

Politique monétaire et boom immobilier : comment gérer l'hétérogénéité dans la zone euro ?

par [Christophe Blot](#) et Fabien Labondance

La transmission de la politique monétaire à l'activité économique et à l'inflation repose sur différents canaux dont le rôle et l'importance dépendent crucialement des caractéristiques structurelles des économies. La dynamique du crédit et des prix immobiliers est au cœur de ce processus. Dans la zone euro, les sources d'hétérogénéité entre pays sont multipliées, ce qui pose la question de l'efficacité de la politique monétaire mais aussi celle des moyens à mettre en œuvre pour atténuer cette hétérogénéité.

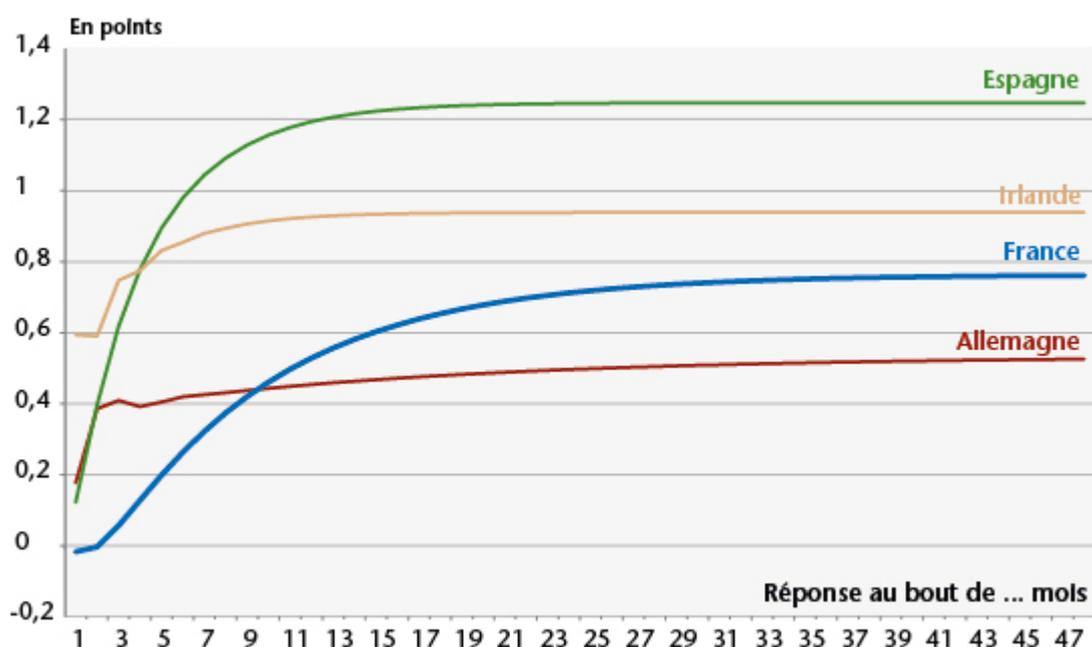
Les sources d'hétérogénéité entre les pays peuvent résulter du degré de concentration des systèmes bancaires (*i.e.* plus ou moins de banques et donc plus ou moins de concurrence), du mode de financement (*i.e.* à taux fixe ou à taux variable), de la maturité des prêts aux ménages, de leur niveau d'endettement, de la proportion de ménages locataires ainsi que des coûts de transaction sur le marché immobilier. La part des prêts effectués à taux variable reflète parfaitement ces hétérogénéités puisqu'elle s'élève à 91 % en Espagne, 67 % en Irlande et à 15 % en Allemagne. Dans ces conditions, la politique monétaire commune menée par la Banque centrale européenne (BCE) a des effets asymétriques sur les pays de la zone euro, comme en témoigne l'évolution divergente des prix de l'immobilier dans ces pays. Ces asymétries se répercutent ensuite sur l'évolution du PIB, un phénomène que l'on a observé aussi bien « avant » que « depuis » la crise. Ces questions font l'objet d'un article que nous avons publié dans

le volume [Ville et Logement](#) de la Revue de l'OFCE. Nous évaluons l'hétérogénéité de la transmission de la politique monétaire vers les prix immobiliers dans la zone euro en distinguant explicitement deux étapes du canal de transmission, chaque étape pouvant refléter différentes sources d'hétérogénéité. La première permet de décrire la répercussion du taux d'intérêt contrôlé par la BCE sur les taux appliqués par les banques de chaque pays de la zone euro aux crédits immobiliers. La deuxième étape illustre les effets différenciés de ces taux bancaires sur les prix immobiliers.

Nos résultats confirment l'existence d'une transmission hétérogène de la politique monétaire dans la zone euro. Ainsi, pour un taux directeur constant fixé par la BCE à 2 %, comme cela était le cas entre 2003 et 2005, les estimations réalisées sur la période précédant la crise suggèrent que le taux d'équilibre de long terme appliqué respectivement par les banques espagnoles et irlandaises serait de 3,2 % et 3,3 %. Comparativement, le taux équivalent en Allemagne serait de 4,3 %. En outre, l'inflation plus élevée en Espagne et en Irlande amplifierait cet écart de taux nominal. Nous montrons ensuite que la répercussion des variations du taux directeur de la BCE sur les taux bancaires est, avant la crise, plus forte en Espagne ou en Irlande qu'elle ne l'est en Allemagne (graphique), ce qui renvoie aux différences observées sur la part des prêts effectués à taux variable dans ces différents pays. Il faut noter qu'avec la crise, la transmission de la politique monétaire a été fortement perturbée. Les banques n'ont pas forcément ajusté l'offre et la demande de crédit en modifiant les taux mais en durcissant les conditions d'octroi des crédits[1]. Par ailleurs, les estimations portant sur la relation entre les taux appliqués par les banques et les prix immobiliers suggèrent une forte hétérogénéité à l'intérieur de la zone euro. Ces différents résultats permettent donc de comprendre, au moins partiellement, les divergences observées sur les prix immobiliers dans la zone euro. La période au cours de laquelle le taux fixé par la BCE était bas aurait

contribué au boom immobilier en Espagne et en Irlande. Puis, le durcissement de la politique monétaire, décidé après 2005, expliquerait également l'ajustement plus rapide des prix immobiliers observé dans ces deux pays. Nos estimations suggèrent également que les prix immobiliers dans ces deux pays sont aussi très sensibles aux évolutions de la croissance économique et démographique. Les cycles immobiliers ne peuvent donc pas se réduire à l'effet de la politique monétaire.

Graphique. Effet d'une hausse de 1 point du taux de la BCE sur les taux bancaires



Source : Calculs des auteurs.

Dans la mesure où la crise récente trouve sa source dans les déséquilibres macroéconomiques qui se sont développés dans la zone euro, il est essentiel pour le bon fonctionnement de l'Union européenne de réduire les sources d'hétérogénéités entre les Etats membres. Pour autant, ceci n'est pas forcément du ressort de la politique monétaire. D'une part, il n'est pas certain que l'instrument de politique monétaire, le taux d'intérêt de court terme, soit l'outil adapté pour freiner le développement de bulles financières. D'autre part, la BCE conduit la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro en fixant un taux d'intérêt unique, ce qui ne lui permet pas de tenir compte des hétérogénéités qui caractérisent l'Union. Il faut plutôt encourager la convergence des systèmes

bancaire et financier. A cet égard, bien qu'elle soulève encore de nombreux problèmes (voir [Maylis Avaro et Henri Sterdyniak](#)), le projet d'union bancaire peut contribuer à réduire l'hétérogénéité. Un autre moyen efficace de réduire l'asymétrie de la transmission de la politique monétaire réside dans la mise en œuvre d'une politique prudentielle centralisée dont la BCE pourrait être en charge. De cette façon, il serait possible de renforcer la résilience du système financier en adoptant notamment une régulation du crédit bancaire qui pourrait tenir compte de la situation prévalant dans chaque pays afin d'éviter le développement de bulles qui font peser une menace pour les pays et pour la stabilité de l'union monétaire (voir le [rapport du CAE n°96](#) pour plus de détails).

[1] [Kremp et Sevestre \(2012\)](#) mettent en avant le fait que la réduction des volumes de prêts ne provient pas uniquement d'un rationnement de l'offre de crédit mais que le climat récessif a également entraîné une baisse de la demande.

Aux Pays-Bas, le changement, c'est maintenant !

