

Economie

10 questions sur l'Allemagne

Mercredi 01 Juillet 2020

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

L'Allemagne prend aujourd'hui la présidence de l'UE avec des ambitions qu'on n'aurait pas cru possibles il y a peu. Fin 2019, elle affichait le plus bas taux de croissance de l'UE, Italie exceptée. Elle pâtissait des frictions commerciales et du marasme du secteur automobile. Les déficits étaient proscrits, la BCE était tenue responsable d'exproprier l'épargnant, l'intégration européenne n'avait pas bonne presse. Angela Merkel était critiquée dans son propre parti. Six mois plus, tout a changé. L'économie est dévastée, mais moins qu'ailleurs, et la Chancelière est à nouveau la figure centrale des affaires domestiques et des affaires européennes.

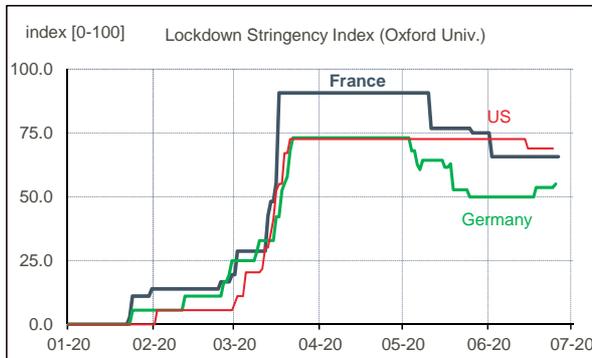
L'Allemagne prend les rênes de l'UE

L'Union européenne a une présidence tournante semestrielle afin d'impliquer chacun des pays, petits ou grands, dans l'organisation de ses affaires, mais avouons qu'il est rare qu'on s'intéresse au nom du pays-président. Hasard du calendrier, l'Allemagne, principal pays de l'UE, va occuper cette position dans des circonstances historiques. Primo, l'UE vient de subir le pire choc économique de son histoire. Secundo, l'UE perd avec le Royaume-Uni un de ses membres les plus importants et les relations futures entre les deux entités doivent être clarifiées d'ici la fin de l'année. Nous examinons donc ici la situation de l'Allemagne en soi et dans ses rapports avec les autres pays de l'UE. Pour la clarté de l'exposé, nous avons divisé notre propos en dix questions.

① Quel est le bilan (provisoire) de la crise sanitaire ?

Au moment où nous écrivons, l'épidémie de coronavirus reflue nettement depuis quelques semaines dans tous les pays de l'UE. C'est un soulagement général mais le bilan humain est contrasté selon les pays. **Selon le critère de l'excès de mortalité, l'Allemagne apparaît comme l'un des pays ayant le mieux "géré" l'épidémie¹.** Une large campagne de tests a été mise sur pied dès mars, ce qui a permis de circonscrire rapidement les principaux foyers. Cette politique a été rendue possible en partie grâce à l'initiative du secteur privé, et souvent de manière décentralisée. Au même moment, en France, le gouvernement essayait maladroitement de justifier son impréparation (pénurie de masques). L'Allemagne a aussi adopté des mesures de confinement de la population, mais ces mesures ont été moins sévères que dans d'autres pays et ont pu être levées plus vite (graphe de gauche). Quelques jours de confinement en plus ou en moins comptent beaucoup pour la mesure de la croissance au T2, et donc pour 2020.

Indices de sévérité du confinement



Sources : Oxford University, Thomson Reuters, Oddo BHF Securities

Prévisions de croissance du PIB

y/y%	Real GDP growth	Ifo	BuBa	GCEE*	OECD**	IMF
	2020	-6.7	-7.1	-6.9	-6.6	-7.8
Germany	2021	6.4	3.2	4.9	5.8	5.4
	Total growth 2019-2021	-0.7	-4.1	-2.3	-1.2	-2.8
	2020	-9.0	-9.6	-9.1	-10.0	-11.1
Rest of Eurozone	2021	6.0	7.2	6.7	6.8	6.2
	Total growth 2019-2021	-3.6	-3.1	-3.0	-3.9	-5.5
	2020	-	-	-6.1	-7.3	-8.0
USA	2021	-	-	4.7	4.1	4.5
	Total growth 2019-2021	-	-	-1.7	-3.5	-3.9

*German Council of Economic Experts **single hit scenario

¹ Selon l'analyse du FT (<https://www.ft.com/coronavirusfree>), l'excès de mortalité durant la crise du coronavirus a été de 6% en Allemagne, contre 24% en France, 25% aux US, 26% en Suède, 43% en Italie, 49% au Royaume-Uni et 56% en Espagne.

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document. Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



② Quelle a été la perte d'activité durant le confinement ?

