



SCÉNARIO 2024-2025 ALLEMAGNE

FATIGUE OU MALADIE ?

Janvier 2024

Alberto ALEDO

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

1 | Synthèse

2 Les dernières évolutions conjoncturelles

3 La trame de notre scénario

4 Le point sur les finances publiques

5 Annexe

LA REPRISE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET DES EXPORTATIONS ALIMENTERA LA CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE

Après avoir récupéré le niveau antérieur à la pandémie au début de 2022, la croissance du PIB a ralenti à 1,9% en 2022, après 3,1% en 2021. Le PIB n'est désormais que de 0,3% supérieur au niveau d'avant la pandémie. **Nous prévoyons une faible hausse du PIB de 0,2% en 2024, en dessous de son rythme potentiel, et de 1,1% en 2025.**

La plus grande économie d'Europe continue d'être à la traîne par rapport à ses voisins, alors que la décennie alimentée par de faibles taux d'intérêt, une énergie bon marché et des exportations dynamiques a pris fin. L'Allemagne serait devenue à nouveau l'homme malade de l'Europe ou, plutôt, l'homme fatigué de l'Europe, comme l'a réfléchi récemment le ministre des Finances, Christian Lindner.

Le resserrement des conditions financières, la hausse des prix de l'énergie et la contraction de la demande chinoise ont suffi à faire basculer l'économie en territoire négatif. Cependant, comme le ministre a reconnu, les problèmes auxquels le pays est confronté ne sont pas seulement de nature cyclique mais aussi structurelle. Le gouvernement consacrera une part importante de ressources aux projets visant à relancer l'économie et à la décarbonisation du pays, mais les plans manquent de mesures visant à créer les conditions nécessaires pour faciliter les affaires et fournir les compétences demandées par les entreprises. Dans une large mesure, la question est de savoir si la transformation industrielle peut démarrer en Allemagne « *Standort Deutschland* », ou si l'avenir se déroule ailleurs.

L'économie s'est contractée de 0,1% au troisième trimestre 2023, après un deuxième trimestre à 0,1%. L'investissement a augmenté de 0,6%, malgré des taux d'intérêt plus élevés et une confiance faible, tandis que les exportations ont chuté de 0,8% et la consommation privée de 0,3%.

Les enquêtes et les données à haute fréquence montrent que **l'activité a connu un dernier trimestre 2023 faible**, entraînant une contraction du PIB de 0,1% en 2023. Les prévisions suggèrent une économie encore freinée par la faiblesse de la consommation et des exportations en début 2024. **La reprise attendue pour le deuxième semestre 2024 devrait être favorisée par la baisse de l'inflation ainsi que par la hausse des salaires et une augmentation conséquente du pouvoir d'achat.** La faiblesse de demande étrangère de produits allemands serait compensée par la reprise de la demande intérieure. Cependant, les conditions de financement plus restrictives continueront de limiter la croissance de la consommation privée et de l'investissement.

La baisse des prix de l'énergie, le durcissement des conditions financières, le resserrement budgétaire et la poursuite de la normalisation des ruptures d'approvisionnement ont modéré l'inflation. **Même si l'inflation a chuté, la hausse cumulée des prix reste.** Cependant, des salaires plus élevés maintiendraient l'inflation des services à un niveau élevé. L'inflation sous-jacente continuerait également de ralentir mais à un rythme plus lent, en raison de la hausse des salaires.

La production industrielle aurait touché le fond, mais la faible demande freinera la reprise de l'activité. Notamment, la production des branches industrielles intensives en énergie a enregistré une reprise de 3,1%, après des mois de baisse. La récupération n'est que très partielle et ces branches ne se sont pas encore remises du choc de la hausse des prix de l'énergie. L'économie est assez fortement exposée aux chocs extérieurs. Même si les nouvelles commandes pourraient avoir atteint leur point bas, **les taux d'intérêt élevés et la faiblesse de l'économie mondiale freinent la demande de biens d'investissement, qui représentent une part importante des exportations.**

La hausse du taux directeur a restreint l'accès au crédit, mais le risque de refinancement des entreprises reste limité. **Même si les défaillances ont augmenté significativement, leur niveau est faible en termes historiques** et en comparaison avec le reste de la zone euro. Cependant, **la détérioration de l'activité des derniers mois commence à avoir un impact négatif sur le marché du travail.** Le taux de chômage augmenterait légèrement au premier semestre 2024 et ne reviendrait à la moyenne de 2023 qu'en 2025.

Le débat sur l'équilibre entre soutien à l'industrie et orthodoxie budgétaire ne s'arrêtera pas. **Le gouvernement est parvenu à un accord pour continuer de respecter le frein à l'endettement.** Ainsi, une politique fiscale plus stricte serait adoptée pour faire face au besoin de financement supplémentaire de 60 milliards d'euros qui a été révélé fin 2023.

SYNTHÈSE

LA REPRISE DE LA CONSOMMATION PRIVÉE ET DES EXPORTATIONS ALIMENTERA LA CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE

Prévisions annuelles

Allemagne	Taux annuel (a/a,%)			
	2022	2023	2024	2025
PIB	1,9	-0,1	0,2	1,1
Consommation privée	3,9	-1,0	0,6	1,3
Consommation publique	1,6	-2,2	0,0	0,7
Investissement	0,2	0,9	0,6	1,1
Construction	-1,6	-0,6	0,3	0,8
Productif	3,5	4,1	1,4	2,1
Autres	-0,5	-0,8	-0,1	-0,4
Solde commercial (% du PIB)	4,3	4,8	4,5	4,5
Exportations	3,4	-1,4	0,2	2,4
Importations	6,8	-2,5	0,7	2,5
Inflation ¹	8,7	6,1	2,8	2,5
Inflation sous-jacente ²	3,9	5,1	3,8	2,6
Taux de chômage (%) ³	3,1	3,0	3,2	3,0
Solde budgétaire (% du PIB)	-2,5	-2,5	-1,6	-1,1
Dette publique (% du PIB) ⁴	66,3	65,4	65,3	64,2
Solde courant (% du PIB)	5,2	6,9	6,6	6,5

Notes : 1. Indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH).

2. IPCH, hors énergie et alimentation.

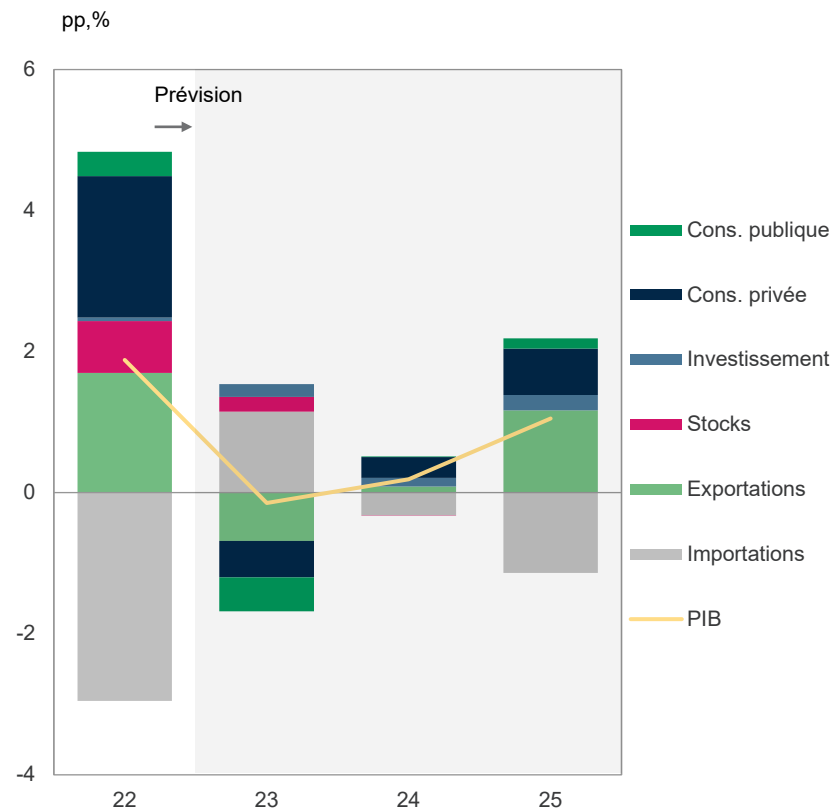
3. Calculée selon la définition de l'OIT.

