

ALLEMAGNE

10

UNE REPRISE AMOINDRIE MAIS QUI DEVRAIT SE CONFIRMER

Après deux années de récession, la croissance allemande a amorcé une reprise en 2025. Nous prévoyons qu'elle se renforce en 2026, portée par la montée en charge des plans d'investissement. Nous révisons néanmoins nos anticipations à la baisse, l'économie allemande restant vulnérable au choc actuel sur les prix de l'énergie (+0,8% en 2026 [-0,6 pp] et +1,1% en 2027 [-0,4pp]). Celui-ci pèsera sur la consommation privée, via l'impact de la hausse de l'inflation (3,2% en 2027 [+1,6pp] et +3,5% en 2027 [+1,2pp]) sur le pouvoir d'achat des salaires. La trajectoire budgétaire restera quant à elle globalement inchangée. La dette publique poursuivrait sa hausse vers 70% du PIB à l'horizon 2030, ce qui, dans le contexte actuel, maintiendrait une pression à la hausse sur les taux longs.

UNE CROISSANCE QUI RÉSISTERA MIEUX QU'EN 2022

Après deux années de contraction (-0,7% en 2023 et -0,5% en 2024), la croissance allemande est revenue en territoire positif en 2025 (+0,4%), malgré le choc tarifaire américain. Elle a été principalement soutenue par la consommation privée et la dépense publique. Le commerce extérieur a pesé sur l'activité, mais pour des raisons plutôt favorables : près des deux tiers de la hausse des importations proviennent de biens d'équipement, ce qui préfigure la montée en charge de l'investissement public attendue en 2026.

Parallèlement, l'investissement a apporté une contribution nulle à la croissance en 2025, la baisse dans le secteur privé ayant été compensée par la hausse dans le public. Il rebondit toutefois depuis le T3, et devrait accélérer davantage en 2026. Il sera soutenu par les plans d'investissement publics et les incitations fiscales. La hausse des nouvelles commandes à l'industrie observée en fin d'année 2025 constitue un signal supplémentaire en faveur d'une accélération de l'investissement (voir notre analyse). Le conflit au Moyen-Orient ne remettra, à notre sens, pas en cause ce *momentum* favorable. Le caractère pluriannuel des plans d'investissement publics et leur exécution rapide en ce début d'année (cf. graphique 2) suggèrent un soutien durable à la croissance : entre janvier et février, les dépenses d'investissement (hors SVIK¹) ont plus que doublé par rapport à la même période de l'année dernière, les dépenses de défense ont crû de 38%, et les déboursments du SVIK atteignent déjà un quart de la cible 2026.

La situation est différente pour le tissu industriel allemand, particulièrement énergivore, pour lequel ce choc s'ajoute à celui de 2022, à l'augmentation des droits de douane américains et à la concurrence chinoise croissante. À ce stade, les enquêtes de conjoncture invitent à relativiser ces risques : bien que les entreprises signalent des hausses marquées des coûts de leurs intrants, les dégradations observées demeurent inférieures à celles de 2022.

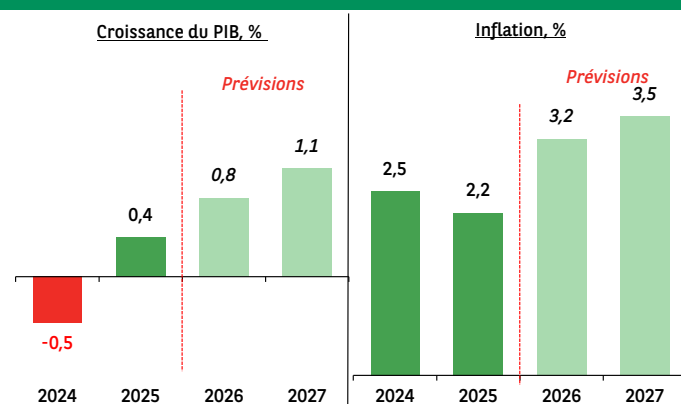
La consommation des ménages sera, en revanche, significativement affectée par la hausse en cours des prix de l'énergie. Le regain attendu de l'inflation pèsera sur leurs intentions de consommation, alors même que les salaires ont moins qu'ailleurs en Europe rattrapé leur retard sur l'inflation de 2022-2023 (cf. graphique 3). Le risque est que cela favorise, comme à l'époque, une remontée du taux d'épargne plus marquée qu'en France, en Italie ou en Espagne.

LA PERSPECTIVE DE TENSIONS SUR LES SALAIRES S'ÉLOIGNE

Le marché du travail allemand reste historiquement solide. Le taux de chômage est remonté de 3% à son point bas à 4% et s'est stabilisé à ce niveau entre décembre 2025 et mars 2026, tout en restant faible par rapport à la moyenne de la zone euro (6,2% en février). Cette hausse du chômage s'explique par les destructions d'emploi dans l'industrie manufacturière, malgré la poursuite des créations dans les services.

