

## Au pied du mur



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

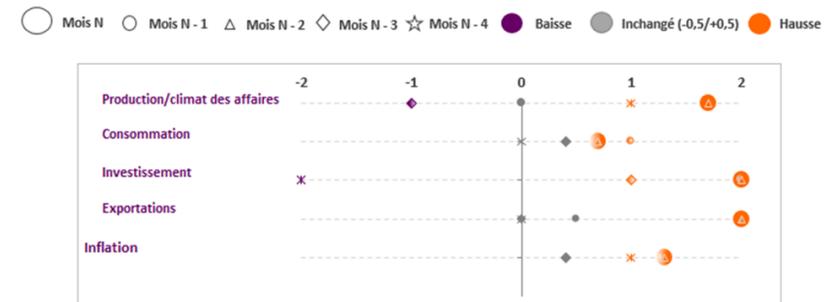
25 novembre 2016

« Si nous agissons seuls nous serons à la merci d'évènements plus grands que nous, menaçants pour la paix et la sécurité européenne » Mario Draghi, président de la BCE, reprenant les mots de Carlo Azeglio Ciampi, le 21 novembre 2016, en conclusion de son allocution devant le Parlement européen.

L'onde de choc du résultat des élections américaines s'est abattue sur l'Europe depuis quinze jours, faisant brutalement prendre conscience d'une réalité que le Brexit, trop vite considéré comme une nouvelle expression de l'exception britannique, n'avait permis de provoquer malgré sa détonation première. À ce titre, les mots utilisés par Mario Draghi pour conclure son allocution devant le parlement européen en début de semaine sont cinglants, faisant preuve d'une lucidité rarement égalée parmi les responsables européens. Les propos du président de la commission européenne, [JC Juncker](#), ne sont pas moins troublants, révélateurs des difficultés de gouvernance et de la paralysie d'un ensemble dans lequel les responsabilités sont sans cesse menacées.

L'Europe saura-t-elle dans de telles conditions relever les défis nécessaires à la préservation de sa cohésion et de son existence même ? De plus en plus nombreux sont les observateurs à en douter quand l'agenda électoral des mois à venir menace d'ébranler un peu plus le fragile édifice en place et n'est guère propice à l'accélération du temps qui serait nécessaire pour faire face aux enjeux en présence. Et pourtant, s'il est une évidence, c'est bien celle de l'urgence. Car, bien que la situation économique soit incontestablement meilleure qu'au cours des dernières années, avouons qu'il ne reste plus grand espoir que la croissance spontanée parvienne à être suffisamment généreuse pour couper l'herbe sous le pied de l'euro-scepticisme en présence quand, même l'Allemagne ne parvient à s'en sortir.

## Synthèse des indicateurs d'environnement conjoncturel en zone euro (\*)

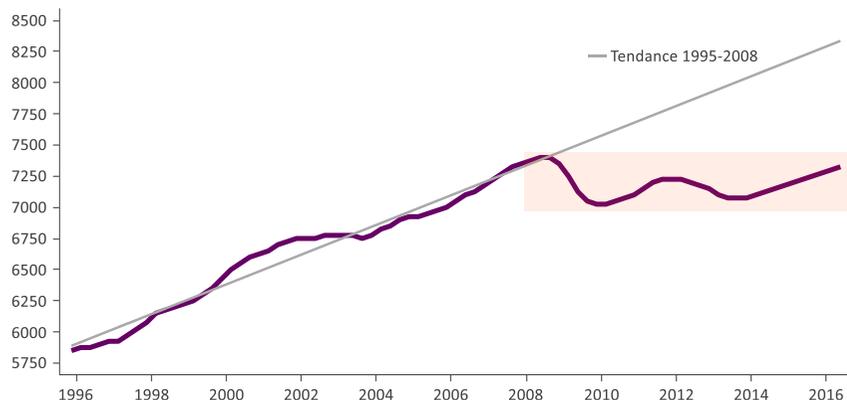


Source: RichesFlores Research (\*) Les indices synthétiques sont normalisés et équipondérés, sur la base de 12 indicateurs par zone considérée.

