

## Flash Economie

30 mars 2018 - 339

### L'Allemagne est-elle encore un vrai membre de la zone euro ?

Peut-on considérer que l'Allemagne est encore un « vrai membre de la zone euro » alors :

- que son cycle économique est nettement différent de celui des autres pays de la zone euro, ce qui rend bien sûr compliqué l'utilisation d'une seule politique monétaire ;
- que l'excès d'épargne de l'Allemagne est prêté aux pays en dehors de la zone euro, mais pas aux pays de la zone euro : il n'y a plus d'intégration des marchés de capitaux entre l'Allemagne et les autres pays de la zone euro ;
- que l'Allemagne est de moins en moins intégrée économiquement aux autres pays de la zone euro, comme le montre la structure de son commerce extérieur.

**Patrick Artus**

Tel. (33 1) 58 55 15 00

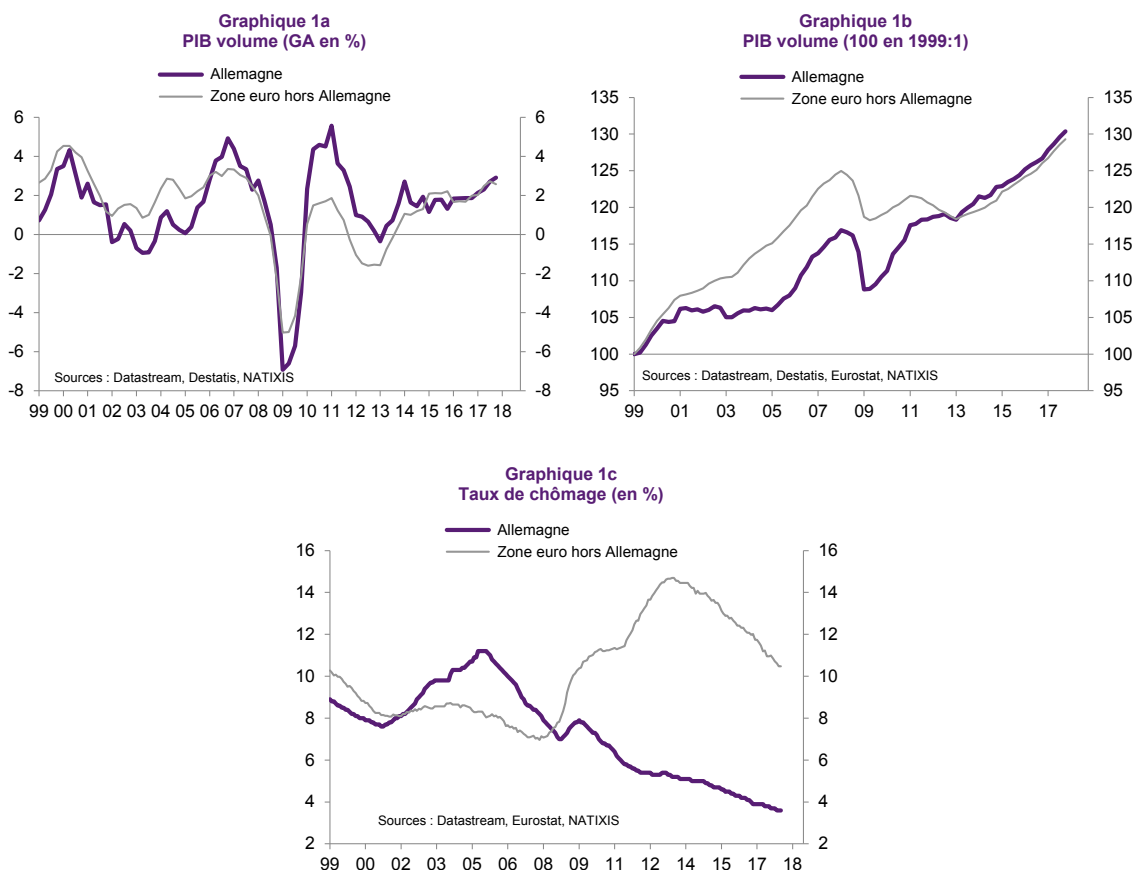
[patrick.artus@natixis.com](mailto:patrick.artus@natixis.com)

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

[www.research.natixis.com](http://www.research.natixis.com)

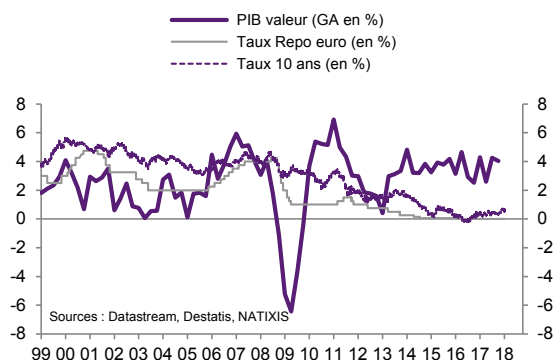
## Le cycle économique de l'Allemagne est différent de celui des autres pays de la zone euro

Les graphiques 1a/b montrent la croissance et le niveau du PIB de l'Allemagne et des autres pays de la zone euro, le graphique 1c montre les taux de chômage.