Les activités impliquant contact physique ou déplacement (restauration, divertissement) ont lourdement souffert comme ailleurs en Europe. L'incertitude et la perturbation des chaînes de production ont pesé sur la demande de biens d'équipement. La production automobile a été pratiquement arrêtée (en avril, avec 10.900 véhicules produits, son repli était de 97% sur l'an). La production industrielle a chuté de 29% entre février et avril, un chiffre comparable à la France (-33%). D'autres secteurs ont mieux résisté, en particulier certains services et surtout la construction. Durant la période de confinement strict, la baisse de l'activité totale a été de l'ordre de 15% en Allemagne, vs 33% environ en France, en Italie et en Espagne². Au T2, qui comprend une phase de réouverture de l'économie, la Bundesbank attend une baisse du PIB de 9.5% t/t, contre -15% environ en France. **Au total, la contraction du PIB réel allemand attendue en 2020 est certes considérable, de l'ordre de 7%, mais moindre que dans les autres pays de la zone euro ou aux États-Unis (tableau de droite, p.1). Le rebond prévu est certes plus faible mais la perte d'activité cumulée sur deux ans devrait être en Allemagne l'une des plus modestes parmi les pays développés.**

③ Quelles ont été les mesures d'urgence pour compenser le choc ?

Pour les ménages, la principale mesure a reposé, comme lors de crise financière de 2008, sur le système d'activité réduite (*Kurzarbeit*) qui permet de préserver l'emploi. Les montants en jeu sont toutefois d'une autre proportion. En mars 2009, un pic avait été atteint avec 1.4 millions de personnes. Sur mars-avril 2020, le nombre de demandes a dépassé 10 millions, pour un usage réel de 6.8 millions. Le soutien apporté au salarié est large, mais moins généreux que ce qu'on observe dans d'autres pays³. **En tout état de cause, le *Kurzarbeit* avait prouvé son efficacité durant la Grande Récession, limitant la hausse du chômage. On attend la même chose cette fois-ci.**

Du côté des entreprises, la priorité a d'abord porté sur la mise en place de garantie de prêts (~930 Md€) ainsi que sur des prises de participations directes (~100 Md€). Les conditions de ce soutien étatiques sont exigeantes et ont pu susciter des réticences de la part des entreprises concernées (cas de Lufthansa). A la fin mai, l'agence gérant les garanties étatiques, KfW, avait reçu des demandes de prêts pour un montant total de seulement 47 Md€.

④ Quid du soutien monétaire de la BCE ?

La BCE est censée mener la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro, non pour tel pays en particulier, mais il est évident que si le stress survient à un endroit, le risque est qu'il se diffuse ailleurs. Avec la création du PEPP, la BCE a eu pour objectif d'apaiser les tensions apparaissant en Italie et, ce faisant, de ne pas se retrouver dans la situation de 2012 avec une fragmentation des conditions d'emprunt. Par ailleurs, d'autres mesures décidées par la BCE ont pu avoir un impact positif plus direct sur le secteur bancaire allemand (allègement des règles sur le collatéral, injection de liquidité). Il est notable que le dernier TLTRO a été fait avec un taux négatif de -1%, ce qui peut surcompenser la taxation des réserves à -0.5%. **Dans la situation présente, la BCE a neutralisé les effets indésirables de la politique de taux négatif sur la rentabilité des banques.** Avec la garantie des prêts, les banques allemandes ont répondu à la forte demande des entreprises tirant sur leur ligne de liquidité (sur mars-mai, les flux ajustés de nouveaux prêts aux entreprises représentaient 44 Md€).

⑤ Quel est l'impact sur les finances publiques ?

Outre les mesures d'urgence déjà évoquées, le gouvernement fédéral a mis sur pied un programme de relance. Les principales mesures sont une baisse du taux de TVA (-2pts de juillet à décembre) pour un coût de 13 Md€ et une aide aux familles (allocation de 300€ par enfant) pour 5.5 Md€. Contrairement à 2009, le système de prime à la casse automobile ne sera pas utilisé à grande échelle mais uniquement pour encourager l'électrification du parc de véhicules. Selon le Conseil des experts économiques, les mesures de stimulation budgétaire représenteront 80 Md€ en 2020 (2.3% du PIB) et 45 Md€ en 2021 (1.3% du PIB).

Pour un temps, l'objectif d'excédent budgétaire est abandonné (+1.5% du PIB en 2019). Cette année, le déficit public est attendu entre 6% du PIB selon la Bundesbank et 7.25% selon le programme de stabilité. Certaines dépenses étant ponctuelles, le déficit serait ramené à 3-4% du PIB en 2021. **Sous le double effet d'un déficit plus large et d'un PIB plus bas, l'endettement bondirait d'environ 15 pts pour atteindre 75% en 2020, avant de refluer à nouveau. La Bundesbank prévoit un ratio dette/PIB à 70%**

² Voir Ifo Economic Forecast 2020 Update (28 mai 2020); INSEE Point de conjoncture (17 juin 2020), Bank of Spain Economic Bulletin (juin 2020).

