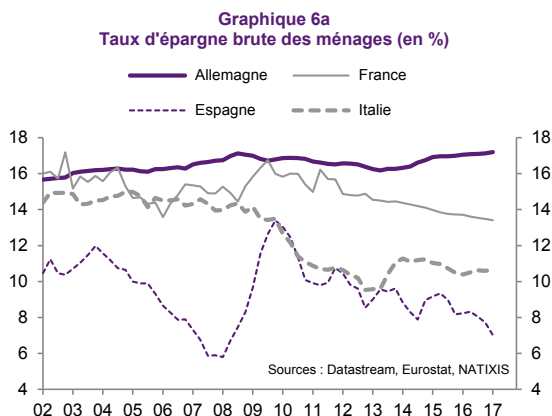
**Graphique 5a**  
Déficit public (en % du PIB valeur)



**Graphique 5b**  
Dettes publiques (en % du PIB valeur)

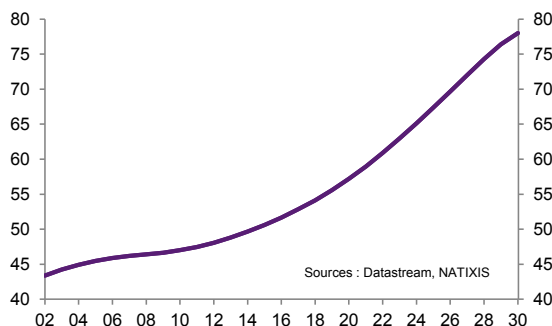


2 – Que le taux d'épargne des ménages allemands (**graphique 6a**) baisse fortement, ce qui est très peu probable car le taux d'épargne des ménages est resté élevé en Allemagne malgré des taux d'intérêt très faibles (**graphique 6b**).

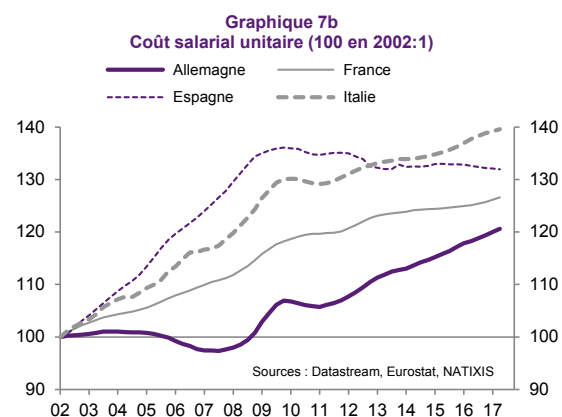
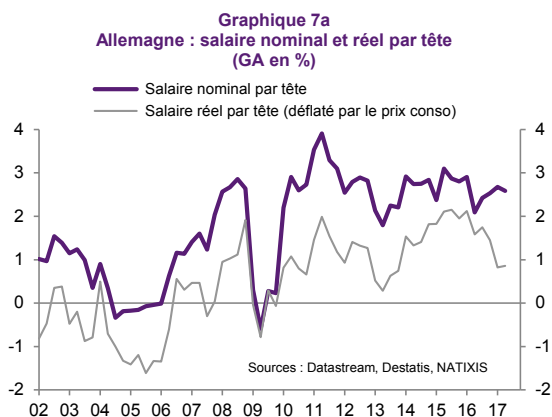


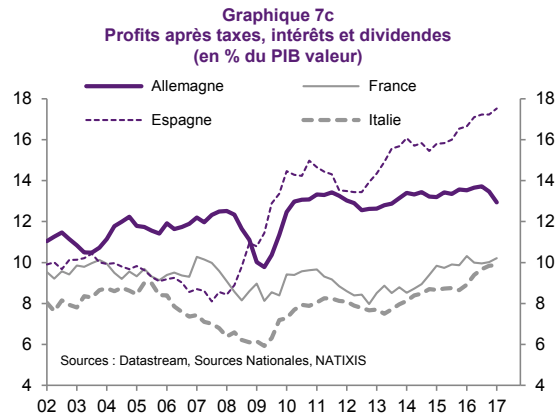
Les ménages allemands aussi réagissent à la perspective du vieillissement démographique (**graphique 6c**).

**Graphique 6c**  
Allemagne : ratio entre population de plus de 60 ans / population de 20 à 60 ans

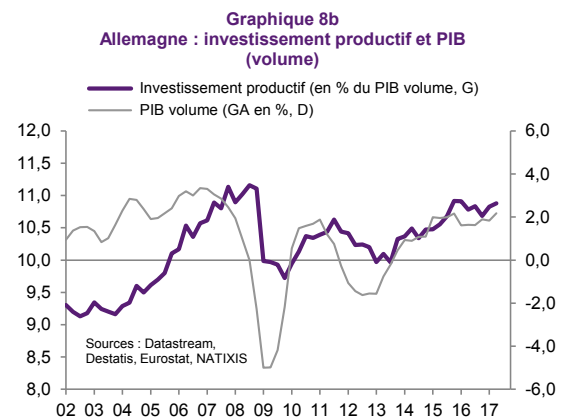
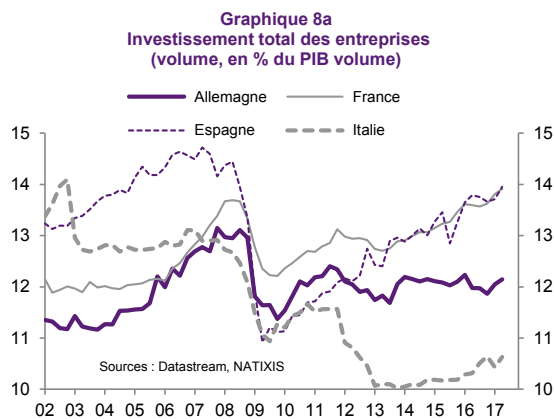


3 – **Qu'une hausse plus rapide des salaires (graphique 7a)** soutienne la demande intérieure et les importations de l'Allemagne ; **ceci est aussi improbable** avec la volonté des entreprises allemandes de préserver leur compétitivité (**graphique 7b**) et leur profitabilité (**graphique 7c**).