## Économies languissantes

Quoi qu'il en soit, en effet, des tendances immédiates de la conjoncture, plutôt meilleures en cette fin d'année ainsi qu'illustré par la plupart des indicateurs récents, la situation fondamentale de la zone euro reste profondément meurtrie par la cassure de 2008. On rappellera à ce titre qu'à supposer que la tendance observée entre 1995 et 2008 ait pu être maintenue, le produit intérieur brut serait aujourd'hui supérieur de plus de 11 % à ce qui est observé. Ce manque à gagner est considérable, expliquant notamment que le revenu par habitant n'ait toujours pas retrouvé son niveau d'avant crise, inférieur de 1 % en moyenne à celui de 2008.

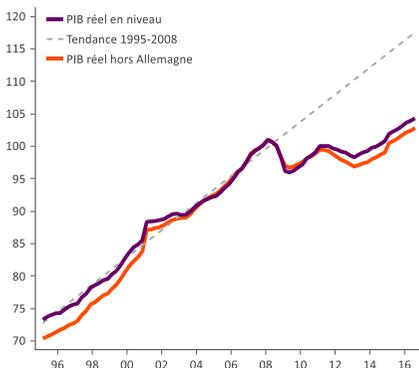
### PIB réel par tête, EUR de 2010



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

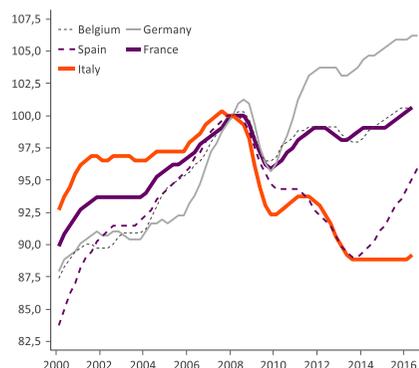
Derrière cette moyenne se cachent, on le sait, des situations très disparates, l'Allemagne étant véritablement la seule économie à avoir pu engranger quelques bénéfices des huit années écoulées, quand, l'Italie, à l'opposé, s'est enfoncée dans une situation d'appauvrissement sans précédent depuis la seconde guerre mondiale, se singularisant par une chute de plus de 10 % de sa richesse réelle par habitant. De son côté, l'Espagne a réussi à récupérer un peu plus de la moitié du terrain perdu depuis 2014 avec le changement de cap de la politique budgétaire de ces deux dernières années. Enfin, la France, comme c'est souvent le cas, est dans la moyenne européenne, ce qui, vu de l'intérieur, permet de mieux prendre la mesure du choc subi par nos voisins du sud de l'union monétaire.

### PIB réel en zone euro, 2008=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### PIB réel/tête, 2008=100



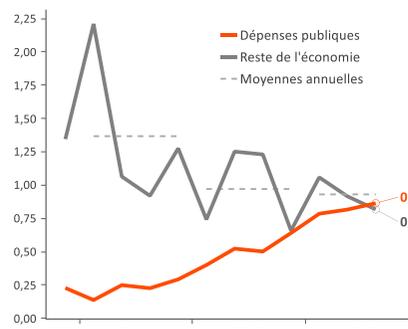
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Même l'Allemagne ne s'en sort que très modestement

Les conséquences de cette longue période d'anémie sont profondes et éminemment destructrices, visibles, y compris en Allemagne, en dépit de sa surperformance depuis 2010.

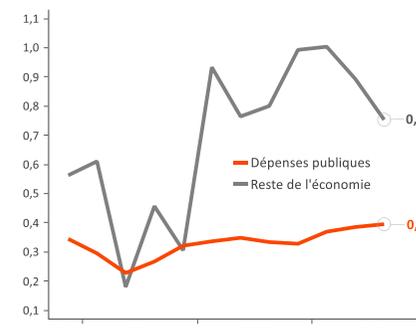
De fait, malgré le très bas niveau du taux de chômage, largement envié par ses partenaires, l'économie allemande est loin d'avoir retrouvé sa dynamique d'avant la crise ou celle, plus récente, des années 2010 à 2013. En l'occurrence, et en dépit du soutien qu'aurait dû représenter l'afflux de réfugiés dans le pays depuis l'été 2015, la croissance allemande hors dépenses publiques est bien décevante, ne progressant qu'à un rythme inférieur à 1 % l'an, rigoureusement comparable à celui de l'économie française au troisième trimestre 2016.

