

Perspectives

Apériodique – n°20/011 – 22 janvier 2020

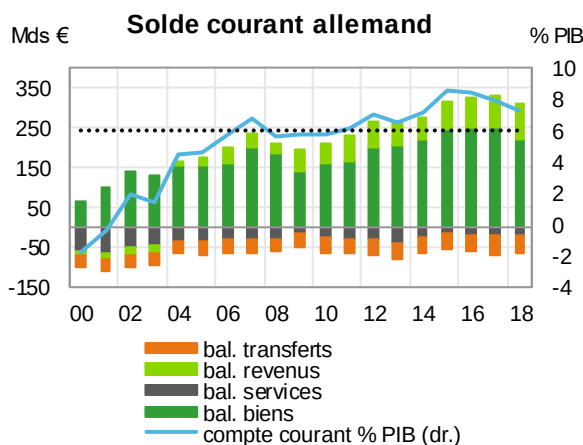
ALLEMAGNE – Où va l'excédent courant ?

- L'excédent du compte courant de la balance de paiements allemande a connu une forte augmentation jusqu'à la crise de 2008, puis s'est stabilisé jusqu'en 2011. À partir de cette date, il repart de nouveau à la hausse pour culminer à près de 8,5% du PIB en 2015. Depuis, il se réduit graduellement, mais demeure largement au-dessus du seuil de 6% du PIB. Cette accumulation prolongée d'excédents courants a propulsé le pays au rang de deuxième prêteur vis-à-vis du reste du monde, d'après sa position extérieure nette.
- La contribution des agents économiques à la formation de cet excédent a évolué au cours du temps. Les ménages constituent le socle principal de cette capacité à financer le monde. Leur contribution reste globalement stable dans le temps. Les sociétés financières affichent un besoin de financement depuis 2011. À l'inverse, les administrations publiques, qui étaient avant cette date en quête de financements, sont devenues prêteuses de liquidités. Les sociétés non financières disposent également d'une capacité de financement.
- Contrairement à certaines idées reçues, la capacité de financement de l'Allemagne est majoritairement redirigée vers les pays de l'Union européenne, à hauteur des deux tiers environ. Le tiers restant s'oriente vers les États-Unis et, plus marginalement, vers le Japon et la Chine. Cependant, au sein de la zone euro, ce ne sont pas les pays du sud, les plus en difficulté, qui bénéficient de ces réinvestissements. C'est au contraire vers des plateformes financières, comme les Pays-Bas, le Luxembourg et la Belgique, que se dirige l'excès d'épargne allemande. La très grande majorité des investissements sont faits sous forme d'investissements directs en actions vers les pays de l'Union européenne et les États-Unis, ou bien sous forme d'investissements de portefeuille en obligations ou en fonds d'investissement vers ces mêmes pays.
- Les raisons de cet excédent courant persistant tiennent avant tout à des questions démographiques, qui poussent les ménages vieillissants à se constituer une épargne en vue de la retraite. Elles tiennent aussi à un déséquilibre important entre épargne et investissement, qui augmente l'épargne financière et donc la capacité de financement. La faiblesse de l'investissement privé a longtemps été dictée par une rentabilité faible des entreprises après la réunification, les incitant à d'abord reconstituer leurs marges, avant d'envisager d'investir. L'investissement public en infrastructures et en recherche et développement demeure pour sa part contraint par le contrôle strict de la dépense publique et du solde des administrations, notamment en raison de projections de croissance des prestations retraite très dynamiques.

Où en est l'excédent courant allemand ?