4 – **Que les entreprises accroissent leurs investissements (graphique 8a)**, mais le niveau d’investissement des entreprises allemandes semble suffisant compte tenu du niveau de la croissance (graphique 8b).



## Synthèse : une autre piste ?

**Nous ne croyons pas qu’il y aura en Allemagne :**

- déficits publics ;
- baisse importante du taux d’épargne des ménages ;
- croissance plus rapide des salaires ;
- hausse importante de l’investissement des entreprises.

Ceci veut dire **que l’Allemagne va conserver son excédent extérieur.**

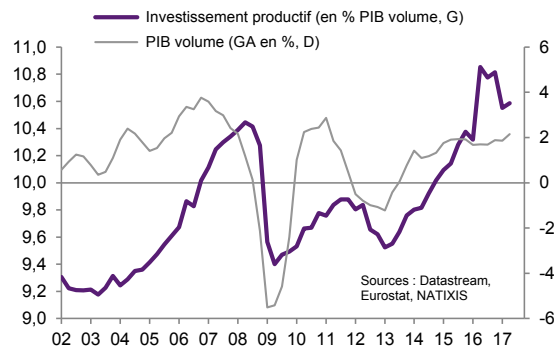
**La seule piste pour que ceci ne réduise pas la croissance de la zone euro est alors que l’excédent d’épargne de l’Allemagne soit prêté aux autres pays de la zone euro et pas au Reste du Monde.**

**Mais pour que ceci soit possible, il faut qu’il ait dans la zone euro des investissements (publics ou d’entreprise) qui ne sont pas aujourd’hui réalisés, et qui soient efficaces et rentables.**

**Ceci n'est pas certain :**

- compte tenu de la croissance, l'investissement des entreprises est assez élevé dans la zone euro (**graphique 9**) ;
- les investissements financés sur le budget de l'Union Européenne et les investissements du plan Juncker (**tableaux 1 et 2**) sont déjà de grande taille.

**Graphique 9**  
Zone euro : investissement productif et croissance du PIB (volume)



**Tableau 1 : budget de l'Union Européenne (en Mds d'euros, cadre financier pluriannuel)**

Crédits d'engagement	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1. Croissance intelligente et inclusive	54,0	57,7	61,7	63,6	64,0	67,6	70,6	52,8	78,0	69,3	73,5
1a. Compétitivité pour la croissance et l'emploi	8,9	10,4	13,3	14,2	13,0	14,9	15,7	16,6	17,7	18,5	19,9
1b. Cohésion économique, sociale et territoriale	45,1	47,3	48,4	49,4	51,0	52,8	55,0	36,2	60,3	50,8	53,6
2. Croissance durable : ressources naturelles	55,1	59,2	56,3	60,0	59,9	60,8	61,3	49,9	64,7	64,3	60,2
dont: dépenses relatives au marché et paiements directs	45,8	46,2	46,7	47,1	47,6	48,1	48,6	43,8	44,2	44,0	44,1
3. Sécurité et citoyenneté	1,3	1,4	1,5	1,7	1,9	2,1	2,4	1,7	2,5	2,5	2,6
4. L'Europe dans le Monde	6,6	7,0	7,4	7,9	8,4	9,0	9,6	8,3	8,7	9,1	9,4
5. Administration	7,0	7,4	7,5	7,9	8,1	8,5	8,5	8,7	9,1	9,5	9,9
6. Compensations	0,45	0,21	0,21	0,0	0,0	0,0	0,075	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Total crédits d'engagements</b>	<b>124,5</b>	<b>132,8</b>	<b>134,7</b>	<b>141,0</b>	<b>142,3</b>	<b>148,0</b>	<b>152,5</b>	<b>121,4</b>	<b>163,0</b>	<b>154,7</b>	<b>155,6</b>
<b>Crédits de paiement</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Total crédits de paiement</b>	<b>122,2</b>	<b>129,7</b>	<b>120,4</b>	<b>134,3</b>	<b>133,7</b>	<b>141,4</b>	<b>144,3</b>	<b>135,8</b>	<b>140,7</b>	<b>144,7</b>	<b>142,9</b>

Sources : Commission Européenne, NATIXIS

**Tableau 2 : État des lieux du Plan Juncker (Avril 2017)**

L'EFSI (Fonds européen pour les investissements stratégiques) fournit une garantie totale de 21 milliards d'euros pour des projets d'infrastructures et relatifs aux entreprises, avec un objectif de libérer des investissements supplémentaires d'au moins 315 milliards d'euros sur 3 ans. En avril 2017, le financement de l'EFSI a le potentiel de libérer 183.5 milliards d'euros. 477 transactions ont déjà été approuvées pour un montant de 33.9 milliards d'euros.

EFSI investissement par secteur	
Energie	24%
Petites entreprises	31%
Recherche et innovation	21%
Numérique	10%
Transports	8%
Environnement et utilisation rationnelle des ressources	3%
Infrastructure sociale	3%

Sources : Commission Européenne, BEI, NATIXIS

**Peut-être l'excédent extérieur massif et prêté au Reste du Monde de l'Allemagne est-il une caractéristique durable de la zone euro.**