4. Calculée en fonction des critères de Maastricht et exprimée en valeur nominale.

Dernière observation : T3 2023

Sources : Crédit Agricole SA / ECO

Contributions au PIB annuel



Dernière observation : T3 2023

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

SYNTHÈSE

APRÈS UNE FIN 2023 EN NÉGATIF, STAGNATION ATTENDUE AU PREMIER SEMESTRE 2024

Prévisions trimestrielles

	Part (%)	Taux annuel (a/a,%)				Taux trimestriel (t/t,%)																
		2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025				
Allemagne						T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
PIB	-	1,9	-0,1	0,2	1,1	1,0	-0,1	0,4	-0,4	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation privée	52,1	3,9	-1,0	0,6	1,3	0,5	-0,3	1,4	-1,1	-0,8	0,2	-0,3	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation publique	21,8	1,6	-2,2	0,0	0,7	1,1	0,4	-1,4	-0,1	-1,4	-0,4	0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Investissement	20,2	0,2	0,9	0,6	1,1	2,2	-1,6	1,0	-1,3	1,7	-0,3	0,6	0,1	0,0	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1
Construction	9,6	-1,6	-0,6	0,3	0,8	3,3	-3,9	-0,6	-2,0	2,7	-0,9	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Productif	6,7	3,5	4,1	1,4	2,1	2,0	0,8	3,7	-1,6	2,4	0,3	1,0	0,4	-0,2	0,4	0,5	1,0	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Autres	3,8	-0,5	-0,8	-0,1	-0,4	-0,4	0,4	0,2	0,6	-1,9	0,2	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Exportations	50,0	3,4	-1,4	0,2	2,4	-0,1	0,9	1,0	-1,1	-0,2	-0,9	-0,8	-0,3	0,2	0,4	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Importations	45,7	6,8	-2,5	0,7	2,5	0,0	2,3	2,1	-1,8	-2,2	0,1	-1,3	-0,2	0,3	0,6	0,9	1,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3

Dernière observation : T3 2023

Sources : Crédit Agricole SA / ECO

SOMMAIRE

1 Synthèse

2 | Les dernières évolutions conjoncturelles

3 La trame de notre scénario

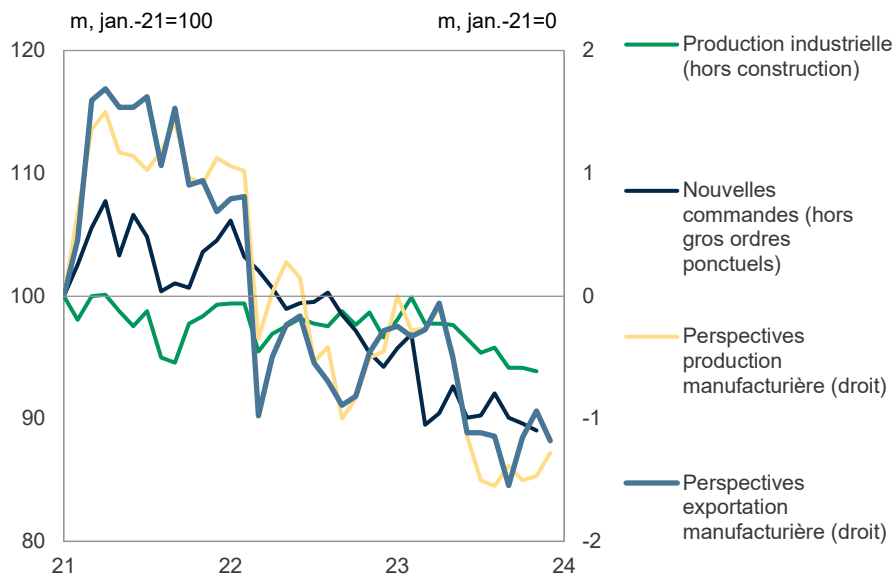
4 Le point sur les finances publiques

5 Annexe

LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

L'ACTIVITÉ INDUSTRIELLE AURAIT TOUCHÉ LE FOND, MAIS LA FAIBLESSE DE LA DEMANDE FREINERAIT LA REPRISE DE LA PRODUCTION

Enquêtes sur l'évolution du climat des affaires

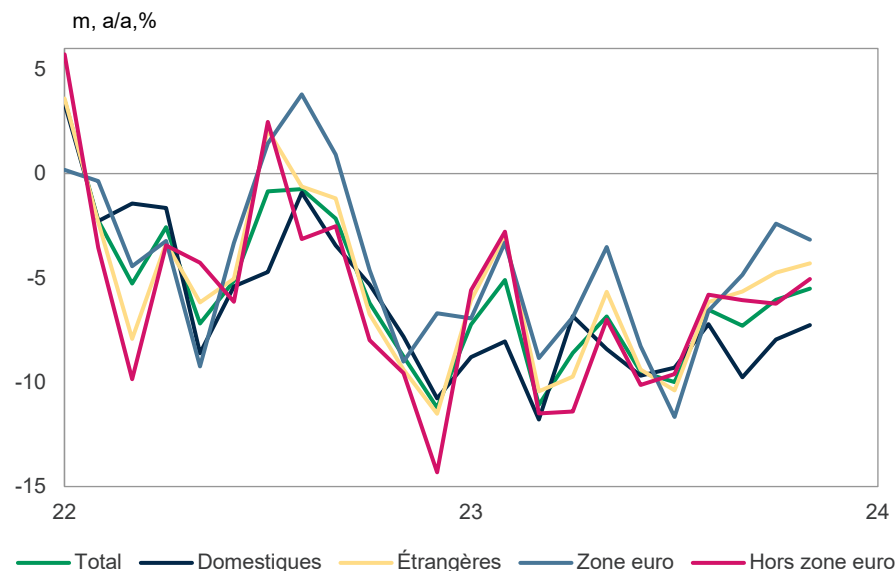


Sources : Bundesbank, Destatis, Ifo, Crédit Agricole SA / ECO

L'indice de production industrielle a affiché une perte de 0,7% en novembre sur un mois, hors secteur de la construction, après avoir stagné en octobre. La production de l'industrie manufacturière a chuté de 0,4% au même rythme qu'en octobre. La production dans la construction a poursuivi sa baisse en novembre au rythme de -3,2%, après -1,9% en octobre.

Les commandes adressées à l'industrie ont diminué de -0,6% en novembre, répliquant la baisse d'octobre. La hausse en provenance de la zone euro de 2,3% n'a pas suffi à compenser la baisse du marché domestique de -1,3% et celle de la demande des partenaires commerciaux hors zone euro de -1,7%.

Origine des nouvelles commandes dans l'industrie



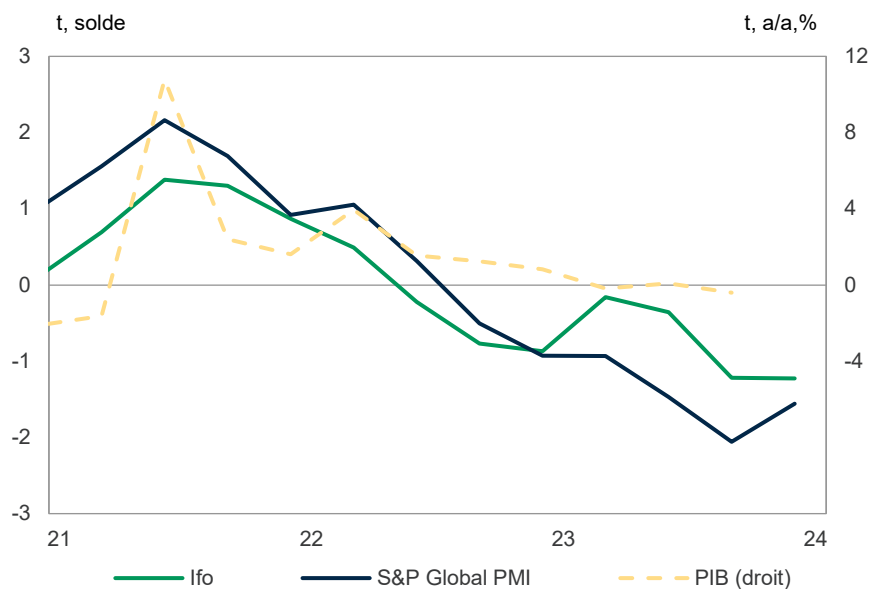
Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

En prenant du recul, par rapport à la volatilité de l'indicateur mensuel, l'évolution des trois derniers mois par rapport aux trois mois précédents, affiche un rebond dans certains secteurs. Tel est le cas des commandes de produits métalliques provenant de l'étranger hors zone euro, mais aussi des commandes de produits chimiques en provenance de la zone euro et des produits de l'industrie papetière en provenance de l'étranger. Par contre, les faiblesses résident toujours dans la demande allemande de produits électroniques et, sur un second plan, de la demande des partenaires étrangers de produits pharmaceutiques et des partenaires étrangers hors zone euro de produits textiles.

LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LA CONFIANCE DES ENTREPRISES EN DÉGRADATION CONTINUE DEPUIS UN AN

Enquêtes sur l'évolution du climat des affaires

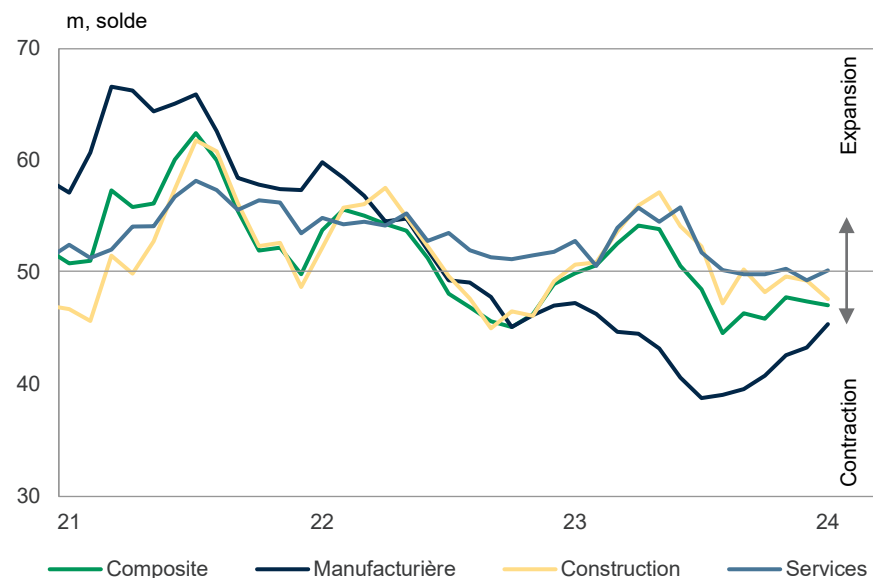


Sources : Eurostat, Ifo, S&P Global PMI, Crédit Agricole SA / ECO

Malgré les chiffres globalement négatifs, la production industrielle semble avoir atteint le point le plus bas. Par exemple, l'indicateur d'activité hebdomadaire calculé par la Bundesbank suggère un ralentissement progressif de la contraction de l'économie au cours du quatrième trimestre 2023.

Les enquêtes sur l'évolution du climat des affaires semblent aussi aller dans ce sens. Elles montrent une tendance négative qui suggère une détérioration progressive entre le second semestre 2021 et le troisième trimestre 2023,

Enquête sur l'évolution du climat des affaires par secteur d'activité



Sources : S&P Global PMI, Crédit Agricole SA / ECO

malgré le léger rebond au premier trimestre 2023. La confiance des entreprises semble avoir touché le fond au quatrième trimestre 2023.

L'enquête de l'indice des directeurs d'achat produit par S&P Global montre le détail de cette tendance par secteur d'activité. L'industrie manufacturière concentre l'essentiel de la contraction du climat des affaires et se révèle être la grande faiblesse de l'économie.

LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LA DÉTÉRIORATION DE L'ACTIVITÉ DES DERNIERS MOIS COMMENCE À AVOIR UN IMPACT SUR LE MARCHÉ DU TRAVAIL

Enquêtes sur l'évolution de l'emploi

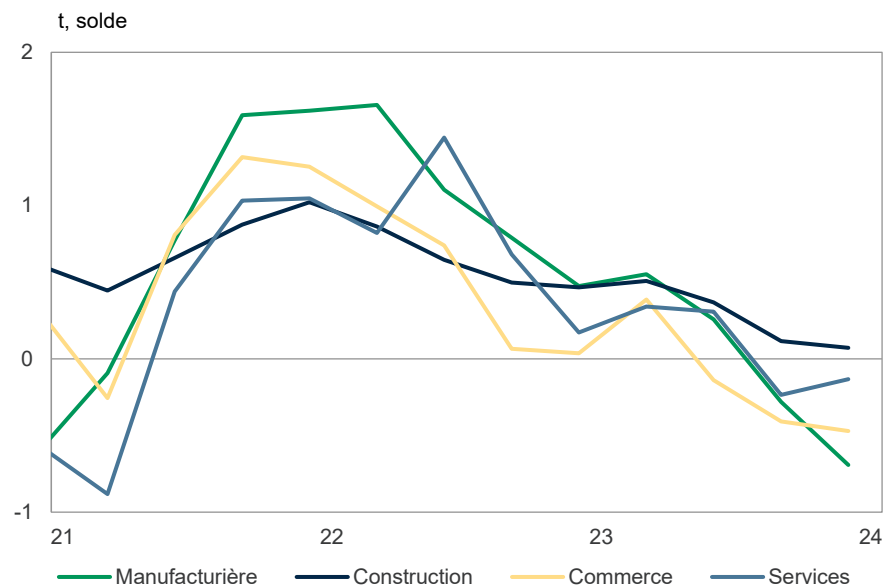


Sources : BFA, IAB, Ifo, S&P Global PMI, Crédit Agricole SA / ECO

La faiblesse de l'activité au cours du dernier semestre 2023 commence à se répercuter sur le marché du travail. La croissance de l'emploi a ralenti au premier semestre 2023 et le nombre de personnes employées a diminué au troisième trimestre 2023. Cependant, le nombre de personnes dans l'emploi a légèrement augmenté en octobre et en novembre 2023.

Le nombre d'offres d'emploi communiquées à l'Agence fédérale de l'emploi (BFA) a continué de baisser progressivement depuis le niveau maximum atteint au milieu de 2022 jusqu'au milieu de l'année 2023, après quoi il s'est stabilisé. Étant donné que toutes les offres d'emploi ne sont pas

Enquête sur l'évolution de l'embauche par secteur d'activité



Sources : Ifo, Crédit Agricole SA / ECO

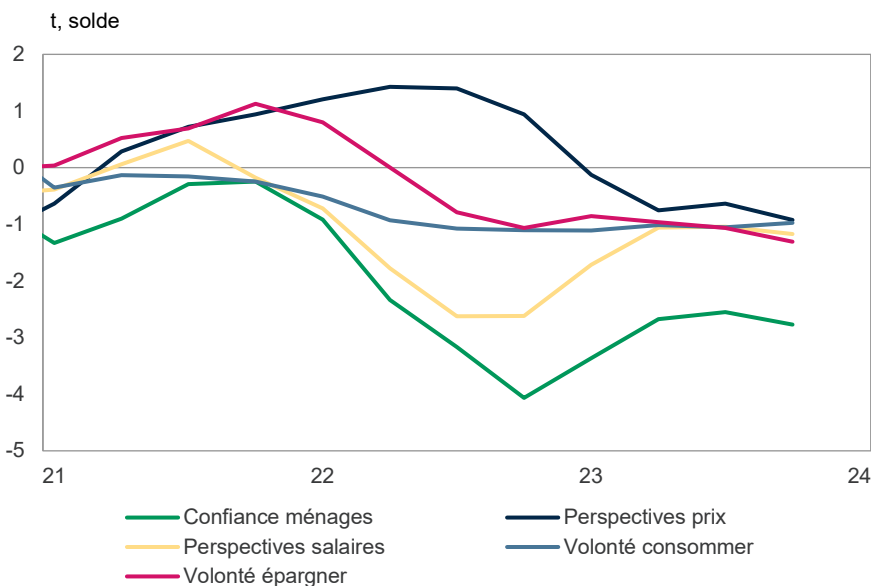
communiquées à la BFA, les informations peuvent être complétées avec l'indicateur homonyme de l'Institut de recherche sur l'emploi (IAB).

Les enquêtes sur les perspectives d'embauche par secteur d'activité montrent aussi la dégradation qui a eu lieu, notamment au cours du deuxième trimestre 2023. Les secteurs du commerce de gros et de détail, des services et de la construction semblent avoir mis fin à la dégradation, mais le secteur manufacturier continue de chuter fortement.