Des excédents colossaux, mais en réduction depuis quatre ans

L'évolution du solde courant (cf. [encadré n°1](#)) allemand peut se décomposer en trois phases distinctes depuis le début des années 2000. Jusqu'à la crise de 2008, il a connu un redressement spectaculaire grâce l'augmentation de la balance commerciale en biens (+82% sur la période). Le solde courant est ainsi passé de -8 Mds € en 2001 à +145 Mds € en 2008. Notons qu'il franchit le seuil des 6%, considéré par la Commission européenne comme un facteur de déséquilibre macro-économique à corriger, à partir de 2007. De 2008 à 2011, il reste relativement stable en raison de la crise économique et financière et de la faiblesse de la croissance mondiale, avant de remonter à partir de 2013 jusqu'en 2015, année où il culmine à 248 Mds €, soit 8,5% du PIB. Depuis cette date, le solde courant allemand est en baisse et atteint un excédent de 246 Mds € en 2018 soit près de 7,3% du PIB. Au niveau européen, c'est le pays qui a l'excédent du solde courant le plus important, bien loin devant les Pays-Bas, en deuxième position avec un solde courant de 83 Mds €, soit trois fois moins que celui de l'Allemagne. L'Italie se place en troisième position avec 44 Mds € d'excédent courant, puis l'Irlande à 29 Mds € et enfin l'Espagne à 11 Mds €.



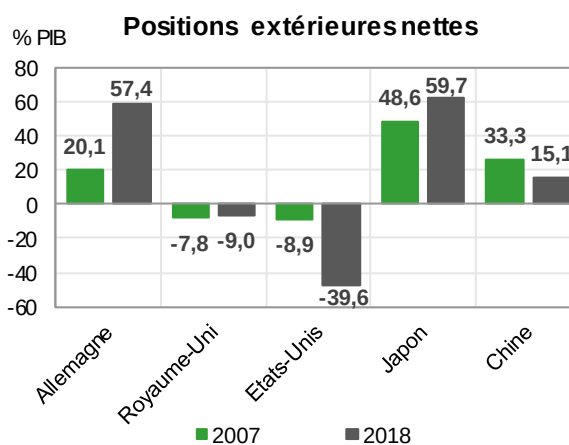
Sources : Bundesbank, Crédit Agricole S.A.

Encadré n°1 – Solde du compte courant

Le solde du compte courant est obtenu en faisant la somme des quatre comptes (mensuels) de la balance des paiements : balance commerciale, balance des revenus, balance des transferts et balance des capitaux. Le solde du compte courant retrace la capacité ou le besoin de financement de l'économie nationale. Il s'agit d'un solde en flux et non en stock.

Des excédents courants qui viennent alimenter une position extérieure nette des plus élevées au monde

En termes de position extérieure nette, l'Allemagne est le deuxième pays au monde, derrière le Japon (cf. [encadré n°2](#)). Elle atteint 57,4% du PIB en 2018, contre 59,7% au Japon. C'est le pays qui a connu la plus forte progression de sa position extérieure nette depuis 2007. Le Royaume-Uni, dont la taille des actifs dépasse de loin celle des autres grands pays développés (549% du PIB, contre 270% en Allemagne), a une position extérieure nette négative du fait de la taille de son passif (560% du PIB). Cette situation provient de son rôle central en tant que plateforme internationale de flux de capitaux. Les États-Unis ont une position extérieure nette négative à hauteur de 39% du PIB. Ils ont surtout connu une évolution défavorable de leurs passifs depuis 2007, tandis que leurs actifs sont restés de taille équivalente. Le Japon dispose de la position extérieure nette positive la plus importante. La taille de ses actifs est bien supérieure à celle de son passif depuis 2007 et il a augmenté de 10 points de PIB son excédent extérieur depuis la crise. Enfin, la Chine dispose également d'une position extérieure nette positive, mais décroissante depuis 2007, et la taille de ses actifs extérieurs reste relativement modeste au regard de son PIB (57% en 2017).

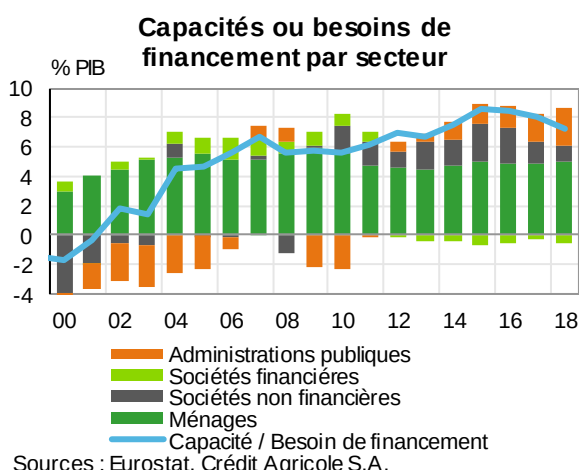


Sources : FMI, Crédit Agricole S.A.

