

Flash Economie

21 septembre 2016

La bonne santé économique de l'Allemagne est devenue un mythe

Le consensus est toujours que l'Allemagne a une économie solide en bonne santé. Cette perception de l'Allemagne devient de plus en plus douteuse :

- la compétitivité-coût de l'Allemagne continue à se dégrader ;
- la productivité du travail stagne en Allemagne, y compris dans l'industrie, ce qui affecte la profitabilité ;
- la capacité de production ne progresse plus ;
- les ménages ont une forte épargne de précaution ;
- les banques sont en difficulté.

Il faudrait donc que les investisseurs révisent leur appréciation de la « qualité » de l'économie allemande.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 01 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com

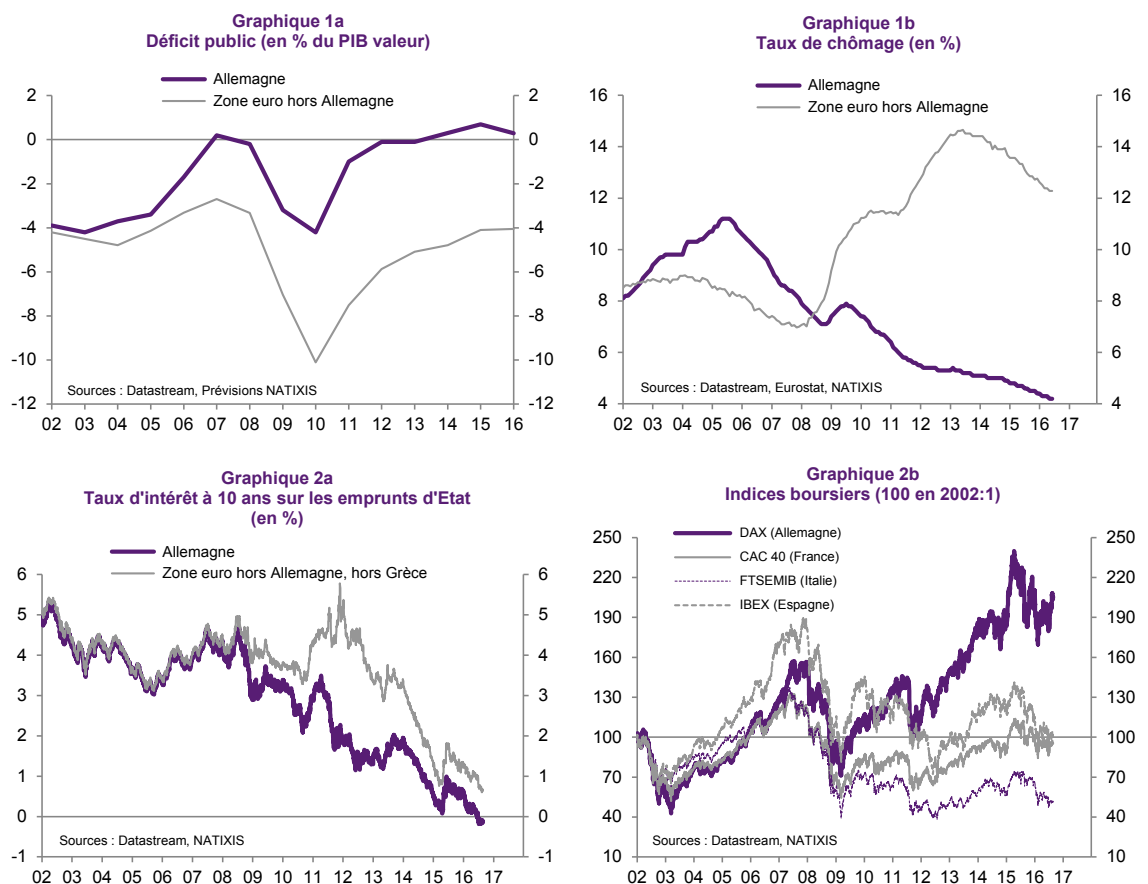
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Les investisseurs considèrent que l'Allemagne a une économie très solide

Peut-être parce que l'Allemagne n'a pas de déficit budgétaire (**graphique 1a**) et a un chômage très bas (**graphique 1b**), les investisseurs considèrent que l'économie de l'Allemagne est **très solide**, ce que montrent les taux d'intérêt et les cours boursiers (**graphiques 2a/b**).