³ En Allemagne, 60% du salaire net est payé initialement, puis 70% à partir du quatrième mois, et 80% du septième au douzième mois (avec un bonus payé aux parents). Certains accords d'entreprises complètent le dispositif. En France, le système de chômage partiel couvre 84% du salaire net (100% au niveau du salaire minimum) et au Royaume-Uni 80%.

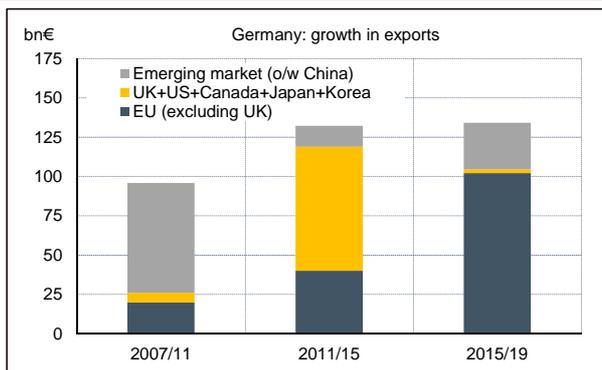


en 2022. De tels chiffres auraient fait bondir il y a peu les tenants de l'orthodoxie budgétaire, mais la gravité de la crise du coronavirus a changé les priorités⁴. La situation des finances publiques demeure malgré tout plus enviable que celle des voisins. L'augmentation de la dette a par ailleurs l'avantage de réduire le phénomène de rareté sur les titres allemands, ce qui pouvait être une contrainte pour les achats de titres par la BCE/Bundesbank. Pour autant, il est peu probable que les taux d'emprunt se tendent, d'autant que les pressions inflationnistes sont inexistantes.

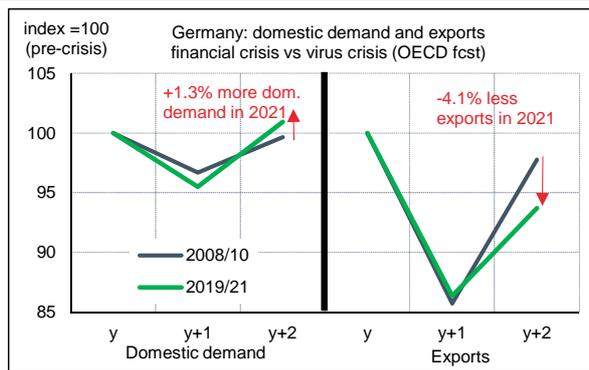
Ⓢ **Quel pourrait être le profil de reprise (comparaison avec 2010-11) ?**

Dans la récession de 2008-2009, le choc négatif sur l'activité avait été plus fort en Allemagne que dans le reste de la zone euro⁵, mais le redémarrage l'avait été aussi. Dès le T1 2011, le PIB réel avait déjà dépassé son pic pré-crise (idem en France) mais à la même date, il était encore plus de 4% sous le pic en Italie et Espagne. À l'époque, la reprise allemande avait été tirée par la demande extérieure, chinoise en particulier. De 2007 et 2011, les exportations vers la Chine ont augmenté de 35 Md€ (1.4% du PIB allemand), plus que compensant la baisse vers les pays de la périphérie de la zone euro (-19 Md€). **Dans la crise actuelle, il est douteux que la reprise allemande repose autant sur l'exportation qu'en 2010.** Primo, le modèle de croissance en Chine a changé. Les importations chinoises n'ont augmenté que de 2% par an de 2011 à 2019 contre 20% de 2000 à 2011. Dans de nombreux secteurs, la Chine est devenu un concurrent pour l'Allemagne, et non plus un débouché. La Chine était le principal contributeur à la croissance des exportations allemandes de 2007 à 2011. Cette place a ensuite été occupée par les États-Unis et quelques autres pays développés de 2011 à 2015, mais depuis 2015 c'est la demande du reste de l'UE (hors RU) qui compte le plus (graphe de gauche). Secundo, le commerce international est moins fluide, du fait des tensions tarifaires et de l'incertitude causée par la politique protectionniste américaine.