L'Allemagne dispose donc depuis presque vingt ans d'une capacité de financement et est devenue un prêteur majeur vis-à-vis du reste du monde. C'est précisément le fait qu'elle finance des acteurs économiques étrangers au détriment des investissements nationaux ou européens qui lui vaut les critiques de ses partenaires communautaires. Nous analyserons ici qui sont les principaux contributeurs à cet excédent, sous quelles formes il est réinvesti et vers quels pays il se dirige ?

Qui participe à cet excédent ?

Cette position extérieure nette positive est le fruit du cumul des excédents courants et de l'accumulation de créances nettes des résidents sur les non-résidents. L'évolution du solde courant allemand résulte de l'évolution des capacités ou besoins de financement des secteurs institutionnels du pays. La contribution à l'épargne financière (c'est-à-dire de l'épargne moins l'investissement) des agents économiques allemands a significativement changé depuis le début du siècle. Du début des années 2000 jusqu'à la crise de 2008, c'étaient essentiellement les ménages et les institutions financières (les banques, les organismes d'assurance et les fonds de pensions) qui contribuaient à la croissance de la capacité de financement du pays. La capacité de financement des ménages représentait en 2000 2,8 points de PIB et celle des sociétés financières 0,7 point. À l'inverse, les sociétés non financières et les administrations publiques contribuaient négativement (elles dégageaient un besoin de financement) respectivement pour 3,7 points et 0,8 point de PIB. Cette composition a été profondément modifiée par la crise économique et financière. Les ménages ont conservé leur place prépondérante de prêteur ; mais les sociétés non financières et les administrations publiques sont également devenues contributrices à la capacité de financement du pays. À l'inverse, les institutions financières sont désormais emprunteuses. En 2018, la capacité excédentaire des ménages dépasse les 5 points de PIB et celle des administrations publiques 2,5 points. Dans le même temps, les sociétés non financières représentent un excédent atteignant 1 point de PIB et les sociétés financières un besoin de financement de 0,6 point.



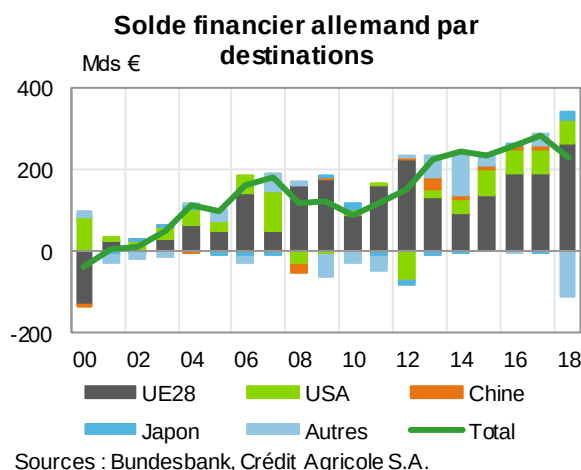
La grande nouveauté après les crises de 2008 et de 2011 réside dans l'émergence des sociétés non financières et des administrations publiques comme excédentaires en épargne financière.

Encadré n°2 – Position extérieure nette

La position extérieure nette d'un pays enregistre les créances et les dettes du pays vis-à-vis du reste du monde. Il s'agit donc d'un solde en termes de stocks. Une position extérieure nette positive correspond à une détention de stocks d'actifs à l'étranger supérieurs aux stocks d'actifs domestiques détenus par les étrangers. Le pays est alors créancier du reste du monde.

Où va cet excédent et sous quelle forme ?

