

## THÉMATIQUE



**Didier BOROWSKI,**  
*Responsable de la recherche sur  
les politiques macroéconomiques,  
Amundi Institute*

*En raison de l'inflation élevée et de la baisse de la confiance des ménages et des entreprises, les perspectives restent très incertaines, avec un risque de rationnement du gaz pendant l'hiver, qui entraînerait une nouvelle baisse de la production industrielle*

## L'économie allemande en difficulté: pourquoi ce pourrait être une bonne nouvelle pour l'Europe

La crise énergétique résultant de la guerre en Ukraine a profondément altéré les performances et les perspectives économiques de l'Europe. Son impact sur les différents pays est variable en fonction de leur dépendance au gaz et au pétrole russes. L'industrie allemande est particulièrement touchée. Mais au-delà de l'industrie, c'est tout le modèle économique allemand qui se trouve bousculé. Nous faisons ici un point rapide sur les perspectives de l'économie allemande pour 2023 et 2024. Nous rappelons ensuite que les défis à relever le sont à l'échelle européenne et que seule une approche coordonnée au niveau de l'UE permettra aux pays membres de les relever. Sur ce plan, l'actualité récente va dans le bon sens.

### Crise énergétique : une équation complexe pour l'Allemagne

L'économie était excessivement dépendante du gaz, du pétrole et du charbon russe. L'Allemagne, comme tous les pays européens, doit maintenant revoir son mix énergétique. De toute évidence, l'ère de la dépendance de l'Allemagne à la Russie est révolue. Si une diversification des fournisseurs d'énergie s'impose, elle prendra des années à se mettre en place. À court terme, malgré des stocks de gaz à 100 %, la consommation des ménages doit baisser de 20 %, sans quoi les pénuries de gaz pendant l'hiver seront inévitables.

**L'industrie a déjà réduit sa consommation de gaz d'environ 25 % (par rapport à la moyenne de 2018 à 2021), notamment par la réduction de la production dans certaines industries.** La production d'électricité à partir de gaz a été réduite et remplacée par des centrales à charbon qui ont été réactivées. Les trois dernières centrales nucléaires, dont la fermeture était prévue début 2023, continueront à fonctionner jusqu'à la mi-avril 2023.

### Une récession est probablement inévitable à court terme, mais elle devrait être de courte durée

En définitive, les prix de l'énergie demeurent l'un des facteurs déterminants des perspectives économiques. **En raison de l'inflation élevée et de la baisse de la confiance des ménages et des entreprises, les perspectives restent très incertaines, avec un risque de rationnement du gaz pendant l'hiver, qui entraînerait une nouvelle baisse de la production industrielle.** À court terme, les déterminants de la demande intérieure (consommation et investissement) sont affaiblis. Les prix élevés de l'énergie pèsent sur l'industrie, la construction et les investissements. Pendant ce temps, l'inflation érode les revenus réels et l'épargne et freine ainsi la consommation malgré un surplus d'épargne élevé. Les salaires réels sont en baisse malgré les augmentations des salaires négociés et un marché du travail solide (les pénuries de main-d'œuvre se sont intensifiées

malgré le fait que l'Allemagne a accueilli un million de réfugiés d'Ukraine, soit 1,2 % de la population allemande).

Sur le plan extérieur, la situation n'est guère meilleure. Les pertes de compétitivité et l'affaiblissement de la croissance mondiale pèsent sur les exportations allemandes, tandis que les importations ont augmenté avec la facture énergétique. L'excédent de la balance courante a ainsi été réduit de moitié, passant de 7,5 % du PIB en 2021 à environ 3,5 % du PIB en 2022 et devrait encore diminuer en 2023. Ainsi, le commerce extérieur, qui a contribué négativement à la croissance depuis le début de 2022, continuera de peser en 2023. Une récession semble donc inévitable à court terme malgré la résilience observée depuis début 2022<sup>1</sup>.

### La récession devrait néanmoins être contenue grâce à une politique budgétaire expansionniste

Trois dispositifs d'aide à l'énergie ont été mis en place, avec 95 milliards d'euros (2,6 % du PIB) en dépenses directes et un fonds d'aide à l'énergie de 200 milliards d'euros (5,5 % du PIB) pour amortir l'impact de la hausse des coûts de l'énergie sur les entreprises et les

ménages, dont un « frein » sur les prix du gaz. Le taux de TVA sur le gaz a été réduit de 19 % à 7 % en octobre. Cela dit, on notera que les métriques de dette se détériorent peu grâce aux recettes fiscales supplémentaires générées par l'inflation et la hausse du PIB

<sup>1</sup> Nos prévisions de croissance du PIB : 1,8 % en 2022, -0,7 % en 2023 et 0,9 % en 2024. Et pour l'inflation : 9,0 % en 2022, 7,6 % en 2023 et 2,9 % en 2024.