Mais nous pensons que **l'économie allemande présente aujourd'hui des problèmes structurels graves**, et n'est pas en aussi bonne santé que ce que croient les investisseurs.

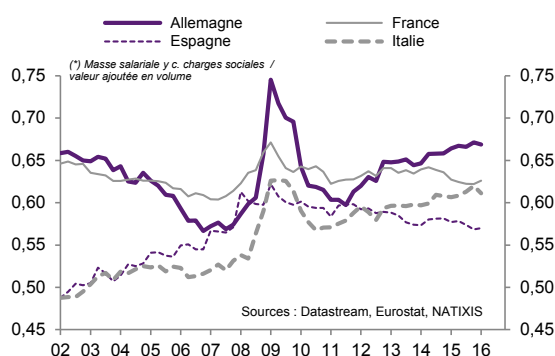


Cinq problèmes structurels graves de l'économie allemande dans la période récente

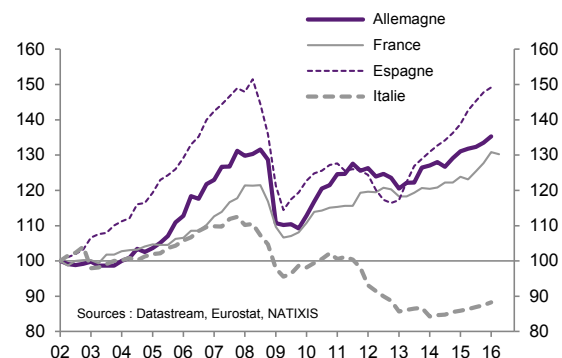
(1) Dégradation de la compétitivité-coût

Le **graphique 3** montre les niveaux du **coût salarial unitaire** dans l'industrie manufacturière. On voit la **dégradation de la compétitivité-coût de l'Allemagne**, qui explique en partie la **relative faiblesse de l'investissement des entreprises en Allemagne** (**graphique 4**).

Graphique 3
Niveau de coût salarial unitaire dans le secteur manufacturier*

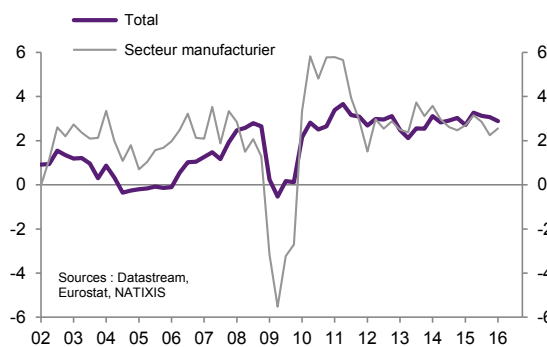


Graphique 4
Investissement productif (volume, 100 en 2002:1)



La dégradation de la compétitivité-coût vient de la hausse rapide des salaires (**graphique 5**) et de la stagnation de la productivité (voir ci-dessous).

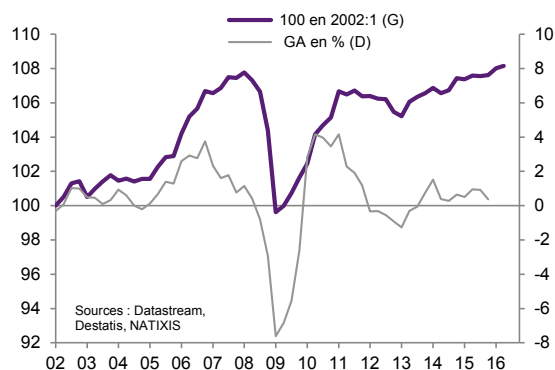
Graphique 5
Allemagne : salaire nominal par tête (hors cotisations sociales, GA en %)



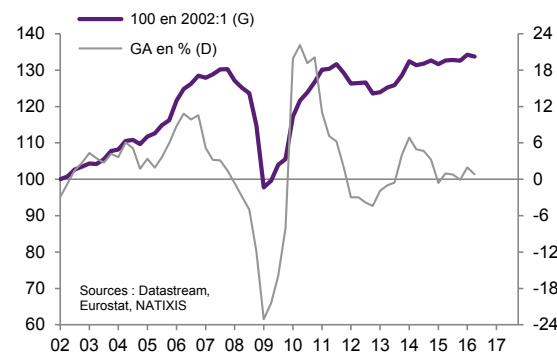
(2) Stagnation de la productivité du travail

Les **graphiques 6a/b** montrent la **productivité du travail en Allemagne**, dans l'ensemble de l'économie et dans l'industrie.