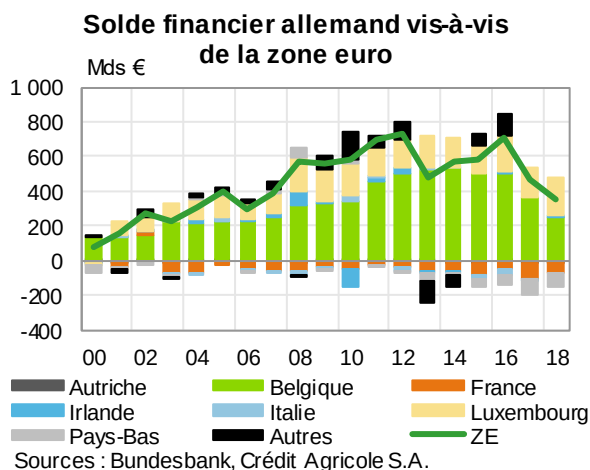
Afin de comprendre vers quels pays s'oriente cet excédent d'épargne, nous nous appuyons sur la décomposition du compte financier allemand par pays (cf. [encadré n°3](#)). En effet, le compte financier indique comment l'épargne en excès dégagée par le pays est utilisée pour augmenter ses actifs financiers ou pour diminuer son endettement. Il reflète l'ensemble des flux échangés vis-à-vis du reste du monde. Tout d'abord, la grande majorité de l'excédent courant se dirige vers l'Europe, à hauteur de 259 Mds € en 2018, puis, en deuxième position, vers les États-Unis à hauteur de 59 Mds €. Le Japon n'attire que 19 Mds € et la Chine bien moins encore. Le reproche fait à l'Allemagne de réinvestir ses excédents ailleurs que chez ses partenaires de l'Union européenne (UE) est donc erroné.



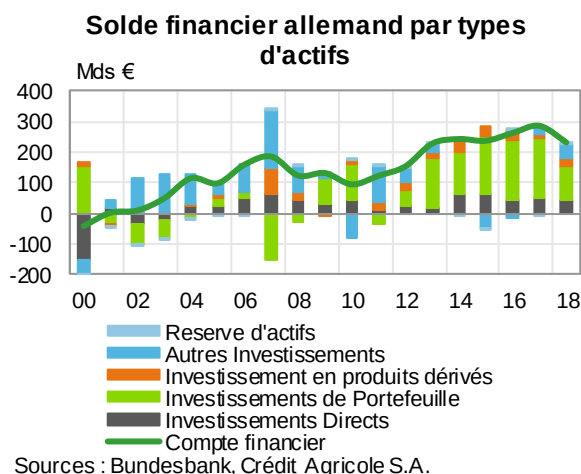
Au sein de la zone euro, la distribution par pays permet de distinguer quatre destinations principales. La Belgique (255 Mds € de flux en 2018) et le Luxembourg (222 Mds €) sont deux emprunteurs nets majeurs de l'Allemagne. À l'inverse, la France (64 Mds €) et les Pays-Bas (84 Mds €) sont prêteurs nets à l'Allemagne. Il est intéressant de noter que les excédents allemands ne s'orientent plus vers les pays du sud de l'Europe, mais plutôt vers des économies plus financiarisées.

Encadré n°3 – Solde des opérations financières

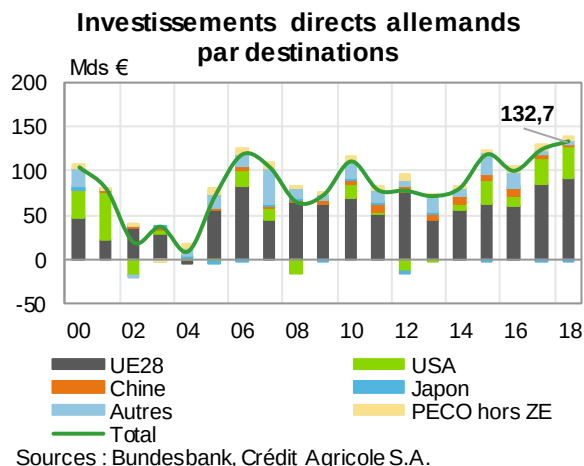
Le solde des opérations financières constitue la contrepartie du solde du compte courant. Il retrace tous les flux financiers engendrés par les opérations entre résidents et non-résidents. Il illustre comment l'épargne financière (solde du compte courant) est utilisée soit pour augmenter les actifs financiers, soit pour réduire l'endettement des agents.



