

ALLEMAGNE

9

LES RÉFORMES OU LE DÉCLIN

Après avoir surperformé entre 2005 et 2018, la croissance allemande affiche depuis une sous-performance. L'Allemagne est ainsi la seule grande économie européenne dont le PIB stagne pour la troisième année consécutive du fait de la faiblesse de son industrie (qui se traduit cette année par des fermetures de sites et un rebond modéré du chômage). La persistance relative de l'inflation et une politique budgétaire limitée par la règle du frein à l'endettement pèsent aussi sur le potentiel de reprise. Enfin, alors que le manque d'investissements et le coût élevé de l'énergie la pénalisent déjà, l'Allemagne est vulnérable à un éventuel renforcement des tarifs douaniers des États-Unis.

PAS DE RETOUR DE LA CROISSANCE À BRÈVE ÉCHÉANCE

La croissance du PIB allemand devrait être, selon nos estimations, légèrement négative en 2024 (-0,1% en moyenne annuelle) comme en 2023, un enchaînement que le pays a déjà connu en 2002 et 2003 (-0,2 et -0,5%) avant un rebond très modéré en 2004-05. C'est, à notre sens, de nouveau ce à quoi il faut s'attendre pour 2025-26. Les enquêtes de conjoncture ne laissent pas entrevoir de rebond significatif à court terme. Le climat des affaires IFO a enregistré une rechute en novembre dernier, qui le renvoie à un niveau proche de celui de septembre, déjà un plus bas depuis mai 2020. L'industrie est le maillon faible. En effet, le climat des affaires de ce secteur (-21,9 en novembre) n'est ressorti plus dégradé que lors des récessions de 1993, 2008 et de la crise du Covid-19. Le taux d'utilisation des capacités de production a même perdu près de 6 points en un an, à 76,3%, au 4^e trimestre 2024. À tel point que des destructions de capacités sont attendues dans l'automobile, la chimie ou la métallurgie, ce qui devrait obérer la croissance.

ADIEU AU PLEIN EMPLOI ?

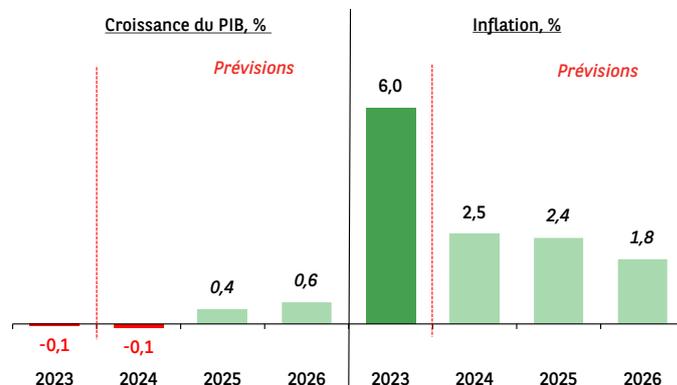
L'Allemagne devrait ainsi voir le retour du chômage dans les prochains mois, alors qu'il avait connu un point bas à 2,9% en mai 2019 et de nouveau en 2022. Dans l'industrie, un tiers des entreprises voyaient leur production limitée par des pénuries de main d'œuvre fin 2022 ; elles sont trois fois moins fin 2024. La crainte du chômage explique le net repli de la confiance des ménages en novembre 2024 (-5 points à -23,3), alors même que les annonces de plans sociaux se sont multipliées. Une dynamique qui devrait justifier le maintien d'un taux d'épargne élevé en 2025, et donc une croissance modérée de la consommation des ménages.

Toutefois, retour du chômage ne veut toutefois pas dire chômage de masse et si le poids de l'industrie est important en Allemagne, la dynamique des autres secteurs diffère : dans les services, la proportion d'entreprises dont la production est limitée par des pénuries de main d'œuvre (27% au T4) n'est pas si différente qu'il y a deux ans (29%). De plus, l'évolution de la population va dans le sens de la persistance à long terme de pénuries de main d'œuvre importantes.

