

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

19 juin 2012 – N° 438

Aujourd'hui, l'Allemagne a-t-elle gagné ou perdu à la crise de la zone euro ?

La crise de la zone euro a des coûts déjà subis ou potentiels pour l'Allemagne :

- *perte d'exportations vers les autres pays de la zone euro ;*
- *coût budgétaire potentiel, mais dont certaines composantes se réaliseront, de l'aide aux pays en difficulté (garantie de l'EFSF, association aux possibles pertes de la BCE, Target 2) ;*
- *pertes sur les actifs extérieurs.*

Mais, en sens inverse :

- *les taux d'intérêt sont extraordinairement bas ;*
- *les prix des actifs ont été poussés à la hausse par les taux d'intérêt bas et par l'investissement en Allemagne de l'épargne des Allemands ;*
- *l'euro s'est déprécié.*

Si on fait le bilan, aujourd'hui, de la crise de la zone euro pour l'Allemagne :

- *l'effet négatif dû à la faible croissance des partenaires commerciaux est largement dominé par les effets bénéfiques dus à l'euro faible et à la baisse des taux d'intérêt ;*
- *mais le risque est le coût potentiel pour l'Allemagne de la recapitalisation de l'EFSF, de la BCE et de la perte des lignes Target 2, environ 190 Mds € au total pour la seule Grèce.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

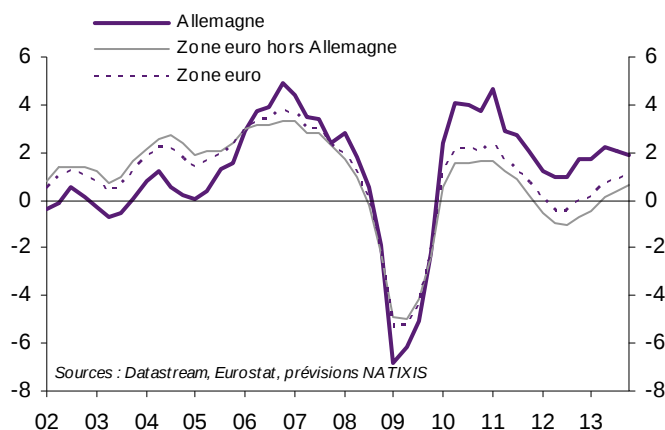
Patrick ARTUS

Les coûts de la crise de la zone euro pour l'Allemagne

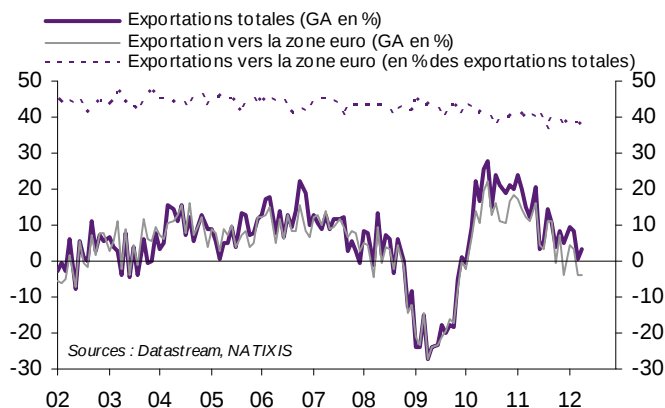
La crise de la zone euro a **deux types de coûts** pour l'Allemagne :

- (1) **Des coûts effectifs de perte d'activité.** La chute de l'activité dans la zone euro (**graphique 1a**) conduit à une **chute des exportations de l'Allemagne vers la zone euro** (**graphiques 1b-1c**). La perte d'exportations conduit à une **perte de croissance pour l'Allemagne de 1,5% par an environ en 2012-2013**.

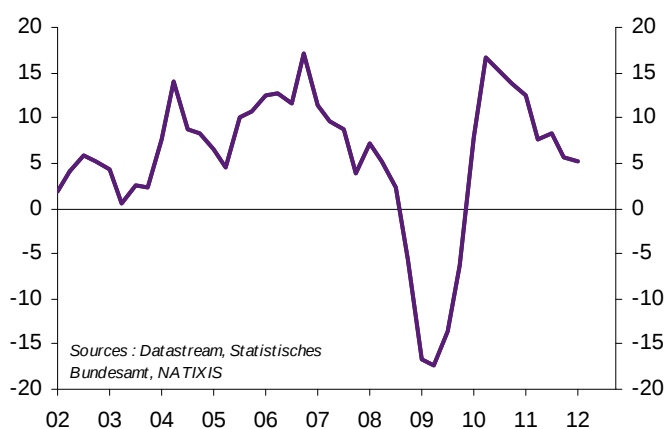
Graphique 1a
Croissance du PIB volume (GA en %)



Graphique 1b
Allemagne : exportations en valeur totales et vers la Zone euro

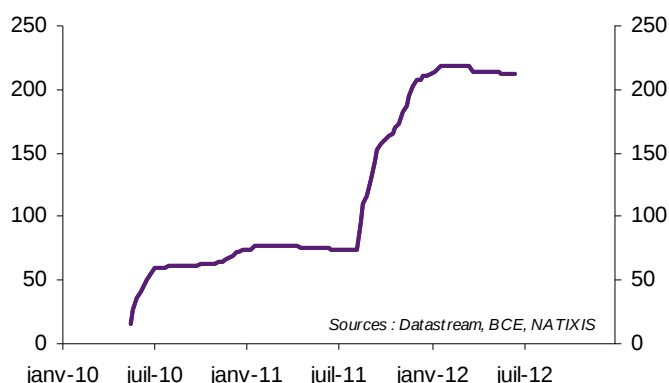


Graphique 1c
Allemagne : exportations en volume (GA en %)

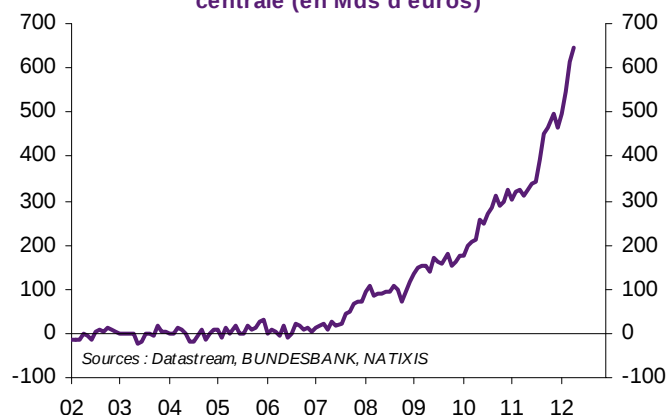


- (2) **Des coûts budgétaires potentiels.** L'Allemagne peut en effet avoir à **recapitaliser la BCE** (la Bundesbank), à être appelée **pour couvrir des pertes de l'EFSF**, au prorata du poids de l'Allemagne (**tableau 3**). La BCE a acheté 212 Mds € de titres publics directement sur le marché (**graphique 2a**), mais détient 1350 Mds € de titres publics au total avec les repos (**tableau 1**) ; l'EFSF a prêté déjà 135 Mds € (**tableau 2**). Il faut ajouter à ces pertes celles sur les avoirs **Target 2** de la Bundesbank (**graphique 2b**). On parvient alors à un **coût potentiel maximal pour l'Allemagne de près de 1100 Mds €**.

Graphique 2a
Encours de dette publique détenue par la BCE
(en Mds d'euros)

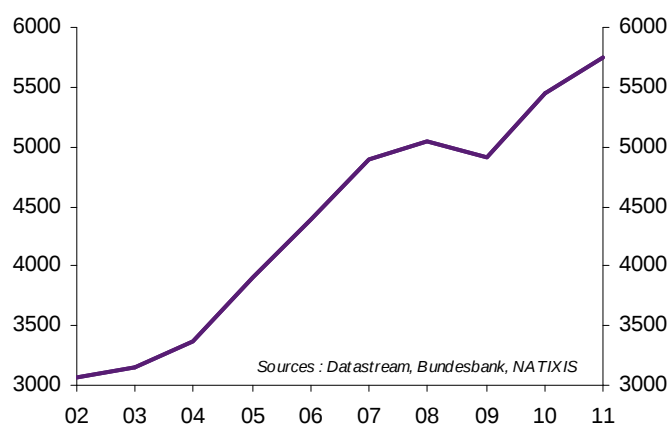


Graphique 2b
Allemagne : compte Target 2 de la Banque
centrale (en Mds d'euros)



(3) Des coûts pour les banques et les investisseurs privés. Certains sont effectifs (restructuration de la dette grecque, **tableau 4**), d'autres sont potentiels, s'il y a problème dans le futur sur d'autres dettes publiques ou privées. L'Allemagne a en effet de très importants actifs extérieurs (**graphique 3a**), et a accumulé des excédents extérieurs importants sur le reste de la zone euro (**graphique 3b**).

Graphique 3a
Allemagne : actifs extérieurs bruts (en Mds €)



Graphique 3b
Allemagne : balance commerciale avec la zone
euro (Mds d'euros, annualisée)

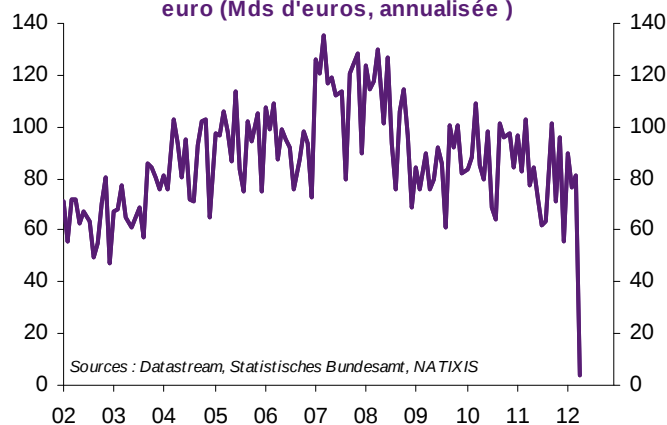


Tableau 1
Encours de titres publics détenus par la BCE
(en Mds d'euros)

	Grèce	Espagne*	Total
SMP	45	50	212
Repos	78,95	316,9	1138
Total	123,95	366,9	1350

* 1/3 des montants achetés par la BCE depuis la réouverture du SMP
Sources : BCE, Natixis

Tableau 2
Encours de prêts de l'EFSF (en Mds d'euros)

	Paiements effectués	Paiements en attente	Total
Irlande	12	5,7	17,7
Portugal	14,8	11,2	26
Grèce	108,6	71,7	180,3
Total	135,4	88,6	224,0

Dont

Irlande (en Mds €)

Date de paiement	Montant
01/02/2011	3,6
10/11/2011	3
15/12/2011	1
12/01/2012	1,3
19/01/2012	0,5
03/04/2012	2,8
Total	12,2

Portugal (en Mds €)

Date de paiement	Montant
22/06/2011	3,7
29/06/2011	2,2
20/12/2011	1
12/01/2012	1,7
19/01/2012	1
30/05/2012	5,2
Total	14,8

Grèce (en Mds €)

	Date de paiement	Montant
ECB collateral PSI	07/03/2012	35,0
	12/03/2012	26,6
	10/04/2012	3,0
	25/04/2012	0,8
Intérêts courus	12/03/2012	4,6
	10/04/2012	0,2
	25/04/2012	0,0
2nd Plan Tranche 1	19/03/2012	5,9
2nd Plan Tranche 2	10/04/2012	3,3
2nd Plan Tranche 3*	19/04/2012	25,0
2nd Plan Tranche 4	10/05/2012	4,2
	Total	108,60

* Bank recapitalisation

Sources : BCE, EFSF, Natixis

Tableau 3
Poids des pays dans le capital de la BCE (en %) et part des pays
de la zone euro dans la garantie de l'EFSF-ESM

Banques centrales nationales de la zone euro	
BCN	Clé de répartition du capital (en %)
Banque nationale de Belgique	2,4
Banque fédérale d'Allemagne	18,9
Banque d'Estonie	0,2
Banque centrale d'Irlande	1,1
Banque de Grèce	2,0
Banque d'Espagne	8,3
Banque de France	14,2
Banque d'Italie	12,5
Banque centrale de Chypre	0,1
Banque centrale du Luxembourg	0,2
Banque centrale de Malte	0,1
Banque des Pays-Bas	4,0
Banque nationale d'Autriche	1,9
Banque du Portugal	1,8
Banque de Slovaquie	0,3
Banque nationale de Slovaquie	0,7
Banque de Finlande	1,3
Total	70

Source : BCE

Part des pays de la zone euro dans la garantie de l'EFSF-ESM

Pays	Garanties données (MDS d'euros)	Part (en %)
Belgique	15,3	3,5
Allemagne	119,4	27,1
Irlande	7,0	1,6
Espagne	52,4	11,9
France	89,7	20,4
Italie	78,8	17,9
Chypre	0,9	0,2
Luxembourg	1,1	0,3
Malte	0,4	0,1
Pays-Bas	25,1	5,7
Autriche	12,2	2,8
Portugal	11,0	2,5
Slovénie	2,1	0,5
Slovaquie	4,4	1,0
Finlande	7,9	1,8
Grèce	12,4	2,8
Estonie	-	-
Total des garanties	440	100

Source : BCE

Tableau 4
Dettes publiques détenues par les banques allemandes
(septembre 2011, en Mds d'euros)

Banques	Allemagne
Dettes de	
Allemagne	315,8
Autriche	10,7
Belgique	7,0
Chypre	0,1
Espagne	19,2
Estonie	0,0
Finlande	0,6
France	17,3
Grèce	6,3
Irlande	0,9
Italie	30,0
Luxembourg	0,4
Malte	0,1
Pays-Bas	7,5
Portugal	4,0
Slovaquie	0,9
Slovénie	0,5
Total	421,5

Source : European Banking Authority

On voit qu'il faut distinguer entre :

- les coûts déjà subis par l'Allemagne en raison de la perte d'exportations et du haircut sur la dette grecque ;
- les coûts potentiellement à subir par l'Allemagne si la crise s'aggrave (défaut grec, extension de la crise à l'Espagne...).

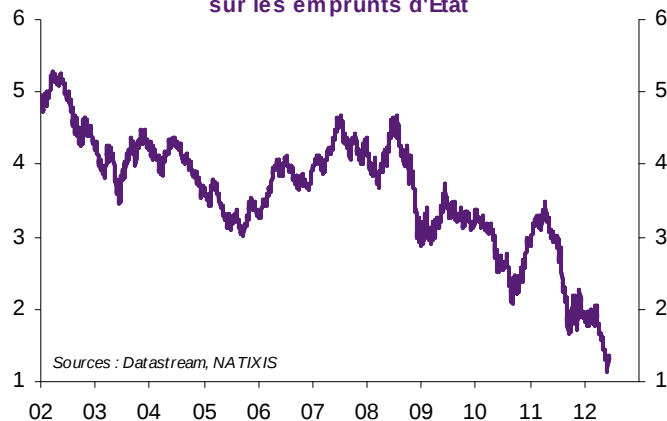
Ce que l'Allemagne a gagné avec la crise de la zone euro

La crise de la zone euro a en effet eu aussi des effets favorables pour l'Allemagne.

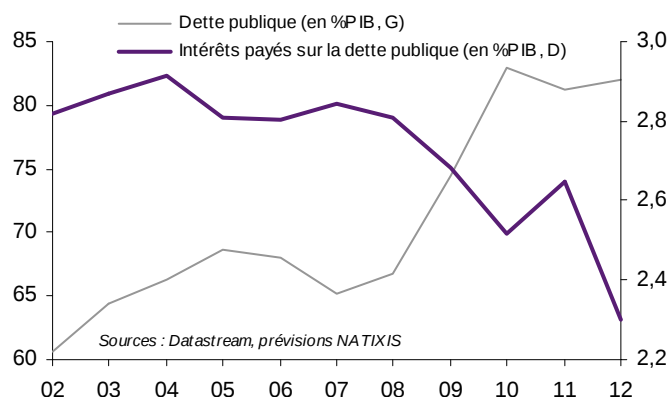
(1) Baisse des taux d'intérêt à long terme

Le fait que la dette publique allemande joue le rôle de valeur refuge a fait **considérablement baisser les taux d'intérêt à long terme (graphique 4a)**, ce qui est favorable aux nouveaux emprunteurs en Allemagne puisque la grande majorité des crédits est faite à taux fixe non renégociables. **Les intérêts payés sur la dette publique** ont reculé de 0,6 point de PIB **(graphique 4b)**, **les intérêts payés par les ménages et les entreprises** de 1,8 point de PIB **(graphique 4c)**, et le crédit a été un peu relancé **(graphique 4d)**.

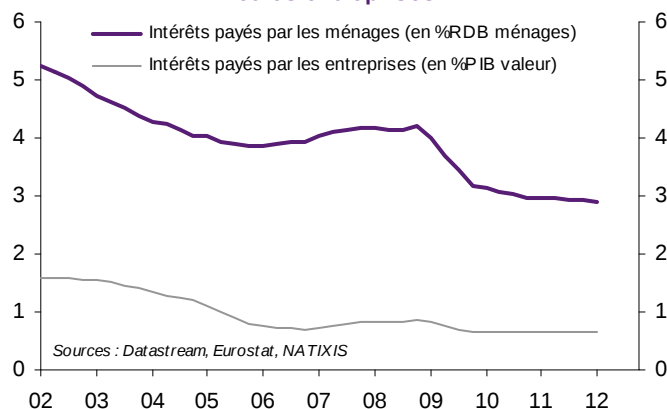
Graphique 4a
Allemagne : taux d'intérêt à 10 ans
sur les emprunts d'État



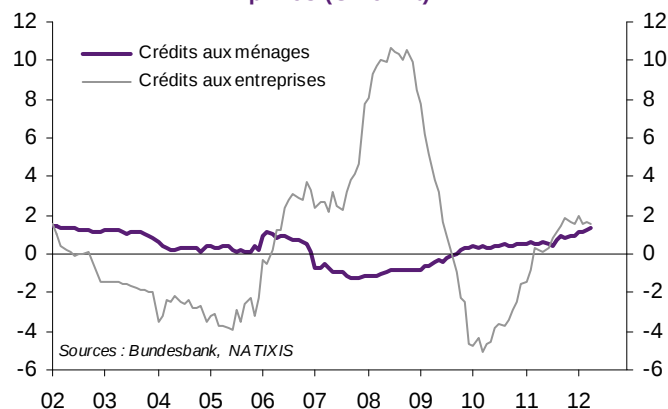
Graphique 4b
Allemagne : intérêts payés sur la dette
publique et dette publique (en % du PIB)



Graphique 4c
Allemagne : intérêts payés par les ménages
et les entreprises



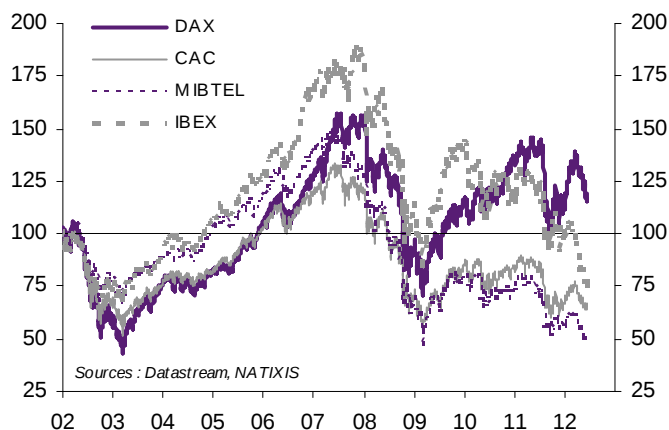
Graphique 4d
Allemagne : crédits bancaires aux secteurs
privés (GA en %)



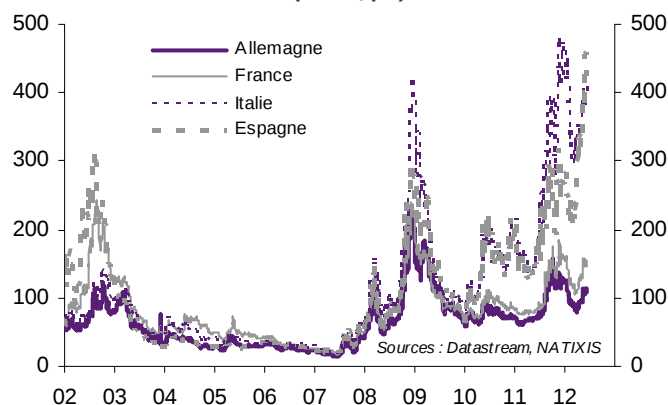
(2) Hausse des prix des actifs

Les prix des actifs en Allemagne sont poussés vers le haut par la baisse de taux d'intérêt et par le fait que l'excès d'épargne des Allemands est investi de plus en plus en actifs allemands uniquement. Ceci conduit à une surperformance des prix des actifs allemands par rapport à ceux des autres pays (**graphiques 5a-5b-5c**) : dans certains cas (actions, crédit), il s'agit seulement d'une moindre baisse en Allemagne des prix des actifs ; dans d'autres cas (immobilier), il s'agit bien d'une remontée en Allemagne des prix des actifs.

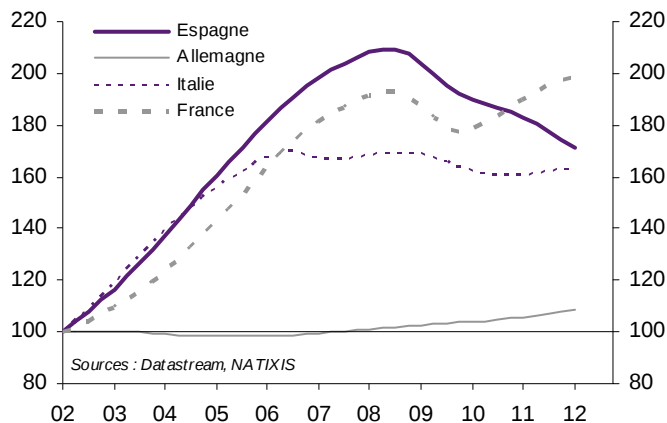
Graphique 5a
Indices boursiers (100 en 2002:1)



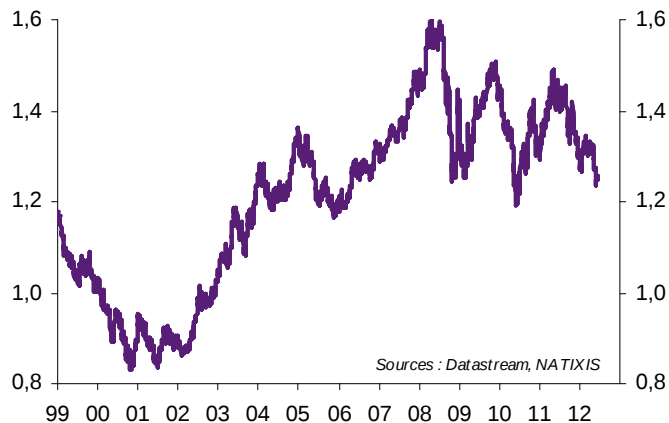
Graphique 5b
CDS des entreprises non-financières
(5 ans, pb)



