

Jean-Luc Buchalet / Pierre Sabatier

9 juin 2010

### LE MODELE ALLEMAND CREE-T-IL DE LA RICHESSE ?

Alors que l'existence même de l'euro est menacée, **le modèle allemand est souvent montré en exemple** : la solution de la crise passerait par l'application du modèle germanique, plus vertueux, à l'ensemble des pays de la zone euro. Méfiants à l'égard des modèles « miracles » (rappelons-nous du miracle espagnol ou anglais d'il y a quelques années), nous nous sommes efforcés de dresser le portrait le plus précis possible du modèle de croissance allemand depuis 1998 et la création de la monnaie unique, afin de savoir s'il a vraiment été créateur de richesse.

Les conclusions sont sans appel : le **modèle économique choisi par l'Allemagne au début des années 2000 a créé peu de richesse** (le PIB allemand accuse un retard cumulé de plus de 12 points de PIB depuis 1998 par rapport à ses partenaires de la zone euro). Sa croissance annuelle de 1998 à 2008 a atteint seulement **+1.4%** en moyenne, contre **+2.1%** pour la France, **+2.6%** pour le Royaume-Uni, **+2.5%** pour les Etats-Unis et **+4.3%** pour le monde. **Son marché de l'emploi est resté peu dynamique** (retard de 12 points par rapport au reste de la zone euro) tandis que **la demande intérieure a stagné**. Pour l'essentiel, la croissance allemande a été tirée par les **exportations** (elles expliquent près des deux tiers de la croissance du PIB entre 2002 et 2008) qui, certes, bénéficient d'une assise importante et d'une excellence industrielle, renforcée par un effort de recherche et développement conséquent, mais rend ce **modèle économique extrêmement vulnérable à l'évolution de ses partenaires**. A première vue, rien ne semble donc justifier l'admiration que vouent aujourd'hui certains économistes à ce modèle de croissance. Alors en quoi s'est différenciée l'Allemagne au cours de la décennie passée ?

Afin de conquérir de nouvelles parts de marché en Europe et dans le reste du monde, l'Allemagne a mené une **stratégie claire de désinflation compétitive** depuis l'introduction de l'euro, en comprimant ses coûts salariaux : le salaire réel par tête a baissé d'environ **1%** sur la période (avec une accélération de la baisse à partir de 2004) alors qu'il a progressé de près de **10%** dans le reste de la zone euro. L'écart est encore plus impressionnant si l'on examine la masse salariale réelle reçue par les ménages : depuis le lancement de la monnaie unique, elle n'est en progression que d'un petit **4%** en Allemagne alors qu'elle a cru de près de **28%** dans le reste de la zone euro. Il ne faut pas chercher ailleurs les raisons des écarts constatés sur la période en ce qui concerne la demande intérieure des pays membres. Au final, en excluant les exportations qui ont cru de **7%** par an au cours des 10 dernières années et qui représentent désormais **48%** du PIB, **l'Allemagne est le pays qui a connu la plus faible croissance des pays industrialisés depuis l'introduction de la monnaie unique**. Au-delà de ces chiffres relativement médiocres, est-il raisonnable d'envisager une extension du modèle économique allemand à l'ensemble de la zone euro ?

[La suite du résumé au verso](#)

Jean-Luc Buchalet / Pierre Sabatier

La constitution d'une zone monétaire unifiée entraîne la concentration des activités économiques selon les avantages comparatifs des différentes régions la composant. Si l'un des pays de cette zone unifiée adopte une attitude de « **voyageur clandestin** » en pratiquant seul une politique de désinflation salariale visant à augmenter sa compétitivité au détriment des autres pays, il contribue à augmenter la concentration de la production sur son territoire. **C'est clairement ce qui s'est passé en Allemagne au cours des dix dernières années**. Si cette zone n'a pas mis en place des mécanismes de redistribution budgétaire alors que la mobilité du travail est très faible du fait des barrières linguistiques et sociales, alors la concentration de l'appareil de production sur une seule partie du territoire devient à terme **intenable**. En effet, la seule issue pour les autres pays consiste à adopter la même politique de compression salariale pour regagner en compétitivité, inscrivant la zone dans un environnement durablement **déflationniste**. Dans un tel schéma, c'est bien l'ensemble de la zone qui sera perdante, avec un appauvrissement généralisé des populations, celle de l'Allemagne y compris.

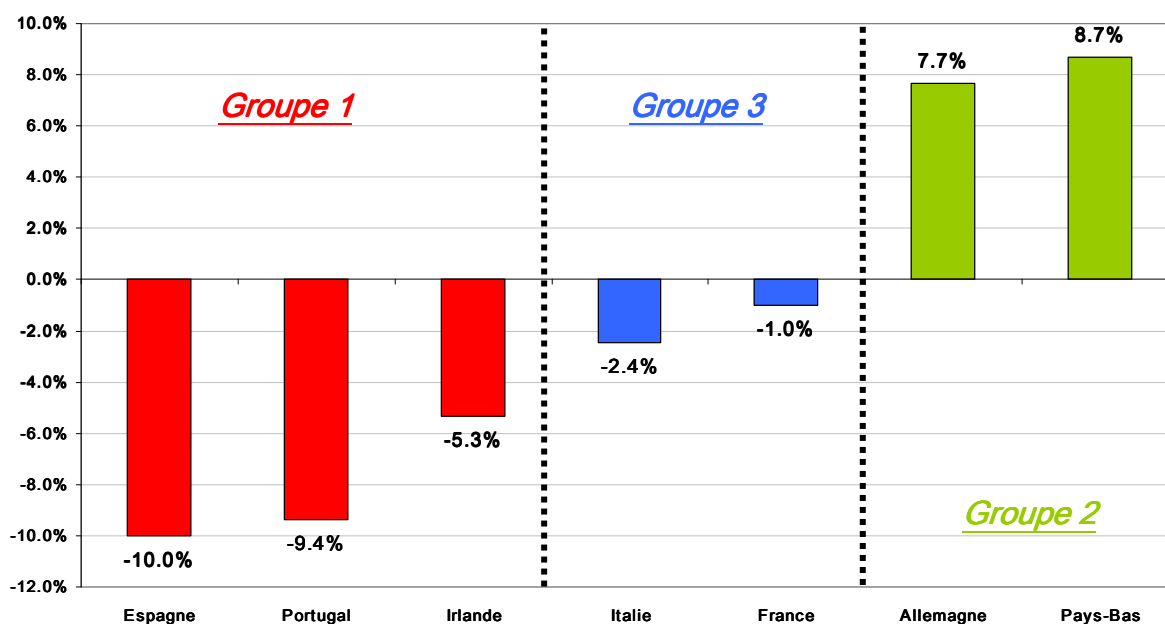
Pour ne pas arranger les choses, le problème du vieillissement de la population devrait rendre rapidement caduque le modèle de croissance actuel de l'Allemagne : selon les prévisions, la population d'outre-Rhin devrait être inférieure à la population française d'ici 2050 ; le poids des plus de 60 ans dans la population totale, qui représente aujourd'hui **26%**, devrait atteindre les **36%** en 2030 (**23%** pour la zone euro hors Allemagne aujourd'hui et **31%** en 2030) ; en 2020, l'âge médian devrait se situer à **47.8** ans en Allemagne, contre **41.3** ans en France. **Dans ces conditions, la croissance potentielle de la zone euro et de l'Allemagne en particulier sera très faible durant les décennies à venir, sans doute durablement inférieure à 1%**, rendant la soutenabilité de la dette des Etats un problème pérenne et difficilement solvable sans croissance soutenue. En conséquence, si la baisse récente de l'euro redonne une bouffée d'oxygène à la zone, **la survie de la monnaie unique restera clairement en suspens** sans une redéfinition globale du modèle de croissance de la zone, avec la mise en place d'une harmonisation des politiques économiques et d'une redistribution budgétaire. Rien n'est moins sûr....

***Nous vous rappelons que notre petit-déjeuner semestriel se déroulera le lundi 21 juin prochain, entre 8h30 et 10h dans les Salons Hoche (9, avenue Hoche, 75008 Paris). Nous vous présenterons à cette occasion nos perspectives économiques et financières pour le second semestre 2010, et tenterons de répondre à la problématique suivante : La zone euro peut-elle survivre à son endettement ?***

## L'euro a conduit au creusement des déséquilibres entre les pays membres de la zone.

Alors que l'intégration monétaire aurait dû naturellement conduire à une harmonisation des politiques économiques et financières entre les pays de la zone, c'est finalement le contraire qui s'est produit : jamais les divergences n'ont été aussi grandes qu'aujourd'hui, les choses n'ayant pas été arrangées par la crise financière. Une telle situation est-elle durable à moyen terme ? Nous ne pensons pas, car elle finira (si ce n'est déjà fait) par menacer l'existence même de la monnaie unique. En tout état de cause, la zone euro ne trouvera pas d'issue à sa crise actuelle si elle ne prend pas conscience de l'extrême nécessité d'adopter une politique économique, fiscale et sociale un minimum harmonisée entre les Etats membres. Car la situation actuelle est le fruit d'une intégration monétaire réalisée à moitié : on a mis la charrue avant les bœufs, en ne donnant pas les armes suffisantes à cette nouvelle entité pour devenir un tout cohérent.

### Balance courante en 2007 en % du PIB



Pour bien comprendre l'ampleur des distorsions qui se sont créées depuis 12 ans et l'introduction de l'euro, nous avons identifié trois grands groupes de pays qui présentent de fortes similarités dans le modèle de croissance sur lequel ils se sont appuyés durant la période.