## THÉMATIQUE

*La crise énergétique ne prendra pas fin avec la cessation des hostilités en Ukraine. Nous pensons que les prix du gaz augmenteront à nouveau en 2023 en raison d'une demande élevée et d'une offre faible*

nominal. Le déficit budgétaire est estimé à environ 3 % du PIB en 2022 et à peine plus

en 2023, tandis que le ratio dette/PIB devrait passer sous la barre des 69 % du PIB.

### À moyen terme, les objectifs ambitieux en matière de climat et de politique devraient soutenir la croissance

Le gouvernement prévoit d'investir environ 200 milliards d'euros d'ici 2026, avec des incitations fiscales pour attirer les investissements privés et une augmentation des dépenses militaires de 100 milliards d'euros au cours des prochaines années. Le soutien à la croissance sera limité par les contraintes de capacité dans le secteur de la construction et les procédures de planification

et d'approbation très longues et complexes ralentiront le décaissement des fonds.

Ces investissements financés par la dette, ainsi que le fonds d'aide à l'énergie, seront financés par des budgets fictifs, dont les dépenses sont exclues du frein à l'endettement national, qui devrait être rétabli à partir de 2023.

### Une reprise modeste pour 2023-2024

Premièrement, l'inflation va ralentir, mais rester élevée en 2023 (répercussion des prix de l'énergie et des prix à la production sur les consommateurs, dépréciation de l'euro, pressions salariales croissantes). Ensuite, les investissements devraient finir par rebondir (épargne élevée des entreprises, besoins d'investissement liés à la relocalisation des chaînes de valeur, développement nécessaire des énergies renouvelables, augmentation des investissements publics). En outre, d'ici à la fin de 2023, un cessez-le-feu en Ukraine

pourrait contribuer à rétablir la confiance des investisseurs, des entreprises et des ménages. Cela dit, **la crise énergétique ne prendra pas fin avec la cessation des hostilités en Ukraine. Nous pensons que les prix du gaz augmenteront à nouveau en 2023 en raison d'une demande élevée et d'une offre faible.** Dans ce contexte, c'est l'avenir de l'industrie et la pérennité du modèle économique allemand qui sont menacés.

### L'Allemagne doit repenser son modèle

La croissance potentielle de l'Allemagne a été considérablement affaiblie (elle est estimée à seulement 0,5 % en moyenne en 2023-2024). Certaines entreprises envisagent de délocaliser leur production dans des régions où l'énergie est moins chère. Une enquête menée par le BDI a révélé que près d'une PME sur quatre (*Mittelstand*) envisageait de transférer sa production à l'étranger.

véhicules électriques seraient réservées à ceux fabriqués avec des pièces provenant d'Amérique du Nord et assemblés dans ce pays, un dispositif qui accélérerait la désindustrialisation de l'Allemagne et saperait l'industrie européenne.

La loi sur la réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act - IRA*) de l'administration américaine, qui prévoit 370 milliards de dollars de subventions pour les technologies vertes, constitue une menace. Aux termes de cette loi, les subventions pour l'achat de

**Avec une pénurie d'emplois qualifiés, une mondialisation moins porteuse (l'Allemagne est encore trop dépendante de la Chine) et des prix de l'énergie structurellement plus élevés, l'Allemagne doit repenser son modèle économique.** Et, compte tenu de l'étroite imbrication des économies européennes, l'Allemagne ne peut faire cavalier seul.

### Au niveau européen, l'intérêt commun devrait finalement prévaloir malgré des tensions inévitables

Les différentes réponses budgétaires ont engendré une certaine confusion. Des dissensions ont vu le jour entre les principaux pays de la zone euro et plus particulièrement entre la France et l'Allemagne. De plus, la réforme du pacte de stabilité et de croissance (en cours de révision jusqu'au printemps/été 2023) pourrait encore être une source de tension entre les États membres de l'UE. La gouvernance fiscale/budgétaire a en effet toujours été le point le plus sensible de la construction européenne. Toutefois, nous

pensons que **les intérêts communs finiront par prévaloir en 2023-2024.**

Ceci transparait, par exemple, dans certains accords conclus dernièrement :

- **En matière de défense :** le 18 novembre, la France, l'Allemagne et l'Espagne sont parvenues à un accord sur le lancement de la prochaine phase de développement d'un nouvel avion de combat (SCAF), le plus grand projet de défense européen, dont le coût est estimé à plus de 100 milliards d'euros.

## THÉMATIQUE

*À l'instar de toutes les crises passées en Europe, la crise énergétique devrait encourager les Européens à aller de l'avant et à faire progresser leurs institutions. Sans compter qu'elle va probablement accélérer la transition énergétique dans les années à venir*

Au départ, ce projet était destiné à unifier les Européens après le Brexit. Or, il était devenu une source de tensions entre la France et l'Allemagne, bien que les gouvernements français et allemand soient globalement d'accord sur le projet.