LES DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LES MÉNAGES ADOPTENT UNE POSITION DE PRUDENCE FACE À LA DÉTÉRIORATION DE L'ACTIVITÉ

Enquête sur l'évolution de la confiance des ménages

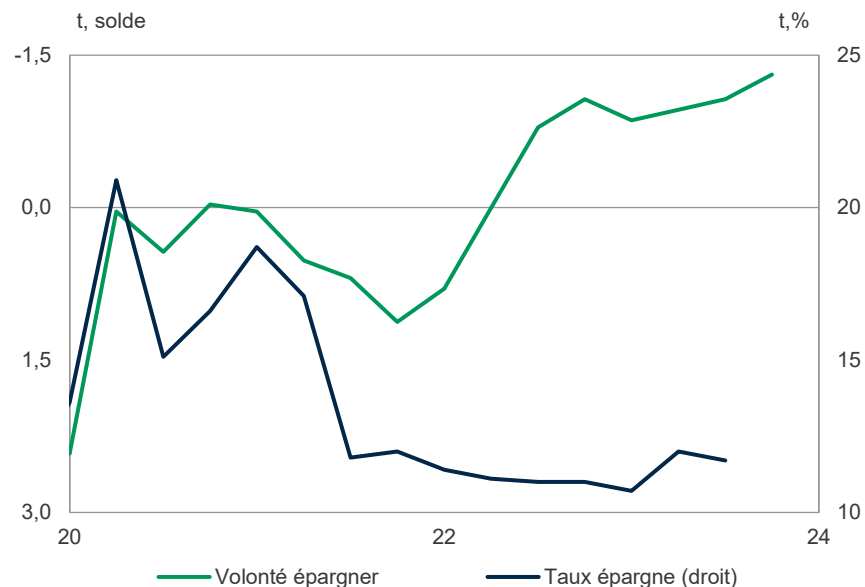


Sources : GFK, Crédit Agricole SA / ECO

Pour l'instant, les consommateurs déclarent une faible propension à dépenser et d'une forte propension à épargner. Cela devrait contribuer à maintenir le taux d'épargne à un niveau élevé. Ce chiffre se situe dans la moyenne enregistrée ces dernières années, à l'exception de la période de la pandémie.

Le marché du travail a perdu de son élan, ce qui pourrait encourager les consommateurs à être plus prudents en matière de dépenses, consacrant

L'épargne des ménages



Sources : Bundesbank, GFK, Crédit Agricole SA / ECO

une partie de leurs ressources à l'épargne de précaution. Le taux d'épargne, qui a beaucoup baissé en 2022, devrait progressivement augmenter au cours des prochaines années, en raison de facteurs structurels d'ordre démographique qui génèrent un déséquilibre entre épargne et consommation en faveur du premier.

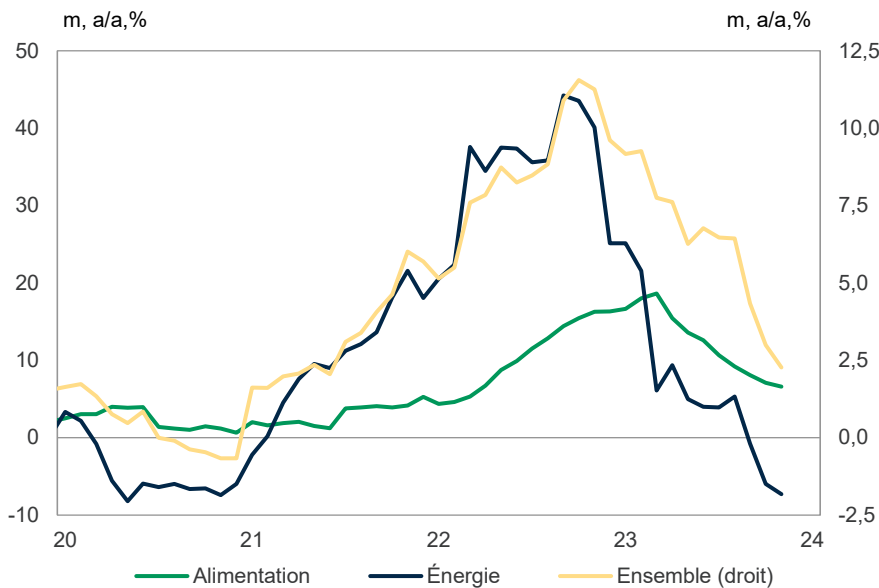
SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Les dernières évolutions conjoncturelles
- 3 | La trame de notre scénario
- 4 Le point sur les finances publiques
- 5 Annexe

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

L'INFLATION CONTINUERAIT DE DÉCÉLERER GRÂCE À LA MODÉRATION DES PRIX DE L'ÉNERGIE, DE L'ALIMENTATION ET DES BIENS INDUSTRIELS

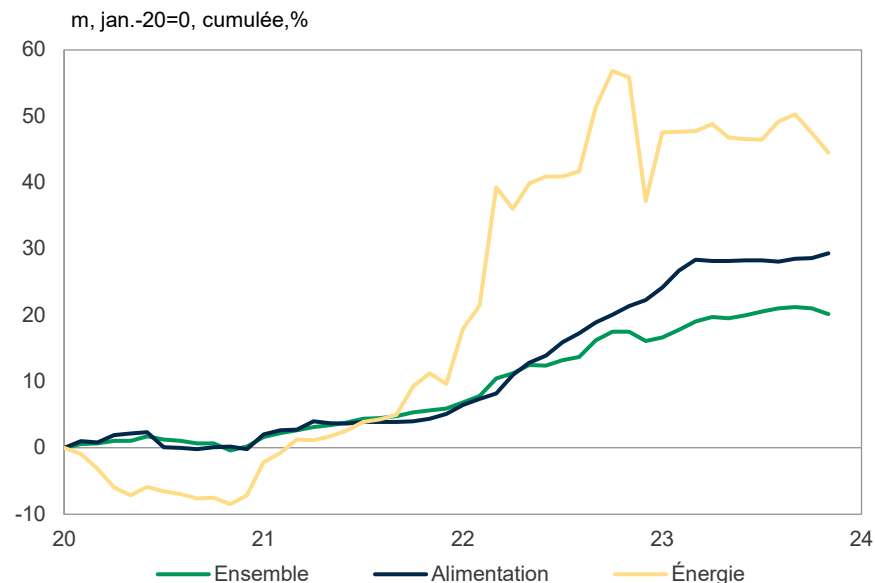
Inflation des prix à la consommation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation a baissé à 2,3% sur un an en novembre, après 3,0% en octobre, poursuivant la forte tendance à la baisse après le pic de 11,6% en octobre 2022. Les effets de base liés à la hausse passée des prix de l'énergie, l'affaiblissement de la transmission tout au long des chaînes de production, et la baisse de la demande ont soutenu la modération. L'inflation liée aux pénuries dues aux perturbations des chaînes d'approvisionnement s'est essouffée au cours de l'année 2023 et les pressions inflationnistes sur les prix qui en résultent se dissipent progressivement.

Inflation des prix à la consommation



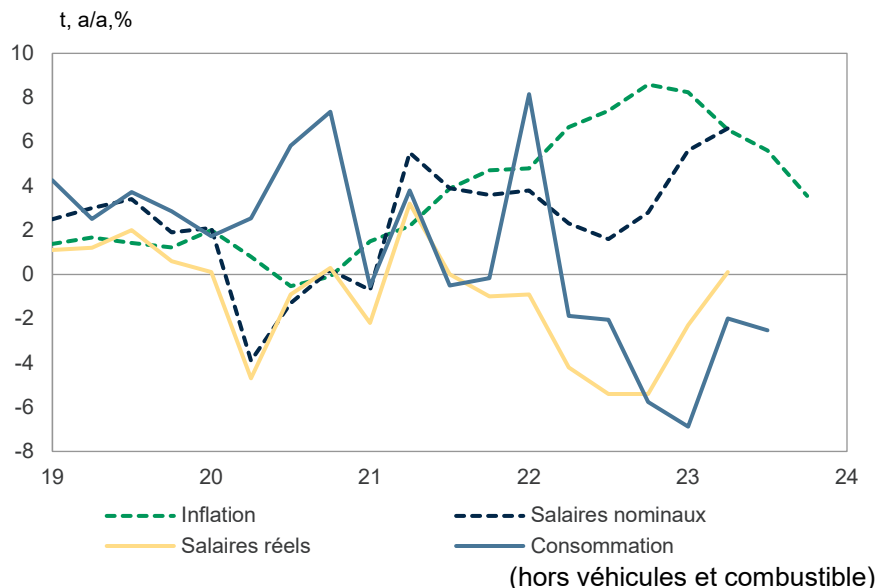
Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

L'inflation devrait poursuivre la tendance actuelle jusqu'à 2,8% en moyenne annuelle en 2024 et 2,5% en 2025, sans pour autant atteindre pleinement la cible de la BCE. La modération des prix serait motivée par les composantes énergétiques, alimentaires et des biens industriels, tandis que le processus désinflationniste n'aurait pas lieu dans le prix des services, du fait de leur plus forte composante en salaires. En revanche, l'augmentation de la taxe sur la valeur ajoutée sur certains biens et services, ainsi que la fin des subventions sur le prix de l'électricité pour les consommateurs et les entreprises, auraient un effet limité et étalé sur les deux prochaines années.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS ALIMENTERA LA CONSOMMATION PRIVÉE

Salaires et consommation des ménages

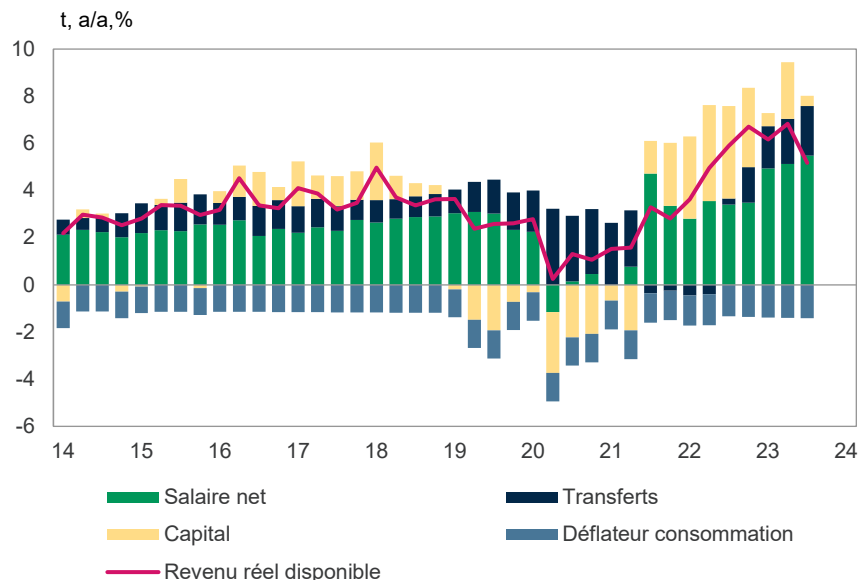


Sources : Destatis, Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

La consommation privée devrait progressivement prendre de l'essor et contribuer de manière décisive à la croissance économique en 2024. Le principal facteur qui expliquerait cette contribution positive serait le gain de pouvoir d'achat, résultant de la modération de l'inflation et de la hausse des salaires nominaux. Même si la croissance des salaires nominaux était légèrement inférieure aux gains de 2023, les gains de pouvoir d'achat seraient plus importants.

Les faibles données de croissance commencent à se répercuter sur le marché du travail. Le taux de chômage pourrait augmenter légèrement au

Contributions au revenu réel disponible



Sources : Bundesbank, Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

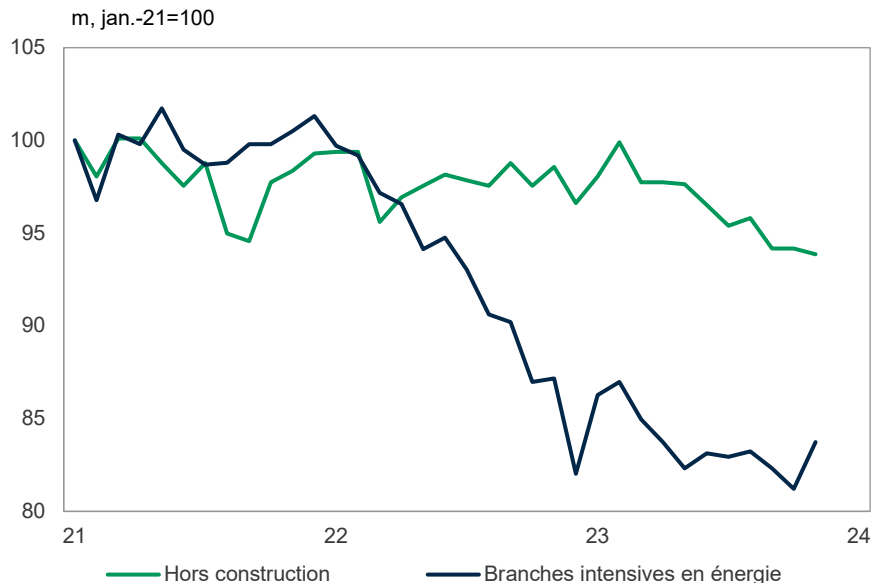
premier semestre 2024 et ne revenir à la moyenne de 2023 qu'en 2025, après une amélioration au second semestre 2024.

L'emploi est également affecté négativement par des facteurs structurels. Le nombre offres d'emploi non pourvues est probablement dû à des problèmes d'appariement sur le marché du travail. La faible démographie continuera de contribuer négativement à moyen et long termes à la croissance de l'offre d'emploi.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LES BRANCHES INDUSTRIELLES INTENSIVES EN ÉNERGIE NE SE SONT PAS ENCORE REMISES DU CHOC DE LA HAUSSE DES PRIX DE L'ÉNERGIE

Production industrielle

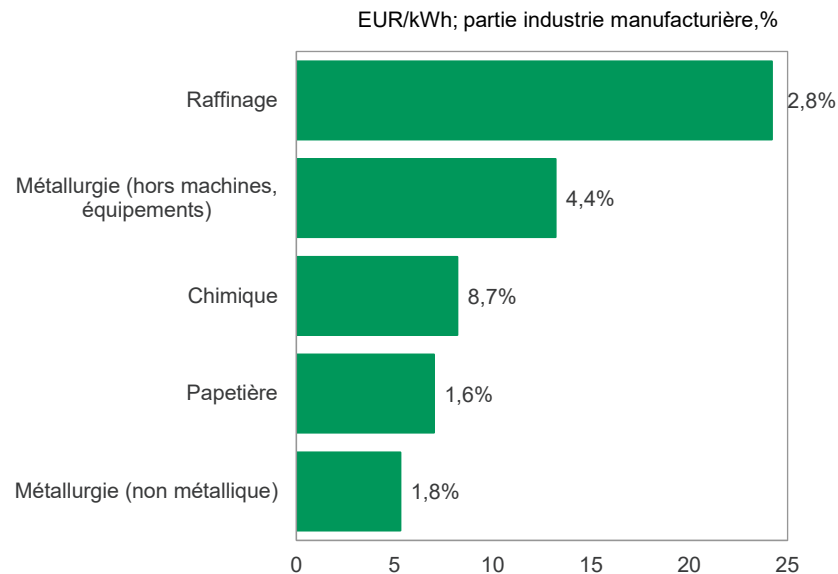


Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

Le gouvernement a annoncé octroyer un ensemble de subventions d'une valeur de 28 milliards d'euros destiné à soutenir les industries confrontées aux prix élevés de l'énergie. Il avait déjà introduit un plafonnement des prix de l'électricité et du gaz pour protéger l'industrie et les ménages de la hausse des prix de l'énergie.

Dans le cadre de ce programme, un allègement fiscal sur l'électricité pouvant atteindre 12 milliards d'euros par an est garanti pour 2024 et 2025, avec la possibilité d'une prolongation jusqu'en 2028. Les taxes sur l'électricité seront réduites de 1,54 centime d'euro par kWh actuellement à 0,05 centime d'euro par kWh, le niveau minimum autorisé par la législation européenne. 350 entreprises très exposées à la concurrence internationale bénéficieront

Branches intensives en énergie



Notes : Consommation d'énergie par valeur ajoutée brute.

Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

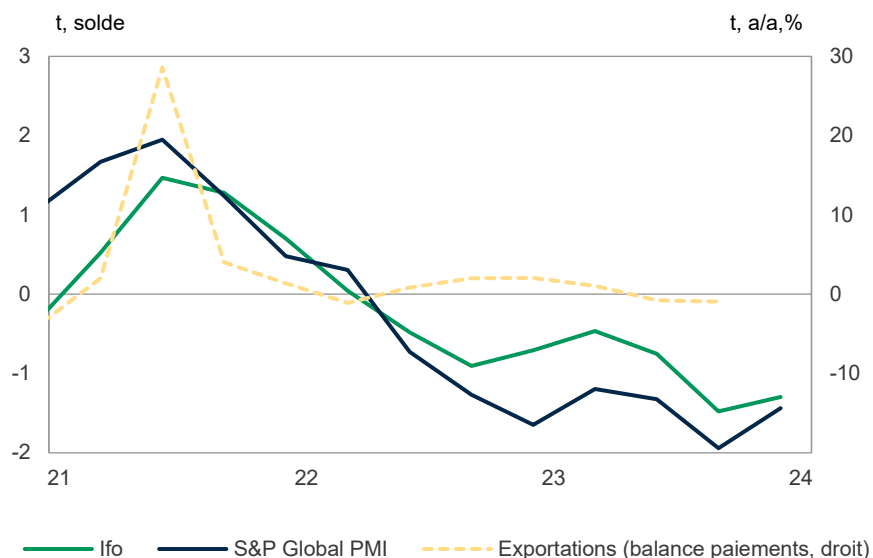
de subventions et de remboursements des frais d'achat de certificats d'émission de CO₂. Les 90 entreprises dont les factures d'électricité sont les plus élevées bénéficieront également d'un allègement supplémentaire. La mesure phare du plan est sûrement le « super cap », un système de compensation des pics de prix de l'électricité, qui devrait maintenir les prix autour de 6 centimes d'euro par kWh.

Les branches industrielles intensives en énergie sont désavantagées par rapport à leurs principaux concurrents situés aux États-Unis et en Chine, où le prix de l'électricité industrielle est considérablement inférieur. Les mesures en faveur des industries à forte intensité énergétique visent à empêcher leur délocalisation.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA FAIBLESSE DE DEMANDE ÉTRANGÈRE DEVRAIT ÊTRE COMPENSÉE PAR LA REPRISE DE LA DEMANDE INTÉRIEURE

Enquêtes sur l'évolution des exportations

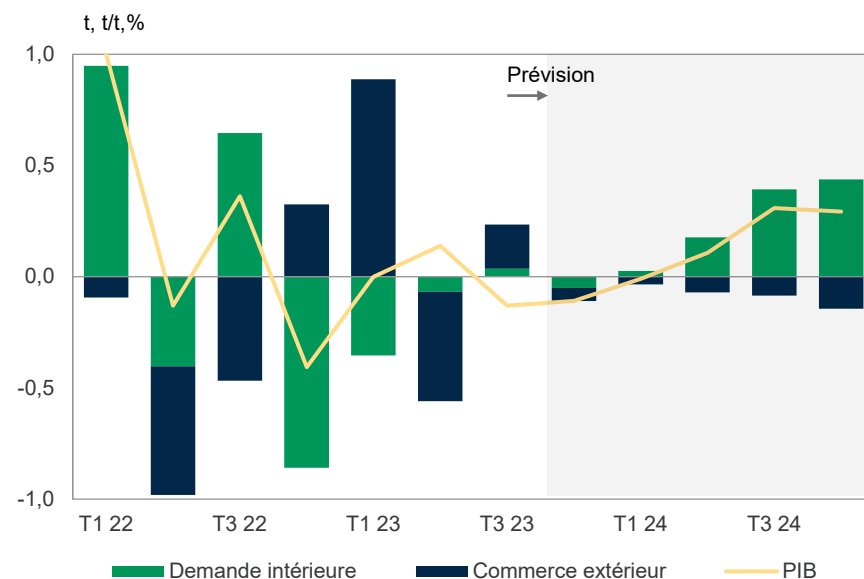


Sources : Bundesbank, Ifo, S&P Global PMI, Crédit Agricole SA / ECO

Le modèle d'exportation basé sur une chaîne de valeur internationale verticalement intégrée est sous pression. Cela est particulièrement évident dans l'industrie automobile qui dépend des moteurs à combustion interne. La production a souffert dans sa phase initiale, dépendante des branches intensives en énergie.

Le retour de la croissance de la production industrielle se ferait très progressivement, compte tenu de la faible demande d'importations et de la demande domestique, qui dépend largement de la reprise de la demande privée.

Contributions au PIB



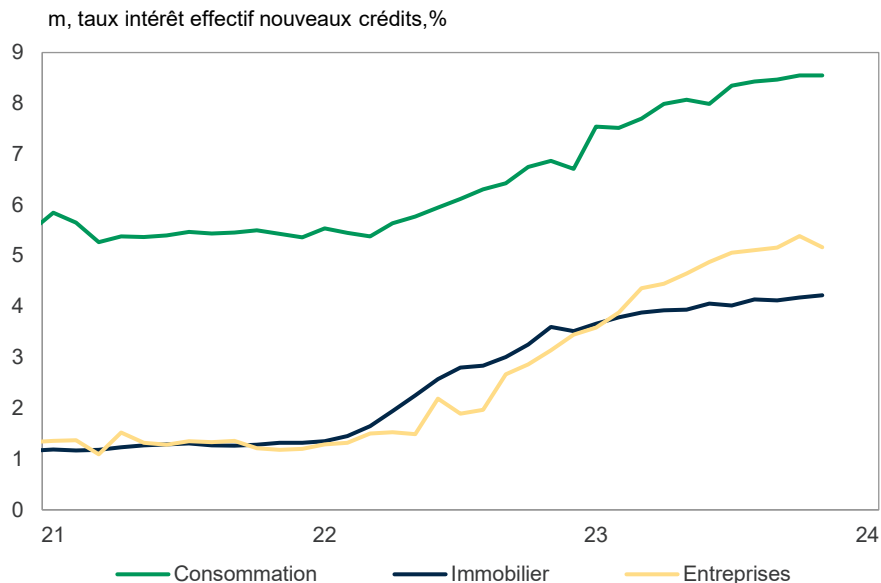
Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

La stabilité prévue pour le taux de change entre l'euro et le dollar signifie que les échanges bilatéraux en termes nominaux dépendraient principalement des positions compétitives des coûts et des perspectives de croissance des marchés d'exportation. Or, la demande des principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne (les États-Unis, la Chine et l'UE) est affaiblie. La croissance de la consommation privée stimulerait la demande d'importations. Néanmoins, la balance commerciale resterait nettement positive.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

LA HAUSSE DU TAUX DIRECTEUR A RESTREINT L'ACCÈS AU CRÉDIT, MAIS LE RISQUE DE REFINANCEMENT DES ENTREPRISES RESTE LIMITÉ

Coût de financement

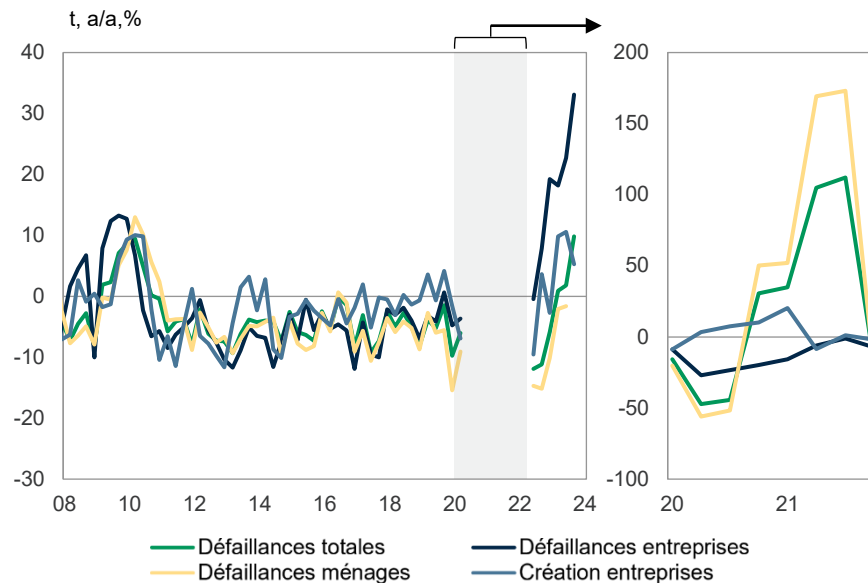


Sources : Bundesbank, Crédit Agricole SA / ECO

Aucun changement immédiat n'est attendu dans la politique monétaire de la BCE, dont le taux directeur est actuellement de 4,50%. La première baisse devrait avoir lieu en septembre 2024, même si l'objectif d'inflation n'était pas été atteint. La baisse des taux devrait se poursuivre jusqu'au deuxième trimestre 2025, pour une baisse totale de 175 points de base. La taille du bilan de la BCE continuera de se réduire avec la fin du réinvestissement du programme PEPP fin 2024.

Les taux d'intérêt ont augmenté, particulièrement pour les entreprises. Toutefois, les taux d'intérêt hypothécaires ont été négatifs en termes réels dans certains cas, ce qui a profité aux emprunteurs.

