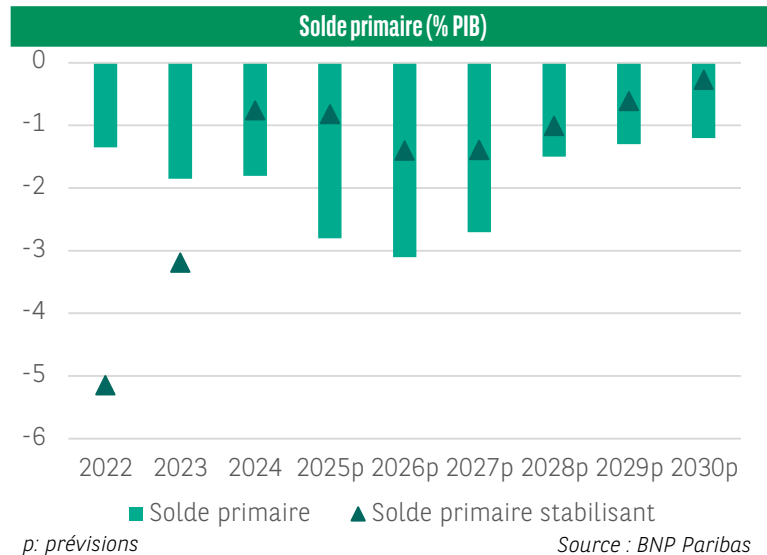
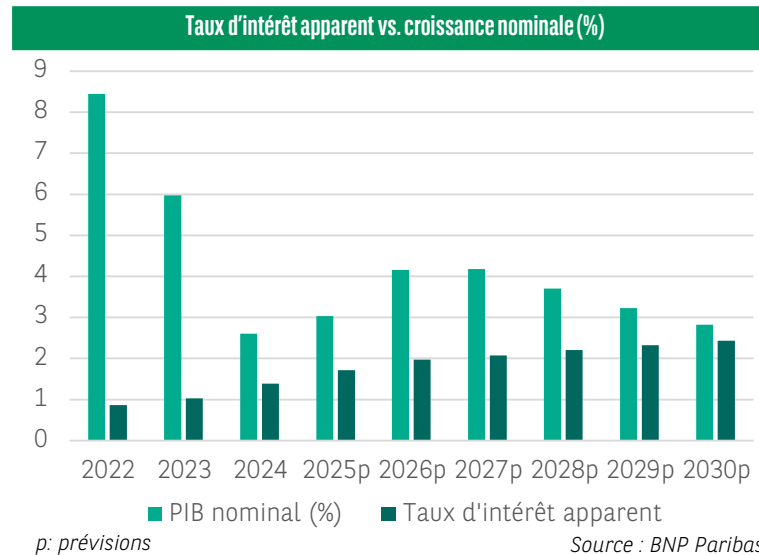


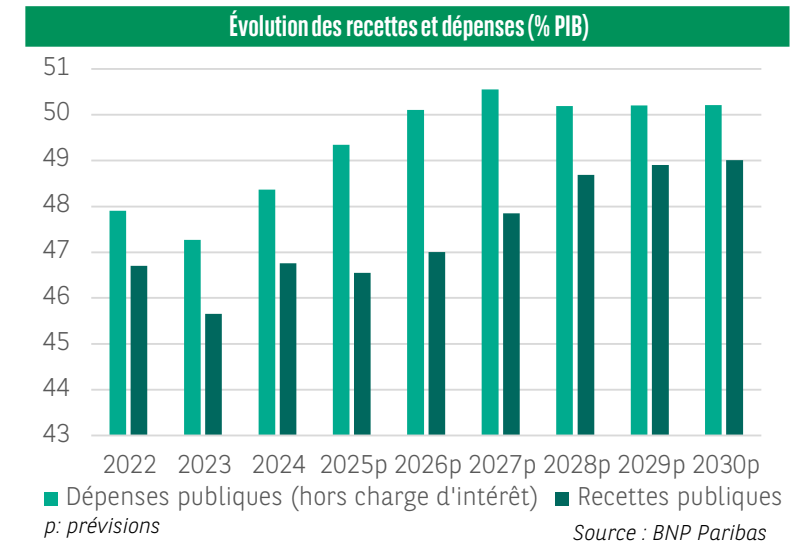
ALLEMAGNE : vers une augmentation maîtrisée de la dette publique (1)



