

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Allemagne, enfant malade ou adolescent en mue ?

Et de nouveau en 2023 l'Europe a moins bien fait que les Etats-Unis, tant sur le plan économique que sur le plan boursier. En termes de croissance du PIB, on est à plus de 2% de croissance outre-Atlantique contre 0,5% dans la zone euro. Et les indices MSCI de return des actions affichent une différence encore plus marquée. C'est +22% contre +19%. Le gestionnaire de patrimoine se doit dès lors, pour déterminer l'allocation géographique des actifs qui lui sont confiés, de se demander s'il n'est pas inéluctable que l'Oncle Sam surperforme la « Vieille Europe » ?

L'Allemagne, moteur de l'Europe

Il y a différentes manières de tenter de répondre à la question, depuis l'impact de la démographie jusqu'à celui des politiques publiques en passant par les différences culturelles, et sans oublier les divergences de tissu économique, en termes sectoriels comme de matières premières. Nous allons ici nous concentrer sur une dimension particulière, qui est celle de l'état de santé de l'économie allemande. Nous le savons, l'Allemagne a un poids majeur dans la zone euro, quelque 30%, et elle a en outre un effet d'entraînement sur de nombreux pays voisins. Ainsi, ne dit-on pas parfois que l'on peut présenter l'économie belge comme étant un sous-traitant de l'Allemagne ? Il est donc difficile, pour ne pas écrire impossible, d'avoir une zone euro florissante avec une Allemagne qui traînerait la patte. Hormis l'Allemagne, quel pays pourrait être le moteur de l'Europe, pense-t-on usuellement.

Or, si la zone euro dans son ensemble y a échappé, certes de peu, l'Allemagne a connu la récession en 2023 et le risque d'une nouvelle récession en 2024 est loin d'être proche de zéro. Attention toutefois, il y a récession et récession : ce dont il est question en Allemagne est une « micro-récession », avec une contraction de l'ordre du demi-point de pourcentage, très loin du recul observé dans les pays industrialisés en 2020. Néanmoins, cette grande mollesse est quand même une source de préoccupations, économiques, sociales et politiques d'abord, mais aussi, incidemment, en termes de placements patrimoniaux.

Les maux allemands

Sans présenter un état de santé conjoncturel de l'économie d'outre-Rhin, nous ne sommes pas équipés pour cela, il nous paraît opportun de partager nos réflexions macroéconomiques sur la première économie européenne.

Quels sont les maux de l'Allemagne ? Dans le désordre, il y a lieu de citer le fonctionnement des chemins de fer, l'état des infrastructures, le dogmatisme budgétaire, la sortie du nucléaire décidée après l'accident de Fukushima en 2011, une perte de compétitivité énergétique, un secteur automobile confronté à l'électrification du marché automobile, avec la concurrence américaine et asiatique, la sensibilité à l'économie chinoise et le déclin démographique.

La liste des problèmes est donc longue, et pourrait alimenter une vue sombre sur l'Allemagne et, partant, sur l'Europe. Mais il y a moyen de regarder les choses sous un jour plus tempéré. D'abord, rappelons deux choses. D'abord, avec une décroissance de la population en âge de travailler et une tendance parmi les travailleurs à vouloir travailler moins d'heures, il faut accepter que la croissance potentielle d'une économie soit faible. Faire -0,5% quand la norme est +0,5% est autre chose que quand la norme est +3%. Ensuite, l'Allemagne a déjà été l'enfant malade de l'Europe, c'était dans les années 90, après la réunification, et elle est sortie de cet état ! Et elle en est d'ailleurs tellement bien sortie qu'elle fut ensuite en superforme et, nous y reviendrons, même en trop grande forme.

Le prix de la transition

Le choix de sortir du nucléaire, avec pour corollaire un recours accru au charbon et aux importations d'énergie russe, est particulièrement critiqué depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, mais c'est en même temps un fort aiguillon pour le développement, « à marche forcée », des énergies renouvelables et d'une utilisation plus rationnelle de l'énergie. Un parallélisme peut même être tenté avec le taux de change : en s'imposant de ne pas dévaluer le Deutsche Mark, l'Allemagne s'est privée d'une compétitivité « facile », mais cette discipline a forcé les entreprises allemandes à être compétitives autrement, de manière plus structurelle, et cela s'est révélé bénéfique.

Si l'industrie allemande souffre, c'est dû non seulement à la question énergétique, mais aussi au ralentissement de la croissance chinoise et aux tensions à la fois géopolitiques et commerciales avec l'Empire du Milieu. Ici, la vue large invite aussi à voir ces difficultés comme le prix d'une transition. Sans même avoir à se demander si c'est souhaitable ou non, ne pensons-nous pas que réduire la dépendance de l'économie nationale vis-à-vis d'activités particulièrement polluantes et exposant à une dépendance à l'encontre d'un partenaire peu fiable n'était pas inéluctable ? L'Europe brade sa sécurité nationale en échange d'une énergie bon marché, avait mis en garde J. Stiglitz en 2006 déjà. Aujourd'hui, sans que nous ayons voulu en être à l'origine, nous sommes poussés à voir diminuer le poids de l'industrie lourde et la dépendance vis-à-vis de Beijing. Oui, l'automobile thermique a fait les beaux jours de Wolfsburg, de Munich et de Stuttgart, mais y a-t-il lieu de verser des larmes de crocodile sur le déclin de cette activité ? Et à en juger par le taux de chômage particulièrement bas que continue de connaître l'Allemagne en dépit de la conjoncture actuelle, le recyclage des ouvriers qualifiés des pans en mutation de l'industrie devrait ne pas poser de difficulté.

Oui, l'Allemagne a pratiqué une politique d'orthodoxie budgétaire, et semble vouloir reprendre cette route après les années de pandémie et d'effort militaire. Cela relève pour partie d'une vue « dogmatique » des finances publiques. Un

déficit, s'il finance des politiques bénéfiques pour les générations futures, doit pouvoir être toléré. Toutefois, ne vaut-il pas mieux être dans la position allemande, sur le plan des finances publiques, que dans celle de la France, de la Belgique, de l'Italie, ou des Etats-Unis, tous nettement plus endettés ? Nécessité sait faire loi, et avec un taux d'endettement moindre, si le besoin d'une impulsion budgétaire se fait sentir, l'Allemagne dispose d'une bien plus grande latitude.

Un dernier point, enfin, doit être mis en avant. Que son moteur, l'Allemagne, connaisse des ratés pourrait conduire à penser que c'est tout l'assemblage européen qui est à risque. Mais n'est-ce pas plutôt l'opposé ? Le risque pour la cohésion européenne aurait été que ce soit les « maillons faibles », et là les regards se tournent vers l'Europe qui longe la Méditerranée,

qui soient en panne quand la santé allemande serait insolente. On l'a vu dans les années autour de 2010, et ce fut tendu et risqué. Ici, que ce soit le plus fort de la classe qui traverse une période conjoncturelle plus délicate, et cela qui plus est pour de « bonnes » raisons sous-jacentes, cela participe à une certaine convergence. Bien sûr, il ne faudrait pas que les difficultés perdurent et fassent le lit de partisans populistes promouvant moins d'Europe.

Au total, oui, l'Allemagne connaît un trou d'air, mais d'une magnitude modérée et pour partie car une transition était inéluctable. Que ceux qui en parlent comme l'enfant malade de l'Europe y voient aussi un adolescent en mue. En termes de gestion, nous ne voyons donc pas ici une raison de sous-pondérer les actions européennes.

Etienne de Callatay – etienne.decaltay@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.