Graphique 6a
Allemagne : productivité par tête



Graphique 6b
Allemagne : productivité par tête dans le secteur manufacturier



La stagnation de la productivité dans l'industrie allemande est partiellement choquante, puisque l'industrie allemande est une industrie haut de gamme, qu'elle fait un important effort de modernisation de son capital (**tableaux 1a/b**).

Tableau 1a : nombre de robots industriels achetés (pour 1000 emplois dans le secteur manufacturier)

Pays	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Etats-Unis	0,55	0,78	0,97	1,24	1,04	1,08	1,00	0,58	1,25	1,75	1,88	1,97	2,15	2,40
Royaume-Uni	0,22	0,34	0,25	0,46	0,42	0,37	0,31	0,25	0,35	0,60	1,17	1,00	0,84	0,95
Allemagne	1,54	1,75	1,82	1,39	1,59	2,02	2,02	1,17	1,97	2,68	2,36	2,45	2,68	2,80
France	0,87	0,92	0,92	0,96	0,98	0,88	0,85	0,49	0,73	1,10	1,07	0,79	1,10	1,20
Espagne	0,85	0,71	0,99	0,94	0,85	0,83	0,83	0,56	0,82	1,39	0,96	1,39	1,16	1,32
Italie	1,19	1,12	1,24	1,20	1,12	1,26	1,05	0,67	1,08	1,23	1,08	1,19	1,58	1,69
Suède	0,68	0,54	1,23	1,40	1,30	1,53	1,61	0,95	1,12	1,65	1,68	2,05	1,85	-
Japon	2,01	2,63	3,15	3,82	3,27	3,10	2,83	1,11	2,02	2,63	2,74	2,43	2,82	3,17

(*) Estimation

Sources : IFR International Federation of Robotics, NATIXIS

Tableau 1b : stock de robots industriels (pour 100 emplois dans le secteur manufacturier)

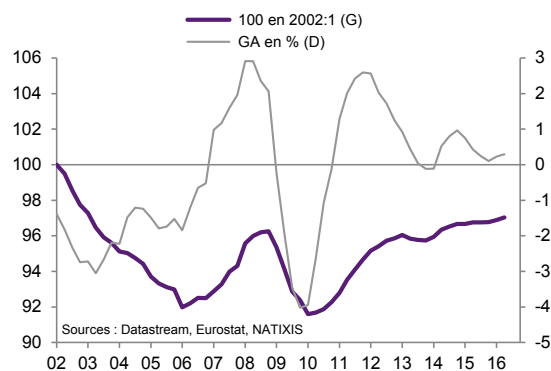
Pays	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015*
Etats-Unis	0,37	0,42	0,47	0,60	0,71	0,83	0,96	1,14	1,30	1,35	1,41	1,52	1,64	1,78
Royaume-Uni	0,40	0,43	0,45	0,50	0,52	0,54	0,55	0,54	0,54	0,55	0,60	0,63	0,68	0,72
Allemagne	1,37	1,50	1,64	1,74	1,85	1,93	1,94	1,98	2,08	2,16	2,18	2,25	2,35	2,45
France	0,70	0,77	0,86	0,94	1,02	1,07	1,12	1,16	1,23	1,24	1,22	1,18	1,20	1,22
Espagne	0,64	0,70	0,76	0,84	0,92	0,99	1,04	1,20	1,25	1,35	1,39	1,41	1,40	1,40
Italie	1,02	1,08	1,16	1,24	1,29	1,34	1,39	1,44	1,50	1,51	1,50	1,50	1,52	1,56
Suède	0,94	0,98	1,08	1,19	1,24	1,29	1,38	1,52	1,55	1,59	1,63	1,72	1,85	n.d
Japon	2,77	2,90	3,03	3,25	3,08	3,06	3,04	2,89	2,84	2,90	2,96	2,95	2,85	2,86