Le déficit primaire allemand devrait se creuser dans les deux prochaines années sous l'effet de la nouvelle stratégie budgétaire, avant de se réduire progressivement d'ici 2030. Le déficit primaire dépasse depuis peu le solde stabilisant et cet écart devrait se prolonger dans les années à venir. Des mesures de consolidation devraient ralentir la progression de la dette publique, sans toutefois l'endiguer entièrement. Étant donné la remontée du taux d'intérêt moyen sur la dette en fin de période, la stabilisation de la dette nécessitera une amélioration du solde primaire plus forte que ce qui est attendu.



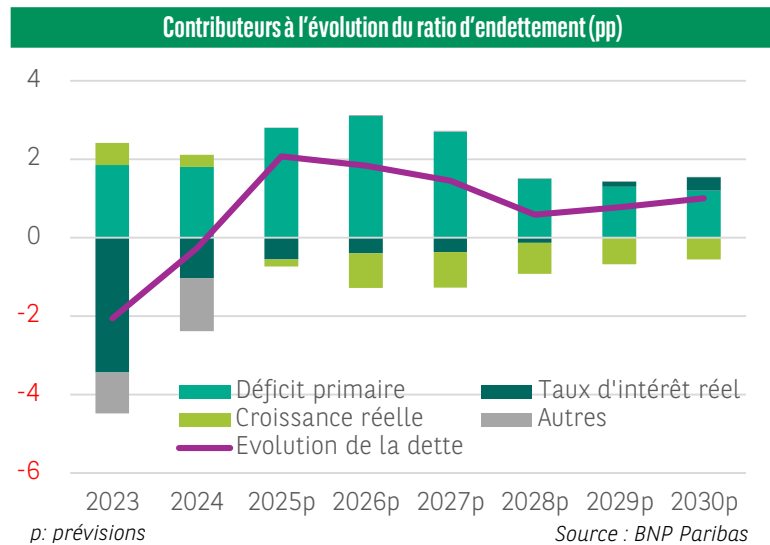
L'Allemagne devrait continuer de bénéficier de taux d'intérêt relativement bas. Le taux d'intérêt apparent devrait demeurer nettement inférieur à la croissance nominale, même si la charge d'intérêt est appelée à augmenter dès lors que la remontée des taux longs se transmettra au taux apparent. La croissance nominale devrait en effet se redresser sous l'effet d'un net rebond de la croissance réelle (+ 0,3% en 2025 et + 1,4% en 2026, selon nos estimations), grâce aux plans d'investissement massifs mis en œuvre dans le pays. Le différentiel entre la croissance nominale et le taux d'intérêt apparent resterait donc favorable, même s'il se resserrera à l'approche de la fin de la décennie.



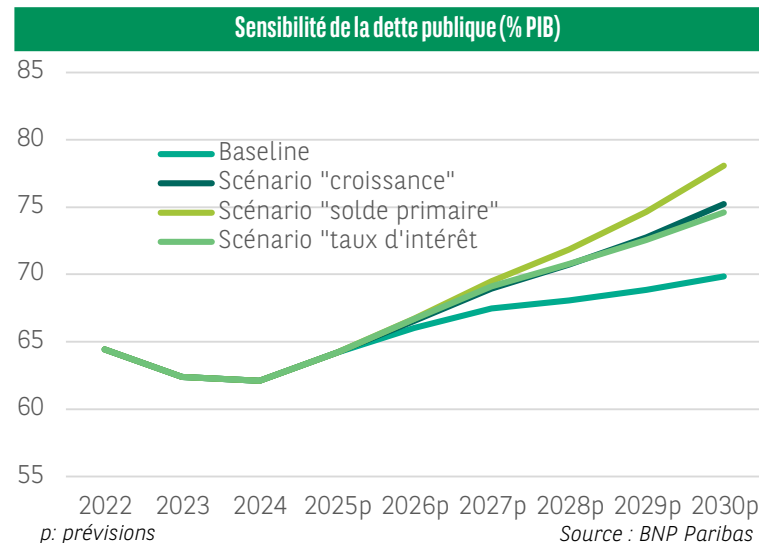
L'Allemagne a obtenu l'accord de l'Union européenne concernant sa nouvelle orientation budgétaire, tandis que la règle constitutionnelle du frein à l'endettement reste applicable au budget fédéral mais comporte davantage d'exceptions (fonds spéciaux en infrastructures et dépenses de défense au-delà de 1% du PIB). La hausse des dépenses publiques devrait être la principale cause de l'augmentation du déficit public. À moyen terme, avec le rebond de la croissance, un regain des recettes publiques est probable. Une consolidation budgétaire est également vraisemblable. Elle portera sans doute à la fois sur les dépenses (hors charge d'intérêts) et sur les recettes – sauf réforme durable du frein à l'endettement, peu probable au regard du rapport de forces parlementaire et de l'exigence d'une majorité qualifiée.