#### ✓ Les pays dont le modèle repose sur l'endettement

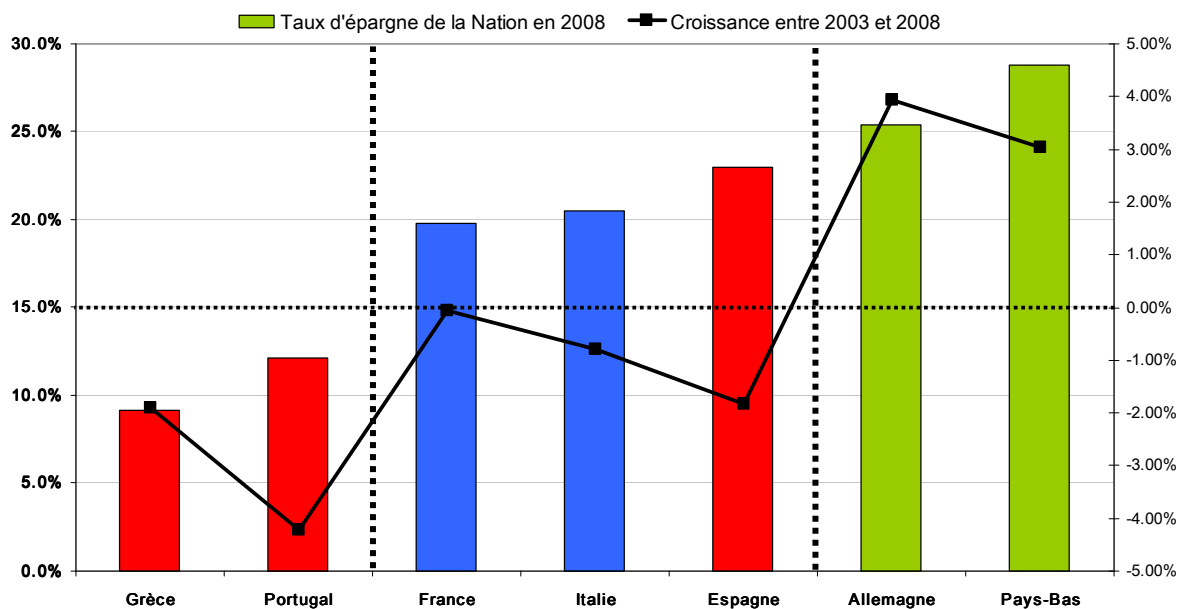
Dans le premier groupe, on trouve des pays comme l'Espagne, le Portugal, la Grèce ou l'Irlande, qui ont bénéficié d'une baisse considérable de la prime de risque obligataire avec l'introduction de la monnaie unique, leur permettant d'emprunter à très bon compte : le spread de taux est tombé proche de zéro par rapport à l'Allemagne, alors qu'il était de **1100** points de base en Grèce, de **500** points de base en Espagne et au Portugal et de **150** points de base en Irlande en 1995. Le modèle de croissance associé a été de favoriser une hausse spectaculaire de l'endettement des ménages (la dette des ménages espagnols est passée de **70%** à **140%** de leur revenu disponible entre 1998 et 2008), entraînant un boom sans précédent de l'activité de la construction, de l'immobilier et de la consommation. Ce boom des dépenses des ménages a dans un premier temps permis à ces pays de connaître un essor considérable, mais dont les fondations étaient plus fragiles qu'il n'y paraissait. La contrepartie de ce modèle de croissance basé sur l'endettement des agents privés est de taille : l'on a assisté à l'explosion du déficit de la balance du compte courant de ces pays (déficit du compte courant supérieur à **10%** du PIB en 2007 pour l'Espagne), les rendant particulièrement vulnérables à tout choc exogène ou endogène comme on l'a vu avec les conséquences de la crise sur ces pays.

La plupart de ces pays présentaient initialement des taux d'épargne de la Nation faibles (hormis l'Espagne), qui n'ont cessé de se détériorer tout au long des années 2000, suite à l'accumulation des déficits courants. Pour faire face à la crise depuis 2008 et à la baisse de leur demande intérieure, ces pays ont dû compenser par une hausse très forte des déficits publics afin d'éviter l'effondrement. En 2009, le déficit public de l'Espagne a atteint **11.2%** de PIB, celui du Portugal **9.4%** du PIB, celui de la Grèce **13.6%** du PIB et celui de l'Irlande **14.3%** du PIB alors que celui de l'Allemagne n'a pas dépassé les **4%** du PIB. Le taux d'épargne de la Nation (épargne cumulée des ménages, des Etats et des entreprises) de ces pays en difficulté ne remonte pas pour autant, puisque la hausse du taux d'épargne du secteur privé est compensée par la baisse du taux d'épargne du secteur public. De manière logique, l'explosion des déficits publics a entraîné une hausse vertigineuse de l'endettement des Etats du premier groupe : la dette espagnole rapportée au PIB est anticipée autour de **71%** du PIB en 2011 contre **36%** en 2007, celle de l'Irlande à **84%** en 2011 contre **25%** en 2007, rendant la situation insoutenable de par les frais financiers que celle-ci génèrent (cf. graphe p6).

✓ Les pays dont le modèle repose sur une amélioration de leur compétitivité relative

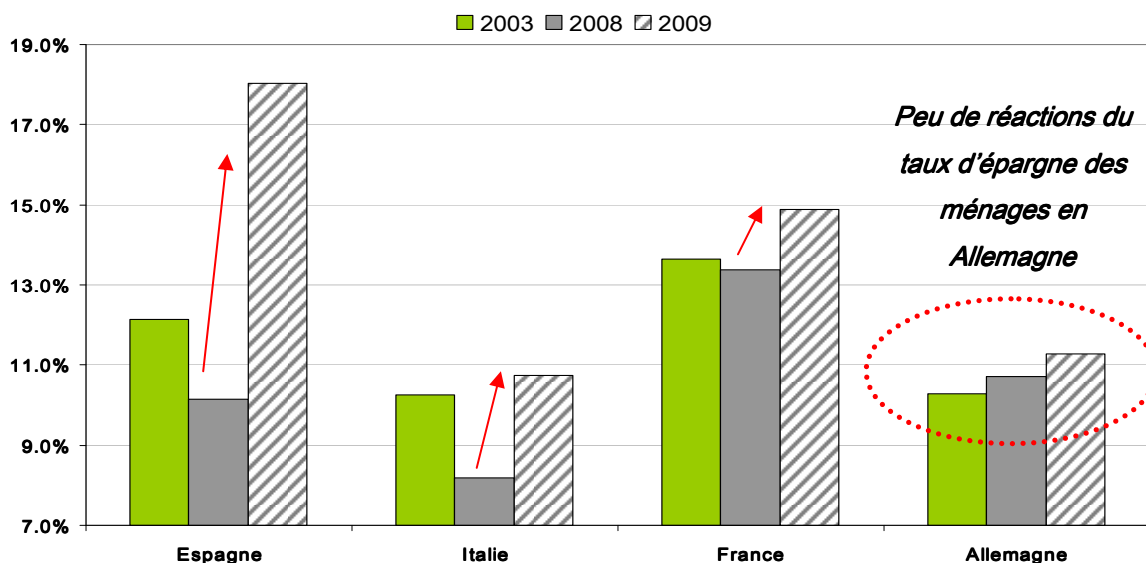
Dans le second groupe, on retrouve en fer de lance l'Allemagne et la Hollande, qui ont adopté un modèle économique complètement opposé au précédent, avec une dette des ménages qui s'est stabilisée sur la période (à une fois le revenu disponible en Allemagne). L'Allemagne a choisi d'opter pour une politique économique centrée sur la réduction du coût du travail (ce qui revient à appauvrir relativement les allemands) pour asseoir le développement de son industrie et favoriser ses exportations. Cette politique de rigueur, couplée à une forte croissance de l'investissement productif, a permis un rétablissement des finances publiques et a surtout entraîné une explosion de l'excédent de la balance du compte courant qui s'est établie à plus de **7.7%** du PIB en 2007 (**+4%** estimé pour 2010) en Allemagne et autour de **9%** en Hollande (cf. graphe p2).

**Taux d'épargne de la Nation en 2008**



Les taux d'épargne de la Nation allemande et hollandaise, initialement élevés, ont atteint des niveaux records, avec respectivement **25.3%** du PIB et **28.8%** du PIB en (même niveau qu'au Japon), ce qui traduit les forts excédents courants générés sur la période. Le taux d'épargne net des ménages est resté relativement stable en dépit de la crise.

### Taux d'épargne net des ménages en % du Revenu Disponible



*Peu de réactions du taux d'épargne des ménages en Allemagne*

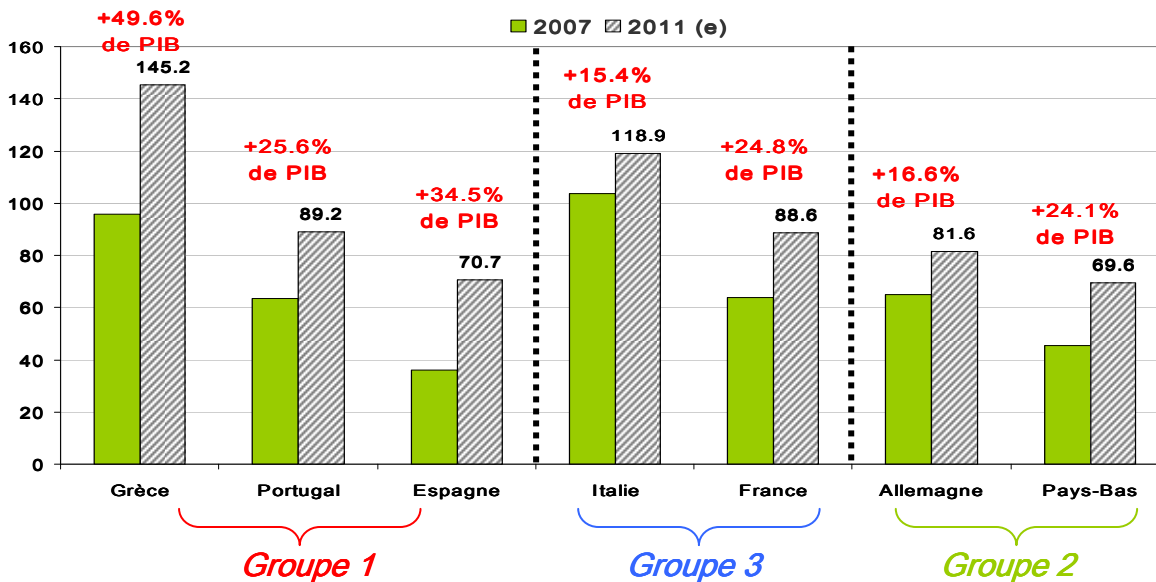
#### ✓ Les pays au modèle intermédiaire

Le dernier groupe, qui comprend la France et l'Italie, se situe dans une position intermédiaire. L'endettement des ménages y a significativement progressé, mais à partir de niveaux plus faibles : il se situe aujourd'hui autour de **95%** du revenu disponible en France et à **70%** en Italie. En parallèle, ces deux pays ont continué à favoriser l'essor de leur industrie nationale, ce qui n'a pas empêché la France de subir de fortes pertes de parts de marché à l'export : la part de marché de la France dans les exportations mondiales de biens et services a chuté de **5.6%** en 1998 à **3.8%** en 2008, soit une baisse de **32%**, alors que sur la même période, la part de l'Allemagne s'est stabilisée à un haut niveau, passant de **9.1%** à **8.8%**. Le déficit du compte courant est resté modérément déficitaire dans ce groupe, avec **-1.0%** pour la France et **-2.4%** pour l'Italie en 2007 (cf. graphe p2), alors que le taux d'épargne de la Nation est resté stable autour de 20% du PIB sur la période.