¹ Les dépenses d'investissement ne prennent en compte que les dépenses du budget principal (à l'exclusion du SVIK, le fonds d'infrastructures de EUR 500 mds).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les destructions d'emplois devraient continuer dans les secteurs déjà en difficulté, qui sont également les plus exposés au choc énergétique.

Dans le même temps, la demande de main-d'œuvre s'est stabilisée à un bas niveau, et les tensions sur le marché du travail continuent de s'atténuer, tant dans l'industrie que dans les services. Seule la construction fait encore exception, même si les difficultés de recrutement y reculent.

Dans ce contexte, la montée en charge progressive de l'emploi liée aux plans d'investissement dans la défense et les infrastructures ne devrait pas générer de tensions salariales majeures. La reconversion des capacités de production libérées par les secteurs en difficulté, et notamment de leur main-d'œuvre, permettra en effet de couvrir une partie des besoins des entreprises. Par ailleurs, la perspective d'une croissance des salaires de nouveau inférieure à l'inflation devrait limiter l'impact sur les marges d'une hausse probable du coût des intrants.

UNE INFLATION PLUS DURABLEMENT QU'AILLEURS DANS LA ZONE EURO SUPÉRIEURE À 2%

L'inflation a réaccélééré en mars (+0,8pp à 2,8% a/a), tandis que la composante sous-jacente est restée stable (2,5%). Cette hausse s'explique par les prix de l'énergie (+7,2% a/a). Dans les prochains mois, l'inflation allemande devrait rester supérieure à celle de la zone euro (2,5% a/a en mars).

La forte sensibilité du prix allemand de l'électricité au prix du gaz laisse entrevoir un rebond plus marqué de l'inflation, et une transmission à



l'inflation sous-jacente. Après avoir accumulé près de 5 pp d'inflation supplémentaire par rapport à la France et à l'Italie depuis le déclenchement de la crise inflationniste en 2022, cet écart pourrait de nouveau se creuser. Cela constituerait un enjeu pour la compétitivité allemande, déjà en recul depuis près de 10 ans (voir notre analyse). L'inflation restera ainsi supérieure à 2% au moins jusqu'à fin 2027, un niveau sous lequel elle n'est plus revenue depuis 2021.

En Allemagne, plus qu'ailleurs, cette dynamique d'inflation a pesé sur les salaires réels, qui demeurent inférieurs d'environ 11 points à leur niveau d'avant la crise inflationniste post-Covid. Les revalorisations du salaire minimum prévues en 2026 et 2027 (+8% puis +5%, à 14,6 EUR/h) auront un impact direct sur les bas salaires, mais leur diffusion à l'ensemble de l'échelle salariale devrait rester limitée. Cela pèse sur la confiance et la consommation des ménages.

UNE TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE PEU MODIFIÉE À CE STADE

Le contexte actuel ne remet pas en cause notre diagnostic d'une augmentation maîtrisée de la dépense publique. Celui-ci repose sur la réforme budgétaire engagée par le gouvernement en 2025, combinant un plan pluriannuel dérogeant au frein à l'endettement pour financer les investissements en infrastructures et en défense, et le maintien d'un budget fédéral contraint en dehors de ces aspects. Un premier rebond du ratio de dette publique a ainsi été observé en 2025, à 63,5% du PIB (contre 62,2% en 2024).

À ce stade, le coût budgétaire des mesures adoptées par le gouvernement face à la hausse des prix de l'énergie reste modéré (EUR 1,6 md). Celles-ci sont centrées sur l'encadrement des prix des carburants et la réduction de EUR 17 ct/litre de la taxe sur l'essence pour une durée de deux mois. En outre, une prime d'aide unique, non imposable, de EUR1000 pourra être versée aux salariés. De nouvelles mesures pourraient être mises en place en cas de prolongation du conflit et de maintien de prix de l'énergie élevés. Toutefois, leur ampleur devrait rester inférieure à celle observée en 2022, les marges de manœuvre budgétaires étant moindres. Toute mesure additionnelle ou toute dégradation du déficit liée à un ralentissement de la croissance devra être compensée afin de respecter la règle du frein à l'endettement. En conséquence, notre scénario de dette publique reste globalement inchangé par rapport à notre prévision d'automne (voir notre analyse).