ALLEMAGNE : vers une augmentation maîtrisée de la dette publique (2)

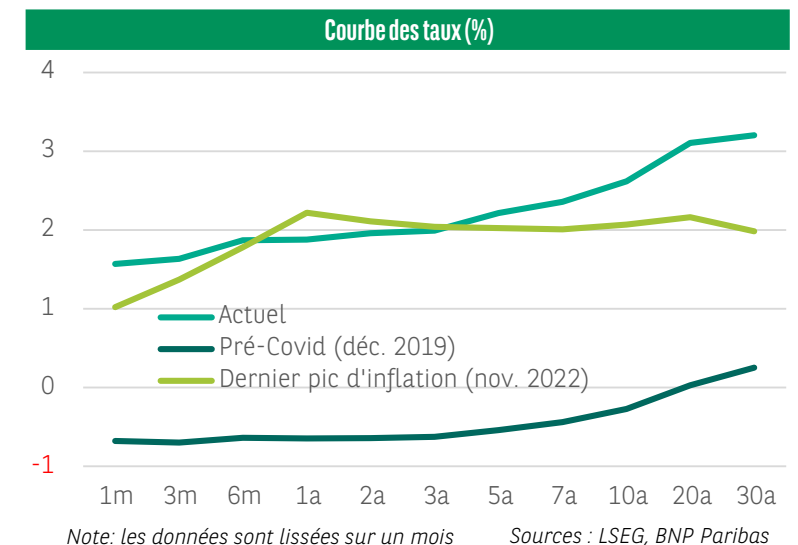


Une augmentation mesurée de la dette publique est probable. La dette publique allemande devrait continuer de progresser et dépasser 69 % du PIB à la fin de la période de prévision (2030), contre 62,1 % en 2024. Cette hausse s'explique essentiellement par la nouvelle orientation budgétaire et le creusement du déficit primaire qui en découle. Le taux d'intérêt réel cesserait de jouer à la baisse sur le ratio d'endettement ; cependant, le rebond de la croissance réelle à partir de 2026 permettrait de limiter l'augmentation du ratio de dette publique.



Note: les scénarios « croissance » et « solde primaire » intègrent respectivement un choc négatif sur la croissance et sur le déficit de 0,5pp de PIB par an par rapport au scénario central; le scénario « taux d'intérêt » intègre une hausse de 1pp du taux d'intérêt apparent.

La consolidation budgétaire est le facteur le plus déterminant de la trajectoire de la dette publique. Dans les scénarios alternatifs, la dynamique de la dette se détériore systématiquement. Un déficit primaire plus conséquent est peu probable à court terme en raison de la règle du frein à l'endettement. Toutefois, sans consolidation (que nous anticipons à partir de 2027-28), le ratio de dette publique sur PIB connaîtrait une hausse plus prononcée. Une croissance plus basse ou une hausse plus prononcée des taux d'intérêt auraient, en comparaison, un impact plus modéré. Cette sensibilité au solde public renforce la nécessité et la vraisemblance d'une consolidation budgétaire rapide, conforme à notre scénario central.



La pentification de la courbe des taux devrait entraîner une hausse de la charge d'intérêt. La perspective d'une hausse de l'endettement a déjà tiré les taux longs à la hausse, et cette dynamique devrait se poursuivre avec l'augmentation des émissions obligataires prévue d'ici à la fin 2027. À terme, une consolidation budgétaire finirait par exercer une pression modératrice, mais la détente attendue sur les taux longs resterait limitée et, avec elle, celle dont pourraient bénéficier les autres pays membres de la zone euro.