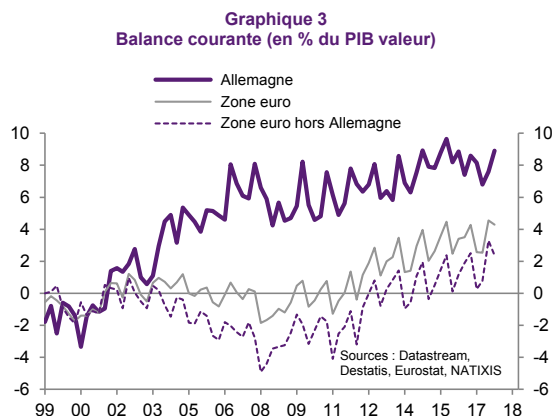
On voit la différence importante de cycles économiques entre l'Allemagne et les autres pays de la zone euro de 2010 à 2014, ce qui rend bien sûr compliqué l'utilisation d'une politique monétaire commune. La politique monétaire de la BCE est aujourd'hui beaucoup trop expansionniste pour l'Allemagne (graphique 2).

**Graphique 2**  
Allemagne : PIB valeur, taux Repo euro et taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



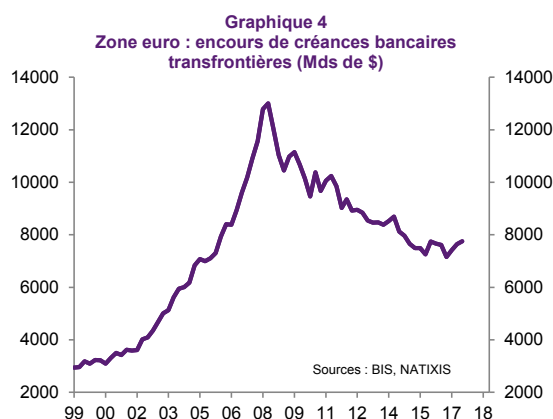
## L'excès d'épargne de l'Allemagne n'est plus prêté aux autres pays de la zone euro

Jusqu'à la crise de 2008-2009, l'excès d'épargne de l'Allemagne était prêté aux autres pays de la zone euro comme le montrent les évolutions des balances courantes (**graphique 3**).



**Mais depuis la crise**, et encore plus depuis la crise de la zone euro de 2010-2013, **l'excédent d'épargne de l'Allemagne n'est plus prêté aux autres pays de la zone euro mais est prêté au Reste du Monde** : l'excédent extérieur de l'Allemagne ne correspond plus aux déficits extérieurs des autres pays de la zone euro mais fait apparaître un excédent extérieur global de la zone euro, c'est-à-dire que la zone euro (en fait l'Allemagne) prête au Reste du Monde.

**Il n'y a donc plus d'intégration des marchés des capitaux entre les pays de la zone euro, les marchés de capitaux deviennent de plus en plus nationaux** (ce que montre par exemple la baisse de la détention des dettes publiques par les non-résidents, **tableau 1**, le recul des créances transfrontières de la zone euro, **graphique 4**), **ce qui vient du comportement d'investissement de l'épargne des Allemands.**



**Tableau 1 : part de la détention par les non-résidents des titres de la dette négociable de l'État (en %)**

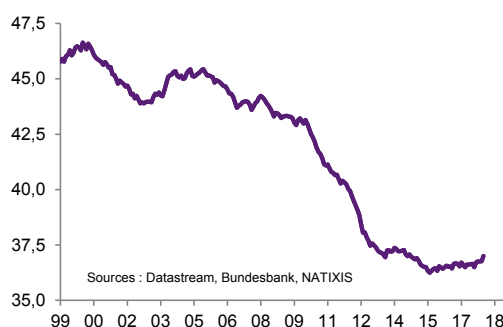
	Allemagne	France	Espagne	Italie	Portugal
1999	43,5	28,0	41,8	35,4	-
2000	46,3	33,7	41,8	40,6	-
2001	47,5	38,4	41,8	38,3	-
2002	48,4	41,9	41,8	39,6	-
2003	48,8	48,0	41,8	43,5	-
2004	49,2	52,7	46,6	43,3	-
2005	52,8	56,5	46,0	48,2	-
2006	55,1	59,0	44,7	50,6	-
2007	57,9	60,5	42,6	49,1	84,1
2008	59,2	64,1	47,8	47,7	84,6
2009	60,6	67,8	46,1	49,9	82,0
2010	66,2	67,0	54,7	46,4	67,9
2011	71,2	64,0	51,5	41,9	60,6
2012	72,6	61,9	36,1	37,0	52,2
2013	71,8	63,5	41,1	35,7	51,2
2014	73,4	63,6	47,1	38,1	53,8
2015	69,1	61,9	50,9	37,8	53,4
2016	64,0	58,5	48,4	35,6	43,1
2017	61,2	56,4	45,0	35,7	42,0