Défaillances



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

La fin des aides liées à la pandémie, la hausse des coûts de financement, de l'énergie et de la main-d'œuvre, dans un contexte de faiblesse de l'activité, ont provoqué une détérioration de la situation d'un nombre croissant d'entreprises. Tel est le cas des entreprises dites zombies, des entreprises qui ont constamment de la difficulté à générer suffisamment de revenus pour effectuer leurs paiements d'intérêts, en d'autres termes, des entreprises qui enregistrent un faible rendement pendant une longue période, mais qui ne font pas faillite. Ces types d'entreprises qui ont été maintenues à flot depuis la pandémie, grâce aux aides reçues et à la suspension de l'obligation d'ouvrir une procédure d'insolvabilité, se déclarent aujourd'hui en défaillance.

LA TRAME DE NOTRE SCÉNARIO

HAUSSE DES DÉFAILLANCES, MAIS FAIBLE NIVEAU

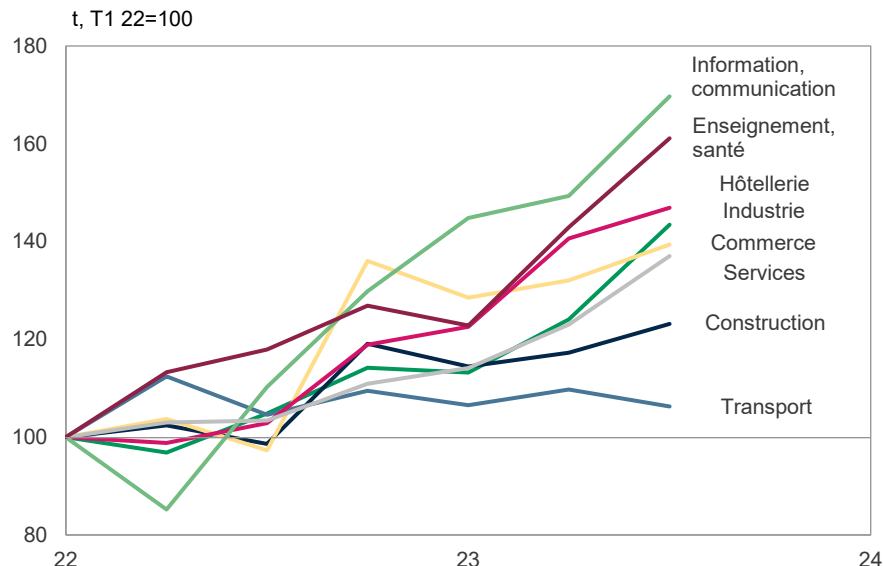
Défaillances d'entreprises



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

De façon générale, les défaillances d'entreprises ont enregistré une tendance à la hausse depuis le premier trimestre 2022. Du T2 2022 au T3 2023, les défaillances ont augmenté de 41%. Dans l'industrie (hors construction), les défaillances ont augmenté de 43%, dans la construction de 23%, dans le commerce de 39%, dans le transport de 6%, dans l'hôtellerie de 47%, dans l'information et la communication de 70%, tandis que dans la catégorie qui comprend les services spécialisés, administratifs et de soutien, les défaillances ont augmenté de 37%, et dans l'enseignement et la santé de 61%. Seule l'activité de transport semble stable après la hausse initiale, ayant ainsi évité un taux de croissance à deux chiffres.

Défaillances par secteur d'activité



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Cependant, le nombre de défaillances d'entreprises se situe à des niveaux historiquement bas, 4 699 au troisième trimestre 2023, un nombre de peu supérieur à celui du T1 2020 juste avant la pandémie et bien inférieur au pic enregistré il y a vingt ans, 10 072 au deuxième trimestre 2004.

L'augmentation du nombre de défaillances est évidente, mais le point de départ est particulièrement bas, car l'enregistrement des défaillances d'entreprises a été suspendu pendant la pandémie. Il s'agit donc d'une correction attendue. En outre, bien qu'à un rythme plus lent, le nombre d'entreprises créées a également augmenté, ce qui justifie aussi un nombre plus élevé de défaillances.

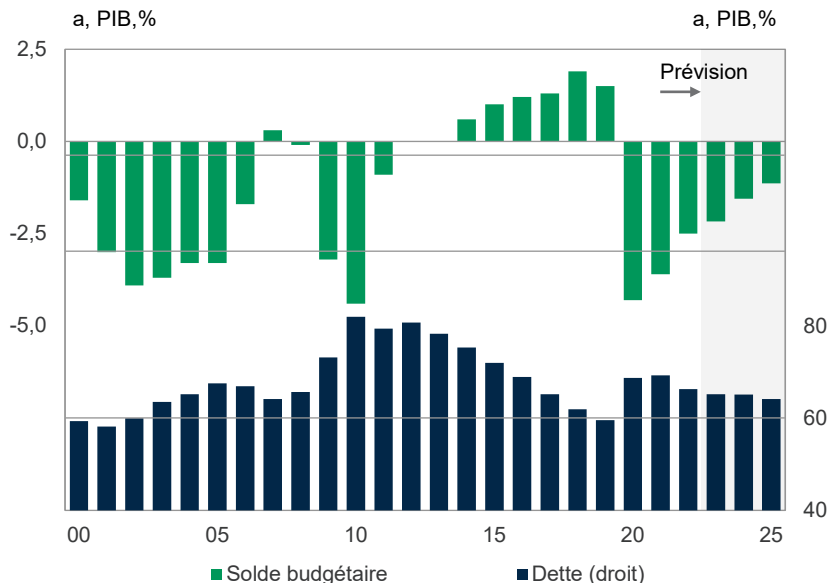
SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Les dernières évolutions conjoncturelles
- 3 La trame de notre scénario
- 4 | Le point sur les finances publiques
- 5 Annexe

LE POINT SUR LES FINANCES PUBLIQUES

LE DÉBAT SUR L'ÉQUILIBRE ENTRE SOUTIEN À L'INDUSTRIE ET ORTHODOXIE BUDGÉTAIRE NE S'ARRÊTERA PAS

Finances publiques

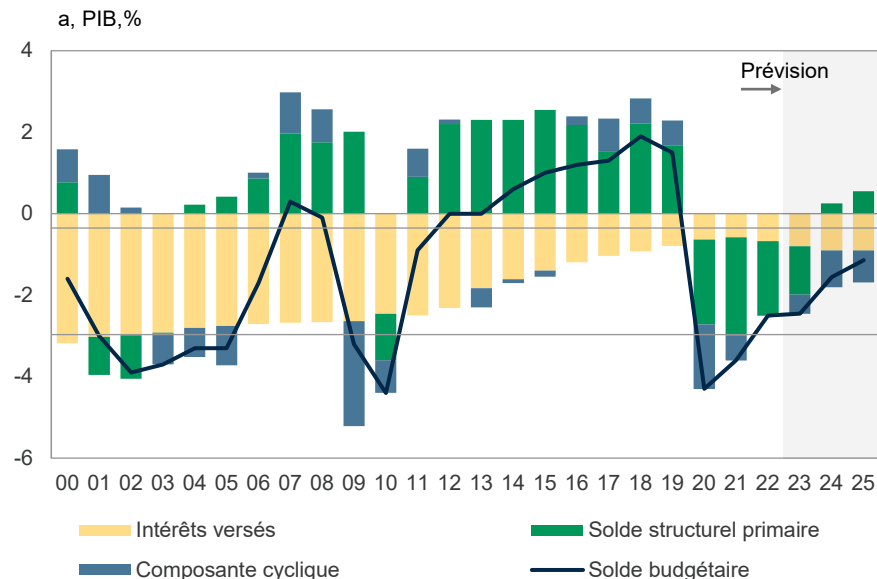


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

La Cour constitutionnelle fédérale, la plus haute autorité judiciaire allemande, a jugé en novembre que le transfert au Fonds pour le climat et la transformation (KTF) de 60 milliards d'euros (équivalent à 1,5% du PIB) de fonds non dépensés destinés à la pandémie n'était pas conforme à la règle constitutionnelle du frein à l'endettement. La Cour a indiqué que la capacité d'emprunt devait être utilisée aux fins initialement prévues et dans l'année pour laquelle elle avait été approuvée.

La délibération concerne une règle budgétaire inscrite dans la Constitution visant à limiter les déficits budgétaires structurels (c'est-à-dire le déficit budgétaire corrigé des effets cycliques et ponctuels) à 0,35 du PIB et donc

Solde budgétaire



Sources : BMF, CE, Crédit Agricole SA / ECO

l'émission de dette publique. Le frein à l'endettement ne peut être contourné que dans des circonstances exceptionnelles, comme lorsqu'il a été suspendu en vertu d'une clause dérogatoire d'urgence en raison de la pandémie, bien que la suspension ait été prolongée depuis.

