

Economie

Allemagne : au bord de la récession

Jeudi 31 Mars 2022

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>

En 2021, l'économie allemande a sous-performé le reste de la zone euro du fait de sa plus forte exposition relative aux perturbations logistiques nées de la pandémie. Il était admis jusqu'il y a peu qu'un fort rattrapage aurait lieu en 2022 quand les conditions sanitaires se normaliseraient. La guerre en Ukraine remet en cause ce scénario. Loin de s'atténuer, la hausse du prix des intrants s'en trouve attisée. Le risque de rupture d'approvisionnements en énergie est une épée de Damoclès sur l'activité. Il existe d'importantes marges de manœuvre budgétaire pour amortir le choc d'inflation sur le revenu réel mais le risque de rechute est bien présent. Les indicateurs de confiance post-guerre pointent vers la récession.

Allemagne, dans la dépendance d'un pays hostile

L'invasion de l'Ukraine par la Russie modifie les perspectives économiques de l'Europe, et particulièrement de l'Allemagne. **Dans un choc qui tend à attiser la flambée des prix de matières premières et à aggraver les perturbations du commerce mondial, certains des atouts de l'économie allemande (puissance industrielle, compétitivité à l'exportation) se transforment en handicaps.** La dépendance de l'Allemagne vis-à-vis de la Russie pour couvrir ses besoins en énergie complique le problème car les objectifs à court et à long terme ne sont pas alignés. Il est désirable ne plus dépendre du gaz venant d'un pays hostile mais peut-on s'en passer d'un coup au risque de pénaliser lourdement les agents économiques ?

A ce jour, on ne dispose pas encore de statistiques "dures" attestant d'une dégradation de l'activité mais les enquêtes de confiance pour mars montrent la direction du voyage. Tous les indices sont en recul, parfois dans des proportions comparables à ce qu'on avait observé au début de la pandémie lors de la mise en place du confinement (tableau de gauche). **Le moral des ménages s'est effondré en réaction à la nouvelle envolée des prix de l'énergie. Les entreprises sont confiantes quant aux conditions courantes mais elles se montrent dramatiquement inquiètes de l'avenir. Selon l'indice IFO du climat des affaires, l'économie allemande flirte avec le seuil d'entrée en récession** (graphe de droite). L'indicateur hebdomadaire d'activité calculé par la Bundesbank en utilisant diverses données à haute fréquence (transport par camions, consommation en électricité, transactions par cartes de crédit) pointait au 27 mars vers une baisse du PIB réel de 1.1% t/t au T1 2022, période marquée par de fortes restrictions sanitaires. C'est presque au moment où ces restrictions allaient être levées, augurant d'un rattrapage des dépenses de services, que cette guerre survient. Il est hasardeux de dire qui l'emportera au T2 2022 entre l'effet négatif de la guerre et l'effet positif de la sortie d'Omicron mais, en tout état de cause, l'horizon est beaucoup plus incertain.

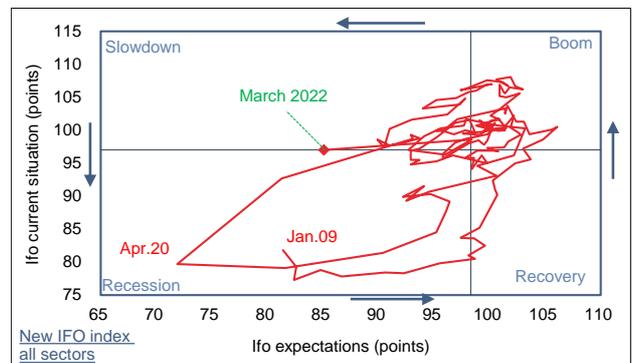
Allemagne : indices de confiance dans deux chocs

m/m change*	Lockdown shock		War shock March 2022
	March 2020	April 2020	
IFO business climate	-1.7	-2.1	-1.4
IFO current conditions	-0.8	-1.8	-0.2
IFO expectations	-2.6	-2.0	-2.9
o/w			
- manufacturing	-1.7	-1.4	-3.0
- construction	-1.0	-2.5	-2.8
- trade (retail/wholesale)	-2.7	-1.6	-2.9
- services	-3.5	-2.6	-3.0
PMI manufacturing	-0.5	-2.1	-0.2
PMI services	-5.8	-4.3	-0.2
PMI composite	-3.6	-4.1	-0.2
GfK consumer confidence	-1.4	-6.3	-1.7
EC consumer confidence	-0.7	-1.2	-1.0

* in number of standard deviations from the long term mean

Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Allemagne : horloge cyclique de l'enquête IFO



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.