#### ✓ La crise a dévoilé les failles de la zone euro

La crise a permis de mettre en évidence la fragilité des modèles de croissance des pays du premier groupe, avec l'envolée de l'endettement public suite au besoin de désendettement des agents privés. A l'opposé, ce phénomène ne s'est pas produit dans les pays du groupe 2, qui font état d'une bien moins grande dégradation de leurs finances publiques.

### Endettement en % du PIB

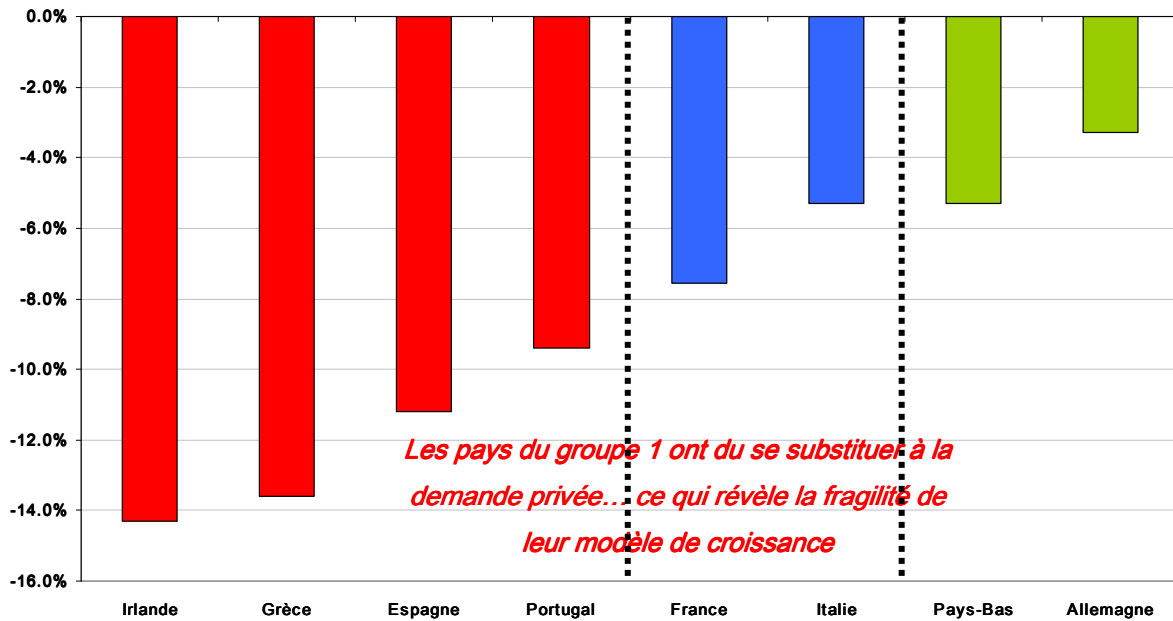


*Groupe 1*

*Groupe 3*

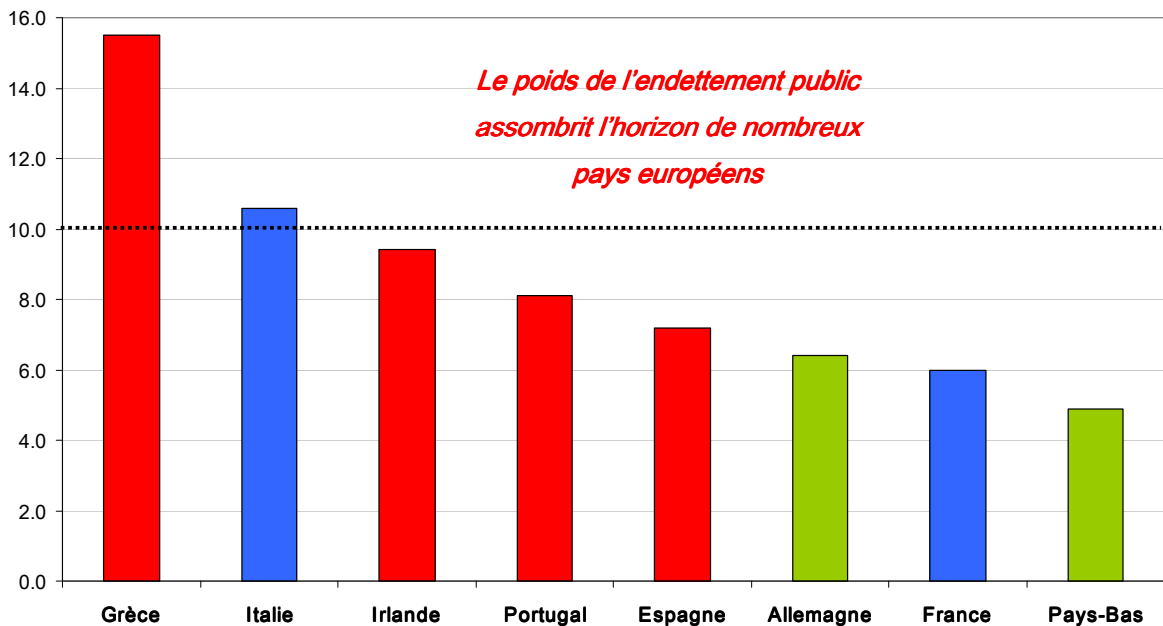
*Groupe 2*

### Déficit Public 2009 en % du PIB



A plus long terme, **un tel modèle économique est-il soutenable avec d'un côté l'Allemagne**, première puissance industrielle de l'Europe, qui mène une stratégie particulièrement agressive de désinflation compétitive alors que les autres pays restent beaucoup trop laxistes ? **Catégoriquement non !** Le consensus anticipe une croissance de l'Europe très faible au cours des cinq prochaines années, faisant craindre une dérive déflationniste à la japonaise. Les pays du premier groupe comme l'Espagne, l'Irlande (et auxquels on pourrait ajouter le Royaume-Uni) qui avaient tiré la croissance de la zone, sont maintenant en panne sèche, embourbés dans leur endettement qui pèsent de plus en plus lourd (cf. graphe ci-dessous).

### Service de la dette en 2011 (prévisions) en % des Recettes Publiques

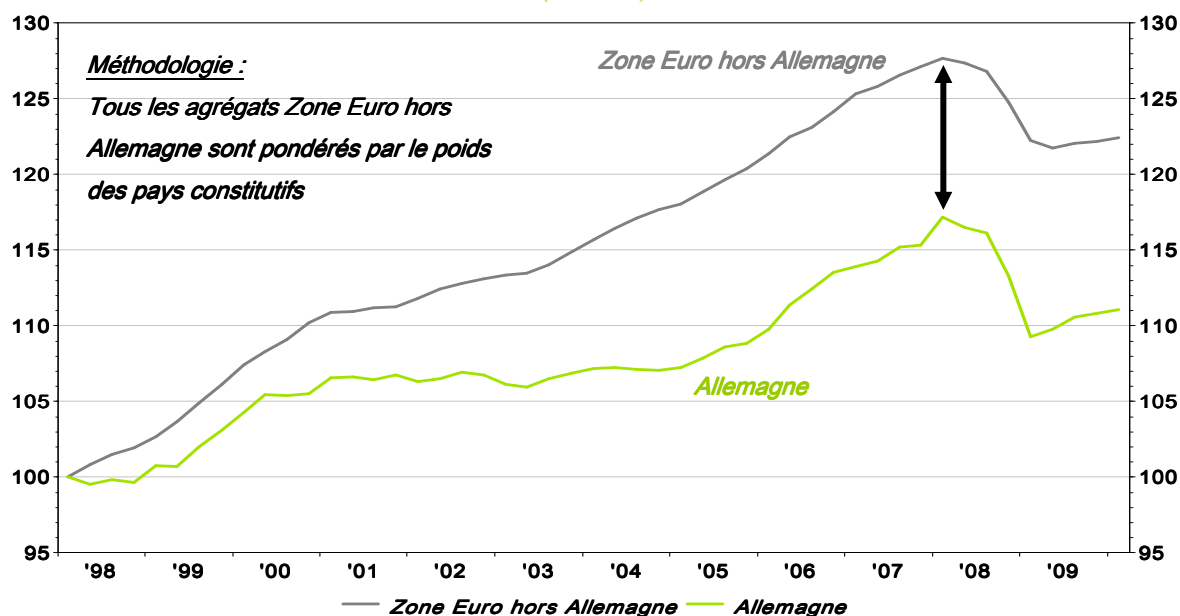


## Contre les idées reçues, le modèle de croissance allemand a créé peu de richesse et est devenu plus vulnérable depuis la création de l'euro.

Si l'on retient comme premier critère d'analyse la croissance du PIB, on constate que l'Allemagne est largement à la traîne en Europe depuis la création de l'euro en 1998. Par rapport à la zone euro hors Allemagne, **le PIB allemand accuse un retard cumulé de plus de 12 points de croissance** depuis 1998 (cf. graphique ci-dessous). Par rapport à la France, au Royaume Uni et aux Etats-Unis, on constate un retard de croissance tout aussi considérable, avec respectivement des croissances annuelles moyennes de 1998 à 2008 de **+2.1%**, **+2.6%** et **+2.5%** contre un petit **+1.4%** pour l'Allemagne, qui fait jeu égal avec l'Italie pénalisée par le niveau considérable de sa dette publique (**110%** du PIB en 2008) mais est bien loin des **+3.5%** espagnols. Sur la période, les pays industrialisés ont connu une croissance annuelle moyenne du PIB de **+2.5%** contre une croissance mondiale de **+4.3%**.

