ALLEMAGNE

UNE REPRISE PORTÉE PAR LES EXPORTATIONS

La croissance, amorcée au quatrième trimestre 2025, s'est renforcée au premier semestre 2026. Cette dynamique devrait se maintenir, avec une progression attendue de 1,1 % en 2026 et de 1,3 % en 2027. À court terme, le principal moteur restera les exportations, notamment vers l'Europe, qui contribueront à la recomposition de l'industrie. Les retombées des plans d'investissement devraient se renforcer en 2027, tandis que la demande intérieure resterait contrainte par l'inflation (2,7% en 2026 et 2,6% en 2027), qui pèserait sur le pouvoir d'achat. L'impulsion budgétaire et les réformes structurelles devraient continuer de soutenir la croissance. Toutefois, la hausse du déficit et de l'endettement implique que la remontée des taux longs observée jusqu'ici soit, en bonne partie, structurelle.

UN RETOUR À LA CROISSANCE PORTÉ PAR LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Le 1er semestre 2026 confirme le rebond de la croissance (0,4% puis 0,3% t/t aux T1 et T2). Celle-ci est tirée par le commerce extérieur (contributions des exportations nettes de +0,8 pp et +0,2 pp respectivement, dont +0,9pp en moyenne provenant des exportations et -0,4 pp des importations), après deux années de contraction des exportations notamment de celles à destination de l'Europe (*voir plus bas*). La montée en charge des dépenses publiques (voir notre analyse) traduit la mise en œuvre des plans d'investissement, dont l'effet multiplicateur sur la croissance devrait aller en augmentant.

Au 2nd semestre, la croissance devrait rester soutenue et porter la moyenne annuelle à 1,1% en 2026 (après 0,3% en 2025). Les exportations resteraient le moteur principal grâce à une demande européenne toujours forte, qui prend le relais d'une demande intérieure encore atone. La croissance de la consommation privée restera, en effet, modérée par l'inflation énergétique. L'investissement des entreprises devrait être porté par les secteurs dynamiques (défense, équipements technologiques, aéronautique), ce qui limiterait l'impact de la hausse des taux d'intérêt.

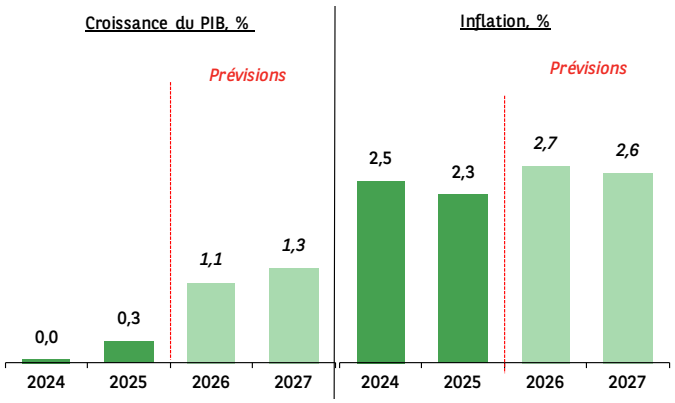
En 2027, la croissance (1,3%) s'appuierait cette fois plus sur la demande interne avec davantage de retombées des plans d'investissement et un redressement probable de la consommation des ménages (après un pic de l'inflation au T1 2027). En parallèle, la demande extérieure resterait bien orientée, mais sa contribution à la croissance serait inférieure à celle de 2026. En effet, la plus forte progression de la demande intérieure stimulerait davantage les importations.

L'INDUSTRIE BÉNÉFICIE DES INVESTISSEMENTS DANS L'IA ET D'UNE DYNAMIQUE INTRA-EUROPÉENNE

Le climat des affaires dans l'industrie s'est nettement amélioré au début du 2nd semestre (PMI manufacturier en hausse de 4 points depuis mai, à son plus haut depuis quatre ans en août). Les nouvelles commandes à l'exportation atteignent même leur meilleur niveau depuis début 2022. Ces signaux favorables relativisent les risques liés aux évènements climatiques de l'été (canicules et sécheresse historique du Rhin) perturbant l'activité industrielle et le transport fluvial.