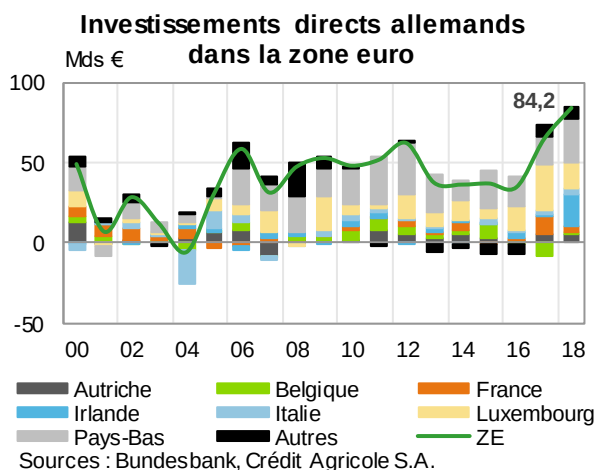
La décomposition du solde financier par types de placements permet de distinguer les investissements privilégiés par les Allemands ces dernières années. Après la crise, on observe une augmentation des flux d'investissements directs, ainsi que des investissements de portefeuille. Les flux d'investissements en produits dérivés restent minoritaires et les autres flux d'investissements, autrefois significatifs avant crise de 2008, s'amenuisent pour quasiment disparaître après la crise de 2011.



Entre 2011 et 2018, les flux d'investissements directs vers l'étranger sont passés de 77 Mds € à 133 Mds €. La majorité de ces investissements directs sont effectués en Europe pour environ 68%, contre 27% aux États-Unis et 1% en Chine.

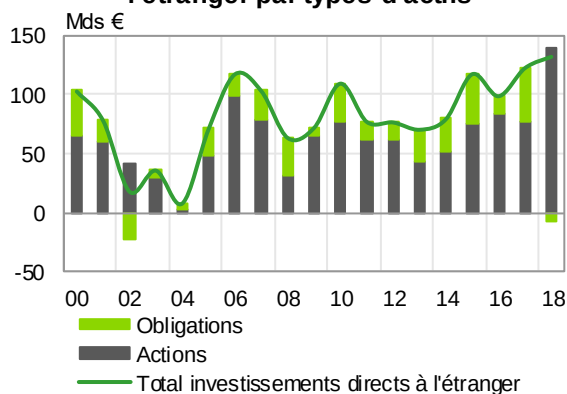


Au sein de la zone euro, les pays receveurs sont principalement les Pays-Bas (25 Mds € en 2018), le Luxembourg (15 Mds €), la Belgique (2 Mds €), mais aussi l'Irlande (19 Mds €) et la France (4 Mds €). Le Royaume-Uni représentait environ 8 Mds € d'investissements directs en 2016 (dernière année disponible). Les pays d'Europe Centrale et Orientale hors zone euro ne représentent au total qu'à peine 3 Mds € de flux directs.



La croissance des investissements directs à l'étranger depuis le début des années 2000 a été nourrie principalement par des investissements sous forme d'actions. Les crédits commerciaux et les prêts à court terme aux résidents étrangers occupent une faible place dans cette évolution.

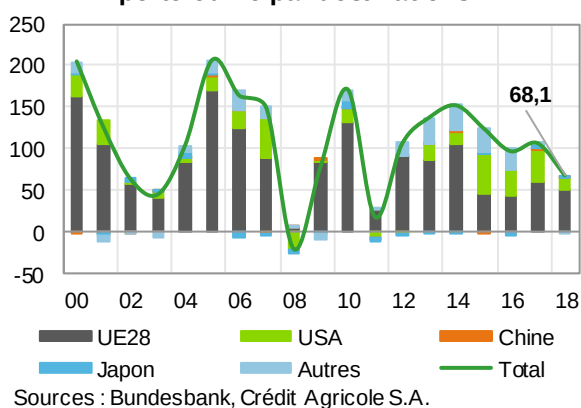
Investissements directs allemands à l'étranger par types d'actifs



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole S.A.