Sources : Banques Centrales, AFT, Trésor Public, NATIXIS

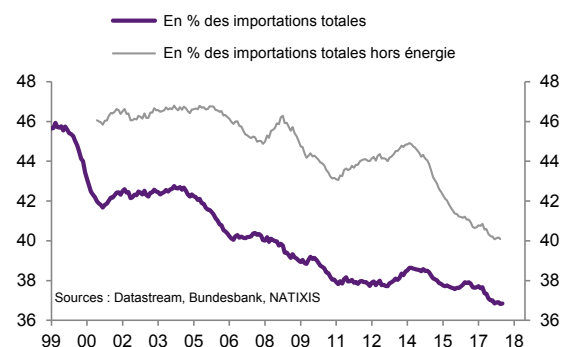
## Le degré d'intégration économique de l'Allemagne avec le reste de la zone euro diminue

Les graphiques 5a/b montrent le poids de la zone euro dans les exportations et importations de l'Allemagne.

**Graphique 5a**  
Allemagne : exportations vers la Zone euro (en % des exportations totales)

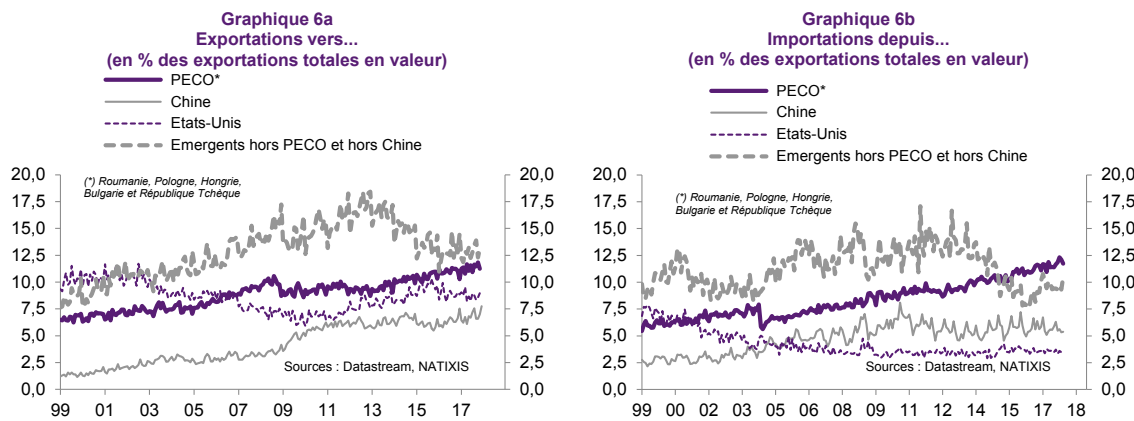


**Graphique 5b**  
Allemagne : importations depuis la Zone euro



On voit le recul du poids du commerce avec la zone euro dans le commerce de l'Allemagne.

Les graphiques 6a/b montrent que le commerce extérieur de l'Allemagne se développe avec les pays d'Europe Centrale (PECO), la Chine.



**L'Allemagne s'intègre donc économiquement de plus en plus avec les PECO membres de l'Union Européenne (Bulgarie, République Tchèque, Hongrie, Pologne et Roumanie) et la Chine mais pas avec la zone euro.**

## Synthèse : l'Allemagne n'est plus un vrai membre de la zone euro ?

Avec :

- un cycle économique de l'Allemagne différent de celui des autres pays de la zone euro ;
- un excès d'épargne de l'Allemagne qui n'est plus prêté aux autres pays de la zone euro, d'où la fin de l'Union des capitaux entre les pays de la zone euro ;
- une intégration commerciale de l'Allemagne en recul avec les autres pays de la zone euro.

Un peut effectivement considérer que l'Allemagne n'est plus un « vrai membre de la zone euro ».