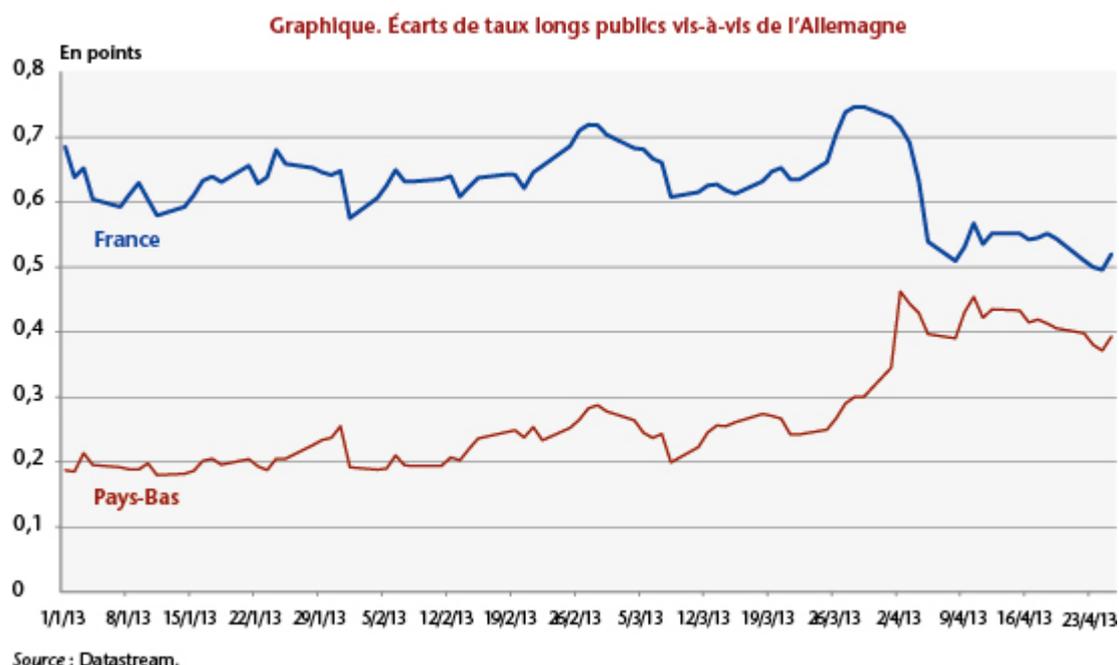
par [Christophe Blot](#)

Alors que la France vient de confirmer son engagement à réduire le déficit budgétaire sous la barre des 3 % (voir [Eric Heyer](#)) en 2014, les Pays-Bas viennent d'annoncer qu'ils renonceraient à cet objectif jugeant que des mesures

d'austérité supplémentaires risquaient de compromettre la croissance. Le pays est replongé en récession en 2012 (-1 %) et le PIB reculerait encore en 2013 (voir [l'analyse du CPB](#), Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis). Dans ces conditions, la situation sociale s'est rapidement dégradée avec le taux de chômage qui a fait un bond de 2 points en cinq trimestres. Au premier trimestre 2013, il s'élève à 7,8 % de la population active. Au-delà de ses répercussions nationales, ce rejet de l'austérité peut-il (enfin) être le signal d'un infléchissement de la stratégie européenne de consolidation budgétaire ?

Jusqu'ici, le gouvernement de coalition, issu des élections de septembre 2012 et dirigé par le libéral Mark Rutte, avait suivi la stratégie de consolidation prévoyant un retour rapide du déficit sous le seuil de 3 %. Cependant, les précédentes mesures de restriction mises en œuvre conjuguées à l'ajustement du marché immobilier et au recul de l'activité dans la zone euro auront conduit les Pays-Bas sur le chemin d'une nouvelle récession en 2012 et éloigné la perspective d'un respect des engagements budgétaires dès 2013. Pourtant, au regard des prévisions de croissance et de déficit budgétaire faites pour l'année 2013 par la Commission européenne, le gouvernement hollandais semblait en mesure d'atteindre un déficit de 3 % en 2014, mais à l'instar de la France, au prix de mesures supplémentaires. Le déficit budgétaire est en effet attendu à 3,6 % en 2013 par la Commission. Le CPB prévoit même un déficit légèrement inférieur (3,3 %) avec des prévisions de croissance comparables à celles de la Commission. Dans ces conditions, l'effort budgétaire nécessaire aurait été compris entre 3,5 et 7 milliards d'euros pour atteindre les 3 % en 2014. Comparativement, pour la France il faudrait voter pour 2014 un plan d'austérité supplémentaire de 1,4 point de PIB soit un peu moins de 30 milliards d'euros (voir [France : tenue de rigueur imposée](#)).

Pourtant, sous la pression des partenaires sociaux, le gouvernement a finalement renoncé au plan, annoncé le 1^{er} mars, qui prévoyait des économies de 4,3 milliards d'euros concentrées principalement sur le gel des salaires dans le secteur public, le gel du barème de l'impôt sur le revenu et la stabilisation des dépenses publiques en volume. Cette pause de l'austérité devrait donner un peu de souffle à l'activité économique sans remise en cause de la soutenabilité budgétaire, puisque les meilleures perspectives de croissance permettront de réduire la part conjoncturelle du déficit budgétaire. Certes, les 3% ne seront pas respectés mais il n'est pas certain que les marchés fassent grand cas de cette entorse à la règle. De fait, l'écart des taux d'intérêt vis-à-vis de l'Allemagne s'est stabilisé depuis l'annonce du rejet du plan alors qu'il avait plutôt tendance à augmenter au cours des semaines précédentes (graphique).



Si cette décision ne devrait bouleverser la stabilité économique et financière ni des Pays-Bas, ni de la zone euro, elle constitue cependant un signal fort contre l'austérité venant d'un pays qui jusque-là avait privilégié la consolidation budgétaire. Il s'agit donc d'une voix supplémentaire contestant l'efficacité d'une telle stratégie

et soulignant les risques économiques et sociaux qui lui sont liés ([voir ici](#) pour un tour d'horizon de la remise en cause de l'austérité et le [rapport iAGS 2013](#) pour des développements plus précis sur une stratégie européenne alternative). Il s'agit aussi d'une voie dont la France devrait s'inspirer. En effet, la crédibilité ne se gagne pas forcément en sacrifiant un objectif (la croissance et l'emploi) à un autre (le déficit budgétaire). Il reste qu'il faut attendre la réaction de la Commission européenne dans la mesure où les Pays-Bas, comme la plupart des pays de la zone euro, sont en effet toujours sous le coup d'une procédure de déficit excessif. Si la décision des Pays-Bas n'est pas remise en cause, alors il s'agira d'une inflexion significative de la stratégie macroéconomique européenne.

Le calice de l'austérité jusqu'à la lie

[Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#) et Danielle Schweisguth

[Ce texte résume les prévisions de l'OFCE d'avril 2013](#)

La situation macroéconomique et sociale de la zone euro reste préoccupante. L'année 2012 a été marquée par un nouveau recul du PIB (-0,5 %) et une hausse continue du taux de chômage qui atteignait 11,8 % en décembre. Si l'ampleur de cette nouvelle récession n'est pas comparable à celle de 2009, elle l'est cependant au moins par la durée puisque, au dernier trimestre 2012, le PIB a baissé pour la cinquième fois consécutive. Surtout, pour certains pays (Espagne, Grèce et Portugal) cette récession prolongée marque le commencement d'une déflation qui

pourrait rapidement s'étendre aux autres pays de la zone euro (voir [Le commencement de la déflation](#)). Enfin, cette performance est la démonstration d'un échec de la stratégie macroéconomique mise en œuvre dans la zone euro depuis 2011. La consolidation budgétaire amplifiée en 2012 n'a pas ramené la confiance des marchés ; les taux d'intérêt n'ont pas baissé sauf à partir du moment où le risque d'éclatement de la zone euro a été atténué grâce à la ratification du TSCG (Traité de stabilité, de coordination et de gouvernance) et à l'annonce de la nouvelle opération OMT permettant à la BCE d'intervenir sur les marchés de la dette souveraine. Pour autant, il n'y a aucune remise en cause du dogme budgétaire, si bien que les pays de la zone euro poursuivront en 2013, et si nécessaire en 2014, leur marche forcée pour réduire leur déficit budgétaire et atteindre le plus rapidement possible le seuil symbolique de 3 %. Le martellement médiatique de la volonté française de tenir cet engagement est le reflet parfait de cette stratégie et de son absurdité (voir [France : tenue de rigueur imposée](#)). Ainsi, tant que le calice ne sera pas bu jusqu'à la lie, les pays de la zone euro semblent condamnés à une stratégie qui se traduit par de la récession, du chômage, du désespoir social et des risques de rupture politique. Cette situation représente une plus grande menace pour la pérennité de la zone euro que le manque de crédibilité budgétaire de tel ou tel Etat membre. En 2013 et 2014, l'impulsion budgétaire de la zone euro sera donc de nouveau négative (respectivement de -1,1 % et -0,6 %), ce qui portera la restriction cumulée à 4,7 % du PIB depuis 2011. Au fur et à mesure que les pays auront réduit leur déficit budgétaire à moins de 3 %, ils pourront ralentir le rythme de consolidation (tableau). Si l'Allemagne, déjà à l'équilibre des finances publiques, cessera dans les deux prochaines années de faire des efforts de consolidation, la France devra maintenir le cap pour espérer atteindre 3 % en 2014. Pour l'Espagne, le Portugal ou la Grèce, l'effort sera moindre que celui qui vient d'être accompli mais il continuera à peser significativement sur l'activité et l'emploi, d'autant plus que l'effet récessif des

impulsions passées restera important.

Dans ce contexte, la poursuite de la récession est inévitable. Le PIB reculera de 0,4 % en 2013. Le chômage devrait battre de nouveaux records. Le retour de la croissance n'est pas à attendre avant 2014 ; mais même en 2014, en l'absence d'inflexion du dogme budgétaire, les espoirs risquent à nouveau d'être déçus dans la mesure où cette croissance, attendue à 0,9 %, sera insuffisante pour enclencher une baisse significative du chômage. De plus, ce retour de la croissance sera trop tardif et ne pourra pas effacer le coût social exorbitant d'une stratégie dont on aura insuffisamment et tardivement discuté les alternatives.