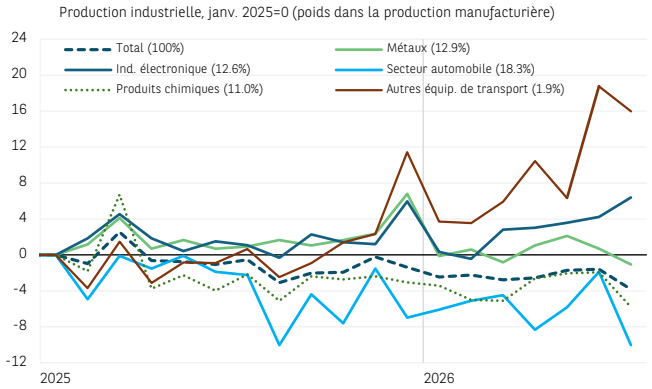
Depuis début 2025, la production de certains secteurs marque un rebond, notamment l'électronique (+6,4%). Les fabricants d'équipements électriques, ainsi que les entreprises de l'informatique et de l'électronique, bénéficient notamment de la vague d'investissements dans les centres de données et la défense. La poursuite de cette dynamique pourrait compenser une partie des pertes enregistrées dans l'automobile et la chimie, les deux secteurs subissent les plus fortes baisses de production depuis fin 2017 (-12,8% et -19,4% respectivement).

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

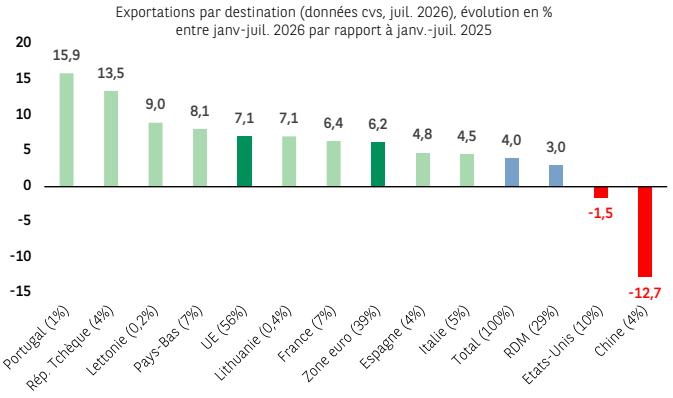
L'industrie se recompose et bénéficie des investissements dans l'IA et la défense



GRAPHIQUE 2 SOURCES : DESTATIS, MACROBOND, BNP PARIBAS

L'augmentation durable des dépenses militaires dans les technologies médicales et la robotique, dans l'ensemble de l'Europe, favorise une recomposition du secteur des biens intermédiaires. Les entreprises exposées aux secteurs en difficulté se tournent progressivement vers ces nouveaux débouchés. Toutefois, cette réorientation ne compense pas totalement la perte de débouchés historiques.

La réorientation du commerce extérieur européen se poursuit



GRAPHIQUE 3 SOURCES : BUNDESBANK, MACROBOND, BNP PARIBAS

Le rebond de l'industrie allemande est aussi alimenté par la demande européenne. Les exportations vers la Chine (-12,7% a/a sur un an entre janvier et juillet) et les États-Unis (-1,5%) ont certes encore reculé, mais celles vers plusieurs pays de l'Union européenne ont fortement progressé, notamment l'Europe du Sud et l'Europe centrale. Cette réorientation profite avant tout aux machines et équipements de transports (47,6% des exportations de biens, +20,5% depuis janvier 2025). Nous anticipons la poursuite de cette dynamique en 2027 dans un cercle vertueux de renforcement avec la croissance européenne.

UN MARCHÉ DU TRAVAIL TOUJOURS FIGÉ

La situation sur le marché du travail allemand s'est stabilisée depuis plusieurs trimestres, mais elle ne s'améliore pas encore. Le taux de chômage évolue relativement peu (4% en novembre ; +0,2 pp sur 1 an) et reste inférieur à la moyenne de la zone euro (6,4%). Le recul de l'emploi dans l'industrie manufacturière (-0,6% depuis le T4 2019) est contrebalancé par une hausse dans les services (+0,9%). Néanmoins, les dernières enquêtes du climat des affaires suggèrent que la situation pourrait se stabiliser. La reconversion progressive de la main-d'œuvre des secteurs en difficulté permet de répondre à une partie des besoins découlant des nouveaux investissements. De manière générale, à plus long terme, la réforme des retraites devrait soutenir l'offre de travail. En effet, elle permettra d'augmenter progressivement le nombre de travailleurs, notamment *via* la suppression progressive de la retraite anticipée à 63 ans et l'indexation de l'âge de départ sur l'espérance de vie dès 2032.

