



Alberto ALEDO

ALLEMAGNE SCÉNARIO 2025-2026

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Janvier 2025

Achevé de rédiger le 17 janvier 2025

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

LES POINTS-CLÉS

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

- ▲ La situation économique et financière des agents privés non financiers est solide.
- ▲ La hausse des salaires, modeste par rapport à d'autres concurrents, permet une amélioration de la compétitivité.
- ▼ Le nouveau contexte de prix de l'énergie plus élevé.
- ▼ La contraction de la demande extérieure, notamment chinoise.

	2023	2024	2025	2026
PIB (a/a, %)	-0,1	-0,2	0,2	0,8
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	-0,3	0,0	0,5	1,0
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,0	0,1	0,5	-0,1
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,3	-0,7	0,0
Consommation des ménages (a/a, %)	-0,2	0,0	0,2	0,7
Investissement (a/a, %)	-0,7	-2,8	-0,3	1,6
Inflation (a/a, %)	6,0	2,5	2,1	2,0
Taux de chômage (%)	3,0	3,4	3,4	3,4
Solde budgétaire (% du PIB)	-2,6	-2,2	-2,0	-1,8

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

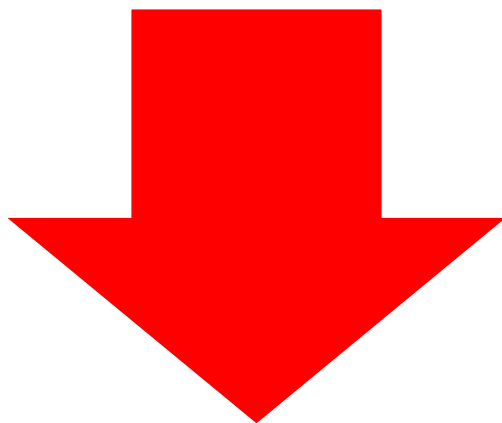
La révision à la baisse de nos prévisions sur l'économie allemande est conforme à l'estimation préliminaire d'une contraction du PIB de 0,2% en 2024. L'évolution de l'activité au cours des trois premiers trimestres de 2024 a été notamment soutenue par la consommation publique, malgré les ressources budgétaires limitées. En revanche, la consommation des ménages a lesté l'évolution de l'activité. L'arbitrage des ménages en faveur de l'épargne s'explique par la faible confiance des ménages dans un contexte de médiocre performance de l'économie et par les gains de pouvoir d'achat encore trop timides. La progression de l'investissement en autres produits ne suffirait pas à compenser l'effondrement de l'investissement en construction et la chute de l'investissement productif. La formation brute de capital fixe continuerait d'être pénalisée par le long délai de transmission des hausses passées des taux d'intérêt et par la dégradation du secteur industriel allemand. Les exportations nettes continueraient de se contracter, en raison de la diminution des exportations et de l'augmentation des importations. L'inflation continue de ralentir, bien qu'à un rythme plus lent, et s'est située à 2,5% en moyenne en 2024

L'activité économique en 2025 serait soutenue par la consommation publique et, dans une moindre mesure, par une légère progression de la consommation des ménages. Nous prévoyons une très légère reprise du PIB à 0,2% en 2025. Nous anticipons que l'activité accélérerait au second semestre 2025 et conduirait le PIB à 0,8% en 2026, légèrement en dessus au potentiel de l'économie, mais clairement en dessous de la croissance enregistrée la dernière décennie. Le processus désinflationniste se poursuivrait enregistrant une inflation de 2,1% en moyenne en 2025, pour se stabiliser à 2% en 2026.

La dégradation de la situation économique et financière des entreprises a été limitée, ce qui a permis de maintenir le taux de chômage à des niveaux très bas. Néanmoins, l'industrie manufacturière a été négativement affectée par le nouveau contexte de prix de l'énergie plus élevé. À la question énergétique s'ajoutent d'autres défis structurels liés à la pénurie de main-d'œuvre et à la transformation de la production, qui entraînent une incertitude quant aux perspectives économiques à moyen terme.

RISQUES

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT



Risques baissiers

Un arbitrage plus favorable vers l'épargne plutôt que la consommation, malgré le dynamisme du marché du travail et les gains de pouvoir d'achat, limite la consommation des ménages.

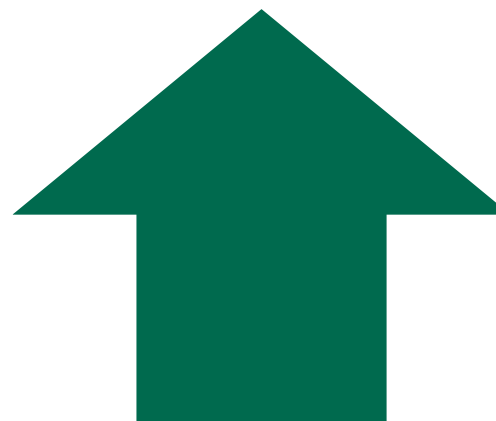
Une dégradation des exportations vers la Chine en raison des tensions commerciales avec les États-Unis et l'Union européenne.



Risques haussiers

Une plus forte croissance de l'investissement productif grâce au soutien des mesures contre la délocalisation.

Une amélioration des perspectives internationales augmente la demande adressée aux produits allemands.



LE SCÉNARIO EN BREF

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Une deuxième année consécutive de contraction

Le troisième trimestre 2024 laisse un acquis de croissance négatif de 0,2% au taux de croissance de 2024 en moyenne annuelle, sous l'effet du recul du PIB au deuxième trimestre. La révision à la baisse de nos prévisions est conforme à l'estimation préliminaire d'une baisse de 0,1% du PIB au quatrième trimestre et d'une baisse de 0,2% en 2024, ce qui ramènerait le PIB au niveau de 2019. L'Allemagne aurait ainsi connu un quinquennat marqué par la stagnation de l'activité économique.

La progression du PIB au cours des trois premiers trimestres de 2024 a été notamment soutenue par la consommation publique (+1,8% entre janvier et septembre), tandis que la consommation des ménages (-0,1%) a lesté l'activité économique. Le recul de la formation brute de capital fixe (-2%) s'explique par l'effondrement de l'investissement productif (-4,9%), notamment à cause du repli de la dépense en machines et équipements, mais également en biens de transport. D'autre part, la chute de l'investissement en construction (-2%) a été atténuée par un moindre recul de l'investissement en bâtiments et ouvrages de génie civil que de l'investissement en logements. En revanche, l'investissement en autres produits (+2,6%) a enregistré une progression. Les exportations nettes se sont contractées en raison de la diminution des exportations (-0,2%) et de l'augmentation des importations (+2,4%).

Faible reprise en vue

Nous prévoyons que l'activité économique en 2025 serait principalement soutenue par la consommation publique (+1,8%), malgré les ressources budgétaires limitées. Dans une moindre mesure, nous estimons une légère progression de la consommation des ménages (+0,2%), lestée par la faible confiance des ménages dans un contexte de médiocre performance de l'économie et par les gains de pouvoir d'achat encore trop timides. En revanche, la

formation brute de capital fixe continuerait de reculer (-0,3%) à cause du long délai de transmission des hausses passées des taux d'intérêt et de la dégradation du secteur industriel allemand. La progression de l'investissement en autres produits (+1,8%) ne suffirait pas à compenser l'effondrement de l'investissement en construction (-1,2%) et la chute de l'investissement productif (-0,5%). Les exportations nettes continueraient de se contracter en raison de la diminution des exportations (-0,7%) et de l'augmentation des importations (+1%). La diminution des importations chinoises de produits allemands due à l'introduction de barrières au libre-échange de marchandises et le ralentissement graduel de la croissance de l'économie chinoise, continueraient de peser sur la performance des exportations allemandes vers le pays asiatique. Nous prévoyons une très légère reprise du PIB à 0,2% en 2025. Nous anticipons que l'activité accélérerait au second semestre 2025 et conduirait le PIB à 0,8% en 2026, légèrement en dessus au potentiel de l'économie, mais clairement en dessous à la croissance enregistré la dernière décennie.

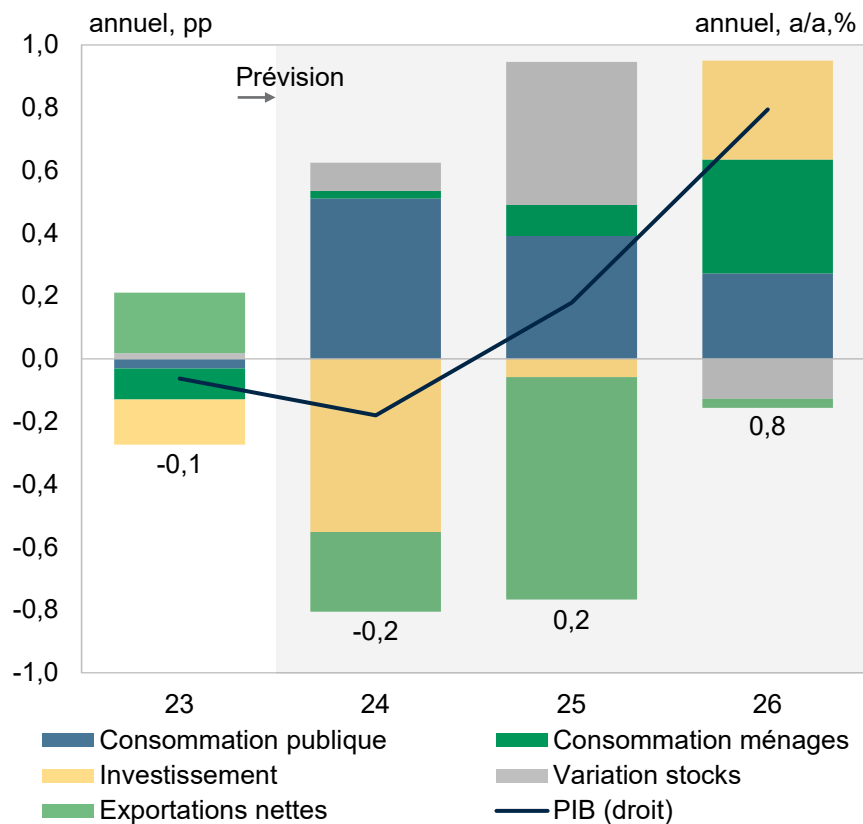
Les défis structurels limitent le potentiel de l'économie

L'économie allemande fait face à des défis structurels croissants qui ont conduit le pays à figurer parmi les moins performantes des économies développées. La soutenabilité du modèle industriel repose sur une compétitivité basée sur une énergie bon marché et une forte demande extérieure, notamment chinoise. Le durcissement des conditions financières, la hausse des prix de l'énergie, et la faiblesse de la demande extérieure, ont suffi à faire basculer le PIB en territoire négatif. Les besoins d'investissement et les coûts croissants liés au vieillissement de la population nécessitent de ressources budgétaires supplémentaires, tandis que la pénurie de main d'œuvre et la faible productivité limitent la croissance potentielle projetée.