Tableau. Solde public et impulsion budgétaire des pays de la zone euro

En points de PIB

| | Solde public | | | Impulsion budgétaire | |
|---------------|--------------|----------|----------|----------------------|----------|
| | 2012 | 2013 (p) | 2014 (p) | 2013 (p) | 2014 (p) |
| Allemagne | 0,2 | -0,4 | -0,1 | 0,1 | 0,0 |
| Autriche | -3,0 | -2,5 | -1,8 | -0,6 | -0,3 |
| Belgique | -3,0 | -2,8 | -1,9 | -0,5 | -1,0 |
| Espagne | -10,2 | -6,5 | -5,8 | -2,0 | -1,1 |
| Finlande | -1,6 | -1,5 | -0,9 | -0,8 | -0,7 |
| France | -4,8 | -3,9 | -3,0 | -1,8 | -1,4 |
| Grèce | -6,6 | -5,4 | -4,5 | -3,8 | -2,0 |
| Irlande | -8,2 | -8,4 | -6,6 | -1,9 | -1,8 |
| Italie | -3,0 | -3,9 | -3,4 | -1,4 | -0,7 |
| Pays-Bas | -4,1 | -3,4 | -3,0 | -1,7 | -0,7 |
| Portugal | -5,0 | -4,4 | -3,0 | -2,1 | -1,9 |
| Zone euro 11* | -3,2 | -2,6 | -1,8 | -1,1 | -0,6 |

* Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.

Sources : Eurostat, Commission européenne, calculs et prévision OFCE mars 2013.

Jusqu'ici tout va bien...

par [Christophe Blot](#)

La zone euro est toujours en récession. En effet, selon [Eurostat](#), le PIB a de nouveau reculé au quatrième trimestre 2012 (-0,6 %). Ce chiffre, inférieur aux attentes, est la plus mauvaise performance trimestrielle pour la zone euro depuis le premier trimestre 2009, et c'est aussi le cinquième trimestre consécutif de baisse de l'activité. Sur l'ensemble de l'année 2012, le PIB baisse de 0,5 %. Ce chiffre annuel cache de fortes hétérogénéités (graphiques 1 et 2) au sein de la zone puisque l'Allemagne affiche une croissance annuelle de 0,9 % tandis que la Grèce devrait subir, pour la deuxième année consécutive, une récession de plus 6 %. Surtout, pour l'ensemble des pays, le taux de croissance sera plus faible en 2012 qu'il ne l'était en 2011 et certains pays (Espagne et Italie pour n'en citer que deux), s'enfonceront un peu plus dans la dépression. Cette performance est d'autant plus inquiétante que, depuis plusieurs mois un regain d'optimisme avait suscité l'espoir de voir la zone euro sortir de la crise. Cet espoir était-il fondé ?

Bien que très prudente sur la croissance pour l'année 2012, la Commission européenne, dans son [rapport annuel](#) sur la croissance, soulignait le retour de quelques bonnes nouvelles. En particulier, la baisse des taux d'intérêt publics à long terme en Espagne ou en Italie et la réussite des émissions de dettes publiques par l'Irlande ou le Portugal sur les marchés financiers témoignaient du retour de la confiance. Force est de constater que la confiance ne suffit pas. La demande intérieure est au point mort en France et en chute libre en Espagne. Le commerce intra-zone pâtit de cette situation puisque la baisse des importations des uns provoque la baisse des exportations des autres, ce qui amplifie la dynamique récessive de l'ensemble des pays de la zone euro. Comme nous le soulignons lors de notre [précédent exercice de prévision](#) ou à l'occasion de la publication de l'[iAGS](#) (independent Annual growth survey), la sortie de crise ne peut en aucun cas s'appuyer uniquement sur un retour de la confiance tant que des politiques budgétaires très restrictives sont menées de

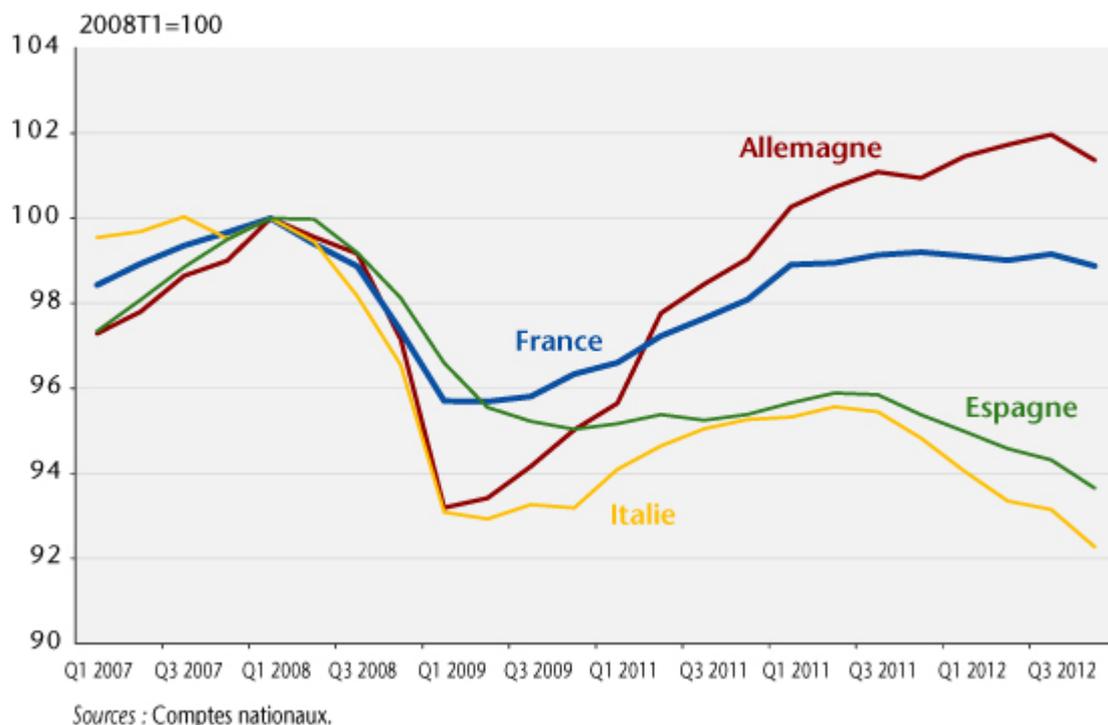
façon synchronisée en Europe.

Depuis le troisième trimestre 2011, tous les signaux ont confirmé notre scénario et montré que la zone euro s'enfonçait progressivement dans une nouvelle récession. Le chômage n'a pas cessé d'augmenter battant chaque mois un nouveau record. En décembre 2012, il a atteint 11,7 % de la population active de la zone euro selon Eurostat. Pourtant, ni la Commission européenne, ni les gouvernements européens n'ont infléchi leur stratégie budgétaire, arguant que les efforts budgétaires consentis étaient nécessaires pour restaurer la crédibilité et la confiance, qui à leur tour permettraient la baisse des taux d'intérêt et créeraient des conditions saines pour la croissance future. Ce faisant, la Commission européenne a systématiquement sous-estimé l'impact récessif des mesures de consolidation budgétaire, négligeant ainsi une littérature de plus en plus abondante qui montre que les multiplicateurs augmentent en temps de crise et qu'ils peuvent être nettement supérieurs à l'unité (voir le post d'[Eric Heyer](#) sur le sujet). Les partisans de l'austérité budgétaire considèrent par ailleurs que les coûts d'une telle stratégie sont inévitables et temporaires. Ils jugent que l'assainissement des finances publiques est un préalable indispensable au retour de la croissance et négligent le coût social durable d'une telle stratégie.

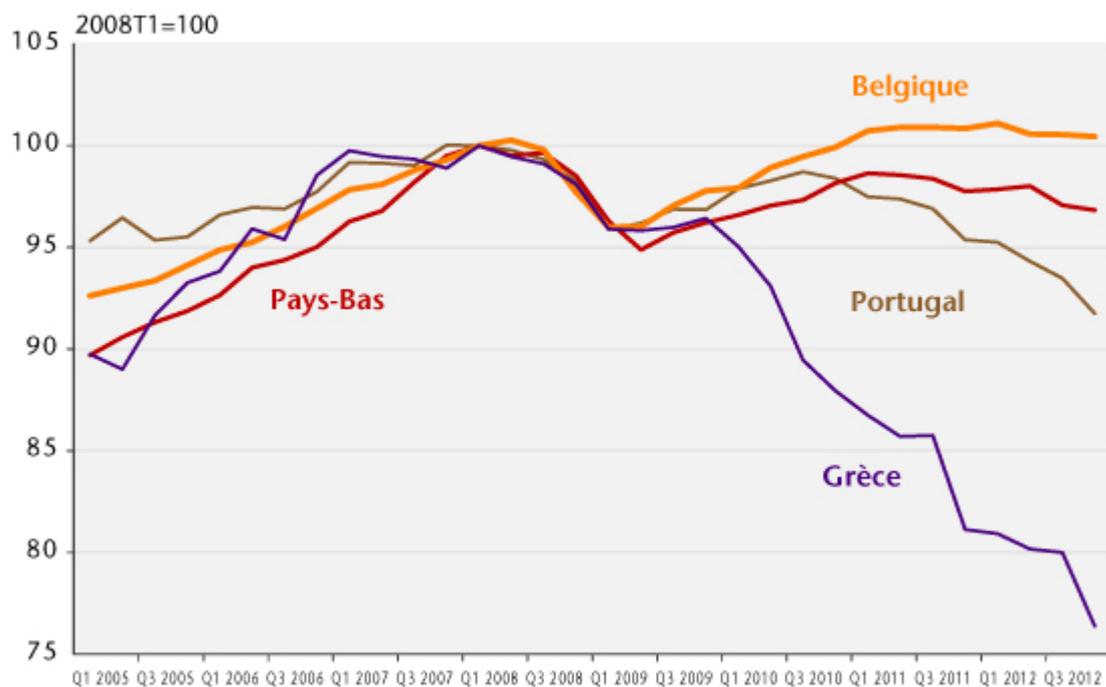
Cet aveuglement dogmatique rappelle la réplique finale du film *La Haine* (réalisé par Mathieu Kassovitz) « C'est l'histoire d'une société qui tombe et qui au fur et à mesure de sa chute se répète sans cesse pour se rassurer : jusqu'ici tout va bien, jusqu'ici tout va bien, jusqu'ici tout va bien... l'important c'est pas la chute, c'est l'atterrissage ». Il serait temps de reconnaître que la politique économique menée depuis 2011 est une erreur. Elle ne permet pas de créer les conditions d'une sortie de crise. Pire, elle est directement responsable du retour de la récession et de la catastrophe sociale qui ne cesse de s'amplifier en Europe. Comme nous

