

ECO FLASH

2 octobre 2018

Allemagne : un excédent courant persistant

Raymond Van der Putten

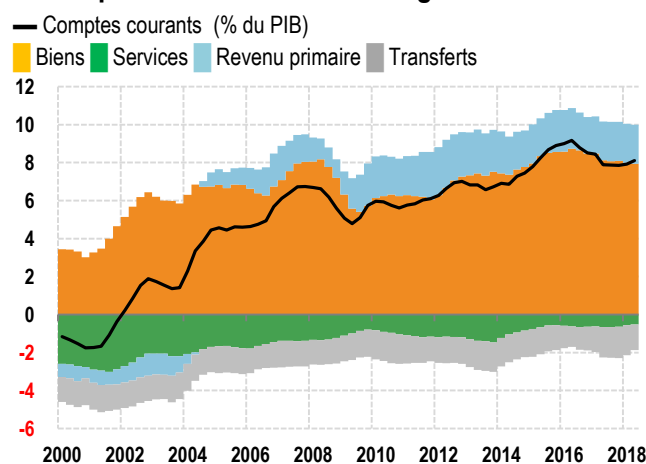
- L'excédent des comptes courants allemands, estimé à EUR 264 mds (USD 299 mds) en 2018, est le plus élevé au monde.
- Il génère des tensions avec les partenaires commerciaux de l'Allemagne, notamment les Etats-Unis. Par ailleurs, il est visé par la procédure de la Commission européenne concernant les déséquilibres macroéconomiques.
- Cette situation est, en partie, le résultat du vieillissement de la population ; elle tient aussi au processus de rattrapage des pays les moins avancés de l'Union européenne, qui s'est accompagné de forts besoins en biens d'équipement, largement couverts par l'Allemagne.
- Depuis la crise financière de 2008, les excédents courants allemands se reflètent principalement dans l'accroissement de l'excédent des administrations publiques et des sociétés non financières.

Récemment, l'institut allemand IFO a annoncé que l'excédent courant allemand pourrait s'élever à EUR 264 mds (USD 299 mds) en 2018, soit 7,8 % du PIB (après 7,9 % en 2017). Cet excédent s'explique en grande partie par la balance commerciale (graphique 1). En 2017, celle-ci a affiché un excédent de 8 % du PIB. L'excédent de la balance des revenus, 2,1 % du PIB, a été compensé par les déficits de la balance des services (0,6 % du PIB) et de la balance des transferts internationaux (1,7 % du PIB).

L'excédent le plus élevé au monde

L'importance de l'excédent des comptes courants, le plus élevé au monde en dollars, a de quoi préoccuper. De tels excédents impliquent en effet que d'autres pays accusent, de leur côté, des déficits importants et récurrents. Ces pays sont situés principalement en dehors de la zone euro (graphique

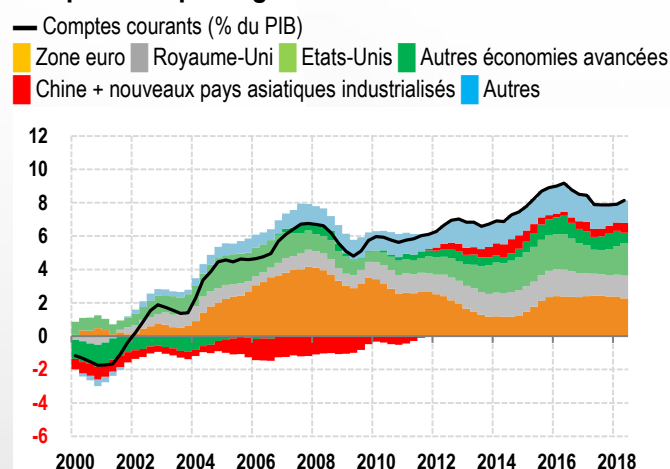
■ Comptes courants de l'Allemagne



Graphique 1

Source : Datastream

■ Répartition par région



Graphique 2

Source : Deutsche Bundesbank

DIRECTION DES ETUDES
ECONOMIQUES



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Eco
FLASH

2). L'excédent vis-à-vis des autres pays de la zone euro s'est nettement contracté depuis 2009.

Les déséquilibres des comptes courants peuvent avoir d'importants effets macroéconomiques qui ne sont pas, en tant que tels, négatifs. Dans un régime de change fixe ou d'union monétaire, les pays en rattrapage ont vocation à emprunter aux pays plus riches, en particulier pour financer leurs investissements. Si les ressources sont bien allouées, la productivité et la compétitivité s'améliorent, les recettes d'exportations sont stimulées, les déficits sont faibles ou transitoires, le remboursement des prêts ne pose pas de difficulté.

A l'inverse, le financement étranger d'investissements peu productifs a pour conséquence d'entretenir les déficits ; il peut mener jusqu'à la crise. C'est ce qui s'est produit en « périphérie » de la zone euro au début des années 2010. Les pays du sud (Grèce mais aussi, Espagne, Portugal, Italie) ainsi que l'Irlande sont alors entrés dans des processus d'ajustement douloureux. Aussi la balance courante est-elle devenue l'un des indicateurs retenus dans la procédure de la Commission européenne concernant les déséquilibres macroéconomiques.

Les déséquilibres des comptes courants peuvent aussi avoir des conséquences politiques. Les excédents de l'Allemagne ont ainsi provoqué la colère du président américain, Donald Trump, qui a menacé de prendre des mesures à l'encontre de l'industrie automobile allemande.

D'où viennent les excédents allemands ?¹

L'Allemagne n'a pas toujours affiché un excédent des comptes courants. Pendant une grande partie des années 1990 et du début des années 2000, le pays affichait un déficit. En 2000, celui-ci s'élevait à 1,8 % du PIB, une situation en grande partie due au processus de réunification. Pendant cette période, l'Allemagne a souvent été qualifiée d'« homme malade de l'Europe ».

Comme l'histoire le montre, ce surnom n'était pas mérité. Les observateurs ont, pour la plupart, sous-estimé la résilience du modèle économique allemand. En Allemagne, contrairement à de nombreux autres pays européens, les relations entre les principaux partenaires sociaux (syndicats, associations patronales et comités d'entreprises) ne sont pas régies par la loi, mais par des contrats et des accords². Dans la pratique, cela a abouti à un processus de prise de décision par consensus dans lequel les parties à la négociation ont recherché l'intérêt commun.

C'est ce qui a permis aux entreprises allemandes de mieux s'adapter aux nouveaux défis, comme l'entrée dans le marché commun de pays voisins à faibles coûts telles que la Pologne, la Hongrie, la République tchèque et la Slovaquie, ainsi qu'à l'émergence de la Chine comme pays exportateur majeur. Les entreprises se sont de plus en plus retirées des accords salariaux de branche et ont opté pour des pactes d'entreprise, plus adaptés à leur situation.

¹ Une étude plus approfondie sera publiée dans BNP Paribas EcoConjoncture en janvier 2019.

² Dustmann, C., Fitzenberger, B., Schönberg, U., & Spitz-Oener, A. (2014), *From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy*, *The Journal of Economic Perspectives*, 28(1), pp.167-188

Compte courant, compte de capital et compte financier

Les transactions d'un pays avec le reste du monde apparaissent dans la **balance de paiements**. Ces transactions sont classées dans le **compte courant**, le **compte de capital** et le **compte financier**. Le compte courant enregistre principalement des flux de biens et de services, tandis que le compte financier note les flux d'investissement. Le compte de capital, pour la plupart des pays le plus petit des trois, couvre les transferts de capital et les acquisitions et cessions d'actifs non financiers non produits. A l'exception d'erreurs et omissions dans les données, la somme des trois comptes doit être égale à zéro.

Pendant la même période, le chancelier Gerhard Schröder a mis en place un programme de réformes, l'Agenda 2010, visant à stimuler la croissance économique. Ce programme portait notamment sur les réformes du marché du travail ou « réformes Hartz ». Les réformes Hartz IV ont limité les indemnités de chômage, liées au dernier salaire perçu, et a sur 12 à 24 mois, selon l'âge et la durée de l'emploi. Au-delà, le chômeur relève du système d'aide sociale sous condition de ressources.

Face au risque représenté par la montée du chômage, les syndicats ont joué le jeu de la modération salariale, ceci afin de préserver l'emploi. Entre 2000 et 2010, le coût horaire de la main-d'œuvre allemande dans l'industrie manufacturière a ainsi baissé de 10 % par rapport à la France et à l'Italie et même de 22 % par rapport à l'Espagne.

Grâce à la structure de gouvernance des relations du marché du travail, le secteur manufacturier allemand a pu maintenir sa position alors que, dans les autres pays développés, la part de l'industrie manufacturière dans la production a nettement reculé. Revers de la médaille, la pauvreté au travail a considérablement augmenté³.

Un pays d'épargnants

Exporter beaucoup implique aussi d'acheter à l'étranger et ne conduit donc pas automatiquement à un excédent de la balance commerciale ou courante. Dans le cas allemand, les biens intermédiaires qui entrent dans la chaîne de production industrielle sont largement importés. Ils proviennent surtout des pays à bas salaires d'Europe centrale et orientale, ainsi que de Chine. Outre Rhin, les importations servent donc surtout à alimenter la machine exportatrice ; elles restent, en revanche, limitées par la faiblesse de la demande intérieure. C'est notamment le cas de l'investissement total qui, en dépit des tensions sur les capacités, se maintient autour de 20 % du PIB, soit 1,5 point au-dessous de la moyenne de l'OCDE⁴.

Comme le montrent les enquêtes, les chefs d'entreprise se disent favorables à l'investissement. Cependant, ce dernier se heurte à un obstacle important en Allemagne : la pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Les investisseurs lui préfèrent des pays d'Europe centrale et orientale comme la Pologne, la République tchèque, la Hongrie, et la Slovaquie, qui offre

³ Raymond Van der Putten, *Allemagne : vers une société plus juste*, BNP Paribas, Conjoncture, juin 2017

⁴ Raymond Van der Putten, *Allemagne : investissements à l'étranger*, BNP Paribas, EcoFlash 31/8/2017



plusieurs avantages : une main-d'œuvre bien formée, des salaires relativement bas et la proximité avec l'Allemagne.

Les importations ont également pâti de la croissance atone de la consommation. L'amélioration des conditions du marché du travail n'a guère stimulé la consommation privée. Son poids dans le PIB recule, s'établissant à 54,4 % en 2007, contre plus de 58 % avant 2005. Cela s'explique, en partie, par la faible augmentation des salaires et un taux d'épargne élevé, lui-même dû au vieillissement de la population et à la baisse des pensions des régimes de retraite publics. Pour compenser cette baisse, l'Etat a introduit un régime de retraite privé subventionné, le régime Riester.

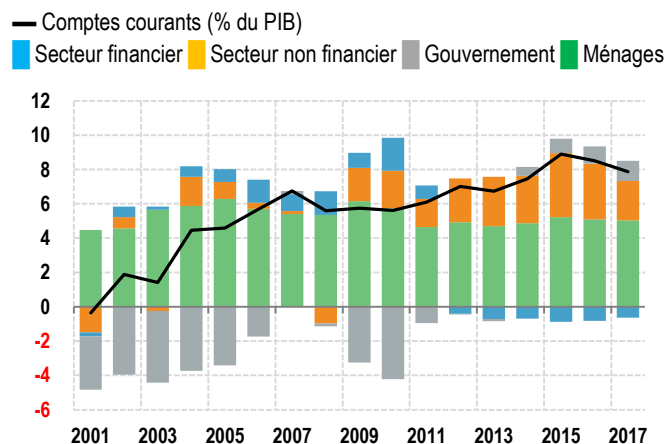
Enfin, pour respecter les exigences budgétaires du Pacte de stabilité et de croissance, l'Allemagne a inscrit dans la constitution un nouveau dispositif de frein à l'endettement (*Schuldenbremse*) qui limite le déficit structurel de l'Etat fédéral à 0,35 % du PIB à peine et interdit, à partir de 2020, les déficits structurels des *Länder* sauf en cas de catastrophe naturelle ou de récession sévère. Résultat, les autorités publiques, en particulier au niveau local, ont réduit les dépenses d'infrastructures⁵. La nouvelle coalition, en place depuis mars 2018, entend inverser la tendance en lançant un programme d'investissement dans les infrastructures numériques⁶. Cependant, ces dépenses ne dépendent pas dans une large mesure de l'Etat fédéral, mais des *Länder*.

Le tableau des flux de capitaux (graphique 3) illustre parfaitement ces évolutions. Moyennant les erreurs et les omissions, la balance du compte des transactions courantes et du compte de capital est égale au total net du compte financier (cf. encadré page 2). Si ce dernier chiffre est positif (négatif), le pays affiche une position créditrice (débitrice) vis-à-vis du reste du monde. Le tableau des flux de fonds montre que l'accroissement de l'excédent des comptes courants (en % du PIB) a pour principale contrepartie l'augmentation de l'excédent du solde financier du secteur des administrations publiques, de -4,2 % en 2010 à 1,2 % en 2017. Autre facteur : le solde du secteur des sociétés non financières, qui a été proche ou supérieur à 2 % depuis 2009. De plus, depuis la crise financière, on a assisté à une accumulation remarquable de devises et de dépôts dans ce secteur, de 11,5 % du total des actifs du secteur en 2000 jusqu'à plus de 16 % à fin 2017. Cette évolution ne concerne pas seulement l'Allemagne mais aussi d'autres pays de l'OCDE. En revanche, l'excédent financier du secteur des ménages est resté assez constant, autour de 5 % du PIB.