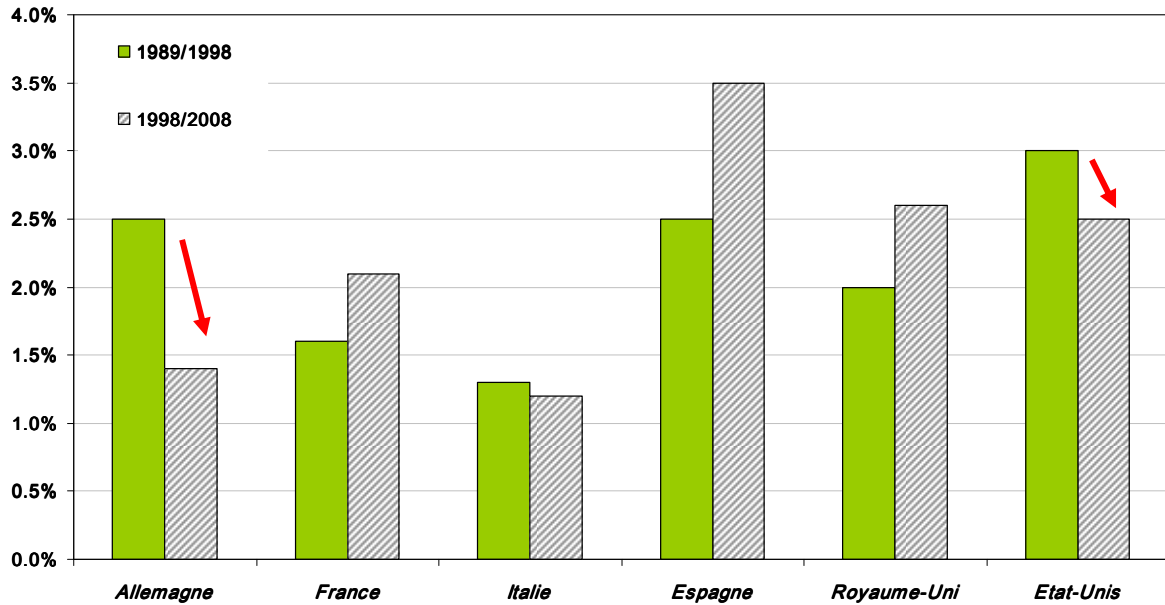
### PIB en volume

(base 100)



Mais le plus déroutant, c'est surtout le décrochage de l'Allemagne à partir de l'introduction de la monnaie unique en 1998. La croissance annuelle moyenne de l'Allemagne passe des périodes 1989/1998 à 1998/2008 de **+2.5%** à **+1.4%** (cf. graphique ci-dessous). L'écart de croissance s'explique d'abord par le boom engendré par la réunification des deux Allemagnes, après la chute du mur de Berlin en 1989. La politique d'austérité menée au cours de la seconde période pour rétablir la compétitivité du pays a fait le reste. Il est donc évident que la puissance exportatrice que l'Allemagne s'est constituée en 10 ans n'a pas permis de générer un surplus de croissance du PIB, bien au contraire. On peut appliquer le même raisonnement au Japon, qui comme l'Allemagne a connu un rythme de croissance très faible, lui-même accentué par la déflation (croissance de **+1.56%** entre 1989/1998 et **+1.24%** entre 1998/2008), avec un modèle économique tourné vers les exportations (cf. notre prochaine lettre stratégique qui sera publiée au mois de juillet prochain).

## Croissance annuelle du PIB (moyenne)



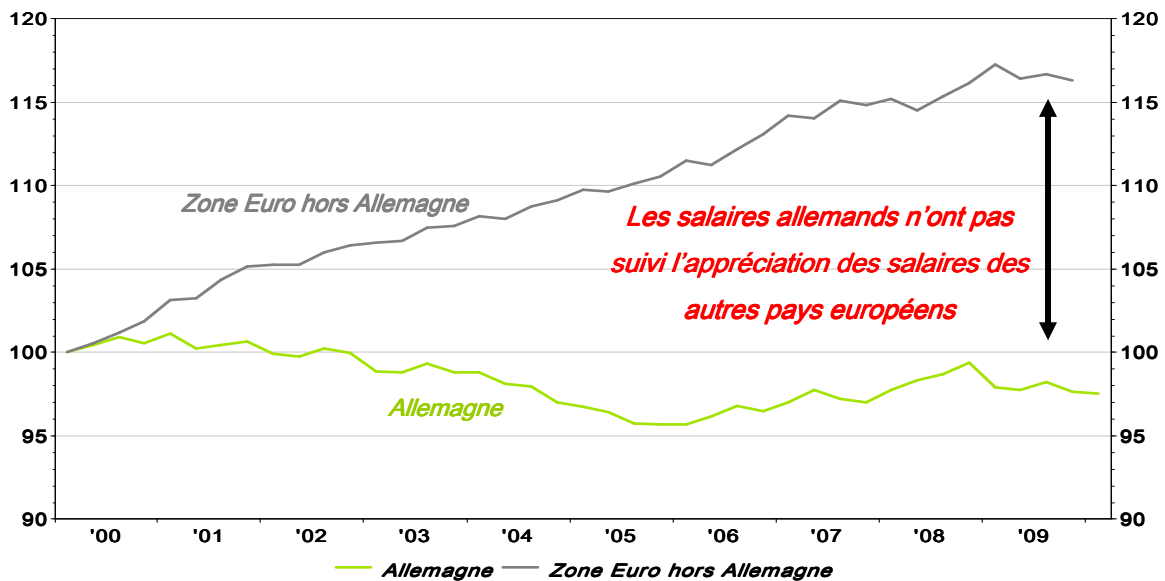
Comment expliquer un tel retard de croissance alors que l'Allemagne est considérée aujourd'hui comme le modèle économique de référence en Europe ?

### ✓ Une stratégie claire de désinflation compétitive.

Afin de conquérir de nouvelles parts de marché en Europe et dans le reste du monde, l'Allemagne a mené une politique salariale déflationniste depuis l'introduction de l'Euro : le salaire réel par tête a baissé d'environ **1%** sur la période (avec une accélération de cette politique depuis 2004), alors que la zone euro hors Allemagne affiche une progression salariale par tête de près de **10%**, soit un écart de plus de **11%** au cours des 12 dernières années. L'instauration d'une TVA sociale (qui correspond grosso modo à une dévaluation de l'Allemagne par rapport aux autres pays de la zone euro) a accentué l'écart considérable qui s'est créé entre l'Allemagne et ses pays voisins.

## Masse salariale réelle reçue

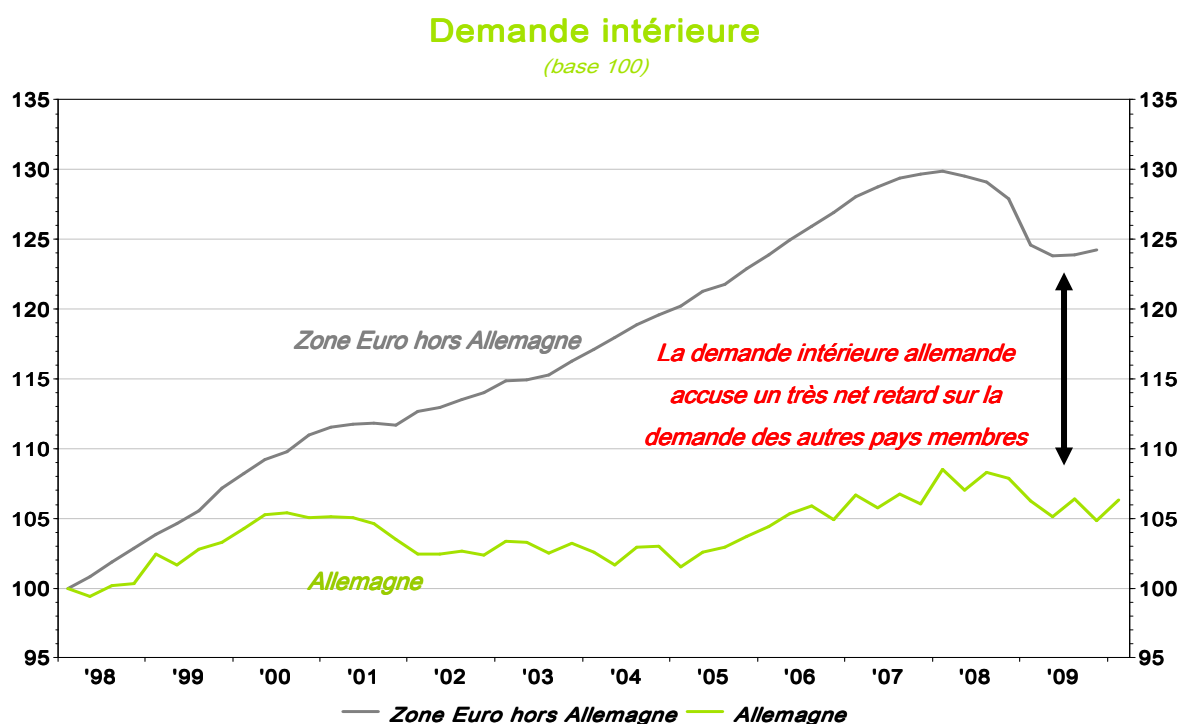
(base 100)



Si l'on examine la masse salariale réelle reçue par les ménages allemands, l'écart avec le reste de la zone euro est encore plus impressionnant : depuis le lancement de l'euro, elle ne progresse que de **4%** en Allemagne, alors qu'elle a cru de près de **28%** dans le reste de la zone euro. Un tel partage de la valeur ajoutée au détriment des salariés a permis aux entreprises d'augmenter fortement leur profitabilité et, par là même, leur taux d'autofinancement, supérieur à **100%** sur la fin de période. C'est bien cet excès d'épargne des entreprises allemandes qui explique le recul des salaires réels et un taux d'épargne de la Nation trop élevé (cf. graphe p3), empêchant le pays de croître plus vite.

✓ Pénalisant la demande privée, la faute à un appauvrissement relatif des salariés allemands.

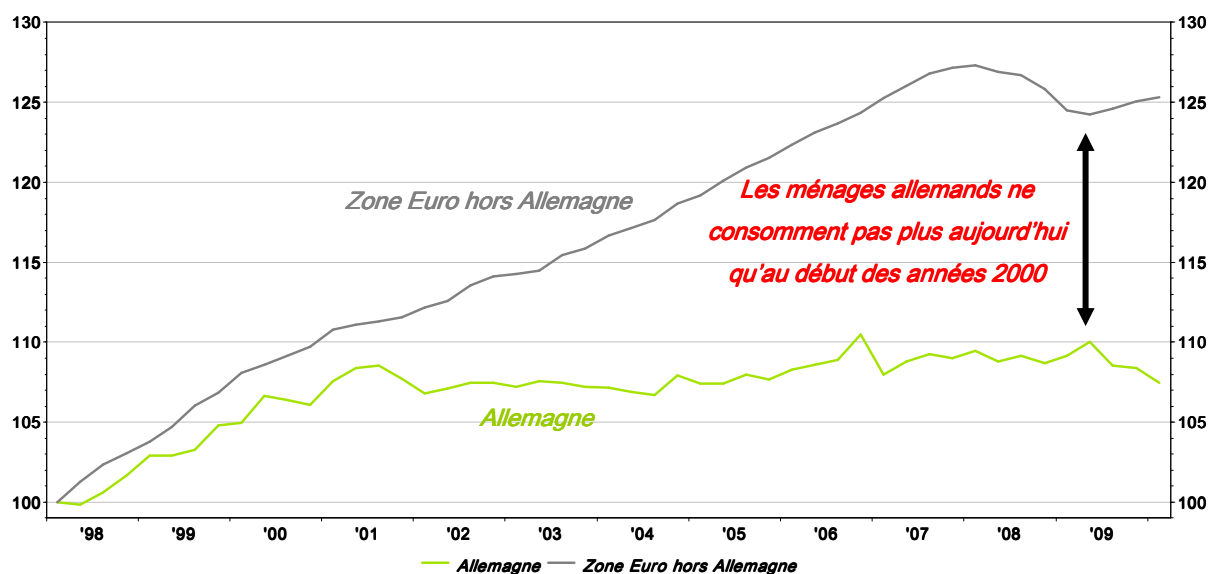
Cet appauvrissement relatif des ménages allemands a provoqué le maintien d'une demande intérieure à un niveau très faible, expliquant l'essentiel de la contre performance du modèle allemand sur toute la période. Relativement au reste de la zone euro, la demande intérieure allemande a accusé un retard là encore considérable de plus de **17** points depuis la création de l'euro (cf. graphe ci-dessous).