l'avons montré, d'autres stratégies sont possibles. Elles ne négligent pas l'importance de restaurer à terme la soutenabilité des finances publiques. En reportant et en atténuant l'austérité (voir le billet de [Marion Cochard, Bruno Ducoudré et Danielle Schweisguth](#)), il est possible de retrouver la croissance plus rapidement et de permettre une décrue plus rapide du chômage.

Graphique 1 : PIB en niveau des 4 grands pays de la zone euro



Graphique 2 : PIB en niveau de quelques pays de la zone euro



Sources : Comptes nationaux.

Peut-on se relever d'une crise bancaire ? Analyse comparée de l'Irlande et de l'Islande

par [Céline Antonin](#) et [Christophe Blot](#)

En économie, les miracles s'avèrent parfois être des mirages. L'Islande et l'Irlande en font l'expérience. Ces deux petites économies ouvertes, paradis de la finance libéralisée et dérégulée, havres de croissance au début des années 2000, ont

été frappées de plein fouet par la crise financière. La nationalisation quasi-intégrale des systèmes financiers qui en a résulté a pesé sur la dette publique de ces deux pays. Pour endiguer la hausse de la dette et les risques d'insoutenabilité, les gouvernements des deux pays ont, dès 2010, mis en œuvre des plans d'austérité budgétaire, mais avec une différence de taille : l'Irlande appartient à la zone euro, ce qui n'est pas le cas de l'Islande. La dernière [Note de l'OFCE \(n°25 du 4 février 2013\)](#) revient sur la situation financière et macroéconomique récente de ces deux pays afin de montrer dans quelle mesure les divergences de *policy-mix* peuvent rendre compte de trajectoires de sortie de crise différentes.

Si la crise bancaire islandaise fut amplifiée par une crise de change, la dépréciation de la couronne fut ensuite un facteur de reprise si bien qu'aujourd'hui, la croissance est de retour en Islande. Le PIB a été marqué par une forte volatilité : entre le troisième trimestre 2007 et le deuxième trimestre 2011, le PIB a baissé de plus de 13 % mais il a depuis rebondi de 5,7 %. En Irlande, la volatilité a été moindre et la phase récessive moins longue qu'en Islande (8 trimestres) et de plus faible amplitude (-10,7 %). En revanche, la sortie de crise y est plus timide avec une progression du PIB de seulement 3,4 % depuis fin 2009.

Notre analyse nous conduit à deux conclusions principales : d'une part, la dévaluation interne est moins efficace que la dévaluation externe ; d'autre part, la consolidation budgétaire est moins coûteuse lorsqu'elle est accompagnée de conditions monétaires et d'une politique de change favorables. C'est à la lumière de ces éléments qu'il convient de redéfinir le *policy mix* optimal en zone euro comme nous le suggérons plus en détail dans le rapport [iAGS](#). Une politique monétaire active est indispensable pour permettre le refinancement de la dette publique. Ainsi, la Banque centrale européenne doit intervenir en tant que prêteur en dernier ressort des pays

membres. Les pays en situation d'excédents doivent engager des politiques de "reflation" afin de contribuer à résorber les déséquilibres courants. L'ajustement budgétaire doit être assoupli et éventuellement décalé afin de permettre un retour plus rapide de la croissance.

iAGS, un rapport annuel indépendant

par [Christophe Blot](#), [Jérôme Creel](#) et [Xavier Timbeau](#)

L'austérité budgétaire dans la zone euro est un échec retentissant. Après deux années successives de restrictions budgétaires, la zone euro se prépare à engager, en 2013, une nouvelle phase d'austérité. Sur la base d'un travail collectif ayant abouti à la publication du [premier rapport iAGS 2013](#), les instituts économiques ECLM au Danemark, IMK en Allemagne et l'OFCE montrent que cette stratégie mène à une situation dramatique : la zone euro sera en récession en 2013, comme en 2012, et le chômage va continuer d'augmenter, pour atteindre près de 27 millions d'Européens résidant dans la zone euro à la fin 2013.

Cette situation n'est pas soutenable, socialement et économiquement, et elle ne l'est pas non plus du point de vue des finances publiques : les cures d'austérité ont des effets réels si néfastes que les déficits et les dettes publics ne

peuvent pas durablement baisser. La stratégie européenne doit donc être discutée et une alternative proposée. Celle-ci consiste, en respectant les traités européens en vigueur, à atténuer dès 2013 l'effort d'austérité budgétaire : il faut passer d'une baisse programmée du déficit corrigé de la conjoncture de 1,4% du PIB pour l'ensemble de la zone euro à une baisse de 0,5% du PIB. Et en invoquant les circonstances exceptionnelles que traverse la zone euro – qui prétendra qu'une troisième année de récession anticipée, après celles déjà bien effectives de 2009 et 2012, n'est pas exceptionnelle ? -, il faudrait même décaler dans le temps les efforts d'ajustement. Le rapport iAGS montre que cette stratégie permettrait effectivement de converger vers un ratio de dette publique conforme aux traités européens et à l'horizon de 20 ans qu'imposent ces mêmes traités, tout en limitant considérablement les coûts sur l'emploi et la croissance.

La politique monétaire est-elle devenue inefficace ?

Par [Christophe Blot](#), [Catherine Mathieu](#) et Christine Riffart

Ce texte résume l'[étude spéciale](#) de la prévision d'octobre 2012.

Depuis l'été 2007, les banques centrales des pays industrialisés sont intervenues de façon constante pour contrer les effets négatifs de la crise financière sur le fonctionnement du système bancaire et financier et pour faire redémarrer la croissance. Dans un premier temps, les taux directeurs ont été considérablement abaissés et maintenus

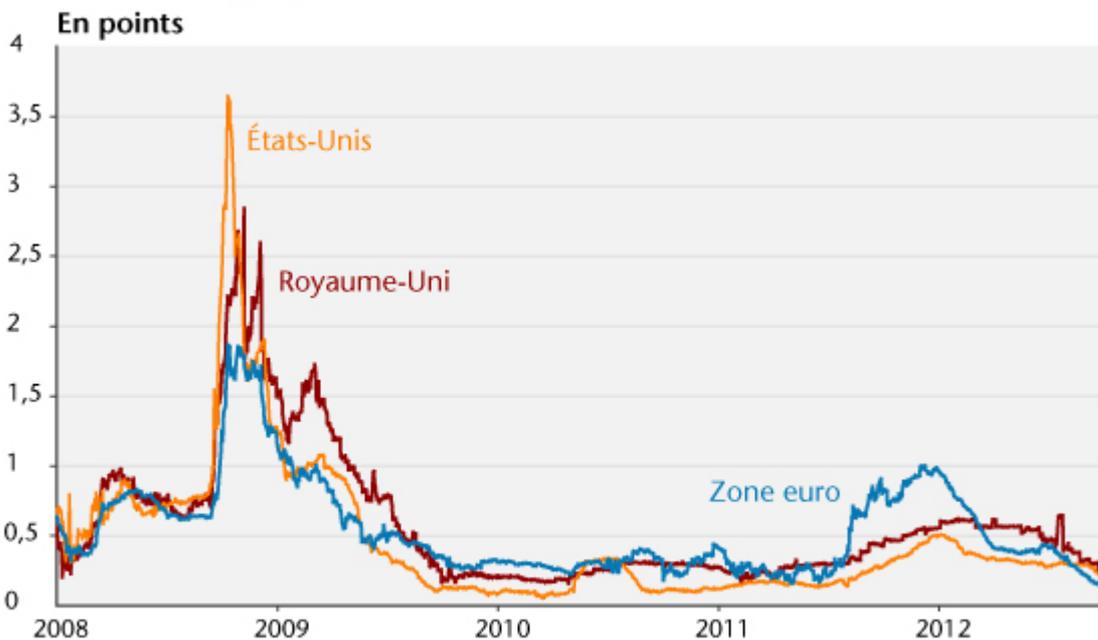
ensuite à un niveau proche de 0[1]. Dans un deuxième temps, à partir du début de l'année 2009, les banques centrales ont mis en œuvre des mesures dites non conventionnelles. Si ces politiques peuvent différer d'une banque centrale à l'autre, elles se traduisent toutes par une augmentation de la taille de leur bilan ainsi que par une modification de la composition de l'actif de ce bilan. Néanmoins, trois ans après le creux d'activité observé aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, force est de constater que la reprise n'est pas au rendez-vous ; le chômage se maintient partout à un niveau élevé. En Europe, une nouvelle récession menace[2]. Ces éléments remettent-ils en cause l'efficacité de la politique monétaire et plus particulièrement des mesures non conventionnelles ?