Contribution aux exportations allemandes



Contribution à la croissance allemande



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities

La faiblesse anticipée de la demande extérieure 2020-21 peut-elle être compensée par un surcroît de demande domestique ? Dans son dernier rapport, l'OCDE retient en partie cette hypothèse. La reprise en 2021 serait différente de ce qu'on a constaté en 2010, avec un moindre rebond des exportations mais une plus forte reprise interne (graphe de droite). Le point critiquable de ce scénario est que la croissance des salaires versés en Allemagne dépend des entreprises exportatrices. Il peut sembler plus logique d'envisager une moindre vigueur de la demande domestique (Bundesbank), ou bien de tabler sur un plus fort rebond de la demande dans la zone euro (GCEE)⁶.

Ⓢ **Quelle est la position allemande vis-à-vis du Brexit ?**

En 2019, les industriels allemands ont exporté 79 Md€ de biens vers le Royaume-Uni (2.3% du PIB), dont 21 Md€ pour le seul secteur automobile. Il va sans dire qu'un Brexit sans accord, impliquant des barrières tarifaires et non-tarifaires, serait malvenu pour les entreprises exportatrices⁷. Dans certains modèles, le volume des échanges entre l'UE et le RU pourrait chuter d'un tiers, ce qui représenterait pour l'Allemagne un choc équivalent à 0.8 pt de PIB. En prenant en compte des reports sur d'autres marchés, le choc final serait sans doute moindre, mais les conséquences de court terme seraient nécessairement des perturbations sur la production. Partant du principe que la partie faible dans une négociation commerciale est celle qui a des excédents, le Royaume-Uni ne cesse donc depuis quatre ans de faire valoir au gouvernement allemand ou aux

⁴ Voir Flash éco du 4 décembre 2019 : "A propos de la mythologie économique allemande"

⁵ Dans la Grande Récession de 2008-2009, du pic au creux, le PIB réel a baissé de 7% en Allemagne sur quatre trimestres et de 5.2% dans le reste de la zone euro sur cinq trimestres. A la différence des autres pays, l'Allemagne n'a pas connu de "double dip" en 2011-2012.

⁶ Voir OECD, *Economic Outlook (single-hit scenario)*, June 2020; Bundesbank, *Outlook for the German Economy for 2020 to 2022, Monthly Report June 2020*; German Council of Economic Experts, *Economic Outlook for 2020 and 2021, June 2020*.

⁷ Voir Flash éco du 17 juin 2020 : "Brexit, vers le point de rupture"



de la part de tous les pays de l'UE lors du sommet prévu les 17-18 juillet. Les détails techniques, difficiles ne le cachons pas, pourraient être négociés dans les mois suivants, pour une amorce de mise en œuvre en 2021. Plusieurs facteurs peuvent expliquer les changements de la position allemande. Le plus évident est qu'on mesure mieux en juillet qu'en mars les effets de la crise du coronavirus, d'où un plus grand besoin de relance budgétaire. Il est tout aussi clair qu'en ces temps de frictions commerciales et de Brexit, les perspectives économiques de l'Allemagne dépendent plus fortement que par le passé de l'état de santé du marché unique. Enfin, il y a un facteur politique. **Ces dernières années, le principal argument des partis eurosceptiques a été de dire que l'UE avait failli à sa mission de prospérité de ses citoyens. C'est une bonne occasion de prouver le contraire, non seulement en l'Allemagne (où le parti AfD tend à refluer) mais aussi ailleurs en Europe (on pense surtout à l'Italie)¹¹.**

⑩ **Quelle situation politique pour l'après-Merkel ?**

Dans les temps troublés, les fortunes politiques peuvent rapidement changer. Certains dirigeants sont critiqués pour leur gestion hésitante de la crise sanitaire. C'est tout le contraire pour Angela Merkel qui redevient le principal atout de son parti en vue des élections de l'automne 2021, après avoir été beaucoup critiquée pour la manière dont elle avait organisé sa succession. A l'usage, le choix d'Annegret Kramp-Karrenbauer comme présidente de la CDU s'était révélé assez faible. Une nouvelle élection à la tête du parti devait avoir lieu en avril mais a été reportée *sine die* du fait de la crise sanitaire.

La Chancelière a dit et répété qu'elle accomplissait son quatrième et dernier mandat. Il n'y a pas de raison de penser qu'elle a changé d'avis même si les circonstances sont exceptionnelles. Elle a désormais repris de l'influence pour peser sur les orientations futures de son parti, et l'ancrer bel et bien sur un axe pro-européen alors que certains opposants internes étaient plus critiques sur l'intégration (voire allaient chasser sur les terres de l'AFD). **En tout état de cause, le rebond de popularité d'Angela Merkel se répercute sur les intentions de vote pour la CDU, qui frisent désormais presque les 40% désormais. Si cette situation se maintient, cela lui assurerait d'être une fois encore l'acteur principal de toute future coalition et d'avoir le choix de ses partenaires.**

¹¹ Voir Flash éco du 16 avril 2020 : "Où va l'Italie ?"



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtees pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le site de la recherche de Oddo & cie.