- **En matière d'énergie :** le 25 novembre, la France et l'Allemagne ont signé un accord pour se soutenir mutuellement afin de sécuriser leur approvisionnement énergétique. Des mesures concrètes sont prévues, notamment le soutien de la France à l'Allemagne par des livraisons de gaz, tandis que l'Allemagne aidera la France à sécuriser son approvisionnement en électricité.

En outre, le 19 décembre les pays européens sont enfin parvenus à un accord pour plafonner le prix du gaz naturel à 180 €/MWh, mettant fin à des mois de querelles politiques sur l'opportunité d'intervenir durant la crise énergétique. Le plafond, qui a été conçu comme un moyen de dissuasion plutôt que comme un outil à utiliser activement, vise avant tout à prévenir les pics extrêmes. Conjointement à d'autres pays, l'Allemagne e avait exprimé la crainte que le plafonnement des prix en Europe ne rende la région moins

attractive pour les vendeurs du reste du monde, à un moment où l'UE cherche des alternatives aux approvisionnements russes. Cet accord pourrait permettre de débloquer d'autres mesures d'urgence visant à limiter la volatilité du marché et même ouvrir la voie à des achats communs de gaz, qui avaient été mis en attente en raison d'un désaccord sur les plafonds de prix.

Pour conclure, qu'il s'agisse du projet de refonte du mix énergétique, de l'attitude à adopter vis-à-vis de la Chine, de la construction de l'indépendance stratégique, ou des mesures à mettre en place pour faire face aux conséquences de l'*Inflation Reduction Act* des États-Unis, les Européens ont plus d'intérêts communs que de points de divergence. Et en définitive, **à l'instar de toutes les crises passées en Europe, la crise énergétique devrait encourager les Européens à aller de l'avant et à faire progresser leurs institutions. Sans compter qu'elle va probablement accélérer la transition énergétique dans les années à venir.**

*Achévé de rédiger le 19 décembre 2022*

## Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications  
sur le site :  
[research-center.amundi.com](https://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down Bottom-up  
Exchange Corporate Equities Policies  
Sovereign Bonds High Forecasts  
ESG Quant Investment Yield Real Estate  
Strategies Allocation

### INFORMATION IMPORTANTE

Ce document est uniquement à titre informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'une offre d'achat, ni une recommandation d'un titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services mentionnés peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et peuvent ne pas être réglementés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent être utilisées que pour votre usage personnel, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent servir de base ou de composant à des instruments ou produits financiers ou à des indices.

En outre, aucun élément de ce document n'est destiné à fournir des conseils fiscaux, juridiques ou en matière d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et sont datées du 29 décembre 2022. La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte. Ce document est fourni « tel quel » et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à leur utilisation. Les données et analyses antérieures ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de toute analyse, estimation ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces points de vue ne doivent pas être utilisés comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction pour un quelconque produit d'Amundi. Les investissements impliquent certains risques, y compris de marché, politiques, de liquidité et de change.

En outre, Amundi ne pourra en aucunement être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans s'y limiter, la perte de profits) ou de tout autre dommage résultant de son utilisation.

Date de première utilisation: 2 janvier 2023.

Amundi Asset Management, société par actions simplifiée – SAS au capital de 1143615555 euros – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Photo crédit : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - bjdLxz

### Directeurs de la publication

**DEFEND Monica**, Directrice d'Amundi Institute  
**MORTIER Vincent**, CIO Groupe

### Rédactrices en chef

**BERTINO Claudia**, Responsable d'Amundi Investment Insights & Publishing  
**FIOROT Laura**, Responsable Investment Insights & Client Division

### Contributeurs Amundi Institute

**AINOUZ Valentine**, Responsable de la stratégie Taux, CFA  
**BERARDI Alessia**, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique  
**BERTONCINI Sergio**, Stratégiste Senior Taux  
**BOROWSKI Didier**, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
**CESARINI Federico**, Responsable FX Marchés Développés, Stratégiste Recherche Cross Asset

### Rédacteurs en chef adjoints

**BOROWSKI Didier**, Responsable de la recherche sur les politiques macroéconomiques  
**PANELLI Francesca**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**PERRIER Tristan**, Macroeconomiste et Spécialiste Investment Insights

**DROZDZIK Patryk**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**GEORGES Delphine**, Stratégiste Senior Taux  
**HERVÉ Karine**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**HUANG Claire**, Macrostratégiste Senior, Marchés émergents  
**PANELLI Francesca**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**PORTELLI Lorenzo**, Responsable de la Recherche Cross Asset  
**USARDI Annalisa**, Economiste Senior, CFA  
**VARTANESYAN Sasi**, Analyste Souverains Senior

### Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

**CARULLA Pol**, Spécialiste Investment Insights & Client Division  
**DHINGRA Ujjwal**, Spécialiste Investment Insights & Client Division

**NIALL Paula**, Spécialiste Investment Insights & Client Division

### Conception et support

**BERGER Pia**, Spécialiste communication  
**PONCET Benoit**, Spécialiste communication

Matériel marketing à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier