

## Allemagne

### La croissance ralentit, mais la confiance est au beau fixe

- Le PIB allemand a progressé de 2,3 % en moyenne au S1 2016, soit un niveau bien supérieur à son potentiel.
- La robustesse des résultats des enquêtes de conjoncture dément la faiblesse des premiers chiffres du T3, à la fiabilité relative.
- En 2017, les négociations sur le « Brexit » devraient peser sur l'investissement et l'activité en Allemagne.

L'économie allemande a enregistré d'excellentes performances au premier semestre 2016. La croissance moyenne du PIB s'est élevée à 2,3 % en g.a. (1,8 % après correction des effets de calendrier). Ce chiffre est bien supérieur au taux de croissance potentielle de l'économie, estimé à 1,4 % par l'OCDE. Toutefois, le rythme de croissance a quelque peu ralenti, passant de 0,7 % t/t au T1 à 0,4 % au T2.

#### La demande intérieure stimule la croissance

La demande intérieure est le principal moteur de cette bonne performance. Le pouvoir d'achat des ménages a bénéficié de la baisse des prix de l'énergie et de la générosité des accords salariaux. De plus, la bonne situation de l'emploi – le taux de chômage a baissé à 4,2 % en juillet – est venue conforter les dépenses des ménages. La consommation privée a grimpé de 2,0 % en g.a. au S1. Quant aux dépenses publiques, elles ont augmenté de plus de 4 % en g.a. en raison d'une augmentation des dépenses liées à l'accueil des réfugiés.

L'investissement, qui a progressé de 1,7 % t/t au T4 2015 comme au T1 2016, a aussi largement contribué à la croissance du PIB en glissement annuel au S1 2016. Au premier trimestre, l'investissement a bénéficié d'importants achats de véhicules utilitaires et d'un accroissement de l'activité de construction, grâce à la douceur des conditions météorologiques. Mais, au deuxième trimestre, les investissements industriels ont été bien moins dynamiques, reculant de 1,5 %, la construction comme les achats automobiles étant revenus à la normale. C'est ce qui explique essentiellement le ralentissement de la croissance du PIB au T2.

Les exportations, en revanche, ont nettement rebondi au T2, après avoir stagné depuis le milieu de l'année 2015. Une embellie principalement due à l'augmentation des achats des autres pays de la zone euro. Cependant, la croissance des importations étant restée solide, portée par une forte demande intérieure, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB a été quasiment nulle au premier semestre.

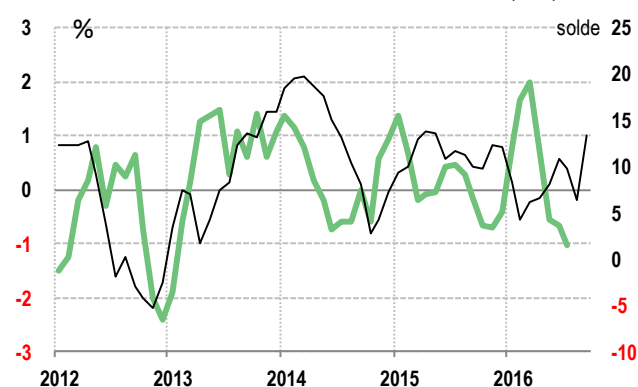
#### La confiance élevée indique une croissance soutenue

Les premières données d'activité pour le troisième trimestre font état d'un net ralentissement. La production manufacturière s'est effondrée en juillet (-2,3 % m/m), atteignant son niveau le plus bas depuis août 2014, un repli conforme à la chute des exportations au

#### ■ L'enquête IFO indique un rétablissement industriel

— Production manufacturière (3m/3m)

— IFO climat des affaires du secteur manufacturier (é.d.)



Graphique

Sources : IFO, Destatis

cours de ce même mois (-2,6 % m/m). Cependant, compte tenu de leur forte volatilité, les données mensuelles sont à interpréter avec le plus grand soin, *a fortiori* pendant les mois d'été où l'activité tourne au ralenti. Ainsi, la forte correction saisonnière appliquée pour ces mois pourrait amplifier à l'excès un ralentissement modeste.

Nous avons de bonnes raisons de penser que l'activité économique n'a pas nettement marqué le pas au cours des derniers mois. Le moral des chefs d'entreprises se maintient en effet à des niveaux relativement élevés. En septembre, l'indice IFO du climat des affaires a même progressé de 3,2 points, atteignant son plus haut niveau depuis le mois de mai 2014. Après avoir ralenti en S1 2016, la composante des anticipations s'est remarquablement redressée, gagnant 4,4 points. Les entreprises manufacturières allemandes anticipent en particulier une forte demande étrangère. Les anticipations relatives aux exportations, mises à mal par le vote en faveur du Brexit, ont rebondi dans la plupart des secteurs-clés. Seule l'industrie chimique s'attend à une stagnation de la demande étrangère. Avec des données d'enquête toujours bien orientées, la croissance du PIB devrait, selon notre analyse, rester proche de son potentiel.

#### L'incertitude à l'ouverture des négociations du « Brexit »

Compte tenu de la robustesse du premier semestre 2016, la croissance devrait atteindre, selon nos anticipations, le taux de 1,8 % en 2016 (corrigé des effets de calendrier), soit la meilleure performance depuis 2011. En 2017, il faut s'attendre à un nouveau ralentissement à 1,3 %, avec le rebond des prix de l'énergie. De plus, dans la perspective des négociations sur le Brexit, les incertitudes entourant l'issue de ces pourparlers pourraient peser sur les dépenses d'investissement, non seulement en Allemagne, mais aussi dans d'autres pays européens, pénalisant ainsi l'activité dans l'important secteur allemand des biens d'équipement.