(*) Estimation

Sources : IFR International Federation of Robotics, NATIXIS

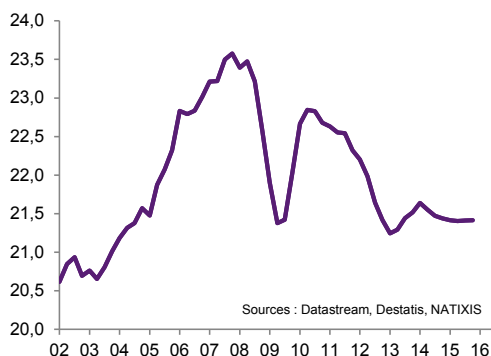
La stagnation de la productivité vient probablement de la volonté de ne pas ajuster à la baisse l'emploi industriel en Allemagne après la crise (**graphique 7**).

Graphique 7
Allemagne : emploi dans le secteur manufacturier

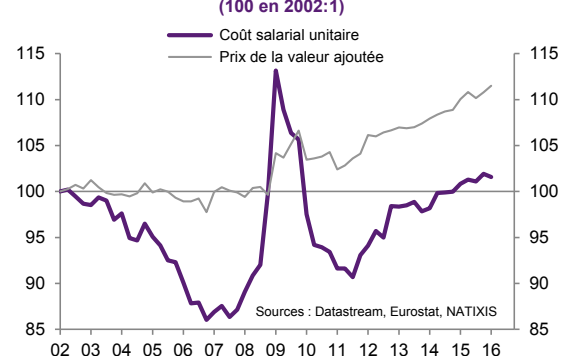


Elle explique la baisse de la profitabilité des entreprises allemandes (**graphiques 8a/b**).

Graphique 8a
Allemagne : profits après taxes, intérêts et avant dividendes (en % du PIB valeur)



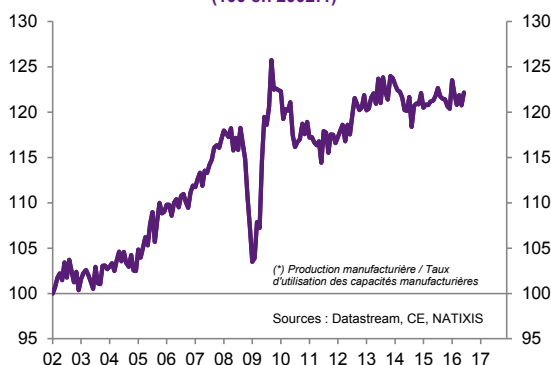
Graphique 8b
Allemagne : coût salarial unitaire et prix de la valeur ajoutée dans le secteur manufacturier (100 en 2002:1)



(3) Stagnation de la capacité de production

Le **graphique 9** montre le **niveau de la capacité de production de l'industrie manufacturière en Allemagne**. Associée à la faiblesse de l'investissement (graphique 4 plus haut), on voit donc **la stagnation de la capacité de production de l'industrie depuis 2009**.

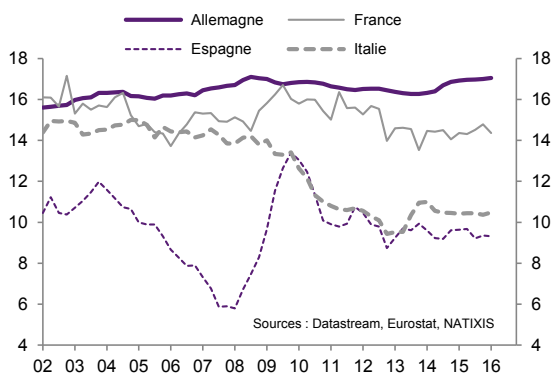
Graphique 9
Allemagne : capacité de production manufacturière* (100 en 2002:1)



(4) Forte épargne des ménages

Le **taux d'épargne des ménages allemands (graphique 10) est anormalement élevé**.