Depuis presque 4 ans, une abondante recherche se développe pour évaluer l'impact des politiques monétaires non conventionnelles[3]. Cecioni, Ferrero et Sacchi (2011)[4] proposent une revue de littérature récente sur le sujet. La majorité de ces études porte sur l'impact des différentes mesures prises par les banques centrales sur les variables financières et notamment sur les taux du marché monétaire ou les taux obligataires. Etant donné le rôle du marché monétaire dans la transmission de la politique monétaire, la capacité des banques centrales à atténuer les tensions qui ont émergé dès le début de la crise financière constitue un vecteur essentiel de l'efficacité de leurs interventions. Plus récemment, ce fut aussi une des raisons ayant motivé la BCE à proposer une opération de refinancement exceptionnel, en deux temps, pour une maturité de 3 ans. De fait, cette intervention a permis de réduire les tensions sur le marché interbancaire qui étaient réapparues dans la zone euro, et dans une moindre mesure aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, en fin d'année 2011 (graphique). Cet épisode semble confirmer que l'action des banques centrales est efficace lorsqu'il s'agit de faire face à une crise de liquidité. Un autre enjeu essentiel du débat porte sur la capacité des mesures non conventionnelles à faire

baisser les taux d'intérêt à long terme et par ce biais à stimuler l'activité. Il s'agit là en effet d'un levier important de la transmission de la politique monétaire. Sur cet aspect, les conclusions sont plus mitigées. Néanmoins, pour les Etats-Unis, une étude réalisée par Meaning et Zhu (2012)[\[5\]](#) suggère que les programmes d'achat de titres de la Réserve fédérale auraient contribué à faire baisser les taux publics américains à 10 ans de 60 points pour le premier programme (LSAP1 *Large scale asset purchase*) et de 156 points pour le second (LSAP2). Pour la zone euro, Peersman[\[6\]](#) (2011) montre que les effets des mesures non conventionnelles sur l'activité sont globalement assez proches de ceux d'une baisse du taux directeur et Gianone, Lenza, Pill et Reichlin[\[7\]](#) (2012) suggèrent que les différentes mesures prises par la BCE depuis le début de la crise ont permis d'amortir la hausse du taux de chômage, même si l'effet est limité à 0,6 point.

Dans ces conditions, comment expliquer la faiblesse, voire l'absence, de la reprise ? Une première piste évoque l'hypothèse de la trappe à liquidité[\[8\]](#). L'incertitude est encore présente et le système financier reste fragilisé si bien que les agents expriment toujours une préférence pour la liquidité et la sécurité, ce qui explique leur réticence à s'engager sur des projets risqués. Ainsi, même si les conditions de financement sont favorables, la politique monétaire ne permet pas de stimuler plus fortement l'activité. Cette hypothèse explique probablement la timidité de la reprise aux Etats-Unis. Mais, à cette hypothèse, s'ajoute dans la zone euro et au Royaume-Uni, une deuxième piste qui attribue la faiblesse de la reprise à l'impact des politiques budgétaires restrictives. En effet, les pays de la zone euro comme le Royaume-Uni poursuivent une stratégie de consolidation budgétaire qui pèse sur la demande. Les politiques monétaires sont alors certes expansionnistes mais elles ne parviennent pas à compenser l'effet récessif des politiques budgétaires sur la croissance.

Graphique. Tensions sur les marchés interbancaires*



* Les tensions sont mesurées par l'écart entre les taux interbancaires (Libor ou Euribor) et l'overnight interest rate swap (OIS).

Source : Datastream.

[1] Il faut cependant rappeler l'exception de la BCE qui a augmenté prématurément son taux directeur par deux fois en 2011. Elle est depuis revenue sur ces décisions et a baissé le principal taux directeur qui s'établit à 0,75 % depuis juillet 2012.

[2] La première estimation du PIB du Royaume-Uni pour le troisième trimestre 2012 indique un rebond de la croissance après 3 trimestres de baisse. Ce rebond résulte cependant de facteurs exceptionnels (voir [Royaume-Uni : l'enlisement](#)) et l'activité reculerait à nouveau au quatrième trimestre.

[3] Les politiques monétaires non conventionnelles avaient déjà fait l'objet de nombreuses analyses appliquées au cas de la Banque du Japon. La mise en œuvre de mesures équivalentes aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro a contribué à amplifier très largement l'intérêt pour ces questions.

[4] « [Unconventional monetary policy in theory and in practice](#) », *Banca d'Italia Occasional Papers* n°102.

[5] « [The impact of Federal Reserve asset purchase programmes :another twist](#) », *BIS Quarterly Review*, March p.23-30.

[6] « [Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area](#) », ECB Working Paper n°1397.

[7] « [The ECB and the interbank market](#) », CEPR Discussion Paper n°8844.

[8] Voir [OFCE](#) (2010) pour une analyse de cette hypothèse.

Zone euro : la confiance ne suffira pas

Par [Céline Antonin](#), [Christophe Blot](#) et Danielle Schweisguth

Ce texte résume les prévisions d'octobre 2012 pour l'[économie de la zone euro](#).

Après plus de deux années de crise de la zone euro, le Conseil européen, qui s'est tenu les 18 et 19 octobre, n'avait cette fois-ci rien d'un énième sommet de la dernière chance. Même si les discussions sur la future union bancaire^[1] furent sources de tensions entre la France et l'Allemagne, il n'y avait aucune épée de Damoclès au-dessus de la tête des chefs d'Etats européens. Pour autant, il serait prématuré de considérer que la crise est proche de son terme. Rappelons simplement que le PIB de la zone euro n'a toujours pas retrouvé son niveau

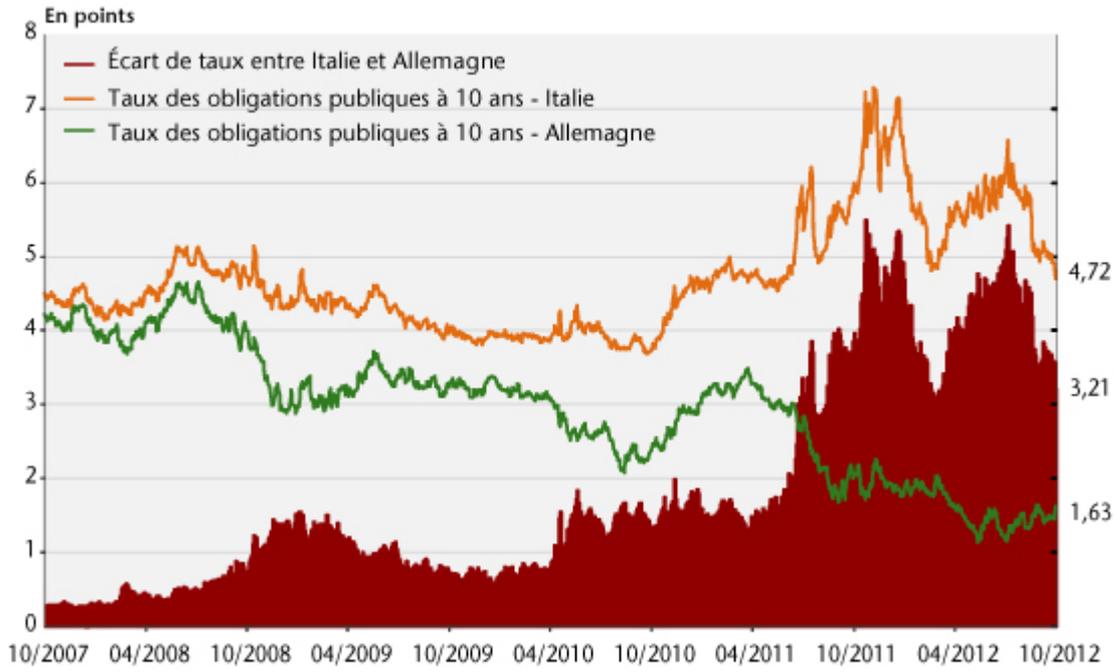
d'avant-crise et qu'il a encore reculé de 0,2 % au deuxième trimestre 2012. Cette baisse devrait se poursuivre puisque nous anticipons une baisse du PIB de 0,5 % en 2012 et encore de 0,1 % en 2013. Par conséquent, le taux de chômage de la zone euro, qui a d'ores et déjà dépassé son précédent record historique qui datait d'avril 1997, continuerait d'augmenter pour atteindre 12,1 % en fin d'année 2013. Quelles sont alors les raisons de cette accalmie ? La zone euro peut-elle rapidement renouer avec la croissance et espérer enfin endiguer la crise sociale ?

Depuis la fin de l'année 2011, l'Europe a adopté un nouveau traité (TSCG : Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance) en cours de ratification dans les 25 pays signataires. Concrètement, ce nouveau texte doit permettre de renforcer la discipline budgétaire – via l'adoption de règles d'or nationales – et la solidarité grâce à la création du MES (Mécanisme européen de stabilité) dans la mesure où le recours au MES est conditionnelle à la ratification du TSCG. Le 6 septembre, la BCE a dévoilé les contours de son nouveau programme conditionnel d'achat de titres souverains ([voir ici](#)) dont l'objectif est de faire baisser les taux d'intérêt publics des pays placés sous le contrôle du MES. Ainsi, depuis le pic atteint le 24 juillet 2012, les primes de risque, mesurées par l'écart entre les taux d'intérêt publics italien et espagnol et le taux allemand, ont respectivement baissé de 2,2 et 2,5 points (graphiques 1 et 2). On est certes encore très éloigné de la normale mais il n'en demeure pas moins que cette accalmie est la bienvenue et qu'elle témoigne de l'éloignement du spectre d'un éclatement de la zone euro.