LE SCÉNARIO EN BREF

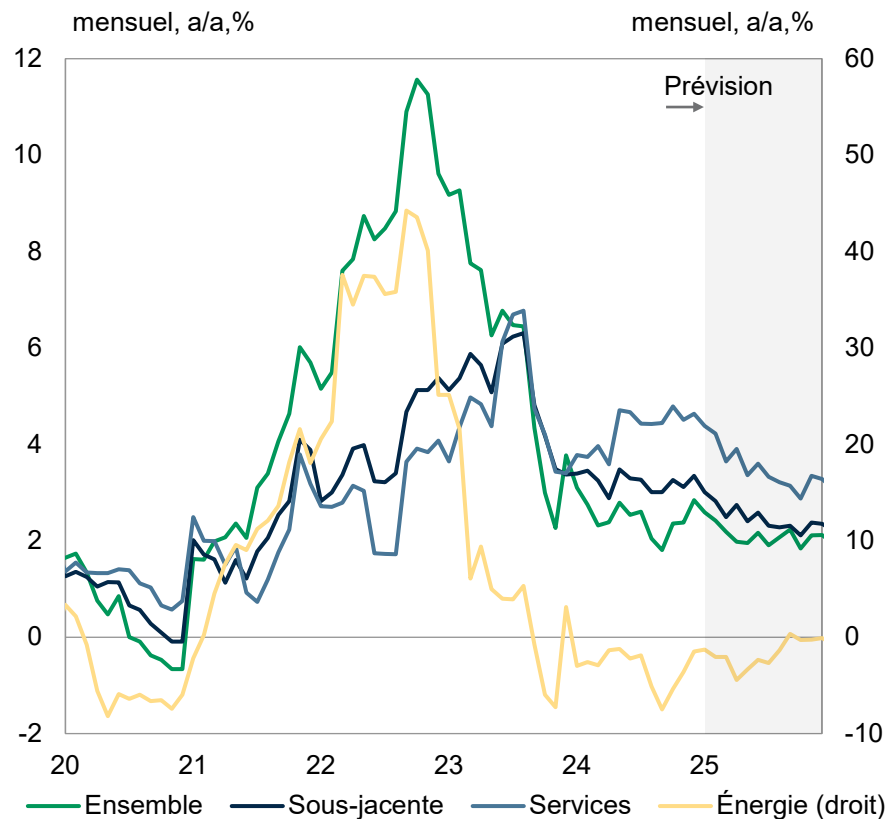
LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Contribution au PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Inflation des prix à la consommation



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

HYPOTHÈSES DE CADRAGE INTERNATIONAL

UN SCÉNARIO CONDITIONNEL, PLUS QUE JAMAIS

Notre scénario anticipe un ralentissement de l'activité économique américaine en 2025, toutefois moins marqué que dans notre scénario d'octobre 2024. Le ralentissement de la croissance du PIB des États-Unis affaiblirait la demande adressée aux partenaires commerciaux. L'arrêt du processus désinflationniste sur une inflation supérieure à la cible limitera la capacité d'assouplissement monétaire de la Fed à 50 points de base au premier trimestre 2025 jusqu'à 4%.

L'écart de production négatif dans la zone euro ne serait pas encore comblé, et l'écart de croissance avec l'économie américaine se creuserait. En effet, la politique monétaire de la BCE reste défavorable à la croissance. Une fois que l'objectif d'inflation aura

été atteint, la BCE modérerait la baisse du taux de dépôt de 25 points de base au premier trimestre 2025 jusqu'à 2,25%, légèrement sous le niveau estimé du taux neutre à 2,5%. Pendant ce temps, la banque centrale poursuivrait également la réduction de son bilan.

Le ralentissement graduel de la croissance économique en Chine continuerait d'avoir un poids significatif sur l'évolution des exportations allemandes. Les mesures visant à relancer la demande intérieure restent conditionnées par la faible confiance des consommateurs.

Veuillez consulter notre dernière publication du [Scénario monde](#) pour plus d'information.

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,3	3,0	2,8	2,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,9	2,7	1,9	2,2	2,8	2,5	4,4	3,2	1,6	3,0	3,1	2,2	1,9	1,4	1,2	1,8	2,5	2,5	2,4	2,4
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,4	0,7	1,0	1,2	0,5	0,1	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,2	4,8	4,2	3,9	1,8	0,7	1,5	1,3	1,5	0,5	0,9	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4,00	3,00	2,25	2,25	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	5,50	4,50	4,00	4,00	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,08	1,05	1,09	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,10	1,07	1,05	1,04	1,05	1,07	1,07	1,08	1,09	1,10
Brent (moyenne, USD/baril)	82,2	79,9	78,3	79,3	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	78,9	74,0	75,0	80,0	80,0	78,0	75,0	80,0	80,0	82,0

Sources : BEA, ECB, Eurostat, FED, IMF, Refinitiv, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Le déclin de l'industrie continue

La production industrielle a progressé de 1,3% sur mois en novembre, récupérant ainsi une partie du terrain perdu les derniers mois. Toutefois, en l'absence de données de décembre, la production industrielle aurait reculé de 1,4% sur les premiers onze mois de 2024. En revanche, les branches intensives en énergie ont enregistré une hausse de 1,5% en novembre et de 4,4% au cours des onze premiers mois de 2024.

En analysant en détail l'évolution des industries manufacturières, on peut identifier les industries qui se démarquent le plus. Parmi celles à plus forte croissance, se trouvent les producteurs de produits non-ferreux (+9,6% depuis janvier dernier) et de matériel de transport (+7,7%). Parmi celles à plus faible performance, on retrouve les producteurs de produits métalliques (-5,6%) et de produits électriques (-7,5%). Les carnets de commandes dans l'industrie manufacturière enregistrent aussi un recul (-1,5%), lestés par les commandes de produits métalliques en provenance de l'étranger et par les commandes domestiques de produits électriques.

Les secteurs industriels en expansion en octobre et en novembre 2024 représentent 5,5% de la valeur ajoutée brute allemande (tels que les produits électriques et les produits électroniques), tandis que ceux en contraction représentent 9,2% (tels que les véhicules et les machines), ce qui lesterait l'évolution du PIB du quatrième trimestre 2024.

Les enquêtes envoient des signaux négatifs

Les données de production des principales industries allemandes reflètent la faiblesse à la fois de la demande intérieure et de la demande extérieure. En ce sens, l'indicateur de demande adressée au secteur manufacturier de l'IFO montre une tendance baissière des perspectives de production manufacturière et des perspectives d'exportation de biens manufacturés.

L'indicateur de l'activité de l'IFO sur la situation actuelle des entreprises dans l'industrie manufacturière s'est établi en territoire négatif depuis dix-sept mois, et s'est détérioré de 7,7 points au quatrième trimestre.

Concernant les perspectives pour les six prochains mois, l'indicateur s'est établi en territoire négatif depuis trente-quatre mois, et s'est détérioré de 1,8 point au quatrième trimestre.

Dans la même direction, l'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière produit par S&P Global s'est établi en 42,8 points au quatrième trimestre (+0,8 point), mais demeure en territoire négatif (inférieure au niveau de 50 points) depuis trente mois, signalant encore une contraction de l'activité. En analysant en détail les sous-composantes, l'indice met l'accent sur le faible niveau des stocks de produits finis comme cause de la dégradation de la situation des entreprises de l'industrie manufacturière, tandis que la baisse des coûts des intrants contribuerait à l'amélioration du climat des affaires.

Les signaux négatifs envoyés par les enquêtes anticipent que l'activité du secteur industriel allemand aurait été faible au quatrième trimestre 2024 et ne s'améliorerait pas au début de 2025.

La faible consommation frein l'activité dans le commerce

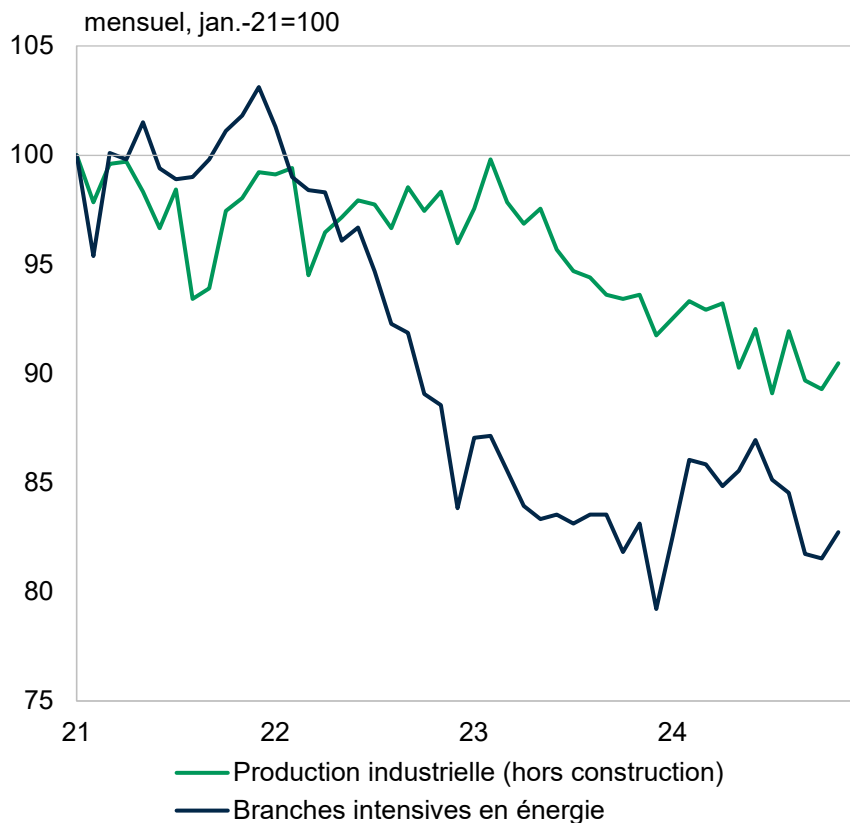
Les ventes au détail (hors véhicules et carburant automobile) enregistrées en novembre sont 8,4 points en dessous à leur tendance enregistrée entre 2010 et 2019. L'évolution des ventes au détail est en ligne avec celle de la confiance des ménages. En ce sens, l'indice de confiance des ménages élaboré par GfK de décembre se situe en territoire négatif depuis trente-huit mois. Seuls les sous-indicateurs sur les perspectives de revenus et la volonté d'épargner sont en territoire positif. L'enquête auprès des consommateurs n'anticiperait pas une reprise des ventes au détail, mais un arbitrage en faveur de l'épargne en réponse au faible niveau de confiance des ménages.