INFLATION : UNE SINGULARITÉ ALLEMANDE

Si la confiance des ménages est dégradée, c'est également en raison du surcroît d'inflation que le pays subit par rapport à ses partenaires de la zone euro. En utilisant nos prévisions et en comparant le niveau général des prix en 2025 à son niveau pré-Covid, la hausse est de près de 22% en Allemagne contre près de 4 à 5 points de moins en Espagne, en Italie ou en France. Un écart qui s'explique notamment par une hausse plus marquée des prix de l'énergie outre-Rhin.

CROISSANCE ET INFLATION



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

L'inertie avec laquelle l'inflation passée se transmet aux salaires négociés (négociation bisannuelle), en hausse de 8,8% a/a au 3^e trimestre 2024, justifie également une plus grande persistance de l'inflation. Aujourd'hui encore, l'inflation sous-jacente demeure élevée (3,4% a/a en octobre) et elle devrait rester supérieure à 2% tout au long de l'année 2025.

FINANCES PUBLIQUES : LEVER LE PIED DE LA PÉDALE DE FREIN

En dehors de périodes exceptionnelles (crise Covid), au cours desquelles des marges de manœuvre ont été utilisées, la règle du frein à l'endettement limite le déficit structurel à 0,35% du PIB. Cette règle a permis de stabiliser la dette publique à un niveau proche de 60% du PIB (63% en 2024). À noter qu'un effort d'investissement public, un soutien budgétaire dédié à la transition écologique ou un accroissement du budget de la défense ne font pas partie des exceptions justifiant un déficit additionnel.

L'application de ce principe a motivé le retrait des aides à l'achat de véhicules électriques en décembre 2023 (qui a donné lieu à une nette baisse des ventes et de la production automobiles). C'est, en outre, un désaccord sur ce principe au sein du gouvernement qui a précipité, en novembre, la rupture de la coalition au pouvoir. La réforme du frein à l'endettement sera l'un des enjeux de l'élection anticipée du 23 février 2025. Toutefois, le temps nécessaire pour construire une nouvelle coalition implique un peu de patience pour voir la politique budgétaire allemande évoluer.


BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

⇌ COMMERCE EXTÉRIEUR : LE COUP DE LA PANNE

Dans un pays où les exportations représentent près de 42% du PIB, leur atonie affecte la croissance du PIB. Au T3 2024, les exportations de biens et services étaient de 2,2% inférieures à leur pic du T1 2023. Le mal est profond puisque, par rapport à l'avant-Covid, les exportations à destination de la zone euro ou de la Chine ont stagné. Cette atonie devrait se prolonger faute de rebond fort attendu de la demande dans ces deux zones, mais aussi en raison de la concurrence croissante de la Chine. Seules les exportations vers les États-Unis ont récemment continué de progresser, mais la perspective est désormais incertaine (voir encadré).

🔄 ENJEUX STRUCTURELS : DEUX AXES DE TRANSFORMATION

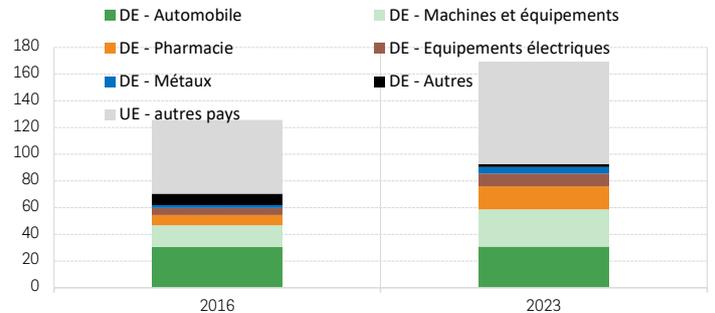
La période de basse croissance évoquée plus haut (négative en 2002-03 et faible en 2004-05) s'était conclue par des réformes fondamentales, dont la loi Hartz qui avait flexibilisé le marché du travail. Toutefois, l'Allemagne est allée au bout du modèle basé sur l'augmentation du taux d'emploi en parvenant au plein emploi fin 2018. Cela ne fait que rendre plus visibles les retards accumulés. Gageons toutefois que l'Allemagne saura, *in fine*, comme au début des années 2000, prendre les décisions nécessaires.