Depuis la création de l'euro, cette stratégie de compression des coûts salariaux afin de restaurer sa compétitivité a naturellement limité la demande des ménages à un niveau très bas : sur la période, les dépenses des ménages allemands sont en retrait de plus de **21** points par rapport au reste de la zone euro, ce qui est là aussi considérable. On peut donc estimer que les excédents courants outre-Rhin résultent pour l'essentiel de l'appauvrissement relatif des allemands par rapport à leurs voisins européens.

## Consommation des ménages

Base 100

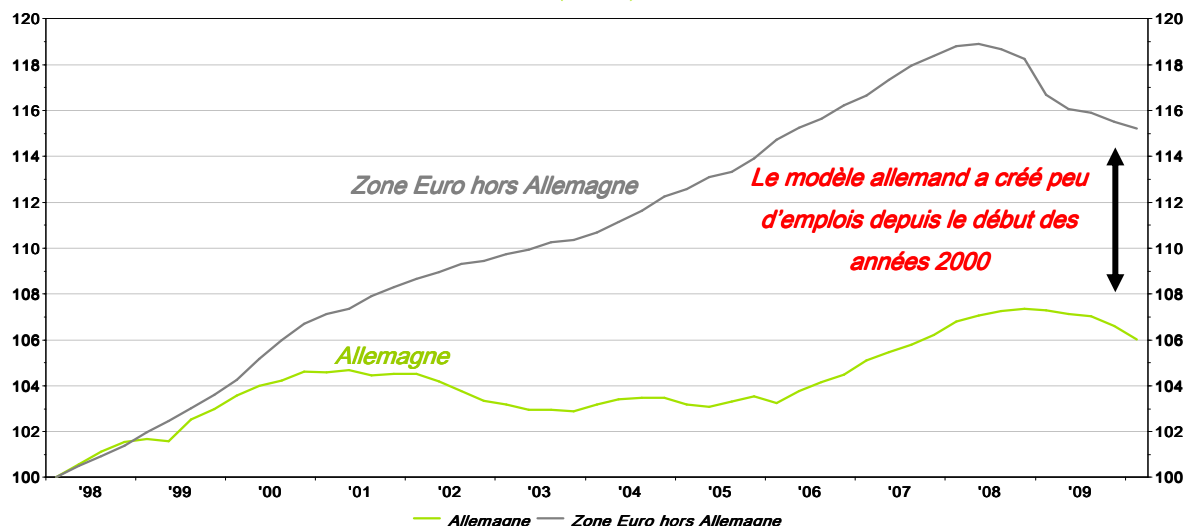


✓ Ce modèle est faiblement créateur d'emplois

En dépit de la vigueur de ses exportations, les créations d'emplois ont-elles aussi été très faibles en Allemagne depuis l'avènement de l'euro. L'emploi accuse un retard de **12** points outre-Rhin par rapport au reste de la zone euro. La faible dynamique de croissance n'a donc pas permis à l'Allemagne de créer des emplois en nombre, qui se situe seulement **7%** au dessus de son niveau de 1998 (une large partie des créations d'emplois dans la zone euro hors Allemagne ont été réalisées dans le secteur des services... fortement dépendant de la consommation des ménages... cqfd).

## Emploi total

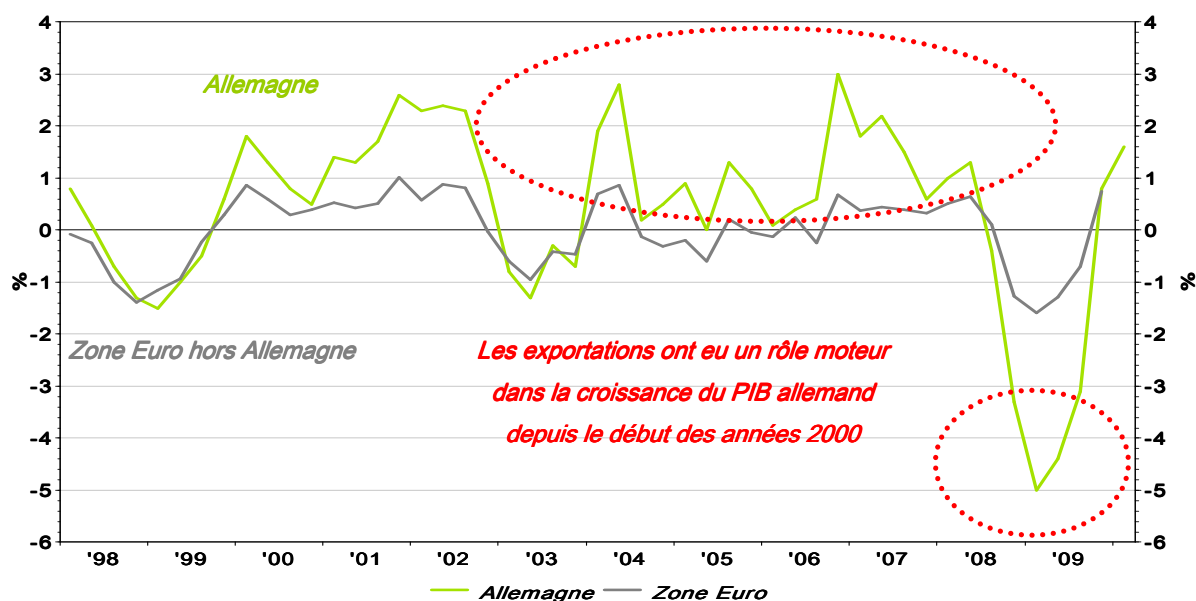
(base 100)



✓ Et repose exclusivement sur les exportations, ce qui le rend vulnérable aux chocs externes.

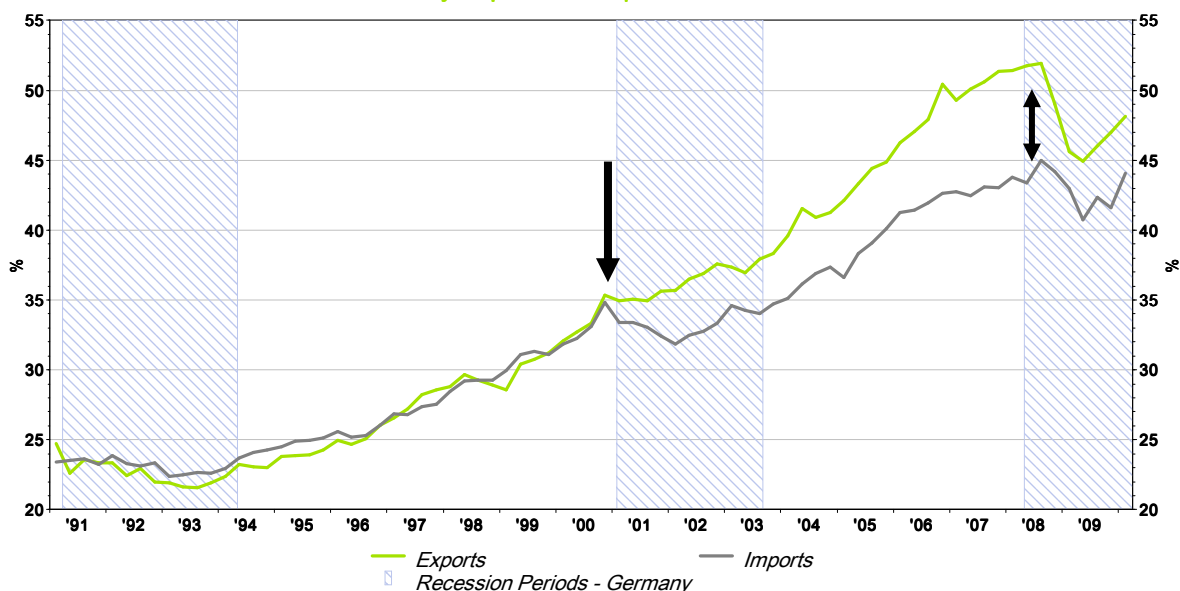
Au cours de la période 2002/2008, on constate que la contribution des exportations nettes à la croissance a été de **0.8** point de PIB, sur une croissance annuelle moyenne de **+1.28%** du PIB en volume (inférieure au **+1.4%** enregistré entre 1998/2008), soit près des deux tiers de la richesse créée. A titre de comparaison, la contribution des exportations nettes a été négative de **0.45** point de PIB en France, de **0.15** point en Italie et **0.90** point en Espagne, pour des croissances annuelles moyennes du PIB de respectivement **1.8%**, **0.90%** et **3.3%**.

## Contribution du commerce extérieur à la croissance



Le choix de l'Allemagne d'orienter son modèle de croissance vers les exportations peut être daté au début des années 2000 : ses exportations sont passées de **35%** du PIB en 2000 à plus de **52%** du PIB en 2008 (**48%** au premier trimestre 2010). Elles ont atteint **802** milliards d'euros en 2009 (contre **982** milliards d'euros en 2008 et **597** milliards d'euros en 2000) et ont progressé au rythme de **+7.4%** en moyenne entre 1998 et 2008. Dans le même temps, les importations n'ont pas suivi le même rythme, conséquence de la dévaluation par les salaires qu'ont choisi les gouvernants outre-Rhin : elles sont passées de **35%** du PIB en 2000 à seulement **45%** du PIB en 2008 (**44%** au premier trimestre 2010).

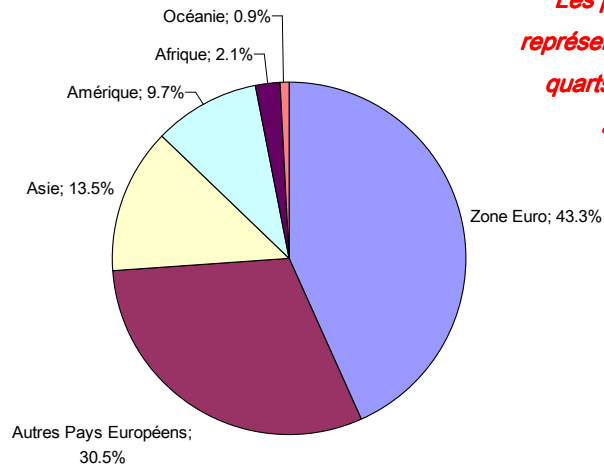
## Germany Exports vs. Imports as % of GDP



Dans le détail, les exportations allemandes reposent pour l'essentiel sur les pays riches, et en particulier sur les pays européens : **73%** de leurs exportations sont effectuées en Europe, **63%** au sein de l'Union Européenne et **43%** dans la seule zone euro. La Chine reste une destination mineure (seulement **4.5%** du total), tout comme les autres émergents d'Asie (**3.5%**). Le partenaire de loin le plus important reste la France (**10.2%**), devant les Pays-Bas (**6.7%**), les Etats-Unis (**6.7%**), le Royaume-Uni (**6.6%**), et l'Italie (**6.3%**). Au regard de ces chiffres, il apparaît clair que les exportations allemandes sont

aujourd'hui bien plus dépendantes des pays riches que des pays émergents, en dépit de ce qu'on peut régulièrement entendre sur la place.