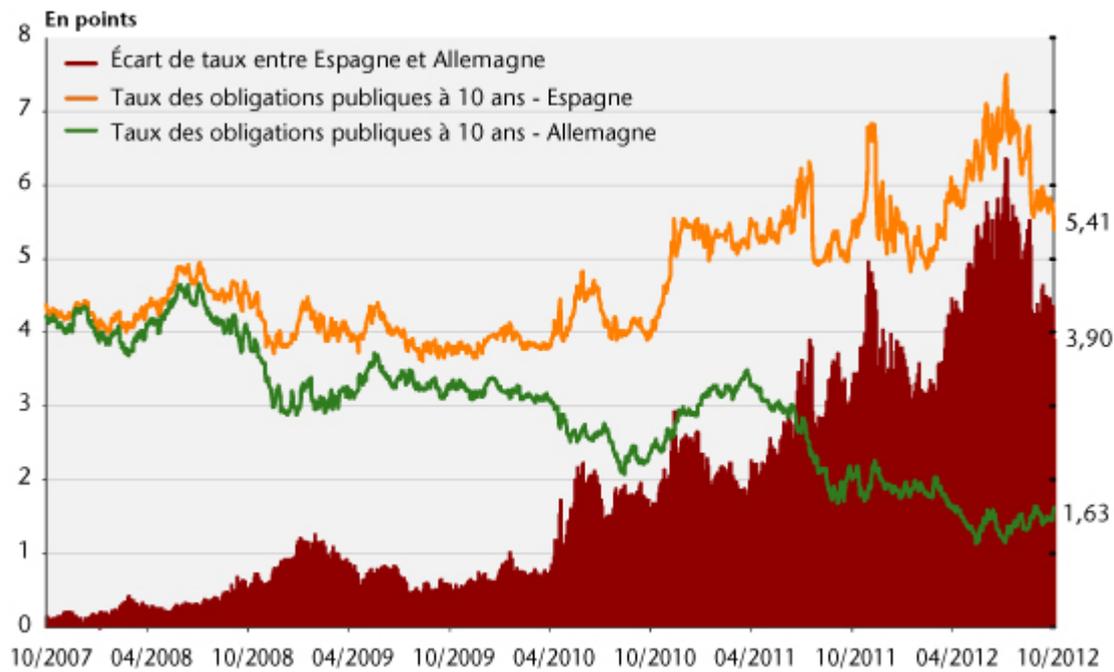
Cette nouvelle vague d'optimisme pourrait-elle être le signe précurseur d'une reprise de l'activité dans la zone euro ? La réponse à cette question est malheureusement négative. Les politiques budgétaires des pays de la zone restent en effet fortement restrictives. Elles ont même eu tendance à s'accroître en 2012 contribuant notamment au retour en

récession de l'Italie, de l'Espagne et renforçant celle subie par le Portugal et la Grèce. Sur l'ensemble de la zone euro, l'impulsion budgétaire sera de 1,7 point de PIB en 2012 (tableau). Les votes en cours des budgets nationaux confirment cette stratégie de réduction forcée des déficits budgétaires pour l'année 2013 puisque la consolidation budgétaire globale pour l'ensemble de la zone euro serait de 1,3 %. Les écarts seraient importants entre les pays puisque l'impulsion budgétaire de l'Allemagne serait à peine négative (-0,2 point) mais supérieure à -2 points de PIB en Espagne, en Italie et en Grèce. Or, l'impact récessif de cette consolidation budgétaire synchrone sera d'autant plus important que les pays de la zone euro sont toujours en bas de cycle économique. Dans ces conditions, les objectifs en matière de réduction des déficits budgétaires ne seront pas atteints, ce qui ne manquera pas de soulever la question de l'opportunité de nouvelles restrictions budgétaires. De plus en plus d'Etats membres risquent alors d'être pris dans un cercle vicieux où la faiblesse de la croissance appelle de nouveaux ajustements budgétaires qui renforcent la crise économique et sociale. Toute décision améliorant la gouvernance de l'Union ou la transmission de la politique monétaire est essentielle pour restaurer la confiance et créer les conditions d'un retour de la croissance. Mais ces éléments sont insuffisants pour échapper à la récession et ne doivent pas occulter l'impact de la stratégie budgétaire.

Graphique 1. Taux d'intérêt à long terme public en Italie et *Spread* Italie-Allemagne



Graphique 2. Taux d'intérêt à long terme public en Espagne et *Spread* Espagne-Allemagne



Source : Datastream.

Tableau. Impulsions budgétaires des pays de la zone euro

En points de PIB

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------|------|------|------|------|------|
| Allemagne | 0,7 | 1,5 | -0,9 | -0,5 | -0,2 |
| Autriche | 0,4 | 0,6 | -1,6 | -0,1 | -0,9 |
| Belgique | 1,9 | -0,3 | -0,1 | -1,1 | -0,8 |
| Espagne | 3,8 | -2,5 | -1,1 | -3,4 | -2,4 |
| Finlande | 0,4 | 1,5 | -1,6 | -0,4 | -1,3 |
| France | 2,3 | -0,5 | -2,9 | -1,6 | -1,8 |
| Grèce | 3,2 | -8,0 | -5,3 | -5,0 | -3,9 |
| Irlande | 2,2 | -4,4 | -1,5 | -2,4 | -1,8 |
| Italie | 0,8 | -0,4 | -1,2 | -3,2 | -2,1 |
| Pays-Bas | 4,0 | -1,1 | -0,2 | -1,0 | -1,2 |
| Portugal | 5,0 | -0,7 | -3,7 | -3,7 | -1,8 |
| Zone euro 11* | 1,8 | -0,3 | -1,3 | -1,7 | -1,3 |

*Hors Chypre, Luxembourg, Malte, Slovaquie, Slovénie et Estonie.

Note de lecture : L'impulsion budgétaire est mesurée par l'opposé de la variation du solde structurel primaire, c'est-à-dire hors charges d'intérêt et recettes exceptionnelles : elle est une approximation de la politique budgétaire discrétionnaire.

Sources : Calculs et prévisions OFCE, octobre 2012.

[1] Voir [ici](#) pour une analyse des enjeux et des questions soulevées par le projet d'union bancaire.

Will Germany be caught up in the recession of its European partners?

[Christophe Blot](#) and Sabine Le Bayon

Can Germany avoid the recession that is hitting a growing number of countries in the euro zone? While Germany's economic situation is undoubtedly much more favourable than that of

most of its partners, the fact remains that the weight of exports in its GDP (50%, vs 27% for France) is causing a great deal of uncertainty about the country's future growth.

Thus, in the last quarter of 2011, the downturn in the German economy (-0.2%) due to the state of consumption and exports has upset hopes that the country would be spared the crisis and that it could in turn spur growth in the euro zone based on the strength of its domestic demand and wage increases. Exports of goods fell 1.2% in value in late 2011 over the previous quarter, with a contribution of -1.5 points for the euro zone and -0.4 points for the rest of the European Union. Admittedly, the beginning of 2012 saw renewed growth, with GDP rising by 0.5% ([versus 0% in the euro zone](#)). Once again this was driven by exports, in particular to countries outside the euro zone. The prospects of a recession across the Rhine in 2012 thus appear to be receding, but there is still great uncertainty about how foreign trade will be affected in the coming months and about the extent of the slowdown "imported" into Germany. The question is whether the improvement in the first quarter of 2012 is temporary. The decline in manufacturing orders from euro zone firms to Germany (-7.5% in the first quarter of 2012, after -4.8% in the last quarter of 2011) could spell the end of German's persistent growth, especially if the recession in the euro zone continues or worsens.

With GDP per capita above the pre-crisis level, Germany has been an exception in a euro zone that is still profoundly marked by the crisis. The country's public deficit is under control, and it already meets the 3% threshold set by the Stability and Growth Pact. Germany is still running a foreign trade [1] surplus, which came to 156 billion euros (6.1% of GDP) in 2011, whereas at this same time France ran a deficit of 70 billion euros (3.5% of GDP). Despite Germany's favourable foreign trade performance, the crisis has left scars, which today are being aggravated by the energy bill.

For instance, before the crisis the trade surplus was 197 billion euros, with over 58% from trade with partners in the euro zone. With the crisis, activity slowed sharply in the euro zone – the zone’s GDP in the first quarter of 2012 was still 1.4% lower than the level in the first quarter of 2008 – which is automatically reflected in demand addressed to Germany. Thus, exports of goods to the euro zone are still below their level of early 2008 (down 2.9% for Germany and 6.3% for France, see Table 1). Germany’s trade surpluses vis-à-vis Italy and Spain – two countries that were hit hard by the crisis – have fallen significantly, mainly due to lower demand from the two countries. German exports to these two countries have decreased by 27% and 4% respectively since 2007.