L'indicateur de l'activité de l'IFO sur la situation actuelle des entreprises du secteur du commerce s'est établi en territoire négatif depuis vingt mois, et s'est détérioré de 0,2 point au troisième trimestre. Concernant les perspectives pour les six prochains mois, l'indicateur s'est établi en territoire négatif depuis quarante et un mois, mais s'est amélioré de 0,1 point au troisième trimestre.

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

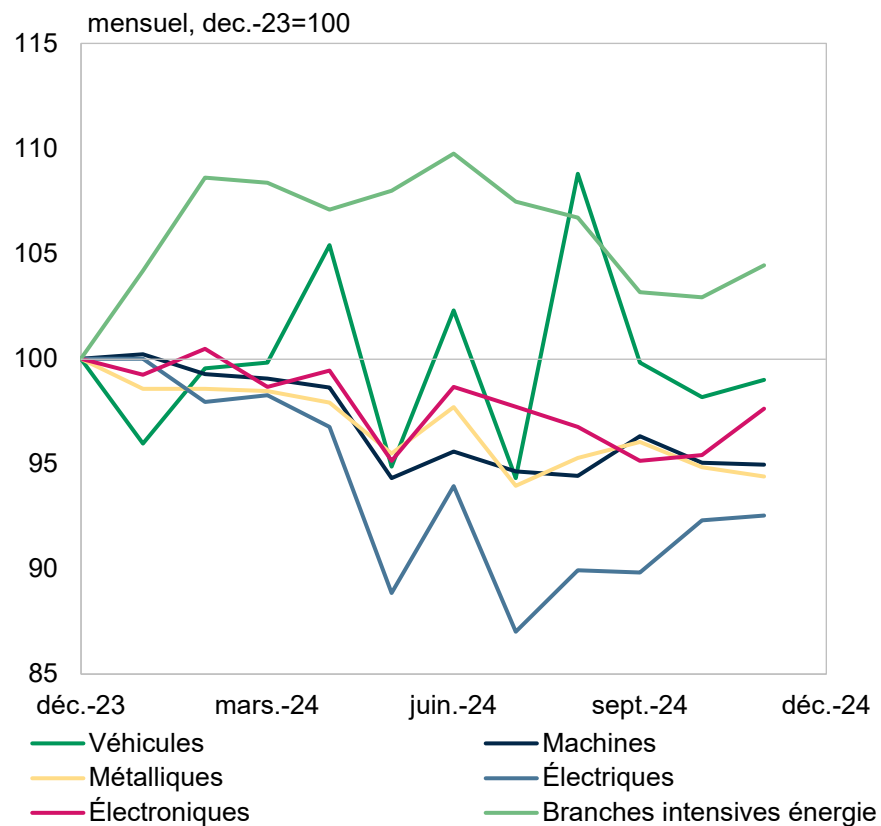
LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Production industrielle



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

Production industrielle

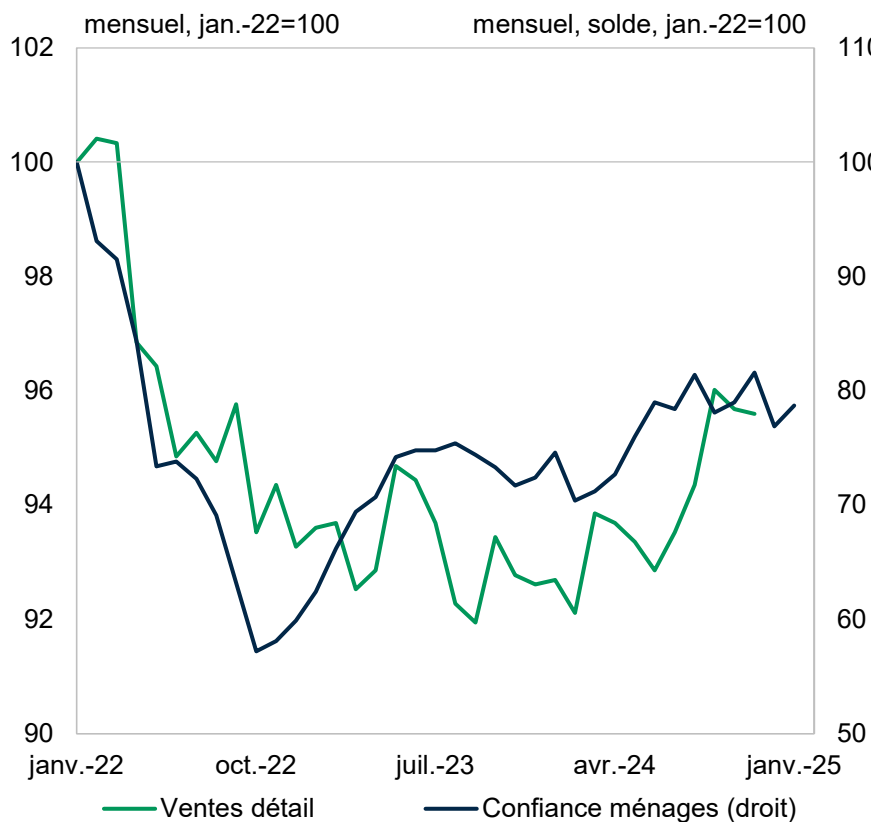


Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

DERNIÈRES ÉVOLUTIONS CONJONCTURELLES

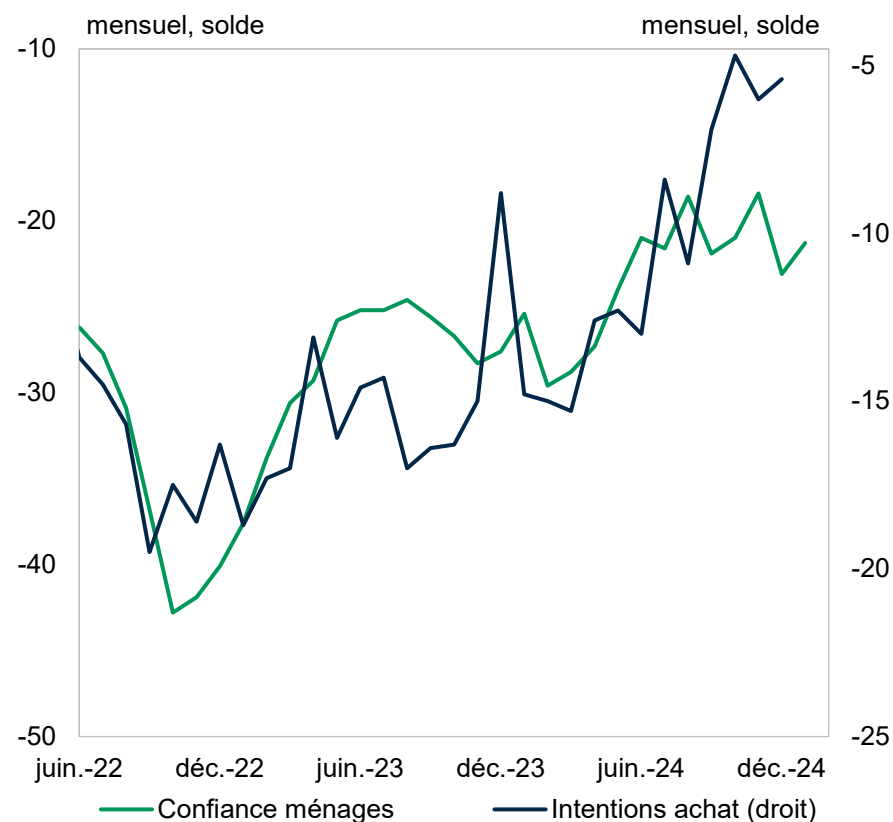
LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Ventes au détail



Sources : Destatis, GFK, Crédit Agricole SA / ECO

Confiance des ménages



Sources : GFK, Crédit Agricole SA / ECO

LA FAIBLE PERFORMANCE DE L'ÉCONOMIE ET LES GAINS DE POUVOIR D'ACHAT ENCORE TROP TIMIDES PÈSENT SUR LA CONFIANCE DES MÉNAGES

L'inflation continue de ralentir bien qu'à un rythme plus lent

L'inflation a atteint 2,5% en moyenne en 2024, soit 3,6 points de moins qu'en 2023, se rapprochant ainsi de la moyenne de 1,5% enregistrée entre 2000 et 2019, et s'éloignant du pic de 11,6% d'octobre 2022. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente (qui permet d'analyser l'évolution de fond des prix hors composantes volatiles) s'affiche à 3,3%, soit 3,6 points de moins qu'en 2023.

Même si l'inflation a chuté, la hausse cumulée des prix à la consommation demeure. Ainsi, l'inflation cumulée depuis janvier 2021 s'élève à 21,1%, ce qui a considérablement détérioré le pouvoir d'achat des ménages car la hausse du revenu disponible a été inférieure à la hausse des prix à la consommation.

Les prix des services font preuve de rigidité, malgré un certain ralentissement, en raison de la dynamique soutenue des salaires nominaux. En revanche, la modération de l'inflation serait due principalement à la baisse des prix de l'énergie.

Le processus désinflationniste continuerait en 2025, mais la baisse de l'inflation que nous prévoyons sera nettement plus faible, avec un taux annuel moyen à 2,1%, soit 0,1 point de plus que l'objectif de la BCE, mais 0,6 point de plus que la moyenne enregistrée entre 2000 et 2019 (une décennie caractérisée par des pressions déflationnistes ayant écarté l'inflation de la cible et ayant nécessité le déploiement d'une politique monétaire expansionniste). L'inflation se stabiliserait à 2% en 2026.

Les salaires gagnent en pouvoir d'achat

Les salaires réels sont inférieurs de 9,2 points de pourcentage à la tendance enregistrée entre 2010 et 2019 au troisième trimestre

2024, tandis que les salaires réels conventionnels sont inférieurs de 13,9 points de pourcentage. En effet, l'évolution des salaires conventionnels se montre faible au regard de la hausse des salaires dans l'ensemble. Cette différence appelée dérive salariale devrait se réduire en 2025, voire devenir légèrement négative.