Graphique 10
Taux d'épargne brute des ménages (en %)

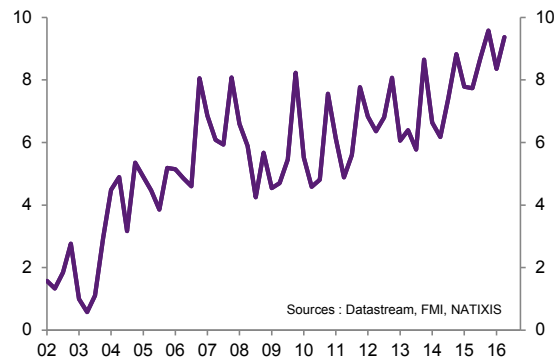


Ceci reflète probablement :

- l'inquiétude des ménages allemands devant le vieillissement démographique ;
- un effet de revenu : les ménages allemands préservent leur revenu (retraite) futur malgré le niveau très bas des taux d'intérêt.

Il en résulte une **situation globale d'excès d'épargne en Allemagne**, d'où l'énorme excédent extérieur (**graphique 11**).

Graphique 11
Allemagne : balance courante (en % du PIB valeur)

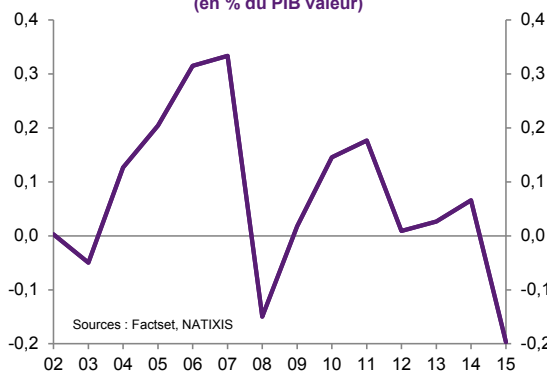


(5) Difficultés des banques

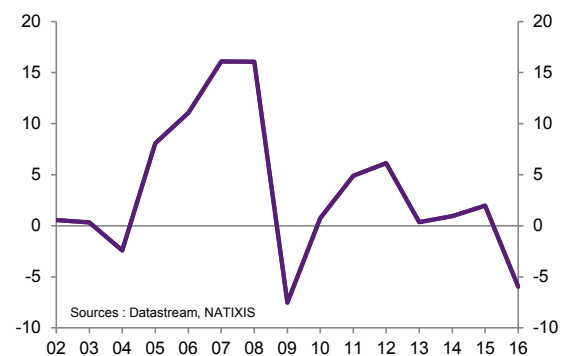
Les banques allemandes sont en difficulté, comme le montre :

- l'évolution de leur rentabilité, du rendement de leur capital (**graphiques 12a/b**) ;

Graphique 12a
Allemagne : profits des banques (en % du PIB valeur)

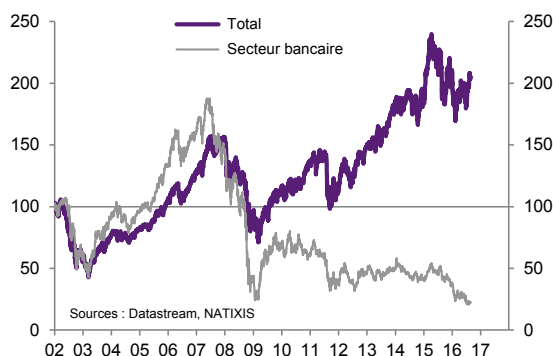


Graphique 12b
Allemagne : ROE des banques (en %)



- l'évolution de leurs cours boursiers (**graphique 13**).

Graphique 13
Indice boursier : DAX (100 en 2002:1)



Synthèse : réévaluer la « qualité » de l'économie allemande

Les investisseurs considèrent que la qualité de l'économie allemande est grande. Mais cela peut être dû à des évolutions qui ne sont favorables qu'en apparence : équilibre budgétaire, chômage faible et excédent extérieur.

Mais attention, l'économie allemande souffre :

- d'une compétitivité-coût dégradée ;
- de la stagnation de la productivité du travail ;
- de la stagnation de la capacité de production de l'industrie ;
- de la forte épargne de précaution des ménages ;
- des difficultés des banques.