### Destination des Exportations Allemandes en 2009



*Les pays européens  
représentent près des trois  
quarts des débouchés  
allemands !*

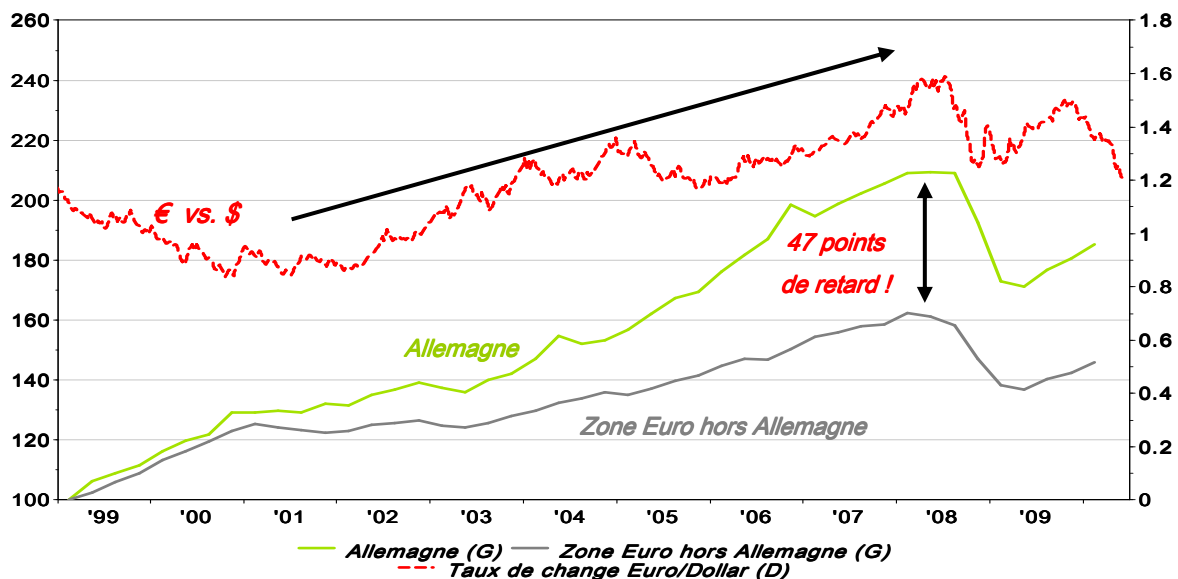
### Les raisons du succès allemand à l'export

✓ Un euro fort adapté à sa spécialisation commerciale

D'octobre 2000 à juillet 2008, l'euro a été la monnaie qui a servi de variable d'ajustement aux déséquilibres mondiaux : elle s'est appréciée de **0.83** à **1.60** euro pour un dollar (soit **+92%**). Cette hausse considérable par rapport aux autres monnaies mondiales a été déstabilisante pour la plupart des pays de la zone, mais dans une moindre mesure pour l'Allemagne et les Pays-Bas qui affichaient une spécialisation industrielle très différente de la gamme proposée par ses voisins. Depuis 1998, le retard de croissance des exportations de la zone euro hors Allemagne a atteint un sommet à **47 points** au cours du premier semestre 2008, ce qui illustre à nouveau les divergences profondes entre l'Allemagne et autres pays membres.

### Exportations en volume

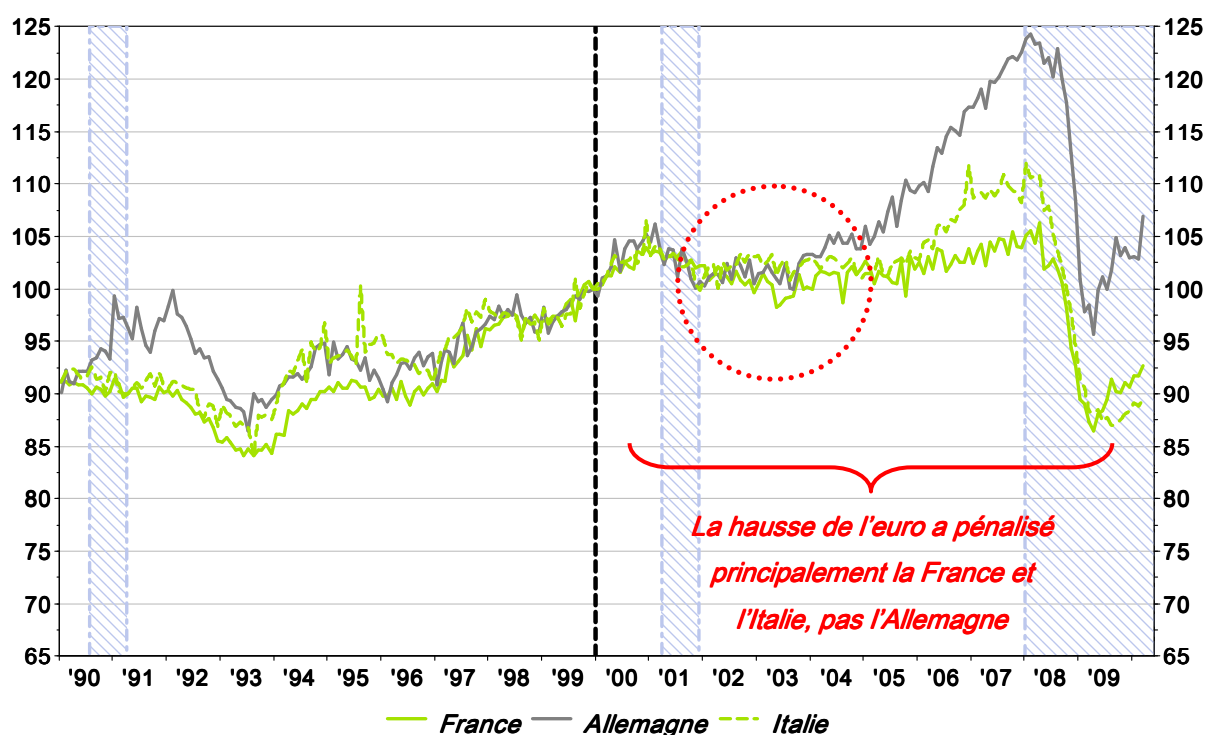
(base 100)



La France et l'Italie se trouvent dans une situation intermédiaire, entre les pays du premier groupe comme l'Espagne (qui n'ont rien à vendre) et ceux du deuxième groupe comme l'Allemagne. Hormis quelques secteurs de pointe, la France est spécialisée dans des productions de moyenne gamme qui sont très sensibles à la compétitivité prix des produits et donc tributaire de l'évolution de l'euro. De son côté, l'Allemagne est beaucoup plus présente dans les secteurs haut de gamme, davantage sensible à la qualité et à l'image d'excellence des productions industrielles d'outre-Rhin. La plupart des pays de la zone euro ont donc besoin d'un euro faible pour ne pas handicaper leurs exportations alors que pour l'Allemagne, un euro fort lui permet d'acheter à bon compte les biens intermédiaires nécessaires à son industrie et les biens de consommation de bas et milieu de gamme qui satisfont ses consommateurs. Dans cette veine, si une baisse supplémentaire du dollar serait en partie soutenable pour les industriels allemands, elle détruirait définitivement l'industrie française et européenne (cf. graphique ci-dessous). La chute récente de l'euro constitue à ce titre une véritable bouffée d'oxygène pour les entreprises des pays comme la France et l'Italie.

## Production industrielle des pays de la Zone Euro

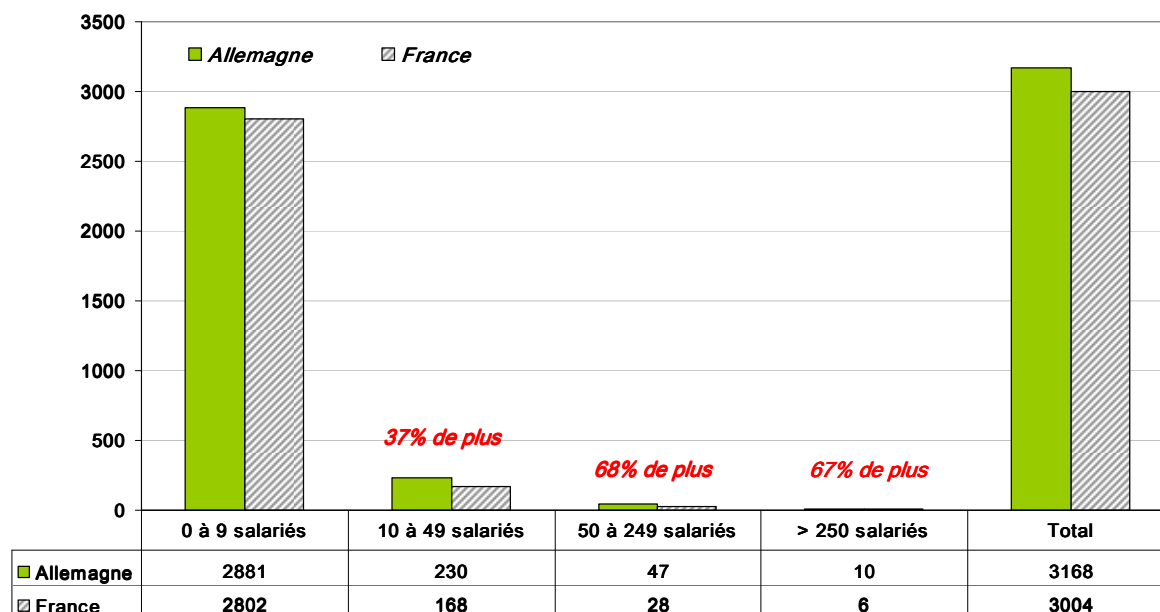
Base 100 le 01/01/2000



✓ Une productivité correcte, mais sans plus.