Par ailleurs, une partie importante des résultats des négociations des salaires soumis aux conventions collectives s'est soldée par l'octroi de primes de compensation, qui entraînent des coûts inférieurs, car temporaires, comparativement à une hausse salariale. Cependant, les primes de compensation ont été limitées à 3 000 euros par salarié, ce qui générera un effet de base négatif en 2025 qui ralentira la croissance annuelle des salaires réels.

La croissance des salaires réels a été également freinée par la faible croissance de la productivité réelle du travail, qui depuis 2023 est inférieure à la tendance enregistrée entre 2000 et 2019.

La croissance du revenu disponible a accéléré (+4,1% annuel) au troisième trimestre notamment à cause de l'augmentation de l'excédent d'exploitation et des revenus de la propriété, qui ont compensé la hausse des cotisations des employeurs. En revanche, la croissance de la rémunération continuée de ralentir (+4,8% annuel).

L'enquête sur les perspectives de revenus élaboré par GFK signale un recul au cours du second semestre 2024, après l'amélioration observée pendant le premier semestre 2024. Nous prévoyons une progression des salaires nominaux par salarié de 5,1% en 2024 (en se ralentissement par rapport au 6,4% de 2023), et ils continueront de modérer leur progression à 2,5% en 2025 et à 2,6% en 2026.

LA FAIBLE PERFORMANCE DE L'ÉCONOMIE ET LES GAINS DE POUVOIR D'ACHAT ENCORE TROP TIMIDES PÈSENT SUR LA CONFIANCE DES MÉNAGES

Le marché du travail reste dynamique, malgré la récession

Compte tenu des pénuries persistantes de main-d'œuvre qualifiée dans de nombreux secteurs, les entreprises retiennent la main-d'œuvre face au ralentissement de l'activité. Les réglementations généreuses en matière de chômage partiel ont soutenu ces décisions. Les accords entre les entreprises et les syndicats visant à garantir l'emploi dans les usines stratégiques ont également permis d'éviter des pertes d'emplois.

Le nombre de personnes employées a augmenté en octobre et novembre 2024, après avoir diminué au troisième trimestre 2024, même si les pertes d'emplois dans le l'industrie manufacturier se sont accélérées. La population active a légèrement augmenté en octobre et novembre 2024, après quatre mois de contraction. Le taux de chômage s'est situé à 3,4% en novembre pour le quatrième mois consécutif. Par ailleurs, le nombre d'offres d'emploi enregistré par la BFA a rebondi en décembre 2024 et le nombre de demandeurs d'emploi baisse pour le quatrième mois consécutif.

L'évolution récente de l'emploi ne semble pas conduire un changement de tendance, car les indicateurs de perspectives d'embauche pour les prochains mois indiquent une nouvelle dégradation. En ce sens, l'indicateur publié par l'IFO et l'indicateur estimé par l'IAB se sont détériorés en décembre. Les différents indices montrent que l'industrie manufacturière (lestée par la dégradation de la situation du secteur industriel allemand) et le commerce (lestée par la faiblesse des ventes au détail) seraient les secteurs qui déclarent les plus faibles perspectives d'embauche, tandis que la situation serait plus modérée dans le secteur de la construction et dans les services.

Compte tenu du contexte analysé, nous estimons que la création d'emplois resterait stagnante. La faiblesse de la situation économique (qui découragerait l'entrée sur le marché du travail) et

l'évolution démographique (caractérisée par le vieillissement de la population) ralentiraient également la croissance de la population active. Nous prévoyons donc que le taux de chômage resterait stable autour du 3,4%.

Situation économique et financière solide des ménages

Le taux d'endettement des ménages a baissé à 50,2% du PIB au troisième trimestre 2024, poursuivant ainsi le processus de désendettement débuté en 2021. La hausse des coûts de financement a contribué à la baisse du taux d'endettement des ménages, comme montre la contraction des prêts hypothécaires (particulièrement sensibles aux taux d'intérêt).

Le taux d'épargne des ménages a augmenté à 20,5% au troisième trimestre 2024, soit 2,1 points au-dessus de la tendance enregistrée entre 2010 et 2019, poursuivant ainsi l'accélération en cours depuis 2022. L'arbitrage des ménages continue de se faire en faveur de l'épargne, ce qui a conduit à une augmentation des actifs financiers avec une diminution des instruments plus liquides (dépôts en espèces ou dépôts à vue).

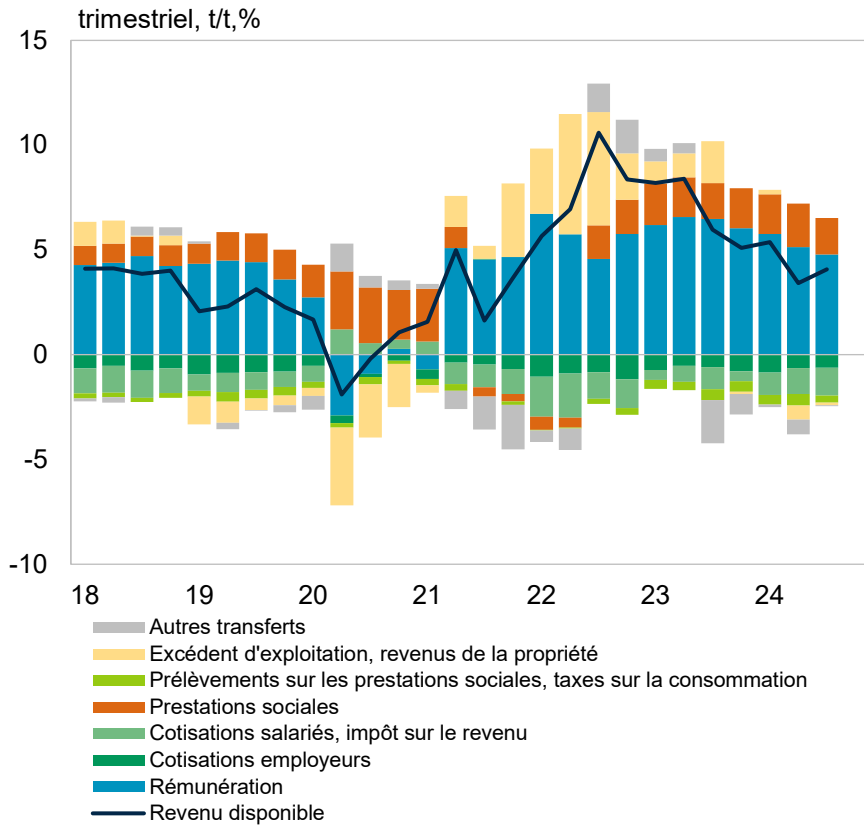
Nous estimons que les ménages continueront à arbitrer en faveur de l'épargne sur la base de la faible confiance des ménages et du long délai de transmission des réductions des taux d'intérêt. Nous prévoyons donc que le taux d'épargne des ménages s'établira à 20% en 2024 et à 20,3% en 2025.

Finalement, compte tenu du contexte analysé, nous estimons que l'aversion à la dépense et les gains de pouvoir d'achat encore trop timides l'esteraient la consommation des ménages. **Nous prévoyons donc une stagnation de la consommation des ménages en 2024, suivie d'une très légère reprise de 0,2% en 2025 et de 0,7% en 2026.**

MÉNAGES

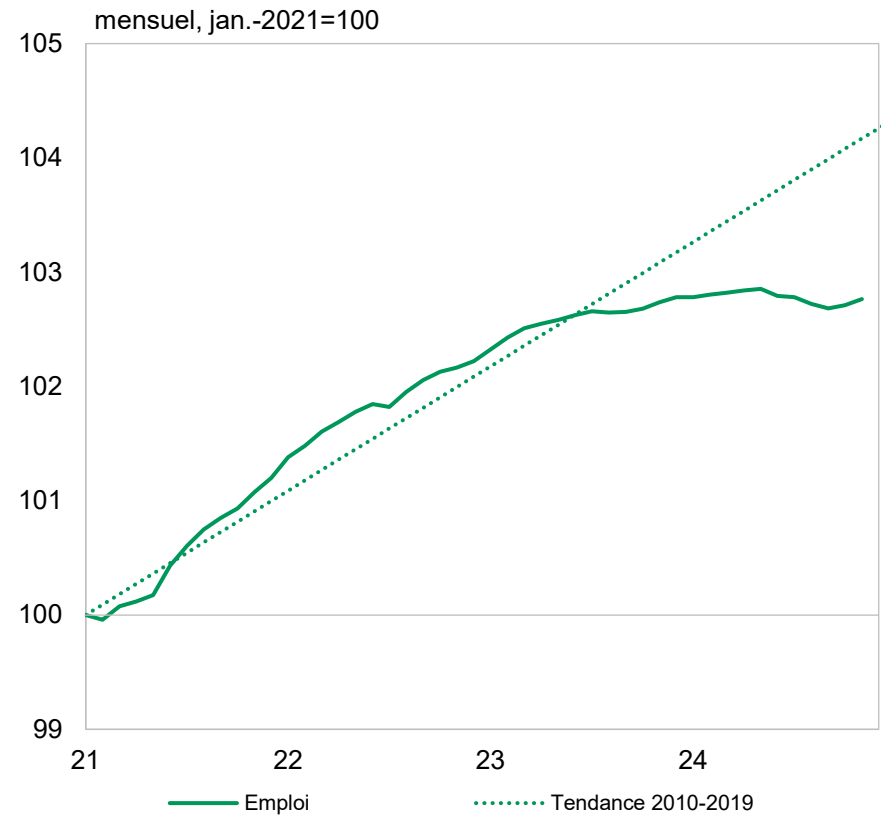
LA FAIBLE PERFORMANCE DE L'ÉCONOMIE ET LES GAINS DE POUVOIR D'ACHAT ENCORE TROP TIMIDES PÈSENT SUR LA CONFIANCE DES MÉNAGES

Contribution au revenu disponible



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

Emploi



Sources : BFA, Crédit Agricole SA / ECO

LA HAUSSE DES COÛTS DE PRODUCTION ET LA BAISSÉ DE LA DEMANDE CONTINUENT DE DÉGRADER LE SECTEUR INDUSTRIEL

La réduction des taux d'intérêt ne suffirait pas à encourager l'investissement

Le taux de marge des sociétés non financières a diminué à 36,2% au troisième trimestre 2024, mais la tendance à la baisse observée depuis 2023 pourrait commencer à s'inverser. En effet, la modération de la progression des salaires se poursuivrait, et le cycle de productivité se redresserait.

Le taux d'investissement a augmenté au T3 2024 à 19,8%, mais reste globalement stable depuis 2023, malgré la baisse de la profitabilité. La détérioration de la situation économique pourrait limiter la reprise du taux d'investissement, malgré la réduction en cours des taux d'intérêt. Le passage d'un environnement de conditions financières restrictives à un environnement facilitant le crédit prendra du temps, en raison du délai nécessaire pour que la réduction du taux d'intérêt de référence se répercute pleinement sur les conditions d'octroi. Cette situation, au plus tôt, n'arriverait pas avant le second semestre 2025.

Hausse des défaillances

Le nombre de défaillances d'entreprises a augmenté depuis le creux enregistré en 2021, en raison de la fin des mesures de soutien liées à la pandémie, de la suspension de l'enregistrement des faillites d'entreprises pendant la pandémie, de la hausse des prix de l'énergie et de la hausse des coûts de main-d'œuvre, dans un contexte de faiblesse économique. La hausse des coûts de financement due au resserrement de la politique monétaire a également pesé sur les investissements, en particulier en construction et d'autres secteurs sensibles aux taux d'intérêt. Le nombre de nouvelles entreprises enregistrées a augmenté dans le même temps, ce qui explique également l'augmentation de défaillances.

Cependant, le nombre de défaillances d'entreprises se situe à des niveaux historiquement bas, 5 520 au troisième trimestre 2024, un nombre similaire à celui enregistré du troisième trimestre 2016 et bien inférieur au pic de 10 206 défaillances du deuxième trimestre 2003. Le secteur manufacturier a enregistré le plus grand nombre de défaillances, en particulier l'installation et l'entretien de matériels, de machines et de produits métalliques. Le commerce et les services professionnels et administratifs ont également enregistré le plus grand nombre de défaillances. Dans son dernier rapport annuel sur la stabilité financière, la Bundesbank estime que les défaillances seront à la hausse en 2025, compte tenu des défis structurels et de la faiblesse de l'économie allemande.

LA HAUSSE DES COÛTS DE PRODUCTION ET LA BAISSÉ DE LA DEMANDE CONTINUENT DE DÉGRADER LE SECTEUR INDUSTRIEL

Le risque de délocalisation industrielle est bien réel

L'industrie allemande est en récession depuis le pic de production de 2017. La production industrielle s'est établie 29 points en dessous de la tendance enregistrée entre 1990 et 2019 en novembre 2024. Parmi les secteurs les plus importants de l'industrie manufacturière, les véhicules, les machines, les branches intensives en énergie, et les produits métalliques, ont enregistré la plus forte contraction. Les nouvelles commandes ont diminué principalement en raison de la demande domestique, suivie par la demande hors zone euro.

Le remplacement du gaz russe par des importations de gaz naturel liquéfié a entraîné une augmentation structurelle des coûts de l'énergie dans l'industrie. Cela place au secteur dans une situation de perte de compétitivité, notamment dans les branches intensives en énergie. Selon la DIHK, les entreprises des industries manufacturières et de la construction seront également confrontées à des difficultés liées à l'environnement réglementaire, la faiblesse de la demande intérieure, la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, et les coûts de main-d'œuvre élevés. En conséquence, jusqu'à 43% des grandes entreprises du secteur industriel allemand envisagent ou sont dans le processus de délocalisation de leur production.

Compte tenu du contexte analysé, nous prévoyons donc une dégradation de l'investissement productif de 5,5% en 2024, suivie d'une notable modération de la chute de 0,5% en 2025, et d'une très légère reprise de 2% en 2026.

Le nombre de logements construits toujours insuffisant

Les pertes de revenus subies par les ménages, la hausse passée des taux d'intérêt, et la contraction des prêts hypothécaires, ont fait baisser les prix de l'immobilier résidentiel et ont freiné les nouvelles constructions. Les prix des logements ont chuté de 0,7% sur un an au troisième trimestre 2024 et de 11,6% par rapport au pic enregistré en 2022. Les prix de l'immobilier sont encore surévalués de 20% selon la CE, et entre 25% et 40% dans les zones urbaines selon la Bundesbank. Par ailleurs, malgré la faible demande, l'offre est inférieure de 39% au nombre de nouveaux logements nécessaires selon le gouvernement.

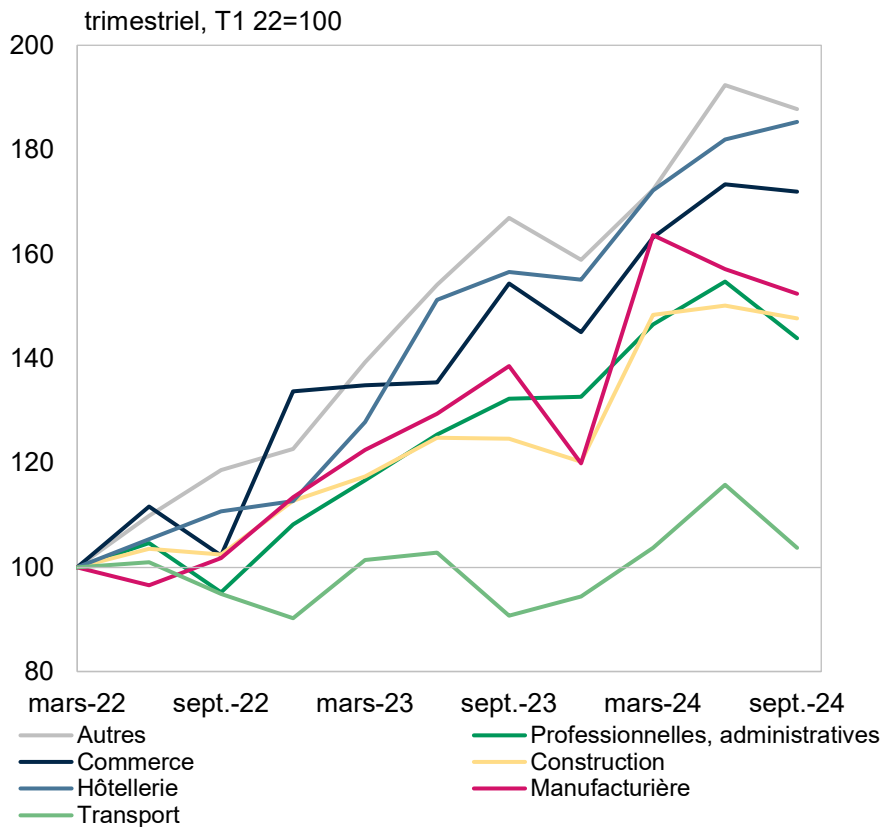
L'activité dans la construction a été soutenue par l'investissement en bâtiments et ouvrages de génie civil. Alors que la construction de logements a suivi une trajectoire descendante, la construction de bâtiments et ouvrages de génie civil est restée stable depuis le second semestre 2022. Nous estimons que ces évolutions différenciées se poursuivraient.

Nous prévoyons donc un nouvel recul de l'investissement en construction de 3,7% en 2024, suivie d'une modération de la chute de 1,2% en 2025, et d'une très légère reprise de 1,2% en 2026.

ENTREPRISES

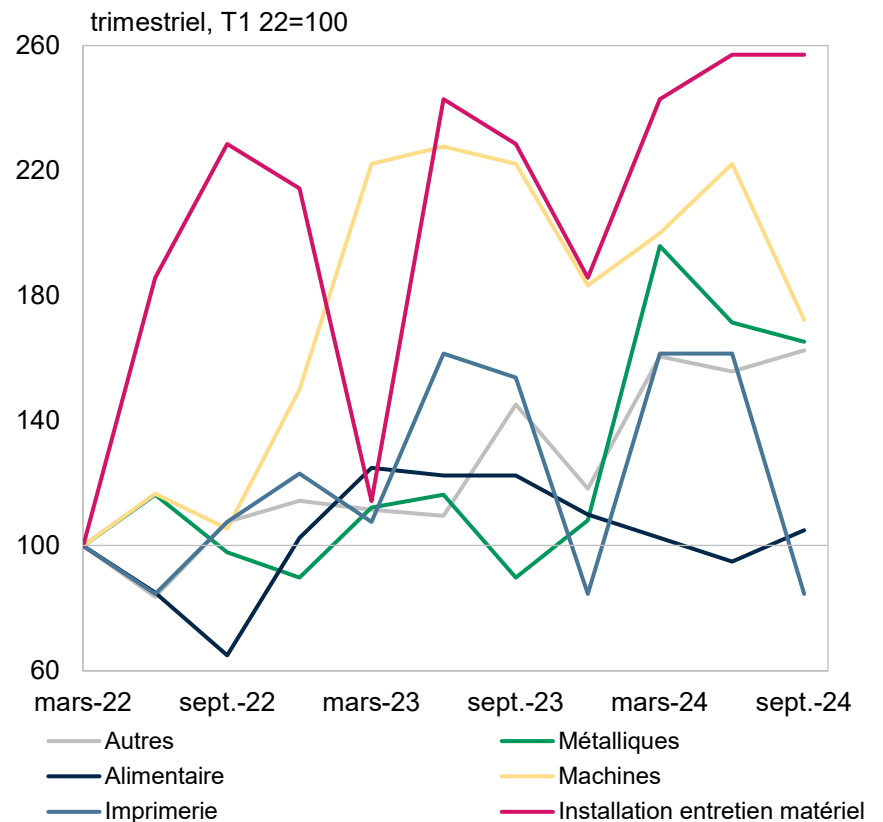
LA HAUSSE DES COÛTS DE PRODUCTION ET LA BAISSÉ DE LA DEMANDE CONTINUENT DE DÉGRADER LE SECTEUR INDUSTRIEL

Défaillances par secteur



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

Défaillances par industrie manufacturière



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

L'INTRODUCTION DE NOUVELLES BARRIÈRES AU LIBRE-ÉCHANGE DE MARCHANDISES RÉDUIRAIT LES EXPORTATIONS

Réorientation des exportations

Les exportations ont graduellement diminué après la reprise observée au premier trimestre 2024. Parmi les principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne, les exportations se démarquent à la baisse de 6,4% vers la Chine pendant les trois premiers trimestres de 2024, et à la hausse de 3,6% vers la Pologne.