Parallèlement, les flux d'investissements de portefeuille vers l'étranger ont plus que triplé en l'espace de sept ans pour atteindre 68 Mds € en 2018. La grande majorité allant vers les pays de l'UE à hauteur de 75%, puis vers les États-Unis pour environ 20%.

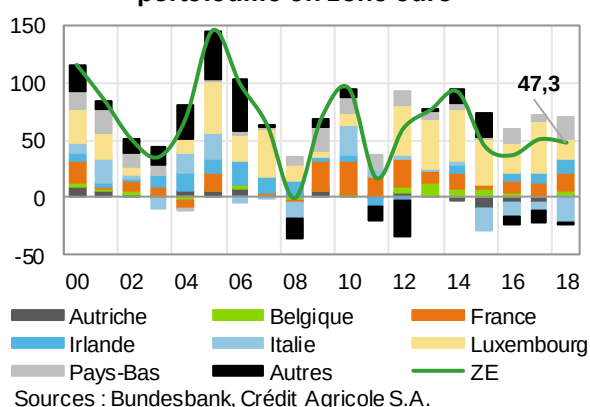
Investissements allemands en portefeuille par destinations



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole S.A.

En zone euro, les Pays-Bas, le Luxembourg et la France représentent les principales destinations de ces investissements allemands. En parallèle, les investissements dans les pays du sud de l'Europe ont quasiment disparu *post* crise.

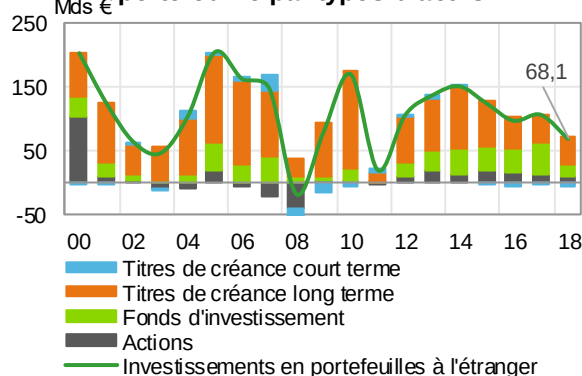
Investissements allemands en portefeuille en zone euro



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole S.A.

Les investissements de portefeuille se sont orientés aux deux tiers vers des titres de créances et pour un tiers vers des fonds d'investissement.

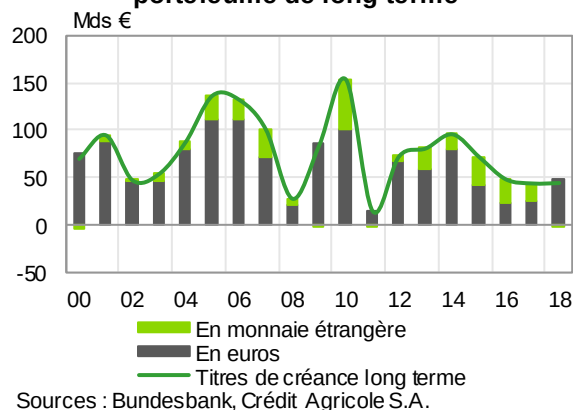
Investissements allemands en portefeuille par types d'actifs



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole S.A.

Parmi les titres de créances, ce sont les titres longs qui ont été privilégiés par les Allemands et principalement des titres libellés en euros.

Investissements allemands en portefeuille de long terme

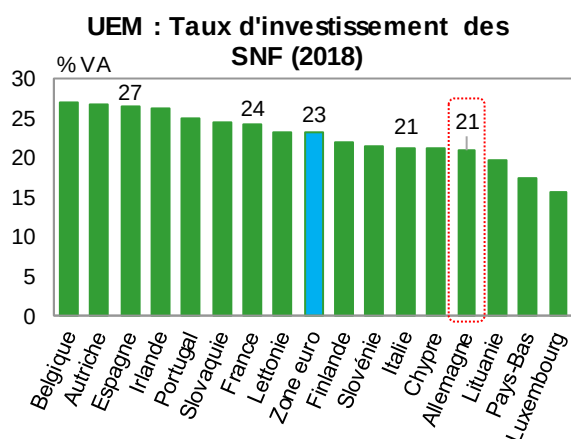


Sources : Bundesbank, Crédit Agricole S.A.