Une part de l'explication de la forte divergence de la performance entre la France et l'Allemagne aurait pu trouver sa source dans une progression moindre de la productivité du travail entre les deux pays. Il n'en est rien : entre 2002 et 2008, la croissance annuelle moyenne de la productivité par tête a été plus forte en France qu'en Allemagne (**1.13** contre **0.96**). C'est bien la spécialisation industrielle de la France qui est en cause ainsi que la politique de change adoptée par la BCE. Le tissu industriel français dispose de deux fois moins de PME exportatrices de grande taille que l'Allemagne (cf. tableau ci-dessous). Or ce sont celles-ci qui sont le principal fer de lance de l'innovation produits, des exportations et des créations d'emploi dans tous les pays industrialisés. En France, le nombre d'entreprises exportatrices a violemment chuté entre 2000 et 2008, passant de 109 000 à 95 000, tandis que leur rentabilité restait trop faible.

## Nombre d'entreprises par taille en 2008 (en milliers)



Par contre, la situation en termes de productivité est catastrophique pour des pays comme l'Italie et surtout l'Espagne, qui affiche une croissance annuelle moyenne de la productivité du travail négative entre 2002 et 2008, avec respectivement -0.39% et -0.31%.

### ✓ La stratégie du voyageur clandestin

Enfin, la politique de désinflation compétitive allemande au cours des dix dernières années décrite plus haut traduit une démarche clairement non coopérative vis-à-vis de ses partenaires européens : la première économie du Vieux continent a de ce fait dévalué par rapport à ses voisins. Autre preuve du caractère non coopératif des gouvernants allemands, la faiblesse relative du plan de relance allemand a participé pleinement à une stratégie de « voyageur clandestin » : l'Allemagne laisse les autres pays accroître leurs déficits publics, espérant que ceux-ci soutiennent la consommation nationale et ainsi profitent à leurs exportations. **Si l'Allemagne faisait des émules, il faudrait alors craindre que l'Europe ne s'enfoncé définitivement dans la stagnation, voire la déflation (à l'image du Japon depuis 15 ans).**

### Un modèle de croissance à bout de souffle.

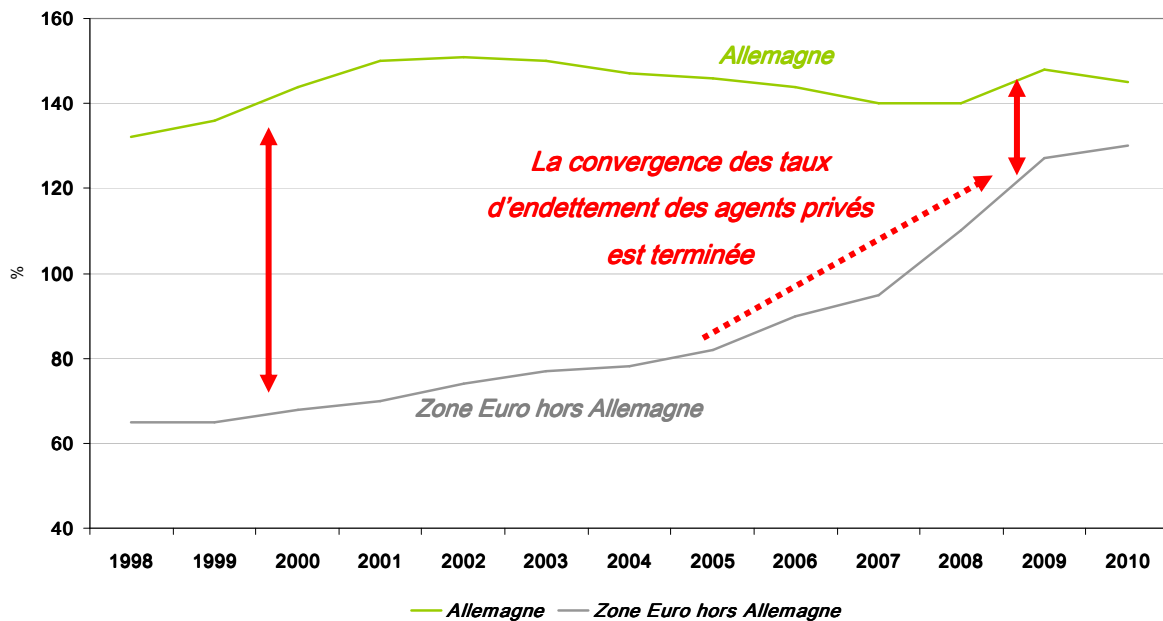
La réalité du modèle économique choisi par l'Allemagne est donc la suivante : **il a créé peu de richesse depuis la création de l'euro et a peu profité du grand boom de la croissance mondiale tirée par les pays émergents.** Son marché de l'emploi est resté peu dynamique et la demande intérieure est restée quasiment atone. Pour l'essentiel, la croissance allemande a été tirée par les exportations qui, certes, bénéficient d'une assise importante et d'une excellence industrielle, renforcée par un effort de recherche et développement conséquent, mais rend ce modèle économique extrêmement vulnérable à l'évolution de ses partenaires (comme le prouve le violent décrochage du PIB de -6.7% entre le premier trimestre 2008 et le premier trimestre 2009).

Au final, le consensus anticipe une contribution négative à la croissance du PIB de la consommation de **1.5%** en 2010 (contre **+0.3%** en 2009 et **+0.2%** en 2010). Seul le commerce extérieur devrait contribuer très positivement à la croissance du PIB cette année avec **+2.8%** et les dépenses publiques de seulement **+0.8%** pour une estimation du PIB de **1.5%**. Tout change rien ne change : **la consommation reste le parent pauvre de la croissance allemande.**

✓ Ralentissement structurel des exportations à venir.

Il existe un risque réel de ralentissement des exportations allemandes vers ses partenaires européens, qui ne peuvent plus continuer à s'endetter comme par le passé (cf. graphe ci-dessous). Or l'Europe importe pas moins de **73%** des biens allemands exportés. Le modèle allemand a ainsi beaucoup reposé sur le gain de parts de marchés au détriment des autres pays membres, qui ont très peu profité de la croissance des émergents. D'ailleurs, plus de la moitié de la progression des excédents industriels allemands à l'exportation ont été acquis au sein de la zone euro. Avec les difficultés que traversent actuellement la zone et qui font craindre qu'elle finisse par tomber en déflation (conséquence de l'affaiblissement de la demande suite au désendettement du secteur privé et maintenant du secteur public), il paraît difficile d'envisager une contribution fortement positive du commerce extérieur en Allemagne dans les années à venir.

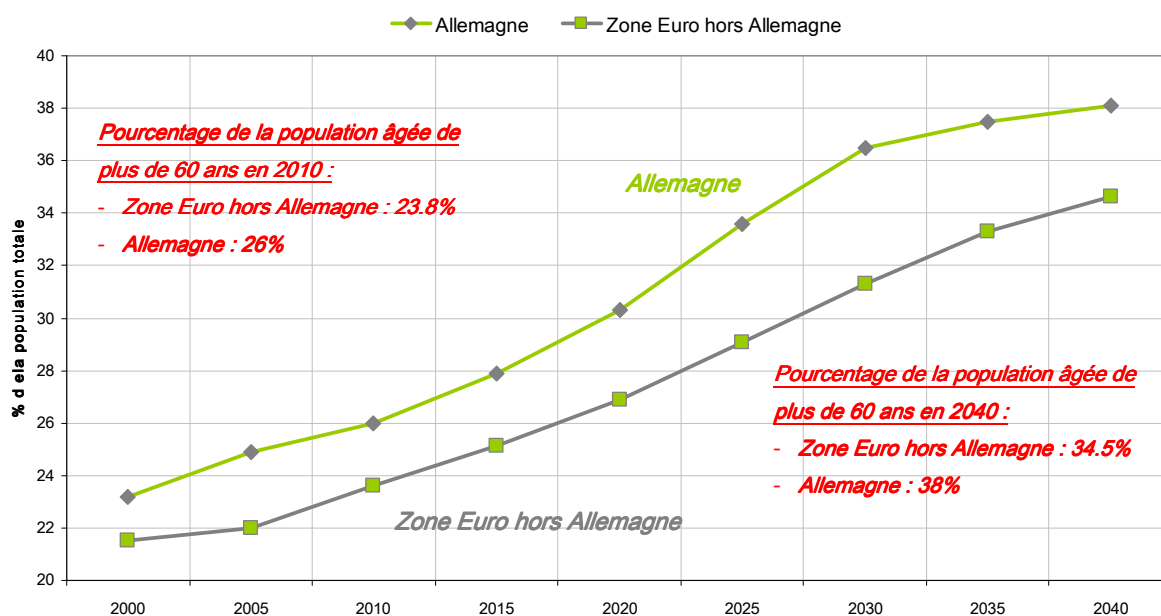
**Dettes des ménages et des entreprises en % du PIB**



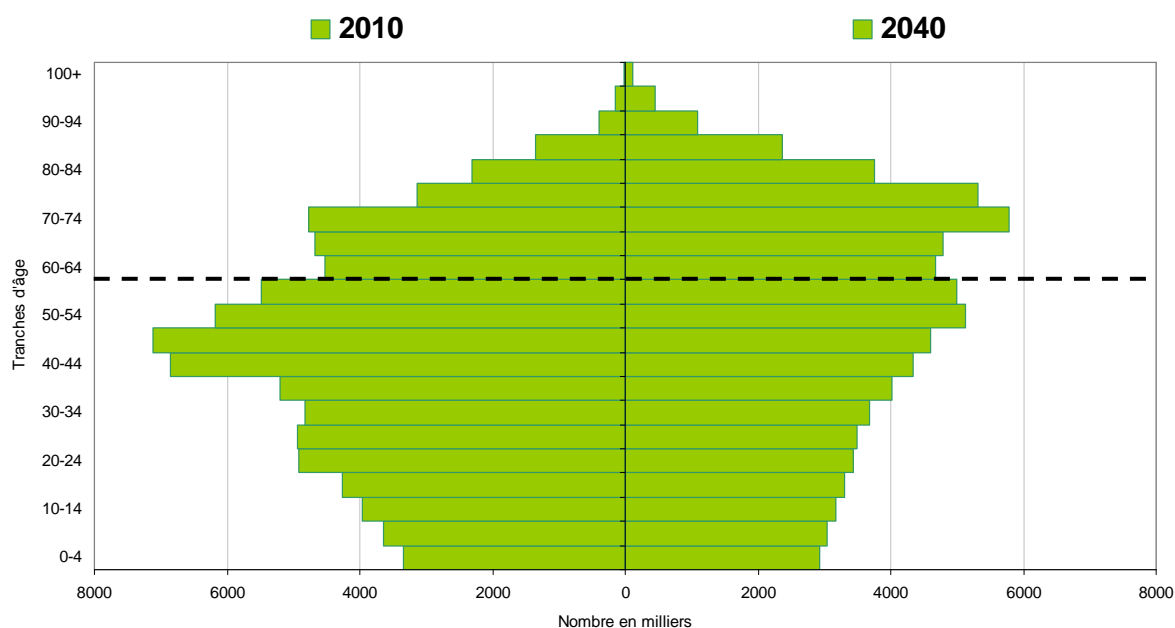
✓ Une population qui vieillit plus vite.