La Chine (quatrième destination des exportations allemandes, soit une part de 6,2% du total) a été un soutien notable des exportations allemandes au cours de la dernière décennie. En revanche, la reconfiguration des chaînes de valeur et le ralentissement graduel de la croissance de l'économie chinoise pèsent sur la performance des exportations allemandes depuis 2021.

Toutefois, la demande de biens allemands a augmenté sur d'autres marchés. Parmi les principaux partenaires commerciaux de l'Allemagne, tel est le cas des États-Unis (première à 10,1%), des Pays-Bas (troisième à 7%) et de la Pologne (cinquième à 5,7%), dont les importations de produits allemands ont atténué la tendance baissière de la demande chinoise.

La dégradation du secteur industriel allemand répond à une baisse de la demande de produits allemands. L'introduction de nouvelles barrières au libre-échange de marchandises, notamment en ce qui concerne la Chine et les États-Unis, pourrait aggraver la situation du secteur industriel allemand. Le risque croissant de délocalisation industrielle met en péril le modèle économique allemand, fortement dépendant des exportations.

Compte tenu du contexte analysé, **nous prévoyons donc une diminution des exportations de 0,7% en 2024 et de 0,7% en**

2025, suivie d'une très légère reprise de 1,8% en 2026. L'évolution des exportations allemandes serait plus faible que celle des exportations mondiales. Les exportateurs allemands continuent donc de perdre des parts de marché et les exportations contribuent moins à la croissance économique allemande.

Par ailleurs, nous prévoyons une nouvelle diminution des importations de 0,2% en 2024, suivie d'une très légère reprise de 1% en 2025 et de 2% en 2026. En effet, la faiblesse de la demande intérieure lesterait les importations.

Légère reprise de la compétitivité

L'excédent de la balance courante s'est redressé à 6,2% du PIB en 2023, après le déclin provoqué par la hausse des prix de l'énergie, la faiblesse de la demande extérieure et l'augmentation des importations d'équipements et de biens intermédiaires. Par ailleurs, l'excédent de la balance commerciale s'est également redressé à 4% du PIB en 2023. L'excédent élevé de la balance courante constate la compétitivité des exportations allemandes et soutien la position extérieure nette positive.

La réponse au récent choc inflationniste aurait amélioré la compétitivité internationale des biens produits en Allemagne. En effet, la hausse des salaires aurait non seulement été insuffisante pour rattraper la tendance enregistrée entre 2010 et 2019, mais a progressé moins que la productivité, induisant une baisse des coûts salariaux unitaires. En d'autres termes, la modeste hausse des salaires en Allemagne aurait été relativement inférieure à celle observée chez d'autres partenaires commerciaux, ce qui anticiperait une amélioration du solde extérieure.

L'INTRODUCTION DE NOUVELLES BARRIÈRES AU LIBRE-ÉCHANGE DE MARCHANDISES RÉDUIRAIT LES EXPORTATIONS

La concurrence de la Chine

L'économie chinoise a déployé une politique économique d'industrialisation forcée de substitution des importations, une stratégie qui préconise le remplacement des importations par la production nationale. La stratégie nationale MIC25 est au cœur de ce changement. Le plan vise à développer les futures industries manufacturières clés en Chine. Plus précisément, le plan vise à améliorer les capacités de production des industries chinoises, en passant d'une production à forte intensité de main-d'œuvre à une puissance à forte intensité technologique, en augmentant la valeur ajoutée et en réduisant considérablement la dépendance à l'égard des composants et des matériaux étrangers utilisés dans la production. Le plan comprend un ensemble de mesures, telles que des subventions, la facilitation des investissements et des acquisitions étrangères, les accords de transfert forcé de la

production, et le financement de la recherche et du développement, le gouvernement jouant un rôle direct dans la mise en œuvre de la stratégie.

Le plan a renforcé l'ambition de la Chine de devenir un acteur majeur dans des domaines dominés par les entreprises allemandes. Les mesures ont suscité le débat sur les distorsions du marché créées par le soutien de l'État chinois. Le gouvernement allemand a encouragé les entreprises à réduire leur dépendance à l'égard de la Chine, notamment en diversifiant les chaînes d'approvisionnement et en réduisant l'exposition aux marchés chinois, tout en reconnaissant qu'un découplage complet n'est pas possible, compte tenu de l'étroite dépendance entre les deux partenaires. La Chine n'est plus considérée comme un simple marché, mais comme un concurrent stratégique.

COMMERCE EXTÉRIEUR

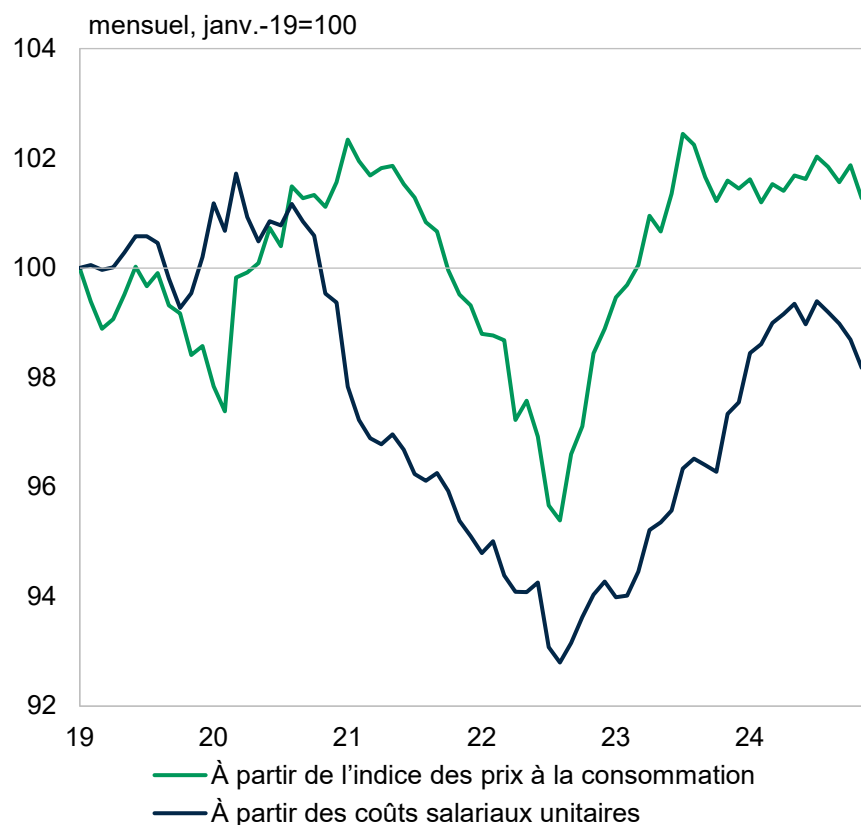
L'INTRODUCTION DE NOUVELLES BARRIÈRES AU LIBRE-ÉCHANGE DE MARCHANDISES RÉDUIRAIT LES EXPORTATIONS

Exportations



Sources : Bundesbank, Crédit Agricole SA / ECO

Taux de change effectif réel



Sources : FMI, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

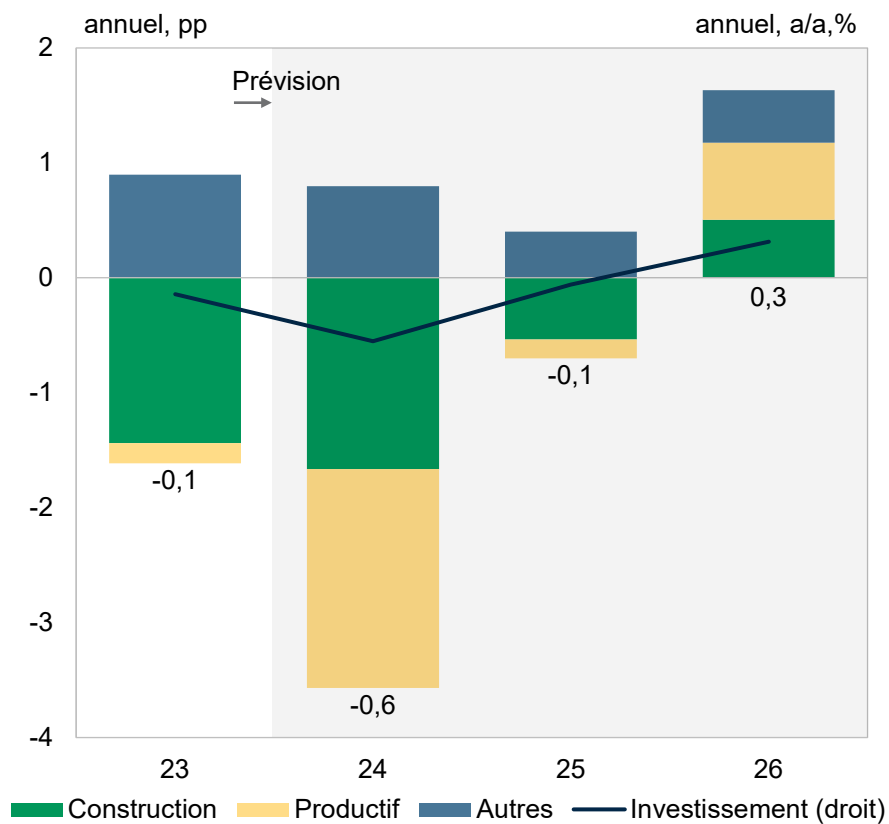
	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (a/a, t/t, %)	-0,1	-0,2	0,2	0,8	0,1	-0,2	0,2	-0,4	0,2	-0,3	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	-0,3	0,0	0,4	1,0	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,0	-0,3	0,2	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	-0,2	0,0	0,2	0,7	-0,4	0,8	0,0	0,0	0,1	-0,5	0,3	0,1	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Consommation publique (a/a, t/t, %)	-0,1	2,4	1,8	1,2	0,2	-0,2	1,2	0,7	-0,3	1,6	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Investissement (a/a, t/t, %)	-0,7	-2,8	-0,3	1,6	0,6	-0,2	-0,3	-1,4	0,2	-2,1	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	0,0	0,1	0,5	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,7	0,0	0,4	0,8	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2	0,1	0,1	0,1
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,2	-0,3	-0,7	0,0	0,5	-0,4	0,2	0,4	0,2	-0,4	-0,9	-0,3	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Exportations (a/a, t/t, %)	0,2	-0,7	-0,6	1,8	0,2	-0,4	-0,7	-0,9	1,4	0,2	-1,9	-1,0	0,7	0,2	0,2	0,2	1,1	0,4	0,2	0,1
Importations (a/a, t/t, %)	-0,3	-0,2	1,0	2,0	-1,0	0,5	-1,4	-2,0	1,0	1,2	0,2	-0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Inflation (a/a, %)	6,0	2,5	2,1	2,0	8,7	6,9	5,7	3,0	2,7	2,6	2,2	2,5	2,4	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflation sous-jacente (a/a, %)	5,1	3,2	2,5	2,2	5,5	5,6	5,8	3,7	3,4	3,2	3,1	3,2	2,8	2,6	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	2,1
Taux de chômage (%)	3,0	3,4	3,4	3,4	3,0	2,9	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Solde courant (% du PIB)	5,9	6,7	6,4	6,0	5,4	5,6	6,6	6,2	6,3	7,2	6,6	6,6	6,4	6,4	6,4	6,4	6,0	6,0	6,0	6,0
Solde budgétaire (% du PIB)	-2,6	-2,2	-2,0	-1,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	62,9	63,4	64,3	64,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