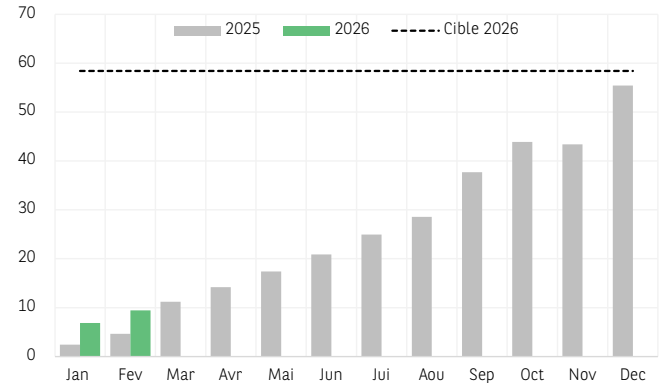
Parallèlement, les besoins de financement liés aux fonds extrabudgétaires devraient continuer d'exercer une pression à la hausse sur les taux souverains. Le rendement du Bund à 10 ans a franchi le seuil des 3% fin mars, dans un contexte de tensions inflationnistes et d'anticipations de soutien budgétaire accru. Toutefois, le taux d'intérêt apparent sur la dette reste faible (en raison de la longue période de taux longs négatifs) et la charge de la dette (1,1% du PIB en 2025) n'augmentera que progressivement, pour atteindre 1,7% en 2030.

En outre, les réformes structurelles (comprenant notamment le soutien à l'investissement des entreprises, les réformes des systèmes d'impôts et de protection sociale, et l'élargissement de l'offre de travail) se poursuivent. Des mesures fiscales sont déjà en place (amortissement accéléré de l'investissement des entreprises jusqu'en 2027, qui sera suivi d'une baisse de l'impôt sur les sociétés à partir de 2028), complétées par une simplification administrative pour les entreprises, qui aboutirait à une refonte du système d'imposition à compter du 1er janvier 2027. Enfin, des propositions de réforme de la protection sociale (retraites) ont été présentées et seront complétées d'ici fin 2026.

UN RÉÉQUILIBRAGE DU COMMERCE EXTÉRIEUR EN COURS

Le poids des exportations dans l'économie allemande reste élevé (41% du PIB en 2025), bien supérieur à celui observé dans le reste de la zone

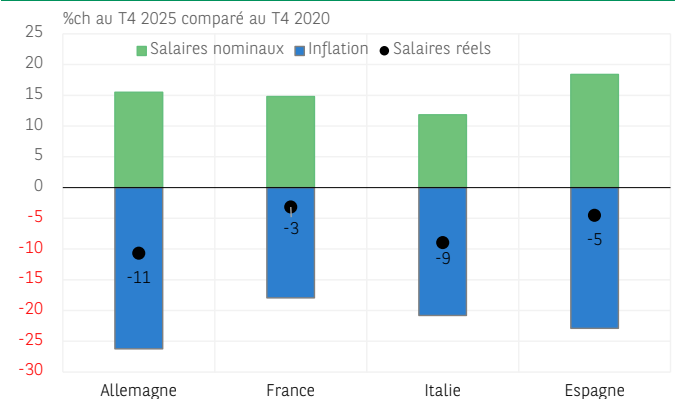
Les dépenses d'investissement (hors SVIK) ont plus que doublé par rapport à la même période de l'année dernière



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BUNDESFINANZMINISTERIUM, CALCULS BNP PARIBAS

Les salaires allemands ont moins qu'ailleurs retrouvé leurs niveaux pré-crise inflationniste post-Covid



GRAPHIQUE 3

SOURCES : EUROSTAT, STATISTIQUES NATIONALES, BNP PARIBAS

euro (près de 30% en France, Italie et Espagne). Bien que celles-ci ne contribuent plus à la croissance depuis 2023, elles se sont stabilisées en 2025. Cette stabilisation s'explique par une recomposition géographique des échanges. Les exportations vers la zone euro ont pris le relais (+4,1% a/a en 2025), compensant la faiblesse des débouchés hors Europe (Chine et États-Unis notamment).

Au-delà de cette réallocation géographique, un rééquilibrage du commerce intra-européen est à l'œuvre. Celui-ci est alimenté par une inversion des dynamiques de compétitivité, marqué par une hausse plus rapide du coût du travail en Allemagne que dans les autres pays européens depuis une dizaine d'années, à l'inverse de la période précédente. Les excédents commerciaux de l'Allemagne avec les autres pays européens ont ainsi tendance à se réduire, ces derniers profitant de plus en plus de la demande allemande. Ce mouvement est renforcé par les plans d'investissement allemands et par la volonté de développer une offre européenne dans le cadre des politiques de réarmement. Il se traduit par une hausse des importations allemandes et une réduction des excédents bilatéraux, notamment avec la France. La demande allemande soutient ainsi la croissance des autres pays européens, une évolution récente, appelée à se poursuivre.

Lucie Barette

Achevé de rédiger le 21 avril 2026



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change