Le KTF est utilisé pour canaliser les subventions et les investissements visant à relancer l'économie et à la décarbonation du pays. Le fonds est partiellement financé par la tarification du carbone et l'échange de droits d'émission et constitue l'un des nombreux instruments hors bilan actuellement déployés dans lesquels le financement s'effectue en dehors des règles budgétaires normales, contournant ainsi le frein à l'endettement.

LE POINT SUR LES FINANCES PUBLIQUES

LE DÉBAT SUR L'ÉQUILIBRE ENTRE SOUTIEN À L'INDUSTRIE ET ORTHODOXIE BUDGÉTAIRE NE S'ARRÊTERA PAS

La décision judiciaire remet en question d'autres instruments hors bilan, tels que le Fonds de stabilisation économique (WSF), doté de 200 milliards d'euros, destiné à soutenir les entreprises et les consommateurs confrontés à la flambée des coûts de l'énergie en finançant un plafonnement des prix de l'électricité et du gaz. L'Allemagne dispose actuellement de 29 fonds hors budget au niveau fédéral, pour un total de 869 milliards d'euros, selon la Cour fédérale des comptes, chargée du contrôle des finances publiques.

Le gouvernement est parvenu en décembre à un accord sur un budget supplémentaire pour régler les dépenses excédentaires de 2023 en suspendant *ex-post* le frein à l'endettement.

Afin de remettre les comptes publics sur la bonne voie, la Loi de finances pour 2024 implique une combinaison de réductions de dépenses et de création de nouvelles recettes. La coalition a finalement décidé de ne pas prolonger la suspension de la règle budgétaire pour la cinquième année consécutive et ainsi combler un déficit d'environ 17 milliards d'euros.

Côté dépenses, le KTF sera réduit de 12 milliards d'euros, et de 45 milliards d'euros supplémentaires entre 2025 et 2027. Le fonds disposera néanmoins encore de 160 milliards d'euros. Le KTF ne serait plus utilisé pour moderniser le système ferroviaire, dont les

améliorations seraient plutôt financées par la vente de propriétés et de terrains autour du réseau et par la cession de Schenker, une filiale de la *Deutsche Bahn*. 2,7 milliards d'euros seront économisés du WSF, en raison de paiements d'intérêts inférieurs à ceux prévu et de la suppression de certains programmes. 3,2 milliards d'euros seront en provenance des fonds hors budget qui ne sont pas en conflit avec la décision de justice. 3 milliards d'euros seront économisés des subventions non alignées sur la stratégie de décarbonation. Par exemple, l'allègement fiscal sur le gazole agricole sera réduit de 40% en 2024, de 30% en 2025 et prendra fin en 2026. En tenant compte du fait que le remboursement est effectué l'année suivante, la mesure devrait recouvrer 142 millions d'euros en 2025, 285 millions d'euros en 2026, 419 millions d'euros en 2027 et 453 millions d'euros par an à partir de 2028. 1,4 milliard d'euros par an seront économisés en répercutant sur les entreprises le coût d'une taxe sur les emballages en plastique non recyclables, précédemment versée par le gouvernement allemand à l'UE. Les primes pour l'achat de voitures électriques ont été supprimées et les subventions pour les panneaux solaires prendront fin. 1,5 milliard d'euros du budget du ministère fédéral du Travail et des Affaires sociales seront économisés en réduisant des prestations sociales. 1,5 milliard d'euros du budget de l'Agence fédérale de l'emploi seront

aussi économisés. Le budget du ministère fédéral de la Coopération économique et du Développement sera réduit de 800 millions d'euros, du ministère fédéral du Numérique et des Transports de 380 millions d'euros, du ministère fédéral de l'Éducation et de la Recherche de 200 millions d'euros. 600 millions d'euros seront économisés par la baisse des subventions à l'assurance retraite, ce qui sera compensé pour une augmentation des cotisations.

Côté recettes, la Loi de finances compte sur une augmentation des taxes sur les carburants de chauffage et de transport à 45 euros par tonne de CO₂ contre 30 euros, au lieu des 40 euros initialement prévus. La mise en place d'une nouvelle taxe sur les vols intérieurs devrait recouvrer 445 millions d'euros. Néanmoins, les 15 milliards d'euros de réductions d'impôts pour les ménages se poursuivraient comme prévu.

Comment le gouvernement compte combler le déficit restant pour arriver aux 17 milliards d'euros engagés, reste incertain. Ni la suspension *ex-post* du frein à l'endettement pour 2023 ni le comblement du trou budgétaire pour 2024 ne résoudront la problématique des milliards d'euros de dépenses supplémentaires qui restent à financer entre 2025 et 2027. L'exécutif s'attend désormais à ce que le déficit atteigne 1,5% du PIB en 2024, après 2,5% en 2023.

SOMMAIRE

- 1 Synthèse
- 2 Les dernières évolutions conjoncturelles
- 3 La trame de notre scénario
- 4 Le point sur les finances publiques
- 5 | Annexe

Abréviations et acronymes

a : an, annuel·le.

a/a : taux de variation annuel.

BCE : Banque centrale européenne.

BFA : *Bundesagentur für Arbeit*, l'Agence fédérale de l'emploi.

BMF : *Bundesministerium der Finanzen*, le ministère fédéral des Finances allemand.

Bundesbank : *Deutsche Bundesbank*, la Banque fédérale d'Allemagne, c'est-à-dire, la banque centrale de l'Allemagne.

CE : Commission européenne.

Destatis : *Statistisches Bundesamt*, l'institut de statistiques allemand.

EUR : euro.

Eurostat : la direction générale de la CE chargée de la statistique.

GfK : *Growth from Knowledge*.

IAB : *Institut für Arbeitsmarkt und Berufsforschung*, l'Institut de recherche sur l'emploi, dépendant de l'Agence fédérale de l'emploi.

Ifo : *Leibniz Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München*, l'Institut Leibniz de recherche économique de l'Université de Munich.

IPCH : l'indice des prix à la consommation harmonisé.

KTF : *Klima und Transformationsfonds*, le Fonds pour le climat et la transformation.

kWh : kilowatt-heure.

m : mois, mensuel·le.

m/m : taux de variation mensuel.

OIT : Organisation internationale du travail.

PEEP : *Pandemic Emergency Purchase Programme*, le Programme d'achat d'urgence face à la pandémie.

PIB : le produit intérieur brut.

PMI : *Purchasing Managers Index*, l'indice des directeurs d'achat produit par S&P Global.

pp : point·s de pourcentage.

t : trimestre, trimestriel·le.

t/t : taux de variation trimestriel.

WSF : *Wirtschaftsstabilisierungsfonds*, le Fonds de stabilisation économique.

Notes

Sauf indication contraire, l'indice des prix à la consommation et l'inflation se réfèrent à la définition harmonisée d'Eurostat, afin d'être comparables entre pays.

Sauf indication contraire, le chômage et le taux de chômage se réfèrent à la définition de l'OIT et non à la définition nationale, afin d'être comparable entre pays.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
24/01/2024	Chine – Le dragon de bois viendra-t-il à bout de la déflation ?	Asie
23/01/2024	Espagne – Scénario 2024-2025 : une activité encore soutenue	Zone euro
23/01/2024	France – Une inflation toujours élevée en 2023, des chiffres annuels à relativiser	France
19/01/2024	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
19/01/2024	Zone euro – Scénario 2024-2025 : atterrissage doux sur une croissance molle	Zone euro
18/01/2024	Le Critical Raw Materials Act : quand l'Europe des métaux forge son désir d'indépendance	Mines & métaux
17/01/2024	Italie – Scénario 2024-2025 : normalisation et turbulences	Italie
17/01/2024	Pologne – Une cohabitation très laborieuse	PECO
16/01/2024	France – Scénario 2024-2025 : l'économie redémarre grâce à la dissipation des chocs	France
16/01/2024	Royaume-Uni – Scénario 2024-2025 : une reprise fragile plus tard cette année	Royaume-Uni
15/01/2024	France – Nette hausse des défaillances d'entreprises en 2023, faut-il s'inquiéter ?	France

Alberto ALEDO

+33 1 57 72 83 86

alberto.aledo@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

Documentation : Elisabeth Serreau - **Statistiques :** Datalab ECO

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.