

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

16 février 2012 – N° 139

### La zone euro dans son ensemble irait-elle mieux si tous les pays de la zone euro avaient adopté les mêmes politiques de l'offre que l'Allemagne ?

*La vision « allemande » de la politique économique de la zone euro est que tous les pays devraient adopter les politiques de l'offre (modération salariale, amélioration de la profitabilité et de la compétitivité, réformes fiscales) qui ont, après quelques années, réussi en Allemagne. Mais cette « vision allemande » pose une question très importante : que se serait-il passé si tous les pays de la zone euro avaient adopté les mêmes politiques économiques que l'Allemagne ?*

*On peut a priori avoir deux réponses opposées :*

*Réponse 1 : il s'agit d'un jeu à somme nulle entre les pays de la zone euro ; l'Allemagne a amélioré son économie au détriment des autres pays de la zone euro ; si tous les pays de la zone euro avaient adopté les mêmes politiques que l'Allemagne, il y aurait eu dépression de la demande intérieure de la zone euro sans aucun effet positif finalement.*

*Réponse 2 : l'amélioration de l'efficacité économique de la zone euro lui aurait permis, si tous les pays avaient utilisé le modèle allemand, de gagner des parts de marché vis-à-vis du reste du monde et d'accroître la croissance potentielle de la zone euro. Il y aurait donc eu un gain collectif pour l'ensemble des pays de la zone euro.*

*Pour trancher entre ces deux visions opposées, et savoir si le modèle allemand pour la zone euro, qui correspond à la seconde vision, est correct ou non, nous regardons si les politiques de l'offre menées en Allemagne :*

- ont donné à l'Allemagne un gain de part de marché, de production, vis-à-vis seulement des autres pays de la zone euro ou aussi vis-à-vis du reste du monde ;*
- ont accru ou non la croissance potentielle de l'Allemagne, avec des gains de productivité (du travail, globale des facteurs) plus élevés.*

*Nous concluons que, même si la balance commerciale de l'Allemagne ne s'améliore que vis-à-vis de l'Europe, ses exportations progressent rapidement vis-à-vis de toutes les régions du monde. De plus, les gains de productivité de l'Allemagne accélèrent à partir de 2005-2006. Il resterait donc probablement des effets favorables à l'ensemble de la zone euro si la politique de l'offre allemande était menée partout.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

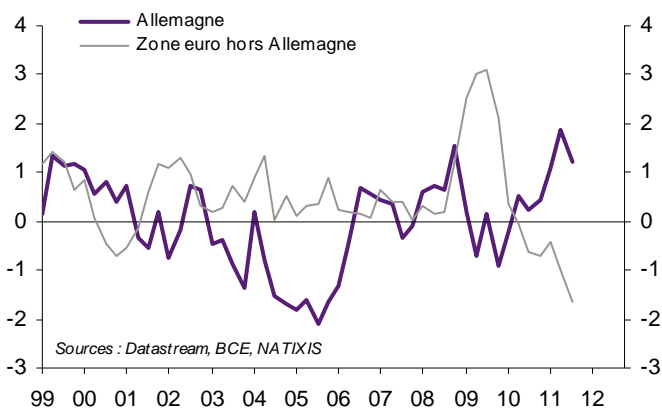
Patrick ARTUS

**Politique économique de l'offre en Allemagne depuis le début des années 2000, pas dans les autres pays de l'OCDE**

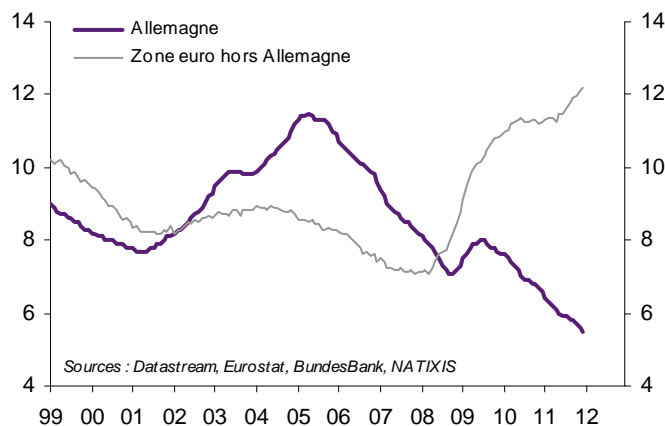
Depuis le début des années 2000, et jusqu'en 2005-2006, l'Allemagne a mis en œuvre des politiques de soutien de l'offre, ce qui n'a pas été le cas dans les autres pays de la zone euro, et se voit :

- au freinage des salaires (graphique 1a), dû à la fois au niveau élevé du chômage (graphique 1b) et aux réformes du marché du travail en Allemagne (moins de générosité de l'indemnisation du chômage, politique d'incitation au retour sur le marché du travail...);
- de ce fait, à la déformation du partage des revenus en faveur des entreprises en Allemagne, et pas dans le reste de la zone euro (graphiques 2a/2b), d'où l'amélioration de la profitabilité des entreprises allemandes (graphiques 3a/3b) et de leur compétitivité (graphiques 4a/4b);
- aux réformes fiscales favorables aux entreprises, avec baisse des cotisations sociales et hausse de la TVA, en Allemagne et pas du tout dans les autres pays de la zone euro (graphiques 5a/5b), au contraire.

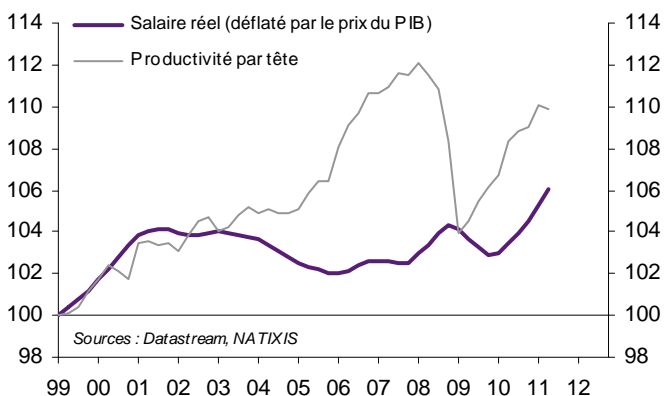
**Graphique 1a**  
Salaire réel par tête (prix conso, GA en %)



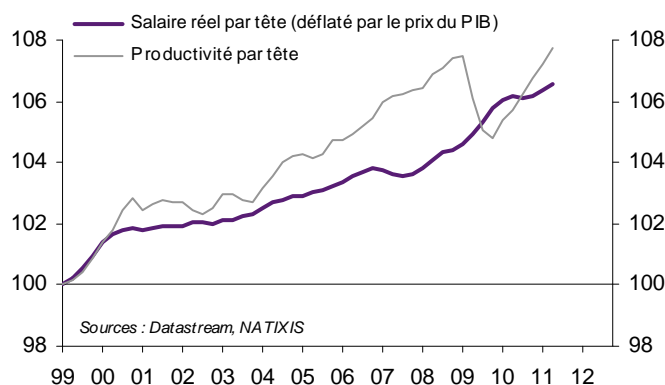
**Graphique 1b**  
Taux de chômage



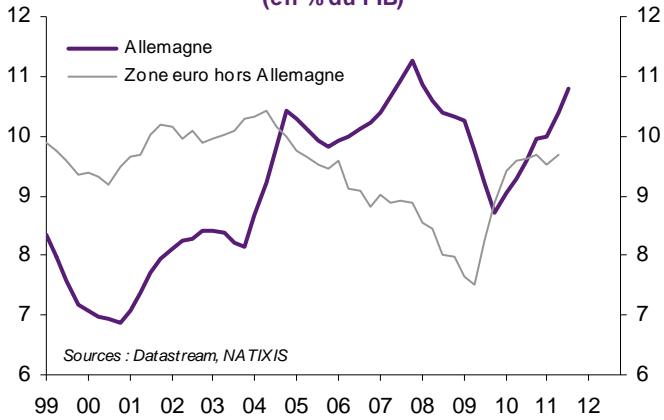
**Graphique 2a**  
Allemagne : salaire réel et productivité par tête (100 en 1999:1)



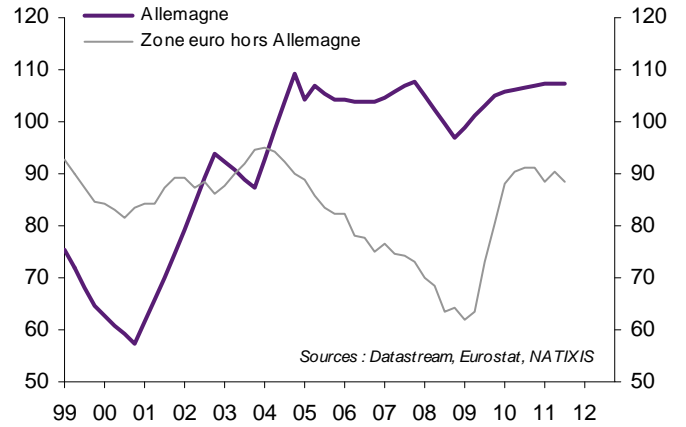
**Graphique 2b**  
Zone euro hors Allemagne : salaire réel et productivité par tête (100 en 1999:1)



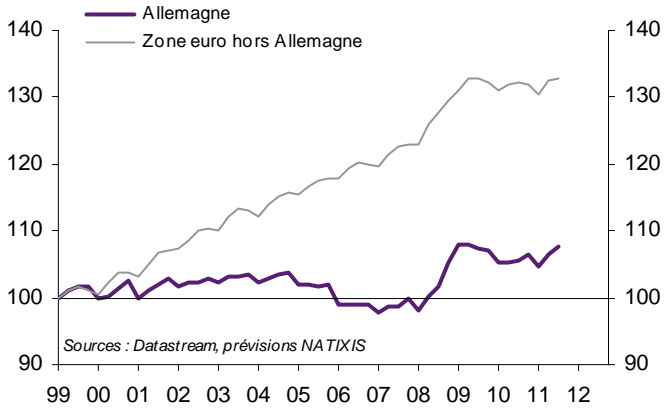
**Graphique 3a**  
Profits après taxes, intérêts et dividendes  
(en % du PIB)



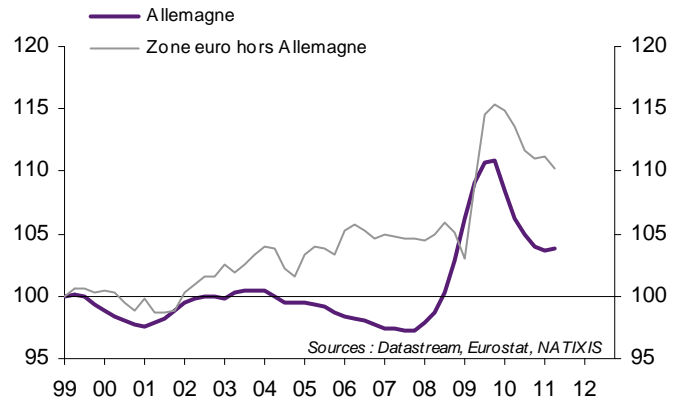
**Graphique 3b**  
Taux d'autofinancement



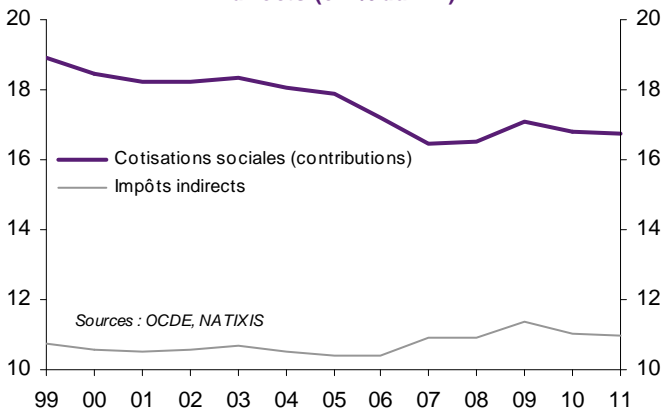
**Graphique 4a**  
Coût salarial unitaire (100 en 1999:1)



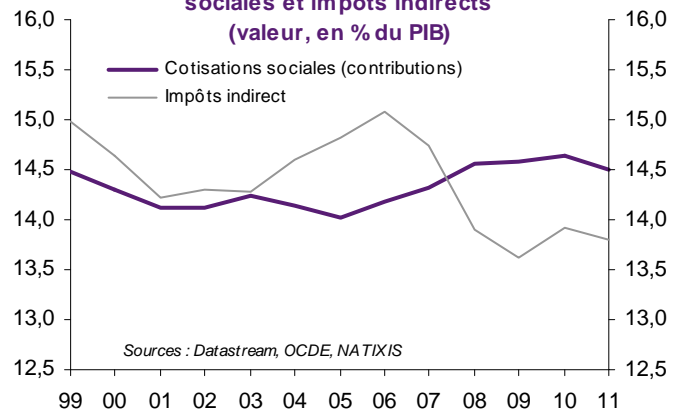
**Graphique 4b**  
Coût salarial unitaire dans le secteur  
manufacturier (100 en 1999:1)



**Graphique 5a**  
Allemagne : cotisations sociales et impôts  
indirects (en % du PIB)



**Graphique 5b**  
Zone euro hors Allemagne : cotisations  
sociales et impôts indirects  
(valeur, en % du PIB)

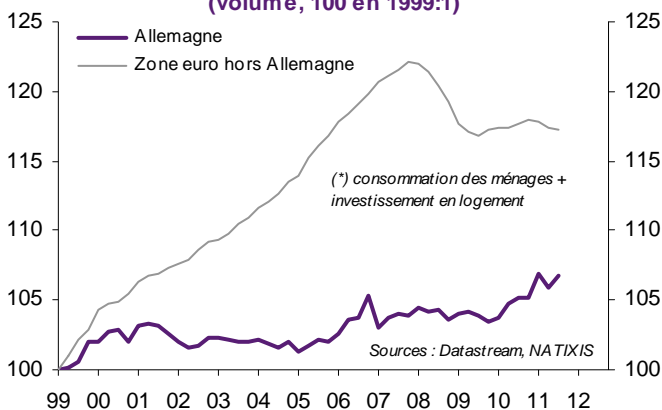


Les politiques de soutien de l'offre mises en place en Allemagne ont d'abord eu l'effet attendu de déprimer la demande des ménages (graphique 6a) et la croissance (graphique 6b) en Allemagne.

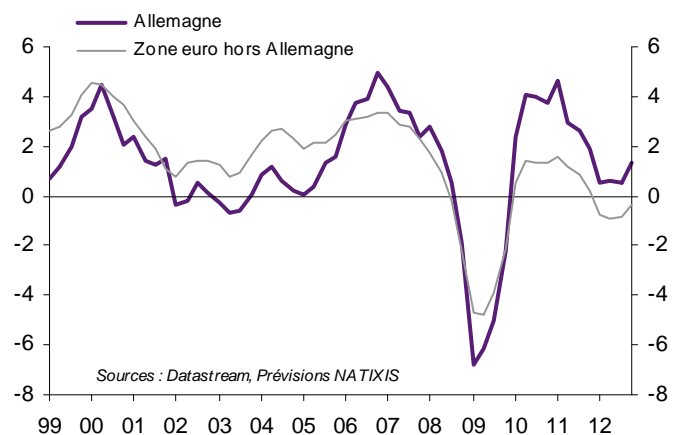
Mais, à partir de 2005, avec une interruption après la faillite de Lehman, les politiques de l'offre ont les effets positifs attendus en Allemagne :

- sur l'investissement des entreprises (graphique 7a) ;
- sur les salaires réels (voir graphique 1a plus haut) ;
- sur l'emploi (graphique 7b) et l'emploi industriel (graphique 7c) ;
- sur les exportations (graphique 7d) et le commerce extérieur (graphique 7e) ;
- sur la croissance (graphique 6b), avec la capacité des entreprises à stimuler à nouveau les salaires et la demande (graphiques 1a et 6a), et donc sur la capacité à réduire le déficit public (graphique 7f).

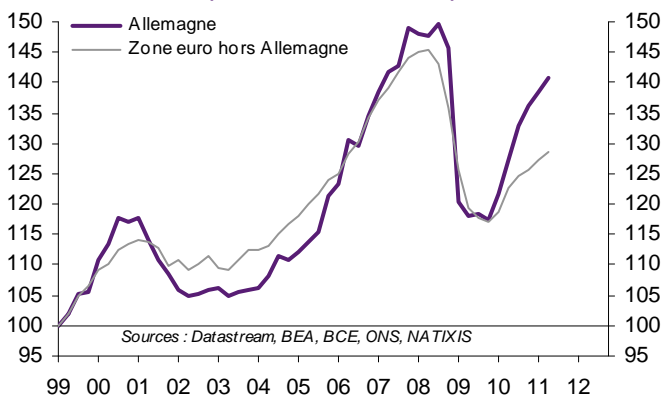
**Graphique 6a**  
Demande des ménages\*  
(volume, 100 en 1999:1)



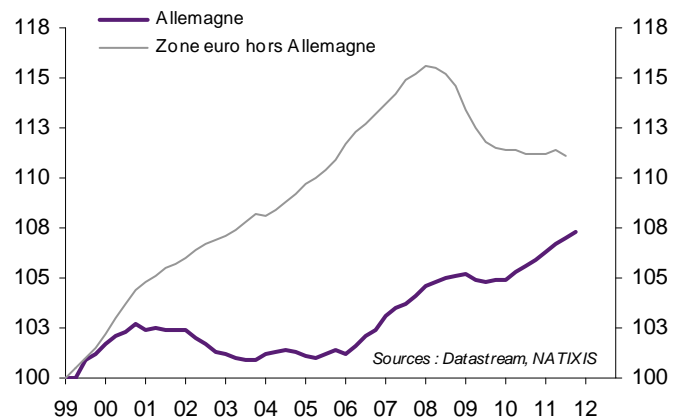
**Graphique 6b**  
Croissance du PIB volume (GA en %)



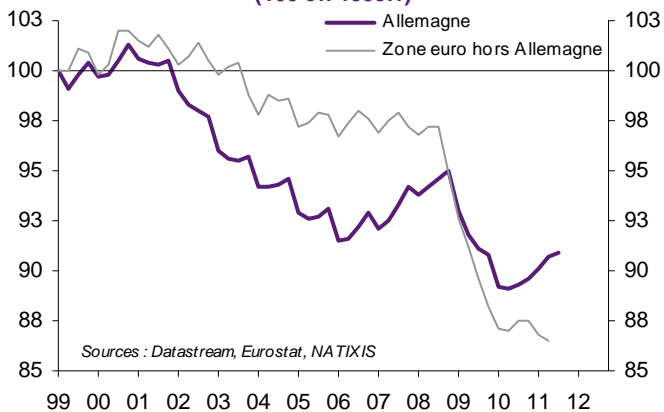
**Graphique 7a**  
Investissement productif  
(volume, 100 en 1999:1)



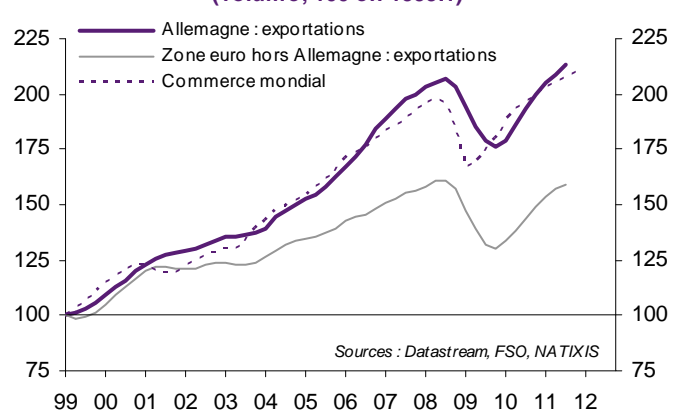
**Graphique 7b**  
Emploi total (100 en 1999:1)



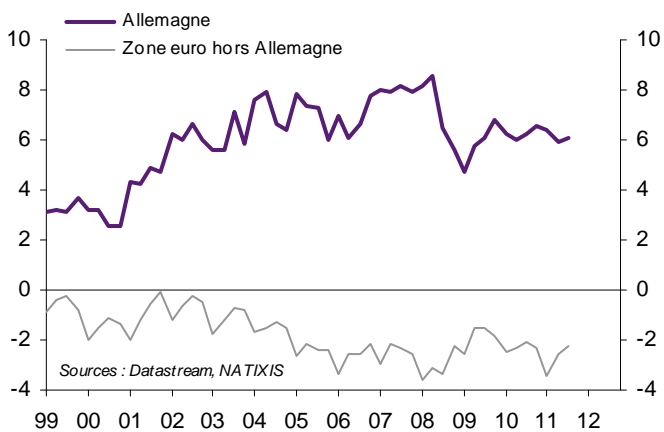
**Graphique 7c**  
Emploi dans le secteur manufacturier  
(100 en 1999:1)



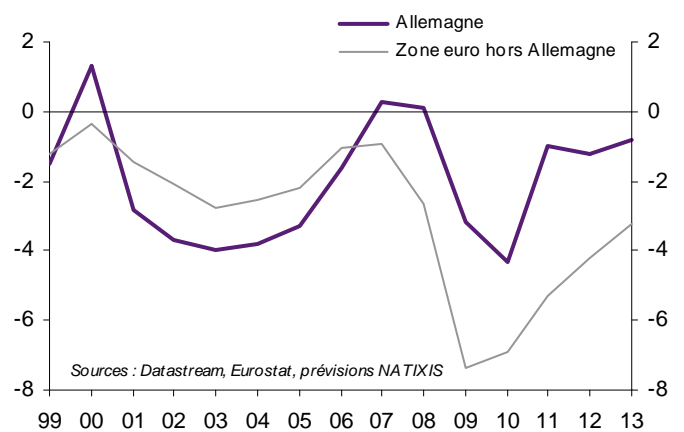
**Graphique 7d**  
Commerce mondial et exportations  
(volume, 100 en 1999:1)



**Graphique 7e**  
Balance commerciale (en % du PIB valeur)



**Graphique 7f**  
Déficit public (en % du PIB)



Ce succès des politiques de l'offre en Allemagne pousse l'Allemagne à suggérer aux autres pays de la zone euro de les mettre en place. Mais cette suggestion pose une question importante à laquelle il faut répondre avant d'adopter le point de vue allemand : les politiques de l'offre menées en Allemagne ont-elles été favorables à l'Allemagne parce qu'elle était la seule à les mener, ou auraient-elles été favorables à la zone euro si tous les pays de la zone euro les avaient menées ?

Que se serait-il passé si tous les pays de la zone euro avaient mené les politiques de l'offre mise en place par l'Allemagne ?

Il faut trancher entre deux scénarios opposés.

**Scénario 1** – Il s'agit d'un jeu à somme nulle entre les pays de la zone euro. Les politiques de l'offre menées en Allemagne ont été un succès en Allemagne uniquement parce qu'elles ont permis à l'Allemagne de gagner des parts de marché au détriment des autres pays de la zone euro ; **si tous les pays de la zone euro avaient adopté les mêmes politiques que l'Allemagne, il y aurait eu simplement dépression de la demande intérieure de la zone euro sans aucun effet positif finalement**, dans ce premier scénario.

**Scénario 2** – Si tous les pays de la zone euro avaient mis en place les mêmes politiques de l'offre que l'Allemagne, l'efficacité économique de la zone euro aurait été améliorée. La zone euro, prise globalement, aurait gagné des parts de marché vis-à-vis du reste du monde et aurait bénéficié d'une augmentation de sa croissance potentielle. Il y aurait donc eu gain collectif pour l'ensemble de la zone euro.

Pour savoir lequel de ces deux scénarios correspond le plus à la réalité, il faut regarder :

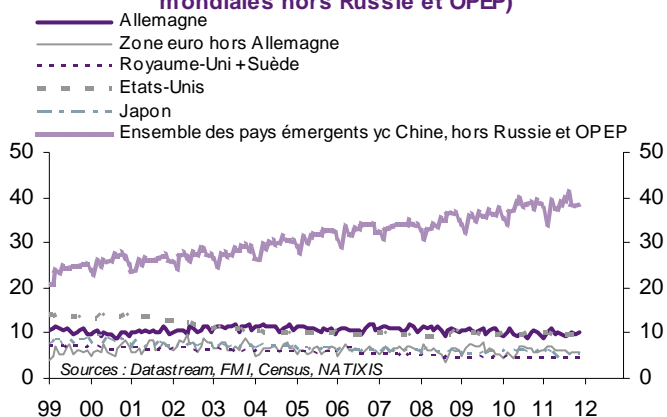
- si l'Allemagne a gagné des parts de marché, de la production, vis-à-vis des autres pays de la zone euro ou aussi vis-à-vis du reste du monde ;
- si l'Allemagne a bénéficié d'une augmentation de sa croissance potentielle.

**#1 Vis-à-vis de qui l'Allemagne a-t-elle gagné des parts de marché, de la production, grâce à ses politiques économiques de soutien de l'offre ?**

Les graphiques 8a/8b montrent que l'Allemagne a maintenu ses parts de marché dans le commerce mondial depuis 2002, tandis que celles des autres pays européens et des Etats-Unis baissaient. La balance commerciale de l'Allemagne est devenue excédentaire surtout vis-à-vis du reste de la zone euro (graphique 9). Mais le poids de l'Allemagne dans les importations a crû (graphique 10) au Royaume-Uni et en Suède, au Japon, dans la zone euro hors Allemagne, dans les pays exportateurs de pétrole et dans les pays émergents ; le poids des émergents et des exportateurs de pétrole a crû dans les exportations de l'Allemagne (graphique 11).

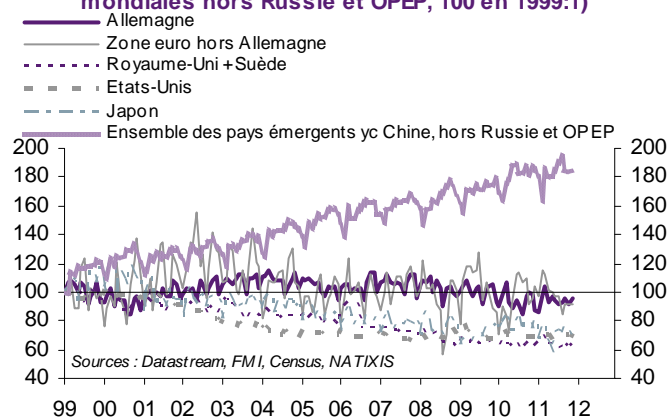
Graphique 8a

Exportations en valeur (en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP)



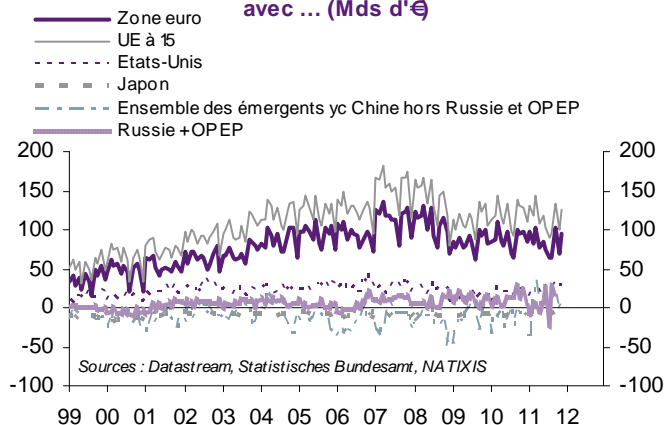
Graphique 8b

Exportations en valeur (en % des exportations mondiales hors Russie et OPEP, 100 en 1999:1)



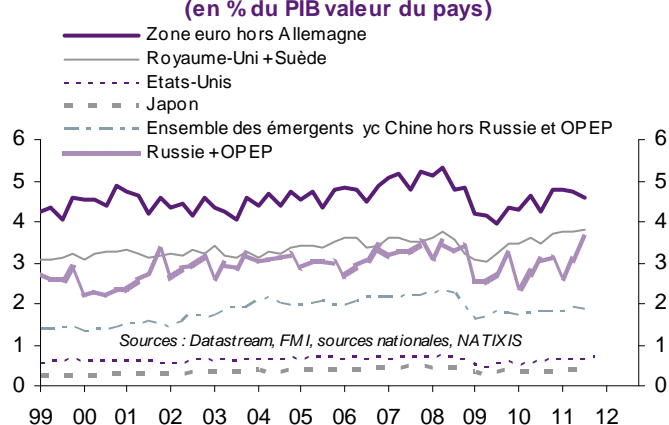
Graphique 9

Allemagne : balance commerciale annualisée avec ... (Mds d'€)

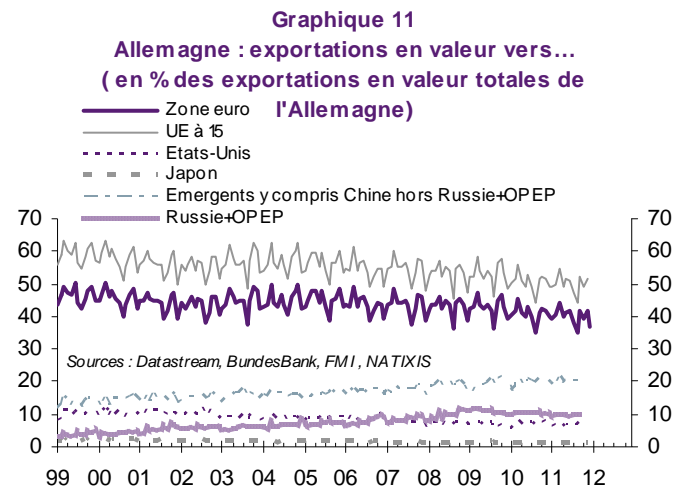


Graphique 10

Importations depuis l'Allemagne de ... (en % du PIB valeur du pays)



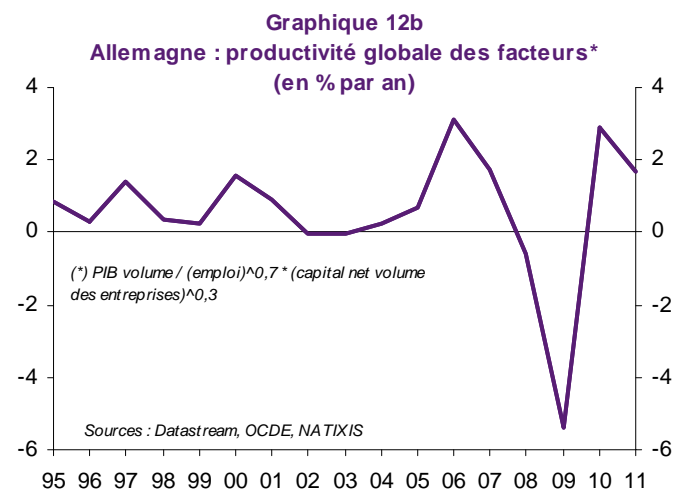
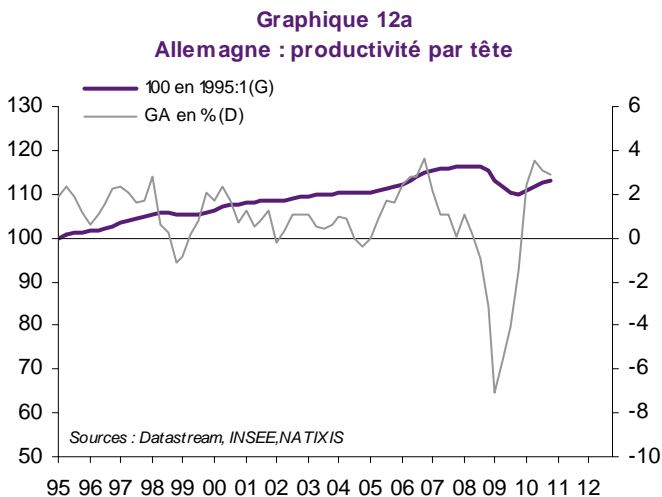




Malgré cette progression des exportations de l'Allemagne vers les émergents, en termes de balance commerciale, c'est en Europe que l'Allemagne accroît ses excédents.

## #2 La croissance potentielle de l'Allemagne a-t-elle augmenté avec les politiques de l'offre mises en place en Allemagne ?

Nous regardons l'évolution de la productivité du travail et de la productivité globale des facteurs en Allemagne. A partir de 2005-2006, en dehors de la récession, il semble bien qu'on voit une accélération des gains de productivité en Allemagne (graphiques 12a/12b).



### Synthèse : faut-il écouter les Allemands ?

La « vue allemande » est que, la politique économique de soutien de l'offre mise en place en Allemagne ayant eu des effets favorables, il faut que tous les pays de la zone euro l'adoptent. **Mais ce point de vue n'a de sens que si l'adoption de la politique de l'offre allemande dans tous les pays de la zone euro améliore globalement la situation de la zone euro** (part de marché dans le commerce mondial, croissance potentielle). Si, quand un pays mène ce type de politique économique, il s'agit d'un jeu à somme nulle entre les pays de la zone euro, c'est-à-dire que ce que gagne ce pays les autres pays de la zone euro le perdent, alors il n'y a pas de sens à généraliser ce type de politique à tous les pays.

**Pour savoir si le gain pour un pays menant une politique de l'offre se situe à l'intérieur de la zone ou peut aussi se situer vis-à-vis du reste du monde**, nous regardons le cas allemand. L'amélioration économique de l'Allemagne avec la politique de l'offre s'est-il fait vis-à-vis des autres pays de la zone euro ou vis-à-vis aussi du reste du monde hors zone euro ?

**Même si la balance commerciale de l'Allemagne ne s'améliore que vis-à-vis de l'Europe, ses exportations progressent rapidement vis-à-vis de toutes les régions du monde. Les gains de productivité de l'Allemagne accélèrent à partir de 2005-2006, il resterait probablement des effets favorables à la zone euro de la politique de l'offre allemande menée partout.**



## AVERTISSEMENT / DISCLAIMER

Ce document et toutes les pièces jointes sont strictement confidentiels et établis à l'attention exclusive de ses destinataires. Ils ne sauraient être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

**Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas un rapport de recherche indépendant et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.**

La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne accepte d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACP en France et soumise à l'autorité limitée du Financial Services Authority au Royaume Uni. Les détails concernant la supervision de nos activités par le Financial Services Authority sont disponibles sur demande.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. Le transfert / distribution de ce document en Allemagne est fait(e) sous la responsabilité de NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACP et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon la **Rule 15(a)(6)**. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les économistes de Natixis (Paris). Ces économistes n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'économiste auprès du NYSE et/ou du NASD et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

This document (including any attachments thereto) is confidential and intended solely for the use of the addressee(s). It should not be transmitted to any person(s) other than the original addressee(s) without the prior written consent of Natixis. If you receive this document in error, please delete or destroy it and notify the sender immediately.

**This document has been prepared by our economists. It does not constitute an independent investment research and has not been prepared in accordance with the legal requirements designed to promote the independence of investment research. Accordingly there are no prohibitions on dealing ahead of its dissemination.**

The distribution, possession or delivery of this document in, to or from certain jurisdictions may be restricted or prohibited by law. Recipients of this document are therefore required to ensure that they are aware of, and comply with, such restrictions or prohibitions. Neither Natixis, nor any of its affiliates, directors, employees, agents or advisers nor any other person accept any liability to anyone in relation to the distribution, possession or delivery of this document in, to or from any jurisdiction.

This document (including any attachments thereto) are communicated to each recipient for information purposes only and do not constitute a personalised recommendation. It is intended for general distribution and the products or services described therein do not take into account any specific investment objective, financial situation or particular need of any recipient. It should not be construed as an offer or solicitation with respect to the purchase, sale or subscription of any interest or security or as an undertaking by Natixis to complete a transaction subject to the terms and conditions described in this document or any other terms and conditions. Any undertaking or commitment shall be subject to Natixis prior approval and formal written confirmation in accordance with its current internal procedures. This document and any attachments thereto are based on public information.

Natixis has neither verified nor independently analysed the information contained in this document. Accordingly, no representation, warranty or undertaking, express or implied, is made to the recipients of this document as to or in relation to the accuracy or completeness or otherwise of this document or as to the reasonableness of any assumption contained in this document. The information contained in this document does not take into account specific tax rules or accounting methods applicable to counterparties, clients or potential clients of Natixis. Therefore, Natixis shall not be liable for differences, if any, between its own valuations and those valuations provided by third parties; as such differences may arise as a result of the application and implementation of alternative accounting methods, tax rules or valuation models. In addition, any view, opinion or other information provided herein is indicative only and subject to change or withdrawal by Natixis at any time without notice.

Prices and margins are indicative only and are subject to changes at any time without notice depending on inter alia market conditions. Past performances and simulations of past performances are not a reliable indicator and therefore do not predict future results. The information contained in this document may include the results of analysis derived from a quantitative model, which represent potential future events, that may or may not be realised, and is not a complete analysis of every material fact representing any product. The information may be amended or withdrawn by Natixis at any time without notice. More generally, no responsibility is accepted by Natixis, nor any of its holding companies, subsidiaries, associated undertakings or controlling persons, nor any of their respective directors, officers, partners, employees, agents, representatives or advisors as to or in relation to the characteristics of this information. The opinions, views and forecasts expressed in this document (including any attachments thereto) reflect the personal views of the author(s) and do not reflect the views of any other person or Natixis unless otherwise mentioned.

It should not be assumed that the information contained in this document will have been updated subsequent to date stated on the first page of this document. In addition, the delivery of this document does not imply in any way an obligation on anyone to update such information at any time.

Natixis shall not be liable for any financial loss or any decision taken on the basis of the information contained in this document and Natixis does not hold itself out as providing any advice, particularly in relation to investment services. In any event, you should request for any internal and/or external advice that you consider necessary or desirable to obtain, including from any financial, legal, tax or accounting advisor, or any other specialist advice, in order to verify in particular that the investment(s) described in this document meets your investment objectives and constraints and to obtain an independent valuation of such investment(s), its risks factors and rewards.

Natixis is authorised in France by the *Autorité de contrôle prudentiel* (ACP) as a Bank – Investment Services providers and subject to its supervision. Natixis is regulated by the AMF in respect of its investment services activities.

Natixis is authorised by the ACP in France and subject to limited regulation by the Financial Services Authority in the United Kingdom. Details on the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by the BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) for the conduct of its business in Germany. The transfer / distribution of this document in Germany is done by / under the responsibility of NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Spain and the CNMV for the conduct of its business in Spain.

Natixis is authorised by the ACP and regulated by Bank of Italy and the CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) for the conduct of its business in Italy.

This research report is solely available for distribution in the United States to major U.S. institutional investors as defined by **SEC Rule 15(a)(6)**. This research report has been prepared and reviewed by research economists employed by Natixis (Paris). These economists are not registered or qualified as research economists with the NYSE and/or the NASD, and are not subject to the rules of the FINRA