Tous les prévisionnistes ont commencé à revoir de manière significative leurs vues sur l'économie allemande (tableau). Chaque scénario, quel qu'il soit, est assorti d'une grande marge d'incertitude et peut évoluer au gré de l'évolution de la guerre. En l'état actuel, une conclusion s'impose déjà : plus personne ne pense que l'Allemagne rattrapera en 2022 sa contre-performance de l'an passé, comme c'était l'idée commune jusqu'à la guerre. **En 2021, l'activité industrielle avait pâti de la hausse des prix d'intrants, des retards de livraisons, ou de la pénurie de certains biens intermédiaires. Il était anticipé que ces problèmes iraient en diminuant avec le reflux mondial de la pandémie. Cette hypothèse a pris du plomb dans l'aile.** Primo, la pandémie n'est pas finie. La Chine continue d'imposer des confinements locaux selon les vagues de Covid, ce qui prolonge les perturbations de la logistique mondiale. Secundo, la crise russo-ukrainienne met en évidence certaines vulnérabilités de l'économie allemande.

GERMANY	Pre-war Forecasts		March 2022 forecasts		
	annual change %	GDP 2022	CPI 2022	GDP 2022*	CPI 2022**
IFO		3.7	3.3	3.1 (adverse: 2.2)	5.1 (adverse: 6.1)
Council of Experts		4.6	2.6	1.8	6.1
Consensus		3.5	3.4	2.4	5.2
Oddo BHF		4.1	-	2.4	-

* of which "GDP growth carry-over" in Q4 2021 = 1.1 points

** of which "inflation carry-over" in March 2022 = 5.2 points

➤ **Dépendance énergétique** – La première vulnérabilité vient des marchés de l'énergie. Même si l'Allemagne a beaucoup augmenté la part des énergies renouvelables dans son mix énergétique (c.50% de sa production d'électricité en 2021), elle reste dépendante des énergies fossiles. Son principal fournisseur est la Russie pour plus de 50% en ce qui concerne le gaz et le charbon et un tiers pour le pétrole. Trouver des substituts n'est pas impossible mais dans le cas du gaz dont le transport réclame de lourdes infrastructures (gazoducs ou terminaux LNG), il ne peut y avoir de substitution rapide. **La question en débat est de savoir quel coût l'Allemagne est prête à s'infliger à court terme pour sortir le plus vite possible de la dépendance à la Russie.**

Une étude d'un collectif d'universitaires a estimé qu'un arrêt des importations de gaz russe en partie compensé par d'autres pays réduirait le PIB réel dans une fourchette de 0.5% à 3%¹. Dans l'esprit des auteurs, ce coût serait acceptable vu le bénéfice à long terme. Ils notent que ce serait un choc moindre que celui de la pandémie (baisse de 4.5% du PIB réel en 2020). A ce compte-là, tous les chocs ou presque sont moindres que la pandémie mais n'en sont pas désirables pour autant. La marge du chiffrage est large, et plusieurs commentateurs ont avancé que le coût était sous-estimé. Prendre une décision aussi lourde de conséquences sur la base d'une seule étude, aussi sérieuse soit-elle, est un risque que le chancelier Scholz a lui-même rejeté. **L'Allemagne ne va pas de suite se couper du gaz russe et la Russie, malgré des menaces en ce sens, ne va pas fermer le robinet. Reste que la sécurité des approvisionnements n'est pas garantie.** Un exemple est la demande récente du gouvernement russe à être payé en rouble. C'est une manière de diriger la rente de Gazprom vers la banque centrale et de contourner les sanctions occidentales (gel des réserves de change). Les acheteurs européens ont évidemment refusé que la devise du contrat gazier soit changée. Mais tout est en place pour une confrontation et, le cas échéant, une suspension des livraisons.

➤ **Chaîne d'approvisionnement** – Outre l'énergie, une autre vulnérabilité tient à la forte sensibilité de l'économie allemande à l'Europe de l'Est car, à partir du milieu des années 1990, sa chaîne de valeur a été réorganisée en intégrant de plus en plus le groupe des pays dit CE4 (République tchèque, République slovaque, Hongrie, Pologne)². En 2021, les importations de biens venant d'Europe de l'Est (hors UEM) pesaient 6.1% du PIB en Allemagne contre 2.5% en Italie et moins de 2% en France et en Espagne. Le stock d'investissement allemand dans ces pays représente près de 100 Mds€ contre seulement environ 40 Mds€ pour la France (respectivement 5% et 2.5% du total). **La production industrielle allemande dépend de la fluidité des échanges avec des pays qui sont limitrophes de la zone de guerre. Le cas du secteur automobile est emblématique.** Jusqu'à présent, certains câbles étaient fournis presque totalement par des entreprises situées en Ukraine³. Il n'y a pas de difficultés fondamentales à déplacer cette production ailleurs mais, là encore, la substitution ne saurait se faire d'un claquement de doigt. **La pandémie a montré que les chaînes de valeur complexes pouvaient se gripper facilement. La guerre en Ukraine peut avoir le même type de conséquence.**

¹ Voir Bachmann & al. (2022), "What if? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia", ECONtribute Policy Brief.