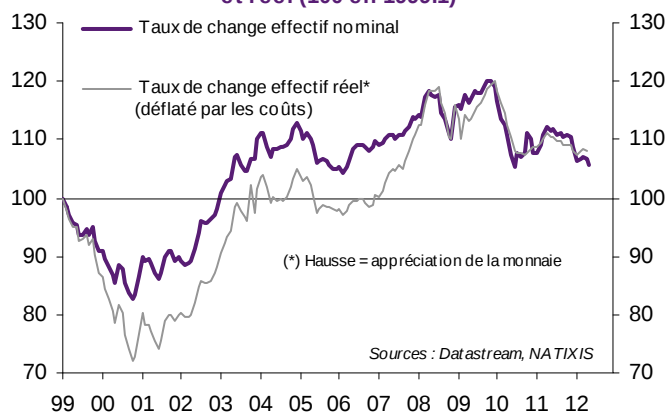
Graphique 5c
Prix des maisons (100 en 2002:1)



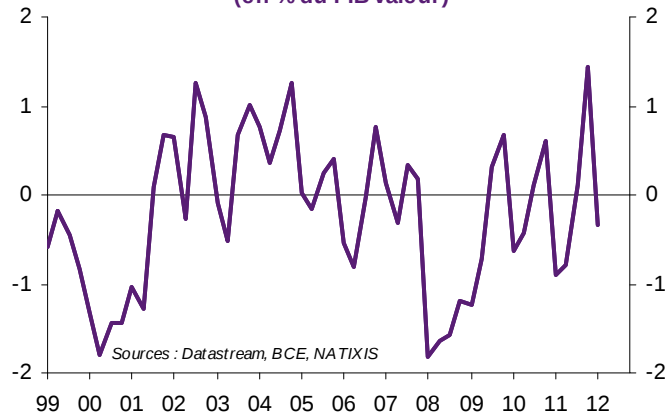
Graphique 6a
Taux de change euro-dollar (\$/€)



Graphique 6b
Zone euro : taux de change effectif nominal
et réel (100 en 1999:1)



Graphique 6c
Zone euro : balance courante
(en % du PIB valeur)



(3) Dépréciation de l'euro

La crise de la zone euro a bien conduit à **une dépréciation de l'euro (graphiques 6a-6b)**, même limitée par la présence d'un excédent de la balance courante de la zone euro (**graphique 6c**). Même si l'élasticité-prix des exportations de l'Allemagne est assez faible, le commerce extérieur en volume total de l'Allemagne sera amélioré à terme de l'équivalent de près de 3 points de PIB par le recul de l'euro.

Synthèse : quel bilan pour l'Allemagne de la crise de la zone euro ?

La crise de la zone euro a déjà **des effets mesurables sur l'Allemagne** : perte d'exportations, pertes patrimoniales (restructuration de la Grèce), baisse des taux d'intérêt, hausse des prix de certains actifs, dépréciation de l'euro. Elle a aussi des **effets négatifs potentiels** : risque de perte des prêts aux pays en difficulté faits par la BCE, EFSF, pertes sur les actifs de ces pays détenus en Allemagne.

Au total :

- l'effet négatif sur le PIB dû à la perte d'exportations est largement dominé par l'effet positif sur le commerce extérieur dû à l'euro faible et sur les paiements d'intérêts dus à la baisse des taux d'intérêt ;
- mais le risque est le coût potentiel de recapitalisation de l'EFSF, de la BCE et de la perte des lignes Target 2, qui peut être énorme (190 Mds € de perte potentielle pour l'Allemagne sur la seule exposition à la Grèce).

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 conseils, 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 conseils 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