Un des effets dépressifs de l'appauvrissement relatif des allemands au cours des dix dernières années, couplé à l'absence de véritable politique de soutien à la natalité, a été l'effondrement du taux de natalité en Allemagne, qui figure en dernière position au sein de la zone euro. Le vieillissement démographique en résultant va clairement poser, à terme, un problème sur la croissance potentielle du pays, pourtant déjà très faible. On a d'ailleurs une idée de son impact potentiel avec l'expérience récente du Japon, dont la population nette baisse actuellement de plus d'1 million d'habitants par an. Le poids de la population allemande dont l'âge dépasse les 60 ans, représente **26%** de la population totale aujourd'hui et devrait atteindre les **36%** en 2030 (**23%** pour la zone euro hors Allemagne aujourd'hui et **31%** en 2030). En 2020, l'âge médian devrait se situer à **47.8** ans en Allemagne, contre **41.3** ans en France.

## Pourcentage de la population âgée de plus de 60 ans (prévisions)



## Pyramide des âges en Allemagne



### ✓ Des risques pour la monnaie unique ?

L'existence même de l'euro dans sa forme actuelle est clairement menacée. Les écarts colossaux de la balance des comptes courants des pays de la zone euro démontrent le caractère non optimal de la monnaie européenne. Et le problème ne peut pas être résolu par la mobilité des travailleurs européens, la faute à des différences linguistiques importantes et à une organisation sociale trop disparate.

Soit un vrai contenu économique est donné à la zone euro en instaurant un gouvernement économique et un fédéralisme fiscal et social entre les Etats membres et alors la monnaie unique survivra à ses déboires, soit la zone euro éclatera en se

réduisant à un nombre limité de pays du cœur de l'Europe (Allemagne, Benelux, Autriche et peut-être France). Les dirigeants politiques devront accepter de mettre en place des mécanismes de transferts budgétaires permettant de compenser la sous-optimalité de la zone euro, en instaurant un budget fédéral, permettant de gérer les asymétries. Actuellement, le budget fédéral ne représente que **1%** du PIB en Europe contre **17%** aux Etats-Unis. L'absence de transferts publics organisés des régions les plus riches vers les régions les plus pauvres en est la cause. Mais la mise en place d'un fédéralisme fiscal est très peu probable compte tenu de la position actuelle de l'Allemagne (probabilité estimée à **20%**).

### Classification des Pays membres de la zone euro

	Groupe 1 Endettement	Groupe 2 Exportations	Groupe 3 Intermédiaires
Allemagne		X	
Autriche		X	
Belgique			X
Chypre	X		
Espagne	X		
Finlande		X	
France			X
Grèce	X		
Irlande	X		
Italie			X
Luxembourg		X	
Malte	X		
Pays-Bas		X	
Portugal	X		
Slovaquie	X		
Slovénie	X		

### Profil des Pays membres de la zone euro

	Excédents / Déficit commerciaux	Inflation / Déflation des salaires	Endettement des ménages	Excédents / Déficit publics
Groupe 1	--	++	+++	---
Groupe 2	++	--	=	-
Groupe 3	=	+	+	--

### Conclusion

Alors que l'existence même de l'euro est menacée, le modèle allemand est souvent montré en exemple : la solution de la crise passerait par l'application du modèle germanique, plus vertueux, à l'ensemble des pays de la zone euro. Méfiant à l'égard des modèles « miracles » (rappelons-nous du miracle espagnol ou anglais d'il y a quelques années), nous nous sommes efforcés de dresser le portrait le plus précis possible du modèle de croissance allemand depuis 1998 et la création de la monnaie unique, afin de savoir s'il a vraiment été créateur de richesse.

Les conclusions sont sans appel : le modèle économique choisi par l'Allemagne au début des années 2000 a créé peu de richesse (le PIB allemand accuse un retard cumulé de plus de **12** points de PIB depuis 1998 par rapport à ses partenaires européens). Sa croissance annuelle de 1998 à 2008 a atteint seulement **+1.4%** en moyenne, contre **+2.1%** pour la France,

**+2.6%** pour le Royaume-Uni, **+2.5%** pour les Etats-Unis et **+4.3%** pour le monde. Son marché de l'emploi est resté peu dynamique (retard de **12** points par rapport au reste de la zone euro) tandis que la demande intérieure a stagné. Pour l'essentiel, la croissance allemande a été tirée par les exportations (elles expliquent près des deux tiers de la croissance du PIB entre 2002 et 2008) qui, certes, bénéficient d'une assise importante et d'une excellence industrielle, renforcée par un effort de recherche et développement conséquent, mais rend ce modèle économique extrêmement vulnérable à l'évolution de ses partenaires. A première vue, rien ne semble donc justifier l'admiration que vouent aujourd'hui certains économistes à ce modèle de croissance. Alors en quoi s'est différenciée l'Allemagne au cours de la décennie passée ?

Afin de conquérir de nouvelles parts de marché en Europe et dans le reste du monde, l'Allemagne a mené une stratégie claire de désinflation compétitive depuis l'introduction de l'euro, en comprimant ses coûts salariaux : le salaire réel par tête a baissé d'environ **1%** sur la période (avec une accélération de la baisse à partir de 2004) alors qu'il a progressé de près de **10%** dans le reste de la zone euro. L'écart est encore plus impressionnant si l'on examine la masse salariale réelle reçue par les ménages : depuis le lancement de la monnaie unique, elle n'est en progression que d'un petit **4%** en Allemagne alors qu'elle a cru de près de **28%** dans le reste de la zone euro. Il ne faut pas chercher ailleurs les raisons des écarts constatés sur la période en ce qui concerne la demande intérieure des pays membres. Au final, en excluant les exportations qui ont cru de **7%** par an au cours des 10 dernières années et qui représentent désormais **48%** du PIB, l'Allemagne est le pays qui a connu la plus faible croissance des pays industrialisés depuis l'introduction de la monnaie unique. Au-delà de ces chiffres relativement médiocres, est-il raisonnable d'envisager une extension du modèle économique allemand à l'ensemble de la zone euro ?

La constitution d'une zone monétaire unifiée entraîne la concentration des activités économiques selon les avantages comparatifs des différentes régions la composant. Si l'un des pays de cette zone unifiée adopte une attitude de « voyageur clandestin » en pratiquant seul une politique de désinflation salariale visant à augmenter sa compétitivité au détriment des autres pays, il contribue à augmenter la concentration de la production sur son territoire. C'est clairement ce qui s'est passé en Allemagne au cours des dix dernières années. Si cette zone n'a pas mis en place des mécanismes de redistribution budgétaire alors que la mobilité du travail est très faible du fait des barrières linguistiques et sociales, alors la concentration de l'appareil de production sur une seule partie du territoire devient à terme intenable. En effet, la seule issue pour les autres pays consiste à adopter la même politique de compression salariale pour regagner en compétitivité, inscrivant la zone dans un environnement durablement déflationniste. Dans un tel schéma, c'est bien l'ensemble de la zone qui sera perdante, avec un appauvrissement généralisé des populations, celle de l'Allemagne y compris.

Pour ne pas arranger les choses, le problème du vieillissement de la population devrait rendre rapidement caduque le modèle de croissance actuel de l'Allemagne : selon les prévisions, la population d'outre-Rhin devrait être inférieure à la population française d'ici 2050 ; le poids des plus de 60 ans dans la population totale, qui représente aujourd'hui **26%**, devrait atteindre les **36%** en 2030 (**23%** pour la zone euro hors Allemagne aujourd'hui et **31%** en 2030) ; en 2020, l'âge médian devrait se situer à **47.8** ans en Allemagne, contre **41.3** ans en France. Dans ces conditions, la croissance potentielle de la zone euro et de l'Allemagne en particulier sera très faible durant les décennies à venir, sans doute durablement inférieure à **1%**, rendant la soutenabilité de la dette des Etats un problème pérenne et difficilement solvable sans croissance soutenue. En conséquence, si la baisse récente de l'euro redonne une bouffée d'oxygène à la zone, la survie de la monnaie unique restera clairement en suspens sans une redéfinition globale du modèle de croissance de la zone, avec la mise en place d'une harmonisation des politiques économiques et d'une redistribution budgétaire. Rien n'est moins sûr....

**Disclaimer**

We do not warrant, endorse or guarantee the completeness, accuracy, integrity, or timeliness of the information provided in this publication. You must evaluate, and bear all risks associated with, the use of any information provided here, including any reliance on the accuracy, completeness, safety or usefulness of such information. This information is published solely for information purposes, and is not to be construed as financial or other advice or as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. Any information expressed herein on this date is subject to change without notice. Any opinions or assertions contained in this information do not represent the opinions or beliefs of the publisher. The publisher or one or more of its employees or writers may have a position in any of the securities discussed herein.

THE INFORMATION PROVIDED TO YOU HEREUNDER IS PROVIDED "AS IS," AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, PRIMEVIEW AND ITS AFFILIATES, BUSINESS ASSOCIATES AND SUPPLIERS DISCLAIM ALL WARRANTIES WITH RESPECT TO THE SAME, EXPRESS, IMPLIED AND STATUTORY, INCLUDING WITHOUT LIMITATION ANY IMPLIED WARRANTIES OF MERCHANTABILITY, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE, ACCURACY, COMPLETENESS, AND NONINFRINGEMENT. TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, NEITHER PRIMEVIEW NOR ITS AFFILIATES, NOR THEIR RESPECTIVE OFFICERS, MEMBERS DIRECTORS, PARTNERS, BUSINESS ASSOCIATES OR SUPPLIERS WILL BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, INCIDENTAL, SPECIAL, CONSEQUENTIAL OR PUNITIVE DAMAGES, INCLUDING WITHOUT LIMITATION DAMAGES FOR LOST PROFITS OR REVENUES, GOODWILL, WORK STOPPAGE, SECURITY BREACHES, VIRUSES, COMPUTER FAILURE OR MALFUNCTION, USE, DATA OR OTHER INTANGIBLE LOSSES OR COMMERCIAL DAMAGES, EVEN IF ANY OF SUCH PERSON IS ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH LOSSES, ARISING UNDER OR IN CONNECTION WITH THE INFORMATION PROVIDED HEREIN OR ANY OTHER SUBJECT MATTER HEREOF.

The Contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of France and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of PrimeView. To obtain reproduction consent, e-mail [contact@primeview.fr](mailto:contact@primeview.fr).