

Allemagne

Cap inchangé, malgré la stagnation de l'activité

Ainsi qu'il ressort du fléchissement des données et des indicateurs conjoncturels, l'économie serait en légère récession technique. Ce ralentissement de l'activité touche principalement le secteur manufacturier sans presque aucune incidence sur le reste de l'économie. Pressé de toutes parts d'adopter des mesures de soutien budgétaire, le gouvernement ne va probablement pas aller au-delà de ce que prévoient l'accord de coalition et le plan climat. Les simulations montrent, par ailleurs, que les effets d'entraînement d'une impulsion budgétaire sur les autres pays de la zone euro seraient limités. De plus, la mise en œuvre d'un plan de relance pourrait se heurter à la longueur des délais nécessaires à sa préparation ainsi qu'aux goulets d'étranglement sur le marché du travail. Les tensions politiques pourraient se renforcer après le congrès du Parti social-démocrate en décembre.

■ Une récession modérée

Comme le suggèrent la faiblesse des données relatives au secteur manufacturier et les indicateurs conjoncturels, l'économie s'est contractée au T3 pour le deuxième trimestre d'affilée, entrant ainsi en récession technique. Mais, comme l'économie tourne pratiquement à plein régime, on peut considérer que les turbulences actuelles ne sont, pour le moment, qu'une normalisation de la situation économique.

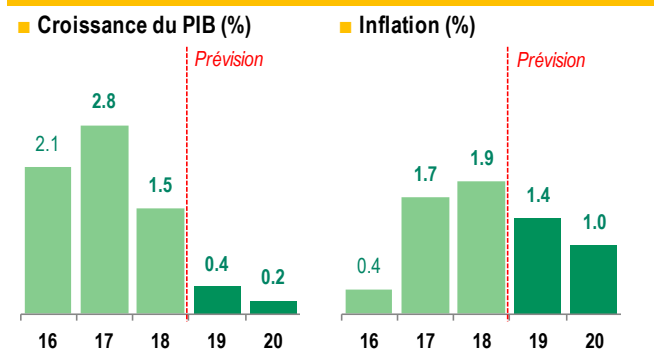
Le ralentissement concerne surtout le secteur manufacturier, sur fond de Brexit et de fortes tensions commerciales. Les grandes entreprises du secteur manufacturier allemand semblent plus affectées que celles des autres pays. Cette situation s'explique en partie par la spécialisation de l'Allemagne dans les équipements de transport et les biens d'investissement et par son exposition relativement importante au marché chinois. De plus, plusieurs grandes entreprises cotées au DAX ont connu de sérieuses difficultés. L'écart en de termes cours/valeurs comptable entre le S&P500 et le DAX n'a jamais été aussi important depuis 18 ans. Dans le secteur non manufacturier, en revanche, les indicateurs d'activité, quoique en repli par rapport à 2018, se maintiennent à des niveaux relativement élevés.

Malgré cette récession modérée, les conditions sur le marché du travail restent extrêmement tendues et le nombre de postes à pourvoir se maintient à des niveaux record. En août, le taux de chômage est ressorti à 3,1 % à peine, le niveau le plus bas de la zone euro. Compte tenu des récentes difficultés de recrutement et de la rigueur de la législation allemande sur la protection de l'emploi, les employeurs pourraient préférer conserver leur main-d'œuvre en recourant à des dispositifs de chômage partiel. Le nombre d'employés relevant de ces dispositifs est, en effet, en augmentation.

■ Le gouvernement conserve sa munition budgétaire

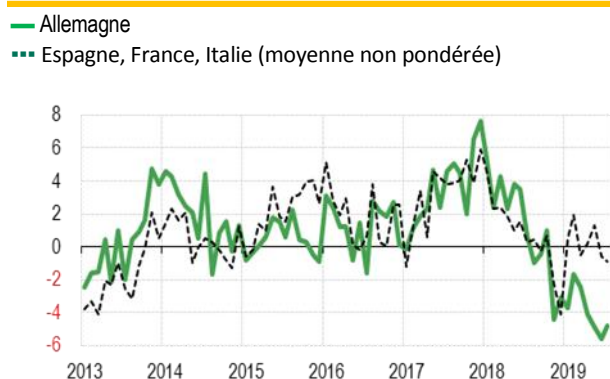
En septembre, Olaf Scholz, ministre des Finances, a rendu public le budget 2020. Celui-ci sera légèrement expansionniste, conformément à l'accord de coalition, mais il restera excédentaire selon le principe de l'équilibre budgétaire (*Schwarze Null*). La politique restera orientée vers l'augmentation du revenu disponible, en particulier pour les personnes et les foyers à faible et moyen revenu. Cette politique sera poursuivie en 2021 avec l'augmentation des allocations familiales et la suppression de la taxe de solidarité, une surcharge imposée pour aider à la reconstruction de

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Production manufacturière (% g.a.)



Source : Eurostat

l'Allemagne de l'Est, pour 90 % des contribuables. Les autorités entendent ramener la dette publique à près de 50 % du PIB d'ici à 2023.

En outre, toujours en septembre, le gouvernement a annoncé un ensemble complet de mesures visant à lutter contre le changement climatique et à réduire, à l'horizon 2030, les émissions de CO₂ de 55 % par rapport au niveau de 1990. A partir de 2050, l'économie devrait atteindre la neutralité carbone. Sur la période 2020-2023, EUR 54 mds seront affectés à des incitations en faveur de comportements et d'investissements respectueux de l'environnement.