² Voir IMF (2013), "German-Central European Supply Chain-Cluster Report", Multi-Country Report. Cette intégration avec les pays de l'Est à bas coûts de production a donné lieu en son temps à un débat sur la compétitivité de l'économie allemande – Voir Sinn (2003), "Bazaar Economy", IFO viewpoint.

³ Voir Boranova & al. (2022), "Cars in Europe: supply chains and spillovers during COVID-19 times", IMF working paper

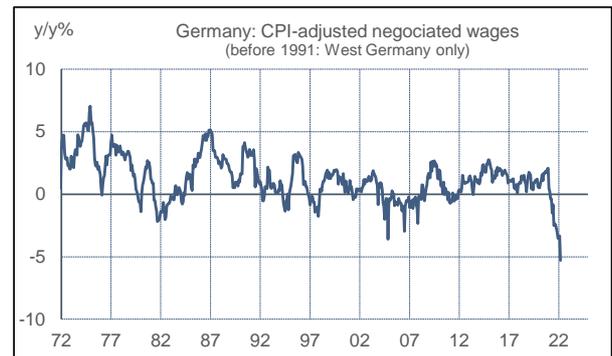


➤ **Choc d'inflation** – La poussée des prix n'est pas propre à l'Allemagne, toute l'Europe en pâtit. Sur la majeure partie de 2021, le rebond des prix de matières premières après la récession de 2020 s'est surtout vu en amont de la chaîne des prix. La transmission en aval sur le consommateur a été, comme c'est l'usage, lente et assez modeste. Mais quand l'inflation est principalement poussée par les prix de l'énergie, la répercussion est au contraire forte et rapide. La guerre en Ukraine en donne un parfait exemple. En un mois, les prix de l'énergie tous types confondus ont augmenté de près de 20%, poussant le taux d'inflation annuelle au voisinage de 7.5% sur un an (graphe de gauche). On est dans la zone des pics comme en février 1974 (7.8%) ou septembre 1981 (7.2%). Il n'y a rien de comparable du côté des salaires jusqu'à présent. Leur croissance est assez stable au voisinage de 2% sur un an. Cela rassurera ceux qui à la Bundesbank ou la BCE ont l'œil rivé sur le risque d'une boucle prix-salaires mais, pour les salariés, il y a là une amputation directe du pouvoir d'achat des revenus (graphe de droite).

Allemagne : prix à la consommation sur longue période



Allemagne : salaires réels sur longue période



Sources : Thomson Reuters, ODDO BHF Securities

Pour amortir le choc, le gouvernement allemand a annoncé la semaine passée un second train de mesures visant à réduire pendant quelques mois la facture énergétique (baisse des taxes sur l'essence, subventions pour les transports publics). Le premier paquet avait réduit les taxes sur l'électricité. Au total, ces mesures représentent un soutien d'environ 0.8% du PIB. Cela réduira l'inflation dans les prochains mois, en espérant qu'à l'expiration de ces mesures, les prix de l'énergie soient stabilisés à un plus bas niveau.

En temps de crise (pandémie, guerre), il n'y a plus guère de réticence en Allemagne à utiliser de manière active l'outil budgétaire. Ce changement d'état d'esprit est amené à durer. Les annonces relatives à l'accroissement des dépenses militaires et à la transformation accélérée du mix énergétique ne s'accordent guère avec l'orthodoxie budgétaire qui a dominé dans la décennie post-crise financière. **Des finances publiques solides n'assurent pas la sécurité énergétique et militaire mais elles facilitent le financement des investissements nécessaires pour les obtenir. C'est l'un des rares avantages comparatifs de l'Allemagne dans la crise actuelle.**

En résumé, le déclenchement de la guerre en Ukraine a créé une incertitude considérable pour l'économie européenne, mais plus encore pour l'Allemagne. Une économie dont le modèle de croissance repose sur la production et l'exportation de biens manufacturés est en effet la plus exposée quand les chaînes d'approvisionnement risquent de rompre. C'est le cas des marchés de l'énergie, sous des variantes qu'on peut imaginer plus ou moins brutales (coupure totale des livraisons ou rationnement). Il est difficile de prévoir les prochains développements de la guerre mais, dans tous les cas, on peine à imaginer un scénario ramenant à la situation du 23 février (retrait total des troupes russes, et par suite levée des sanctions). **En ce sens, le choc-Poutine est moins facile à inverser que le choc-Covid. Le gouvernement allemand a déjà engagé des changements profonds de stratégie dans le domaine de la défense et de l'énergie. Cela peut certainement être payant à moyen-long terme, mais dans l'immédiat, le risque baissier sur l'activité n'est pas loin de créer les conditions d'une rechute en récession.**



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 arrêtées 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 Réglementations 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 ; Louis paul ROGER, Président (louis-paul.roger@oddo-bhf.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 646-286-2137.

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.