Nevertheless, although Germany is more exposed to foreign trade shocks than France, it is less exposed to the euro zone. The share of euro zone countries in German exports fell from 44.8% in 2003 to 39.7% in 2011 (Table 2a). In France, despite a fall on the same order of magnitude, 47.5% of exports are still directed towards the euro zone. When the European Union as a whole is considered, however, the gap disappears, as the EU represents 59.2% of German exports compared with 59.8% of French exports. The lower level of dependence on the euro zone has been offset by increasing exports to the new member states of the European Union (the NEM), with which German trade reached 11.4% in 2011. Moreover, Germany has maintained its lead over France on the emerging markets: in 2011 Asia represented 15.8% of German exports and China 6.1%, against 11.5% and 3.2% in the French case. By managing to diversify the geographical composition of its exports to areas experiencing vigorous growth, Germany has been able to dampen the shock of the slowdown in the euro zone. This can be seen in recent trade trends: while Germany’s exports (like France’s) have surpassed their pre-crisis level, this was due to exports to countries outside the euro zone, where Germany has benefited more than France (Table 1). Germany has in fact

succeeded in significantly reducing its deficit with Asia, which has helped to offset the poor results with the euro zone and with Central and Eastern Europe. Finally, Germany has advantages in terms of [non-price competitiveness](#) [2], which reflects the dynamism of trade in automobiles and electrical, electronic and computer equipment. The surpluses in these two sectors regained their pre-crisis level in 2011 (respectively, 103 and 110 billion euros in 2011), whereas the balances in these two sectors have continued to deteriorate in France.

Even if orders from countries outside the euro zone remain buoyant (up 3.6% in early 2012), the weight of the euro zone is still too strong for exports to emerging markets to offset the decline in orders placed by the euro zone to Germany. This will inevitably affect the country's growth. GDP should therefore rise less rapidly in 2012 than in 2011 (0.9% according to the OFCE [3], following 3.1%). Germany might thus avoid a recession, unless the euro zone as a whole experiences even sharper fiscal contraction. Indeed, the slowdown in growth means that the euro zone member states will not be able to [meet their budget commitments in 2012 and 2013](#), which could lead them to decide on further restrictive measures, which would in turn reduce growth throughout the zone, and therefore demand addressed to the zone's partners. In this case Germany would not avoid a recession.

Finally, the role of foreign trade is not limited to growth and employment. It could also have an impact on negotiations between France and Germany about the governance of the euro zone. The relative growth of the two countries will in practice affect the balance of power between them. The expected slowdown in growth in Germany clearly reflects its conflicting interests between, on the one hand, maintaining its market opportunities and, on the other, its fears vis-à-vis the functioning of the euro zone and the cost to public finances of broader support for the countries in greatest difficulty. While up to now the latter consideration has

dominated the German position, this could change once its commercial interests come under threat, especially at a time when the German Chancellor is negotiating with the Parliamentary opposition about the ratification of the fiscal pact – an opposition that could demand measures to support growth in Europe, as has the new French president.

Table 1. German and French exports since the crisis, in value

2008 Q1 = 100

| | | 2009 - Q2 | 2012 - Q1 |
|--------------------|---------|-----------|-----------|
| Totale | Germany | 76,5 | 108,4 |
| | France | 77,6 | 101,6 |
| Euro zone | Germany | 76,4 | 97,1 |
| | France | 75,4 | 93,7 |
| Other EU countries | Germany | 71,2 | 103,3 |
| | France | 71,4 | 89,4 |
| Rest of the world | Germany | 79,8 | 123,0 |
| | France | 83,1 | 117,5 |

Sources : Customs, Destatis.

Table 2a. The main partners of Germany and France

%

| | 2003 | | 2011 | |
|-----------------------------|---------|--------|---------|--------|
| | Germany | France | Germany | France |
| European Union | 65,0 | 67,0 | 59,2 | 59,8 |
| Euro zone | 44,8 | 52,2 | 39,7 | 47,5 |
| - <i>France/Germany</i> | 10,4 | 15,8 | 9,6 | 16,3 |
| - <i>Italy</i> | 7,3 | 9,2 | 5,9 | 8,0 |
| - <i>Spain</i> | 4,9 | 10,0 | 3,3 | 7,2 |
| - <i>Netherlands</i> | 6,4 | 3,8 | 6,5 | 4,2 |
| - <i>Belgium/Luxembourg</i> | 5,8 | 8,2 | 5,0 | 7,5 |
| - <i>Austria</i> | 5,4 | 1,0 | 5,4 | 0,9 |
| United Kingdom | 8,4 | 9,5 | 6,2 | 6,5 |
| NEM* | 9,2 | 3,7 | 11,4 | 4,8 |
| United States | 9,3 | 6,7 | 6,9 | 5,5 |
| Asia | 11,4 | 7,3 | 15,8 | 11,5 |
| - <i>China</i> | 2,7 | 1,4 | 6,1 | 3,2 |
| - <i>Japan</i> | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 1,5 |

Note : The NEM include Bulgaria, the Czech Republic, Latvia, Lithuania, Hungary, Poland, Romania, Slovenia, Slovakia and Estonia.

Sources : Customs, Destatis.

Table 2b. The main suppliers of Germany and France

%

| | 2003 | | 2011 | |
|-----------------------------|---------|--------|---------|--------|
| | Germany | France | Germany | France |
| European Union | 61,4 | 65,2 | 55,7 | 58,9 |
| Euro zone | 42,4 | 53,6 | 37,7 | 48,2 |
| - <i>France/Germany</i> | 9,3 | 18,9 | 7,6 | 17,3 |
| - <i>Italy</i> | 6,5 | 9,4 | 5,3 | 7,4 |
| - <i>Spain</i> | 3,0 | 7,6 | 2,8 | 6,1 |
| - <i>Netherlands</i> | 7,9 | 4,7 | 8,4 | 4,4 |
| - <i>Belgium/Luxembourg</i> | 5,1 | 7,4 | 4,5 | 8,2 |
| - <i>Austria</i> | 4,1 | 1,0 | 4,1 | 0,9 |
| United Kingdom | 6,4 | 6,7 | 4,8 | 4,4 |
| NEM* | 9,3 | 3,2 | 10,7 | 4,0 |
| United States | 7,8 | 6,5 | 5,6 | 5,7 |
| Asia | 15,5 | 12,5 | 20,4 | 15,7 |
| - <i>China</i> | 4,1 | 4,1 | 9,7 | 8,2 |
| - <i>Japan</i> | 3,8 | 3,2 | 2,8 | 1,9 |

Note : The NEM include Bulgaria, the Czech Republic, Latvia, Lithuania, Hungary, Poland, Romania, Slovenia, Slovakia and Estonia.

Sources : Customs, Destatis.

[1] Measured by the gap between the export and import of goods.

[2] See also J.-C. Bricongne, L. Fontagné and G. Gaulier (2011): "Une analyse détaillée de la concurrence commerciale entre la France et l'Allemagne" [A detailed analysis of commercial competition between France and Germany], Presentation at the Fourgeaud seminar [in French].

[3] This figure corresponds to the update of our forecast of April 2012, which takes into account the publication of the growth figures for Q1 2012.

L'Allemagne sera-t-elle rattrapée par la récession de ses partenaires européens ?

[Christophe Blot](#) et Sabine Le Bayon

L'Allemagne peut-elle être épargnée de la récession qui frappe un nombre croissant de pays de la zone euro ? Si la situation économique allemande est sans aucun doute bien plus favorable que celle de la plupart de ses partenaires, il n'en demeure pas moins que le poids des exportations dans le PIB allemand (50% contre 27% en France) fait peser une forte incertitude sur sa trajectoire de croissance.

Ainsi, au dernier trimestre 2011, le recul de l'activité (-0,2 %), lié à la consommation et aux exportations, a fait vaciller les espoirs d'une Allemagne qui serait épargnée de la crise et qui pourrait en retour tirer la croissance de la zone euro grâce à la vigueur de sa demande interne et aux augmentations de salaires. Les exportations de biens en valeur ont reculé de 1,2 % fin 2011 par rapport au trimestre précédent, avec une contribution de -1,5 point pour la zone euro et de -0,4 point pour le reste de l'Union européenne. Certes, le début de l'année 2012 a été marqué par le regain de vigueur de la croissance, avec une progression du PIB de 0,5 % ([contre 0 % dans la zone euro](#)) à nouveau tirée par les exportations et en particulier par celles des pays hors de la zone euro. Les perspectives d'une récession outre-Rhin en 2012 semblent donc s'éloigner, mais de fortes incertitudes demeurent sur les évolutions du commerce extérieur dans les prochains mois et sur l'ampleur du ralentissement « importé » en Allemagne. L'enjeu est de savoir si l'amélioration

enregistrée au premier trimestre 2012 est temporaire. Le recul des commandes manufacturières des entreprises de la zone euro vers l'Allemagne (-7,5 % au premier trimestre 2012, après -4,8 % au dernier trimestre 2011) pourrait sonner le glas de la vigueur de la croissance allemande, surtout si la récession dans la zone euro se poursuit et s'amplifie.