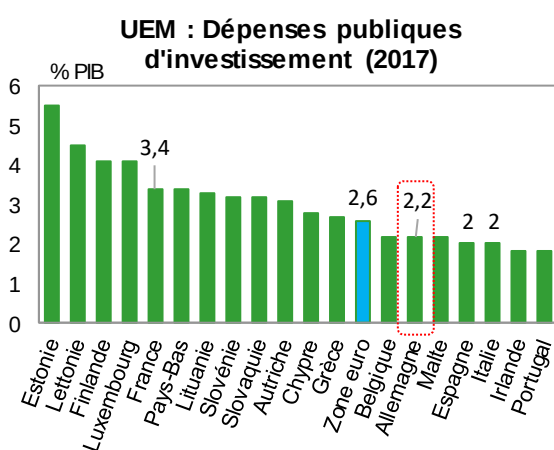
Pour synthétiser, on peut dire que l'excédent d'épargne des ménages et des sociétés non financières allemands a été principalement réinvesti dans les pays de la zone euro, d'une part, sous forme d'investissements directs vers les Pays-Bas, le Luxembourg et, d'autre part, sous la forme d'investissements de portefeuille en titres souverains de long terme de la zone euro.

Les raisons de cet excédent et les moyens de le réduire ?

La principale raison de cet excédent réside dans l'accumulation d'une épargne domestique supérieure à l'investissement effectué dans le pays. L'excès d'épargne est essentiellement lié à l'évolution démographique que connaît le pays depuis le début des années 2000. Le vieillissement accéléré de la population (les générations nombreuses du troisième Reich ont engendré un vieillissement précoce de la population allemande par rapport aux autres pays européens) et les projections démographiques défavorables, ainsi que l'abaissement du taux de remplacement (lié aux réformes successives sur les retraites) a conduit les Allemands à épargner davantage pour compenser la perte de pouvoir d'achat au moment du passage à la retraite. Ensuite, l'investissement, qu'il soit public ou privé, apparaît comme nettement inférieur à la moyenne des autres pays de la zone euro.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.



Sources : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

La faiblesse de l'investissement public s'explique avant tout par la volonté de restaurer des finances publiques saines après la réunification. Le pays a, en effet, opté pour une gestion très restrictive des finances publiques, en instaurant le respect d'un déficit public extrêmement faible qui lui a permis de ramener le taux d'endettement sur PIB sous le seuil imposé par le traité de Maastricht de 60%. La faiblesse de l'investissement privé s'explique par le fait que les entreprises ont privilégié la reconstitution de leurs marges durant la décennie 2010 au détriment de l'investissement, ce n'est que sur la période récente que l'investissement privé augmente plus significativement.

Toutefois, l'excédent courant allemand devrait baisser mécaniquement sur le long terme. À mesure que la population vieillit, le taux d'épargne devrait baisser, car les revenus diminuant drastiquement à la retraite et la consommation restant globalement inchangée, la propension à épargner tendra à chuter. Par ailleurs, le ralentissement de l'activité chinoise, la montée des barrières protectionnistes et la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne conduiront à un rétrécissement des marchés à l'exportation et à l'érosion du solde commercial allemand. Enfin, le levier de la politique budgétaire apparaît comme l'élément décisif pour relancer l'investissement public et/ou soutenir la consommation privée. Le retour à une dette publique inférieure à 60% et des excédents budgétaires depuis maintenant cinq ans, permettent d'envisager un plan d'investissement significatif qui endiguerait les excédents courants sur plusieurs années consécutives. La question du sous-investissement public allemand se pose régulièrement, mais le gouvernement fédéral oppose de façon récurrente le problème du financement des retraites à long terme comme argument principal à toute relâche budgétaire à court terme. ■