Bien que le taux de chômage demeurerait bas, la croissance des salaires resterait limitée, particulièrement en 2026 car les salaires négociés compenseront moins l'inflation qu'ils ne le feront en 2027. Les hausses prévues du salaire minimum (+8% en 2026 et +5% en 2027, à EUR 14,6/h), aussi importantes qu'elles soient, se diffuseront peu au reste de l'échelle salariale.

LE POUVOIR D'ACHAT RESTE COMPRIMÉ PAR UNE INFLATION ÉLEVÉE

Le pouvoir d'achat des salaires devrait encore se replier en 2026, après avoir déjà perdu 4 pp depuis 2022, avant de se stabiliser en 2027. La baisse de l'impôt sur le revenu (de EUR 10 mds, soit 0,2% du PIB), qui entrera en vigueur en janvier prochain, devrait également soutenir le revenu disponible des ménages à revenus faibles et intermédiaires.

L'inflation repart à la hausse depuis le début de l'été et devrait rester au-dessus de 2% tout au long de notre horizon de prévision. Elle a accéléré depuis juin (+0,5pp à +2,9% a/a en août) sous l'effet d'un nouveau rebond des prix de l'énergie (+6,7pp à +9,4% a/a), tandis que l'inflation sous-jacente est stable à +2,6%. À partir du printemps 2027, l'accalmie attendue sur les prix de l'énergie – notamment celui du gaz – devrait faire baisser l'inflation. Cette baisse sera toutefois limitée par les effets inflationnistes du déploiement plus ample des plans d'investissements, ainsi que par la hausse prévisible des prix alimentaires.

Cette inflation, structurellement plus élevée depuis le déclenchement du choc énergétique de 2022, pèsera sur la consommation des ménages. En outre, la propension à épargner des ménages allemands reste élevée en comparaison internationale (avec un solde d'opinion de 15 points supérieur en moyenne sur les dix dernières années selon la Commission européenne), ce qui pèse également sur leur consommation.

L'IMPULSION BUDGÉTAIRE SE POURSUIT

Après avoir enregistré un déficit public de -3% du PIB en 2025, nous anticipons une nouvelle dégradation du solde public à -4% en 2026, puis -4,2% en 2027. Le déficit primaire atteindrait -2,8% du PIB en 2026 (après -1,9% en 2025) avant de se résorber légèrement à -2,7% en 2027. Dans le même temps, la charge d'intérêts progresserait graduellement de 1,1% du PIB en 2025 à 1,5% en 2027. Cette combinaison se traduirait par une remontée rapide du ratio de dette sur PIB, de 62,6% du PIB en 2025 à 66,1% en 2026 puis 69,7% en 2027, avant de se rapprocher de 85% en fin de décennie.

Le rendement du Bund à 10 ans a dépassé 3,5% le 14 septembre, son plus haut niveau depuis 2007. Au-delà de l'augmentation des émissions liées aux fonds extrabudgétaires, les tensions inflationnistes contribuent également à cette remontée. Le reflux graduel de l'inflation l'année prochaine permettrait une détente modérée des taux souverains en 2027. Toutefois, leur niveau resterait élevé, à 3,2% au T4 2027, ce qui indiquerait que la majeure partie de la hausse est structurelle.

En parallèle, le gouvernement poursuit la mise en œuvre de son programme de réformes structurelles avec des mesures de soutien à l'investissement des entreprises, la réforme de l'assurance maladie, la réforme des retraites et la refonte du système fiscal. Plusieurs mesures sont entrées en vigueur, notamment l'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. La simplification administrative doit également aboutir à une refonte du système d'imposition à compter de janvier 2027. La réforme de l'assurance maladie a été votée, tandis que celle des retraites est encore en cours de discussion pour une adoption prévue d'ici la fin de l'année.

Achevé de rédiger le 14 septembre 2025

Lucie Barette

lucie.barette@bnpparibas.com