Avec un PIB par tête qui dépasse le niveau d'avant-crise, l'Allemagne fait figure d'exception dans une zone euro encore profondément marquée par la crise. Le déficit public est maîtrisé et l'Allemagne respecte déjà le seuil de 3 % du Pacte de stabilité et de croissance. Le commerce extérieur^[1] reste excédentaire et s'élevait à 156 Mds d'euros (soit 6,1 % du PIB) en 2011 quand, dans le même temps, la France enregistrait un déficit de 70 Mds d'euros (soit 3,5 % du PIB). Pourtant, malgré ces performances favorables en matière de commerce extérieur, la crise a laissé des traces qui sont aujourd'hui amplifiées par la facture énergétique. Ainsi, avant la crise, l'excédent était de 197 milliards dont plus de 58 % liés aux échanges avec les partenaires de la zone euro. Avec la crise, l'activité a fortement ralenti dans la zone euro – le PIB, au premier trimestre 2012, est encore inférieur de 1,4 % à celui qui prévalait au premier trimestre 2008 – ce qui s'est automatiquement répercuté sur la demande adressée à l'Allemagne. Ainsi, les exportations de biens vers la zone euro sont toujours inférieures à leur niveau de début 2008 (de 2,9 % pour l'Allemagne et de 6,3 % pour la France, voir tableau 1). De fait, les excédents commerciaux de l'Allemagne vis-à-vis de l'Italie et de l'Espagne – deux pays fortement touchés par la crise – ont été nettement réduits, principalement en raison du recul de la demande espagnole et italienne. Les exportations allemandes vers ces deux pays ont ainsi respectivement diminué de 27 % et de 4 % depuis 2007.

Néanmoins, même si l'Allemagne est plus exposée aux chocs de commerce international que la France, son exposition à l'égard de la zone euro est moindre. La part des pays de la zone euro

dans les exportations allemandes est passée de 44,8 % en 2003 à 39,7 % en 2011 (tableau 2a). En France, malgré une baisse du même ordre de grandeur, 47,5 % des exportations sont toujours orientées vers la zone euro. L'écart s'efface cependant en considérant l'ensemble de l'Union européenne, qui représente 59,2 % des exportations allemandes contre 59,8 % des exportations françaises ; la baisse de la dépendance à l'égard de la zone euro étant compensée par la hausse de la part des nouveaux Etats membres de l'Union européenne dans le commerce allemand qui atteint 11,4 % en 2011. De plus, l'Allemagne a conservé son avance sur les marchés émergents par rapport à la France : l'Asie représente 15,8 % des exportations allemandes en 2011 et la Chine 6,1 %, contre respectivement 11,5 % et 3,2 % dans le cas français. En parvenant à diversifier la composition géographique de ses exportations vers des zones de croissance dynamique, l'Allemagne pourrait amortir le choc d'un ralentissement conjoncturel dans la zone euro. C'est de fait ce que montrent les dernières évolutions du commerce extérieur puisque si les exportations allemandes (comme françaises) sont supérieures à leur niveau d'avant-crise, c'est grâce aux exportations vers les pays hors zone euro, dont l'Allemagne a plus profité que la France (tableau 1). L'Allemagne a en effet réussi à réduire son déficit vers l'Asie de façon nette, ce qui a en partie compensé les mauvais résultats du côté de la zone euro et des PECO. Enfin, l'Allemagne dispose d'avantages en matière de [compétitivité hors-prix\[2\]](#) que traduit le dynamisme des échanges dans les secteurs automobile et des matériels électriques, électroniques et informatiques. Les excédents dans ces deux secteurs ont retrouvé en 2011 leur niveau d'avant-crise (respectivement 103 et 110 milliards d'euros en 2011), alors que les soldes de ces deux secteurs ont continué à se dégrader en France.

Même si les commandes en provenance des pays hors zone euro restent dynamiques (3,6 % début 2012), le poids de la zone euro reste trop fort pour que les exportations vers les pays

émergents puissent compenser le recul des commandes adressées par la zone euro à l'Allemagne, ce qui se répercutera inévitablement sur la croissance allemande. Le PIB devrait donc progresser moins rapidement en 2012 qu'en 2011 (0,9 % selon l'OFCE[3], après 3,1 %). L'Allemagne échapperait donc à la récession sauf si la contraction budgétaire devait s'amplifier dans l'ensemble de la zone euro. En effet, le ralentissement de la croissance ne permettra pas aux Etats membres de [respecter leurs engagements budgétaires en 2012 et 2013](#), ce qui pourrait les conduire à décider de nouvelles mesures restrictives qui réduiraient d'autant la croissance dans l'ensemble de la zone euro et donc la demande adressée à leurs partenaires. Dans ce cas, l'Allemagne n'échapperait pas à la récession.

Enfin, le rôle du commerce extérieur n'est pas seulement essentiel pour la croissance et pour l'emploi en Allemagne. Il pourrait également s'immiscer dans les négociations menées par la France et l'Allemagne sur la gouvernance de la zone euro. La croissance relative des pays jouera en effet sur le rapport de force entre les deux pays. Le ralentissement prévu de la croissance en Allemagne traduit bien ses intérêts contradictoires entre le maintien de ses débouchés commerciaux et ses craintes vis-à-vis du fonctionnement de la zone euro et du coût pour ses finances publiques d'un soutien plus large aux pays les plus fragiles. Si ce dernier aspect a pour l'instant dominé, la position allemande pourrait évoluer à partir du moment où ses intérêts commerciaux sont menacés, d'autant plus que la chancelière allemande négocie avec l'opposition parlementaire pour ratifier le pacte budgétaire, opposition qui pourrait réclamer des mesures de soutien à la croissance en Europe comme le fait le nouveau président français.

Tableau 1. Les exportations allemandes et françaises en valeur depuis la crise

2008 T1 = 100

| | | 2009 - T2 | 2012 - T1 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|
| Totale | Allemagne | 76,5 | 108,4 |
| | France | 77,6 | 101,6 |
| Zone euro | Allemagne | 76,4 | 97,1 |
| | France | 75,4 | 93,7 |
| Autres pays de l'UE | Allemagne | 71,2 | 103,3 |
| | France | 71,4 | 89,4 |
| Reste du monde | Allemagne | 79,8 | 123,0 |
| | France | 83,1 | 117,5 |

Sources : Douanes, Destatis.

Tableau 2a. Les principaux clients de l'Allemagne et de la France

En %

| | 2003 | | 2011 | |
|-----------------------------------|-----------|--------|-----------|--------|
| | Allemagne | France | Allemagne | France |
| Union européenne | 65,0 | 67,0 | 59,2 | 59,8 |
| Zone euro | 44,8 | 52,2 | 39,7 | 47,5 |
| <i>dont France / Allemagne</i> | 10,4 | 15,8 | 9,6 | 16,3 |
| <i>dont Italie</i> | 7,3 | 9,2 | 5,9 | 8,0 |
| <i>dont Espagne</i> | 4,9 | 10,0 | 3,3 | 7,2 |
| <i>dont Pays-Bas</i> | 6,4 | 3,8 | 6,5 | 4,2 |
| <i>dont Belgique – Luxembourg</i> | 5,8 | 8,2 | 5,0 | 7,5 |
| <i>dont Autriche</i> | 5,4 | 1,0 | 5,4 | 0,9 |
| Royaume-Uni | 8,4 | 9,5 | 6,2 | 6,5 |
| NEM | 9,2 | 3,7 | 11,4 | 4,8 |
| Etats-Unis | 9,3 | 6,7 | 6,9 | 5,5 |
| Asie | 11,4 | 7,3 | 15,8 | 11,5 |
| <i>dont Chine</i> | 2,7 | 1,4 | 6,1 | 3,2 |
| <i>dont Japon</i> | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 1,5 |

Note : Les NEM sont la Bulgarie, la République tchèque, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie et l'Estonie.

Sources : Douanes, Destatis.

Tableau 2b. Les principaux fournisseurs de l'Allemagne et de la France

En %

| | 2003 | | 2011 | |
|-----------------------------------|-----------|--------|-----------|--------|
| | Allemagne | France | Allemagne | France |
| Union européenne | 61,4 | 65,2 | 55,7 | 58,9 |
| Zone euro | 42,4 | 53,6 | 37,7 | 48,2 |
| <i>dont France / Allemagne</i> | 9,3 | 18,9 | 7,6 | 17,3 |
| <i>dont Italie</i> | 6,5 | 9,4 | 5,3 | 7,4 |
| <i>dont Espagne</i> | 3,0 | 7,6 | 2,8 | 6,1 |
| <i>dont Pays-Bas</i> | 7,9 | 4,7 | 8,4 | 4,4 |
| <i>dont Belgique – Luxembourg</i> | 5,1 | 7,4 | 4,5 | 8,2 |
| <i>dont Autriche</i> | 4,1 | 1,0 | 4,1 | 0,9 |
| Royaume-Uni | 6,4 | 6,7 | 4,8 | 4,4 |
| NEM | 9,3 | 3,2 | 10,7 | 4,0 |
| Etats-Unis | 7,8 | 6,5 | 5,6 | 5,7 |
| Asie | 15,5 | 12,5 | 20,4 | 15,7 |
| <i>dont Chine</i> | 4,1 | 4,1 | 9,7 | 8,2 |
| <i>dont Japon</i> | 3,8 | 3,2 | 2,8 | 1,9 |

Note : Les NEM sont la Bulgarie, la République tchèque, la Lettonie, la Lituanie, la Hongrie, la Pologne, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie et l'Estonie.

Sources : Douanes, Destatis.

[1] Mesuré par l'écart entre les exportations et les importations de biens.

[2] Voir aussi J.-C. Bricongne, L. Fontagné et G. Gaulier (2011) : « Une analyse détaillée de la concurrence commerciale entre la France et l'Allemagne », Présentation séminaire Fourgeaud.

[3] Ce chiffre correspond à l'actualisation de notre prévision d'avril 2012 afin de tenir compte de la publication de la croissance du premier trimestre 2012.