Ces mesures de soutien devraient être largement financées par l'extension du système d'échange de droits d'émission au secteur des transports et au chauffage au niveau national. Le plan climat vient compléter la suppression progressive du charbon d'ici à 2038, qui avait été annoncée précédemment. Le gouvernement a débloqué EUR 40 mds pour la restructuration des régions charbonnières sur les vingt prochaines années.

Compte tenu d'une situation budgétaire favorable et de coûts d'emprunts négatifs, le gouvernement allemand a été pressé par des institutions internationales, comme le FMI et la BCE, d'utiliser sa marge de manœuvre budgétaire pour soutenir l'activité économique. Récemment, la Fédération des industries allemandes BDI, a également plaidé dans ce sens. Pour le moment, ces appels n'ont pas été entendus. Le gouvernement allemand soutient, pour sa part, que l'économie reste proche de son potentiel. De plus, compte tenu des délais de mise en œuvre et des incertitudes liées à son impact, la relance budgétaire, au-delà de l'effet du jeu des stabilisateurs automatiques, pourrait ne pas être l'instrument le plus approprié pour un réglage fin de la conjoncture. Par ailleurs, les effets d'entraînement sur le reste de la zone euro sont plutôt limités (cf. encadré). Le ministre des Finances, Olaf Scholz, s'est, toutefois, dit prêt à délier les cordons de la bourse en cas de crise économique.

■ Stagnation prolongée et tensions politiques

La croissance du PIB devrait ralentir à 0,4 % en 2019 et à 0,2 % en 2020. La demande intérieure, portée en particulier par la générosité des accords salariaux, reste son principal moteur. Au T2 2019, les salaires négociés ont progressé de 3,8 % par rapport à l'année précédente. L'inflation devrait reculer de 1,4 % en 2019 à 1 % en 2020. Cependant, l'inflation sous-jacente va probablement augmenter dans les années à venir, sous l'effet des pressions salariales intérieures. Selon des estimations de la Bundesbank, la hausse des coûts salariaux pourrait se traduire par une augmentation des prix à la consommation de 0,3 % à moyen terme.

Les partis au pouvoir, CDU/CSU (conservateurs, chrétiens-démocrates) et SPD (socio-démocrates) ont enregistré de lourdes pertes lors des élections européennes et régionales, qui ont provoqué des tensions au sein de la coalition. De plus en plus de membres du SPD souhaitent que leur parti quitte le gouvernement. Lors de son congrès en décembre, le SPD devrait se doter d'un nouveau président – le ministre des Finances, Olaf Scholz figure parmi les candidats – et pourrait choisir une nouvelle orientation, de quoi aggraver les tensions au sein de la coalition.

Raymond Van der Putten

raymond.vandeputten@bnpparibas.com

Efficacité de la politique budgétaire

A l'aide du modèle NiGEM, nous avons simulé l'effet d'une hausse des investissements publics équivalant à 1 % du PIB maintenue sur deux ans. Dans l'hypothèse de taux d'intérêt inchangés, le PIB réel outre-Rhin augmenterait de 0,5 % par rapport au scénario de base après 2 ans.

Ce chiffre est nettement inférieur au choc initial, l'augmentation de la demande ayant pour effet de stimuler les importations. De plus, les tensions devraient se renforcer sur le marché du travail, tirant les salaires et les prix à la consommation vers le haut. Au cours de la deuxième année, les prix à la consommation auront augmenté de 0,3 % par rapport au scénario de base. La perte consécutive de compétitivité sera également favorable aux importations, tandis que les exportations pourraient se replier. Résultat, l'excédent des paiements courants enregistrera une contraction de 0,7 % du PIB.

La détérioration initiale du solde des opérations des administrations publiques sera atténuée par l'augmentation des recettes fiscales et la diminution des dépenses sociales. Dans l'ensemble, l'érosion du solde des opérations des administrations publiques devrait être égale à 0,9 % du PIB.

Les effets d'entraînement sur les autres pays de la zone euro sont limités. Les petits pays voisins de l'Allemagne sont les principaux bénéficiaires d'une impulsion budgétaire. La relance budgétaire outre-Rhin aura, en particulier, des effets favorables sur la production en Hongrie et en Slovaquie (en hausse dans les deux cas de 0,4 % par rapport au scénario de base au bout de deux ans) ainsi qu'aux Pays-Bas et en République tchèque (de 0,3 % dans les deux cas). L'effet sur la France, l'Italie et l'Espagne est de près de 0,1 % au bout de deux ans.

Ces résultats doivent être interprétés avec prudence. Suite au choc ainsi créé, les investissements publics augmenteraient de près de 50 %. Il est peu probable que l'on puisse trouver suffisamment de projets d'une telle ampleur dans un aussi court laps de temps. De plus, les pénuries de main-d'œuvre dans le secteur de la construction pourraient constituer un obstacle majeur à la mise en œuvre du programme.

Relance budgétaire en Allemagne de 1 % du PIB*

	1 an	2 ans
% par rapport du scénario de base		
PIB	0,45	0,46
Consommation privée	0,14	0,22
IPCH	0,10	0,30
% point de différence par rapport du scénario de base		
Compte courant**	-0,73	-0,66
Solde financier des adm. publiques**	-0,88	-0,89

*taux de change et taux d'intérêt exogènes

**en % du PIB

Calculs BNP Paribas avec NiGEM