Le premier retard touche l'investissement, notamment public. Dans ce domaine, aucune décision ne pourra être prise avant que la situation politique ne s'éclaircisse, pas avant le 2^e semestre 2025. Le second retard affecte la transition de la l'économie vers les services. Si la croissance allemande est si basse, outre la baisse de la production industrielle, c'est aussi parce que le PIB des services ne prend pas le relais. C'est là encore le stigmate d'un investissement en deçà de ce qu'il pourrait être. L'Allemagne n'a consacré, en effet, en moyenne que 3,8% de son PIB aux investissements dans la propriété intellectuelle sur ces cinq dernières années (contre 5,1% pour la France). Si davantage d'incitations budgétaires devaient s'avérer nécessaires pour enclencher le mouvement, les marges de manœuvre budgétaire existent, mais leur mise en œuvre dépend d'un assouplissement de la règle du frein à l'endettement.

Achévé de rédiger le 05 décembre 2024

Stéphane Colliac
stephane.colliac@bnpparibas.com

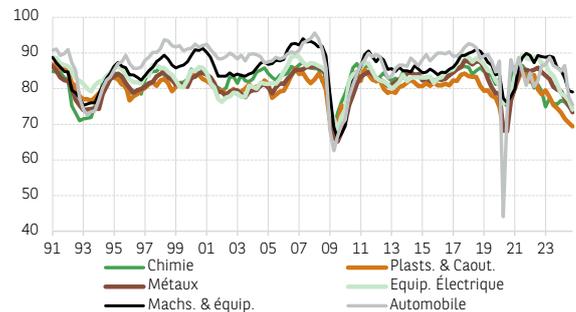
POIDS DE L'ALLEMAGNE (DE) DANS L'EXCÉDENT COMMERCIAL DE L'UNION EUROPÉENNE (UE) AVEC LES ETATS-UNIS (MDS EUR)



GRAPHIQUE 2

SOURCES : FMI, DESTATIS, BNP PARIBAS

ALLEMAGNE : TAUX D'UTILISATION DES CAPACITÉS DE PRODUCTION (%)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : DG ECFIN, BNP PARIBAS

🔍 L'ALLEMAGNE VULNÉRABLE À TRUMP 2.0

Alors qu'en Allemagne, le prix de production de l'énergie était en septembre 2024 supérieur de 52% à son niveau de l'été 2021, il ne l'était que de 7% aux États-Unis. Une problématique de compétitivité plus que significative pour un pays spécialisé dans des secteurs énérgo-intensifs et aggravée par le retard pris en matière d'investissements, y compris dans le secteur manufacturier. Ainsi, alors que les parts de marché des États-Unis et de l'Allemagne dans les exportations mondiales étaient comparables avant la crise énergétique, celle des États-Unis n'a pas été remise en cause depuis, alors que l'Allemagne a perdu 1 point de part de marché avec 7,1% en 2023.

Le paradoxe réside dans le fait que les États-Unis ont été le seul grand débouché à croître au cours des dernières années pour les exportateurs allemands, qui ont bénéficié de la résilience de la croissance américaine. Or, les excédents bilatéraux allemands par produits n'ont fait que se renforcer, ce qui expose particulièrement le pays à un relèvement des tarifs douaniers américains. De plus, cette exposition s'étend également au travers de marchés tiers à partir desquels les entreprises allemandes ont exporté de façon croissante vers les États-Unis, dont le Mexique. Les exportations allemandes à destination de ce pays ont ainsi augmenté de 33% entre 2019 et 2023 (contribuant ainsi, avec d'autres pays dont la Chine, à faire croître l'excédent du Mexique avec les États-Unis qui a doublé entre 2016 et 2023, atteignant près de USD 220 mds).

L'anticipation des effets d'un futur relèvement des tarifs douaniers (que nous prenons en compte dans nos prévisions) devrait avoir un impact négatif immédiat sur la croissance allemande, qui serait affectée ensuite par sa mise en œuvre (avec un impact particulièrement prononcé sur la croissance en 2026). Les secteurs principaux de l'industrie allemande sont en première ligne, soit parce qu'ils pourraient être visés directement (l'automobile), soit parce qu'il s'agit d'intrants de ces secteurs (métallurgie, chimie, plastiques-caoutchouc). Des secteurs qui auraient peu de capacité à absorber un tel choc car déjà touchés par une sous-utilisation notable des capacités de production