Raymond Van der Putten

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Flux de capitaux : soldes financiers



Graphique 3

Source : Deutsche Bundesbank

⁵ Raymond Van der Putten, *Allemagne : des infrastructures délabrées*, BNP Paribas, EcoWeek, 24/2/2017

⁶ Raymond Van der Putten, *Allemagne : tournant expansionniste ?*, BNP Paribas, EcoFlash, 25/4/2018

RECHERCHE ECONOMIQUE GROUPE

■ **William DE VIJDER**
Chef Economiste

+33.(0)1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT**
Responsable

+33.(0)1.58.16.73.32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

■ **Alexandra ESTIOT**
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

+33.(0)1.58.16.81.69

alexandra.estiot@bnpparibas.com

■ **Hélène BAUDCHON**
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

+33.(0)1.58.16.03.63

helene.baudchon@bnpparibas.com

■ **Frédérique CERISIER**
Zone euro (gouvernance européenne et finances publiques), Espagne, Portugal

+33.(0)1.43.16.95.52

frederique.cerisier@bnpparibas.com

■ **Thibault MERCIER**
Zone euro (conjoncture et politique monétaire), France (réformes structurelles)

+33.(0)1.57.43.02.91

thibault.mercier@bnpparibas.com

■ **Catherine STEPHAN**
Pays Nordiques - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

+33.(0)1.55.77.71.89

catherine.stephan@bnpparibas.com

■ **Raymond VAN DER PUTTEN**
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

+33.(0)1.42.98.53.99

raymond.vanderputten@bnpparibas.com

■ **Tarik RHARRAB**
Statistiques

+33.(0)1.43.16.95.56

tarik.rharrab@bnpparibas.com

ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON**
Responsable

+33.(0)1.42.98.56.54

laurent.quignon@bnpparibas.com

■ **Céline CHOLET**

+33.(0)1.43.16.95.54

celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Thomas HUMBLLOT**

+33.(0)1.40.14.30.77

thomas.humblot@bnpparibas.com

ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE**
Responsable - Argentine, Europe centrale

+33.(0)1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

■ **Christine PELTIER**
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, autres pays d'Asie du Nord, Afrique du Sud

+33.(0)1.42.98.56.27

christine.peltier@bnpparibas.com

■ **Stéphane ALBY**
Afrique francophone

+33.(0)1.42.98.02.04

stephane.alby@bnpparibas.com

■ **Sylvain BELLEFONTAINE**
Turquie, Europe centrale

+33.(0)1.42.98.26.77

sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com

■ **Sara CONFALONIERI**
Afrique lusophone et anglophone

+33.(0)1.42.98.43.86

sara.confalonieri@bnpparibas.com

■ **Pascal DEVAUX**
Moyen Orient, Balkans

+33.(0)1.43.16.95.51

pascal.devaux@bnpparibas.com

■ **Hélène DROUOT**
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33.(0)1.42.98.33.00

helene.drouot@bnpparibas.com

■ **Salim HAMMAD**
Amérique latine

+33.(0)1.42.98.74.26

salim.hammad@bnpparibas.com

■ **Johanna MELKA**
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan, CEI

+33.(0)1.58.16.05.84

johanna.melka@bnpparibas.com

■ **Michel BERNARDINI**
Contact Média

+33.(0)1.42.98.05.71

michel.bernardini@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

PUBLICATIONS DES ETUDES ECONOMIQUES



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...



ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...



ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images



ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?
La réponse dans vos deux minutes d'économie

Les Informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquelles il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :
Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas, France, est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Frankfurt, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les Instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Bulletin édité par les Etudes Economiques – BNP PARIBAS
Siège social : 16 boulevard des Italiens – 75009 PARIS
Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34
Internet : www.group.bnpparibas.com - www.economic-research.bnpparibas.com

Directeur de la publication : Jean Lemierre
Rédacteur en chef : William De Vijlder

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

VOUS POUVEZ VOUS ABONNER SUR NOTRE SITE ONGLET ABONNEMENT
<http://economic-research.bnpparibas.com>

ET

NOUS SUIVRE SUR LINKEDIN
<https://www.linkedin.com/showcase/bnp-paribas-economic-research/>
OU TWITTER
https://twitter.com/EtudesEco_BNPP



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change