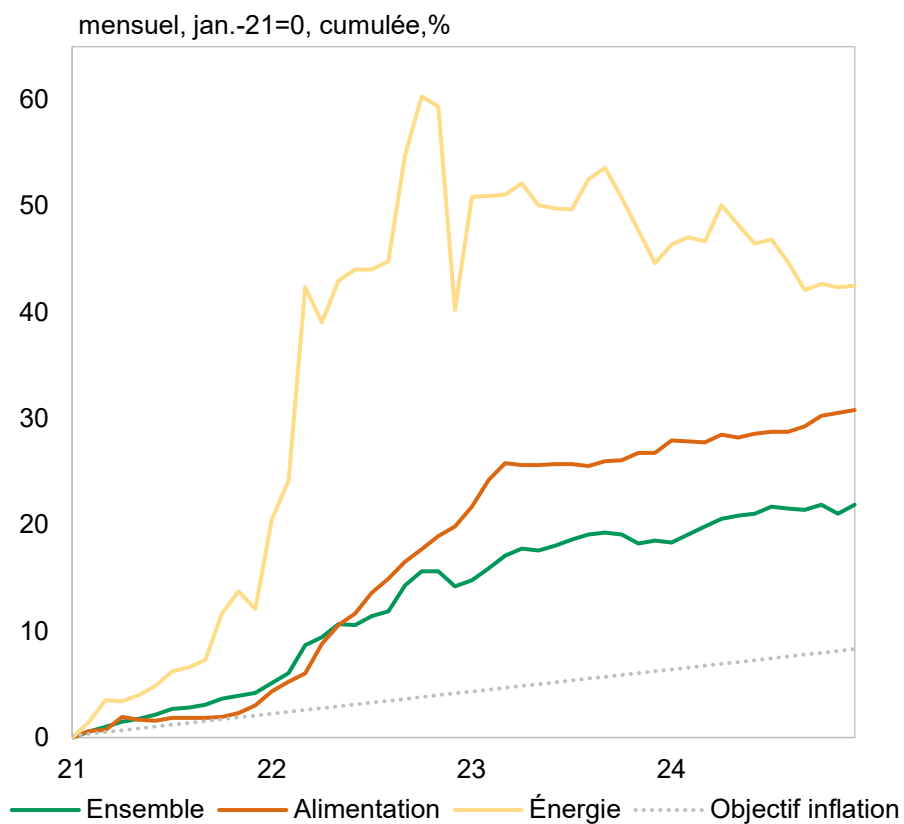
LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Contribution au PIB



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

Inflation des prix à la consommation

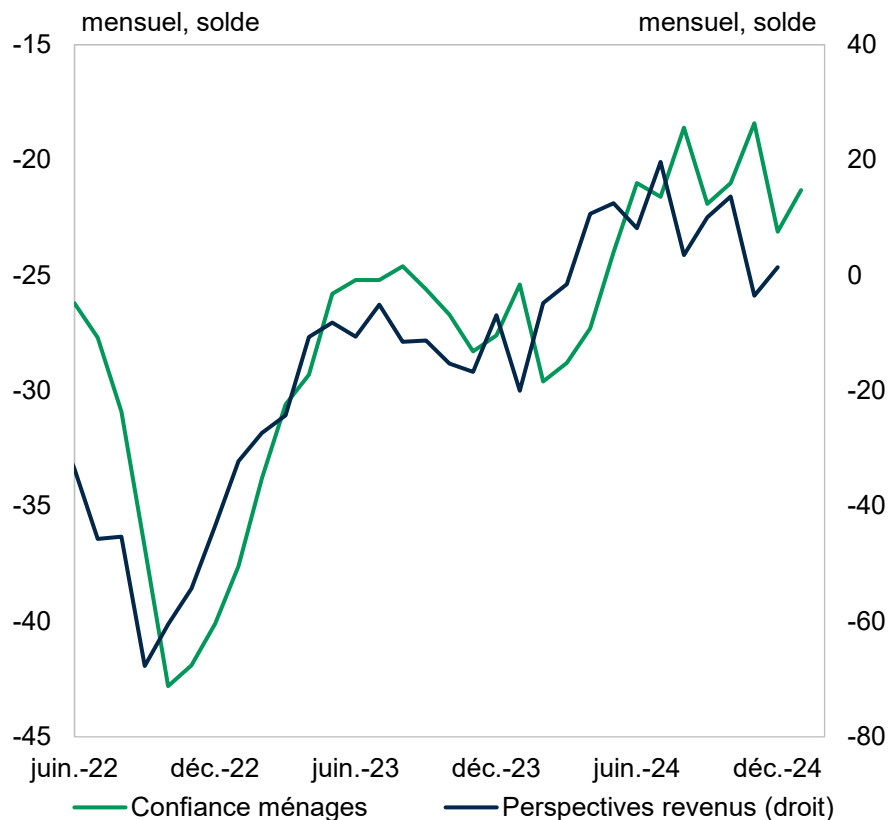


Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Confiance des ménages



Sources : GFK, Crédit Agricole SA / ECO

Ventes au détail



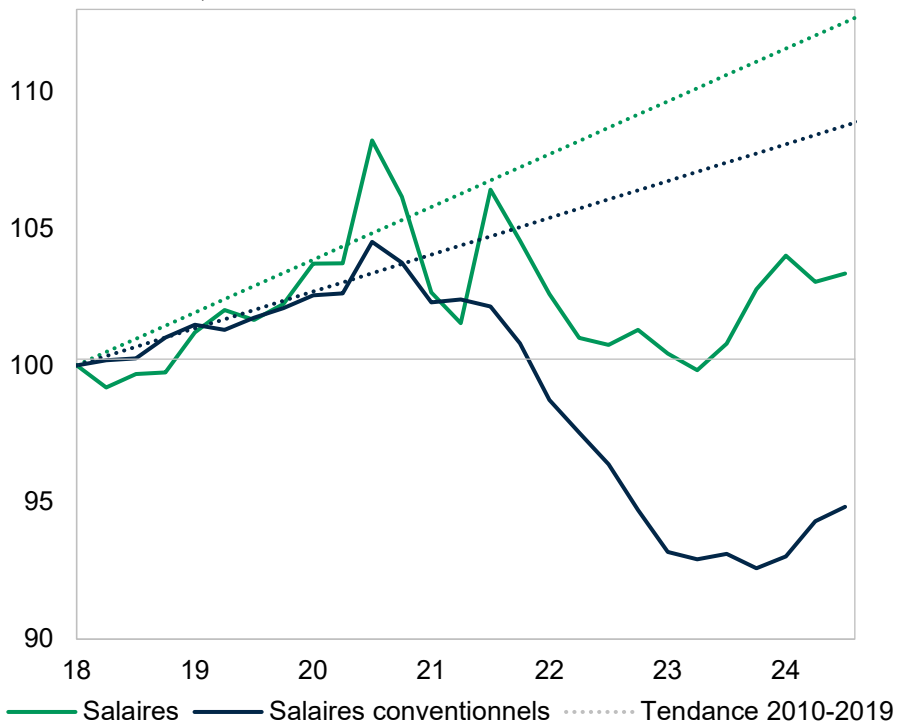
Sources : Destatis, GFK, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Salaires réels

trimestriel, T1 2018=100

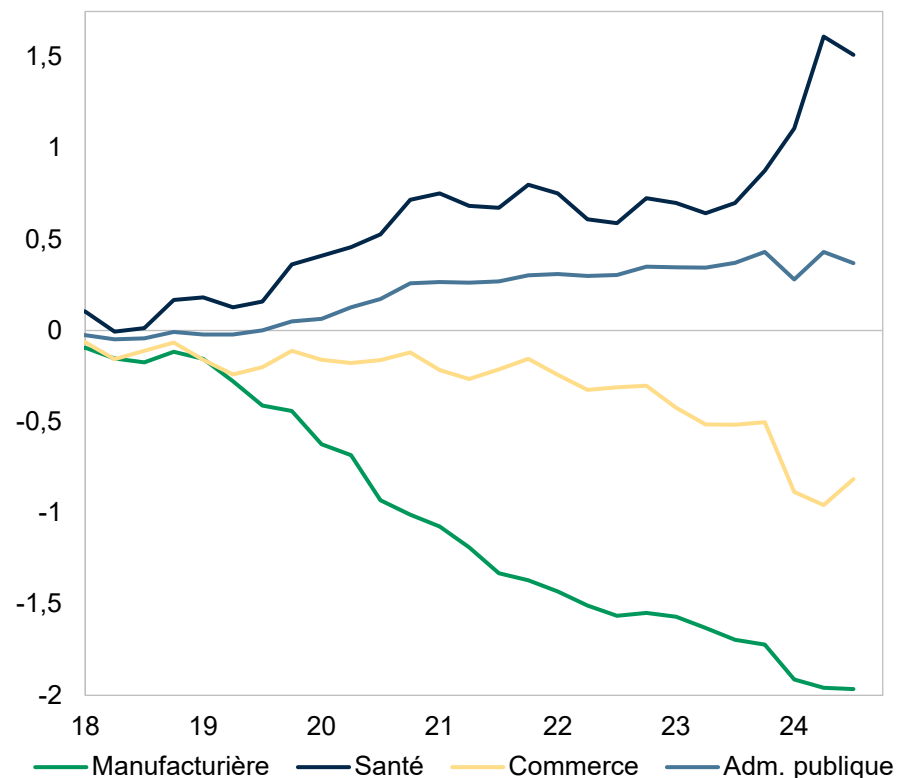


Notes : (1) salaires horaires bruts harmonisés ; (2) salaires horaires bruts conventionnels hors primes de compensation.

Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

Emploi par secteur

part emploi p/r moy. 2015-2019, trimestriel, pp



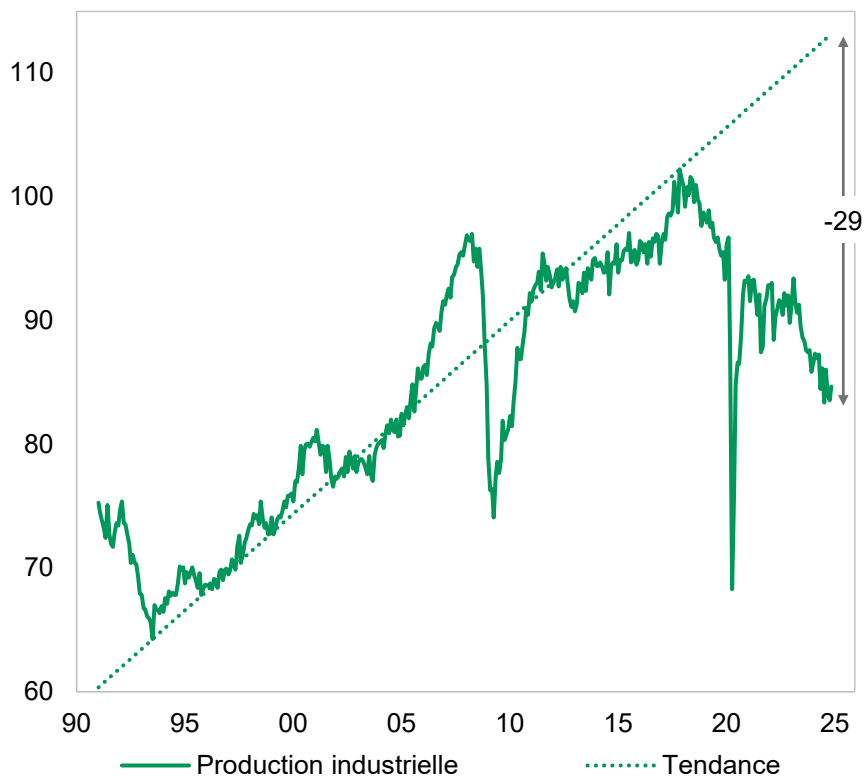
Sources : Destatis, Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

LE SCÉNARIO EN IMAGES

LA LOCOMOTIVE DE L'EUROPE À L'ARRÊT

Production industrielle

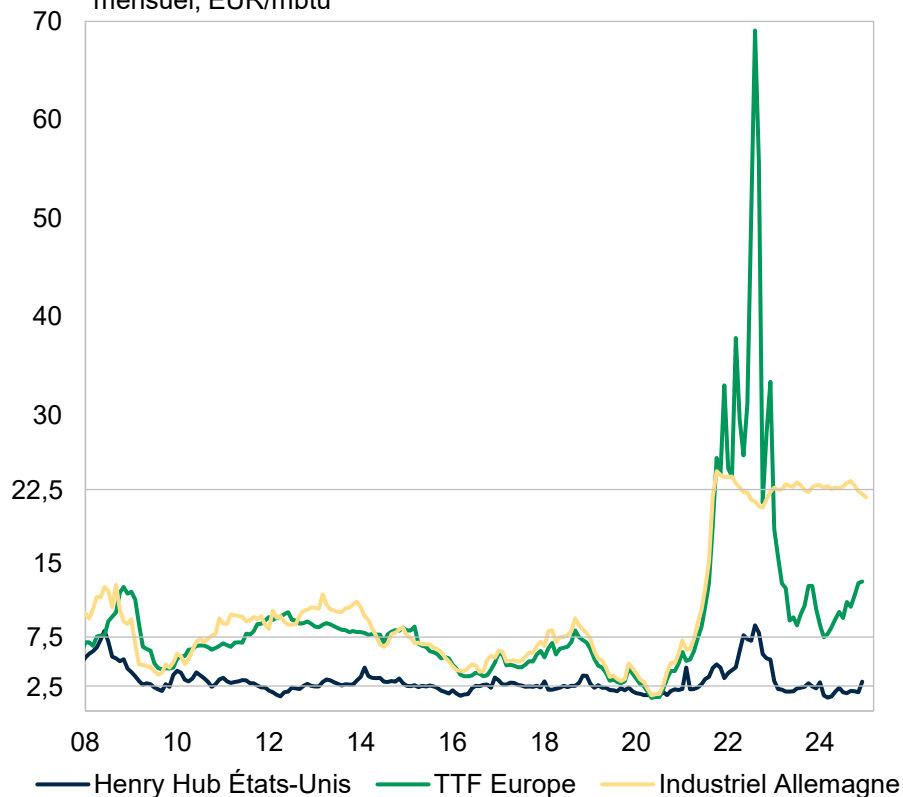
mensuel, 2018=100 ; pp



Sources : Destatis, Crédit Agricole SA / ECO

Prix du gaz

mensuel, EUR/mbtu



Sources : Bloomberg, Refinitiv, Crédit Agricole SA / ECO

ANNEXE

ABRÉVIATIONS ET ACRONYMES

% : pourcentage.

a : an, annuel-le.

a/a : le taux de variation annuel.

adm. : administration, administratif, administrative.

BA-X : l'indice d'offres d'emploi calculé par l'agence fédérale de l'emploi (BFA).

BCE : la Banque centrale européenne.

BEA : *Bureau of Economic Analysis*, l'agence fédérale d'analyse économique des États-Unis.

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

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

BRH : *Bundesrechnungshof*, la Cour fédérale des comptes, chargée du contrôle des finances publiques.

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

CE : la Commission européenne.

CJO : données corrigées des effets de jours ouvrables.

CVS : données corrigées des variations saisonnières.

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

DIHK : *Deutscher Industrie und Handelskammertag*, le réseau des Chambres de commerce et d'industrie allemandes.

DGB : *Deutscher Gewerkschaftsbund*, la Confédération allemande des syndicats.

EUR : l'euro.

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

FED : *Federal Reserve System*, la Réserve fédérale, c'est-à-dire, la banque centrale des États-Unis.

GfK : *Growth from Knowledge*.

HBS : *Hans Böckler Stiftung*, la fondation pour la recherche de la Confédération allemande des syndicats (DGB).

IAB : *Institut für Arbeitsmarkt und Berufsforschung*, l'institut de recherche sur l'emploi dépendant de la l'agence fédérale de l'emploi (BFA).

IFO : *Leibniz Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München*, l'institut Leibniz de recherche économique de l'université de Munich.

ILO : *International Labour Organisation*, l'Organisation internationale du travail (OIT).

IMF : *International Monetary Fund*, le Fonds monétaire international (FMI).

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

KBA : *Kraftfahrt-Bundesamt*, l'Autorité fédérale des transports routiers.

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

kWh : kilowatt-heure.

m : mois, mensuel-le.

m/m : le taux de variation mensuel.

MIC25 : *Made in China 2025*.

mm : moyenne mobile.

moy. : moyenne.

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.

pro : professionnel-le.

p/r : par rapport.

SVR : *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, le Conseil allemand des experts économiques, nommé par le gouvernement fédéral.

t : trimestre, trimestriel-le.

t/t : le taux de variation trimestriel.

USD : le dollar des États-Unis.

VDA : *Verband der Automobilindustrie*, l'Association allemande de l'industrie automobile, membre de l'Association des constructeurs européens d'automobiles (ACEA).

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

WSI : *Wirtschafts und Sozialwissenschaftliches Institut*, l'institut de recherche économique et sociale de la fondation pour la recherche (HBS) de la Confédération allemande des syndicats (DGB).

ANNEXE

NOTES

Sauf indication contraire, les données sont exprimées en volume, valeur réelle ou prix constants.

Sauf indication contraire, les données sont corrigées des variations saisonnières (CVS) et des effets de jours ouvrables (CJO).

L'investissement fait référence à la formation brute de capital fixe.

L'investissement en construction fait référence à l'investissement en logements, et en bâtiments et ouvrages de génie civil.

L'investissement productif fait référence à l'investissement en machines et équipements, et en transport.

L'investissement en autres produits fait référence à l'investissement en autres actifs fixes matériels et immatériels.

Sauf indication contraire, le solde commercial, les exportations, et les importations, incluent les biens et les services.

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

L'inflation sous-jacente exclut l'énergie et l'alimentation.

Sauf indication contraire, les données du marché de travail sont calculées selon la définition harmonisée de l'OIT (concept national ou de résidence), afin d'être comparable entre pays.

La dette publique est calculée en fonction des critères de Maastricht et exprimée en valeur, valeur nominale ou prix courant.

Sauf indication contraire, l'indice de la production industrielle exclut la construction.

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
29/01/2025	Colombie – La Telenovela du budget 2025	Amérique latine
28/01/2025	Union européenne – L'investissement visant à atténuer le changement climatique à 0,55% du PIB	Union européenne
28/01/2025	France : en janvier, le climat des affaires se stabilise à un niveau relativement bas	France
24/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
24/01/2025	France – Scénario 2025-2026 : en quête de stabilité politique, la croissance fragilisée par l'incertitude	France
23/01/2025	Pays baltes – Une année 2025 sous le signe des tensions géopolitiques	PECO
23/01/2025	K-Drama à Séoul	Asie
22/01/2025	Zone euro – Première baisse du taux d'épargne depuis un an et demi	Zone euro
21/01/2025	Brésil – L'ombre du déséquilibre fiscal plane sur une économie en forte croissance	Amérique latine
20/01/2025	France – L'activité devrait rester stable fin 2024, tandis que l'inflation a fortement ralenti en 2024	France
17/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
17/01/2025	Espagne – Scénario 2025-2026 : la croissance garde le pas	Zone euro
16/01/2025	Trump et la peur, ou la nouvelle alliance du mercantilisme et de la géopolitique	Géopolitique
16/01/2025	L'Arabie Saoudite face à sa démographie : défi ou aubaine?	Moyen-Orient
15/01/2025	Argentine – Des progrès mais il semble raisonnable d'attendre	Amérique latine
14/01/2025	France – Nouvel effritement de la confiance des ménages	France
14/01/2025	Fintech Outlook Bilan 2024 – La bonne année ?	Fintech
10/01/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
08/01/2025	Mexique – Budget 2025, « raisonnable » mais réaliste ?	Amérique latine
02/01/2025	Royaume-Uni – L'inflation remonte et les perspectives à court terme restent entourées de risques haussiers	Royaume-Uni

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.