### Contributions à la croissance annuelle du PIB réel allemand



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

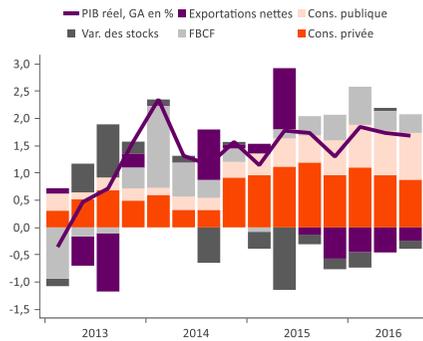
### Contributions à la croissance annuelle du PIB réel français



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

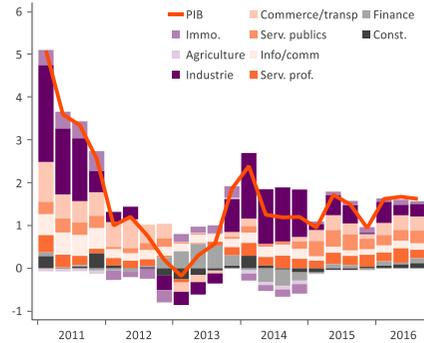
Privée du soutien extérieur, l'économie allemande parvient difficilement à rééquilibrer sa croissance par le seul support domestique, en dépit de dépenses publiques en hausse de 4,5 % l'an, soit leur plus forte progression depuis l'unification. Malgré une hausse tendancielle de plus en plus nette de la contribution des activités de services à sa croissance (illustrée par les plots orangés dans le graphique de droite ci-dessous) permettant de compenser une partie de la disparition du soutien industriel de ces dernières années, les rouages économiques de l'Allemagne semblent passablement enrayés, avec pour conséquence une faiblesse caractéristique de l'investissement des entreprises dont la croissance ressort à zéro pourcent depuis un an après deux trimestres consécutifs de contraction.

Allemagne - Contributions à la croissance trimestrielle du PIB réel



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

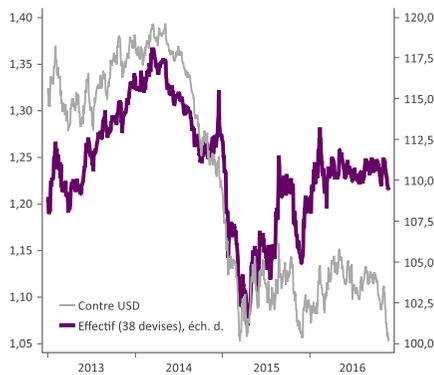
Contributions à la croissance annuelle du PIB (VA) allemand à prix constants



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

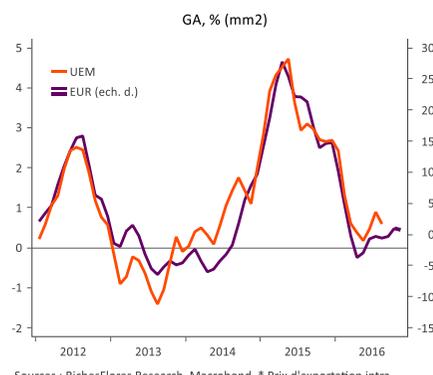
Or, il est peu probable que la situation s'améliore spontanément sous peu. Si la baisse de l'euro contre le dollar peut, indiscutablement, rapporter quelques bénéfices immédiats et soutenir l'activité industrielle, ses effets ont tout lieu d'être très réduits dans le contexte présent de faible croissance de la demande internationale et d'éparpillements des taux de changes. En effet, si l'euro a fortement baissé contre le dollar américain et la livre ces dernières semaines, son taux de change effectif a peu évolué, laissant vraisemblablement peu de place à une amélioration des marges à l'exportation.

Taux de change de l'euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indicateur de marges à l'exportation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond, \* Prix d'exportation intra UEM/extra-UEM

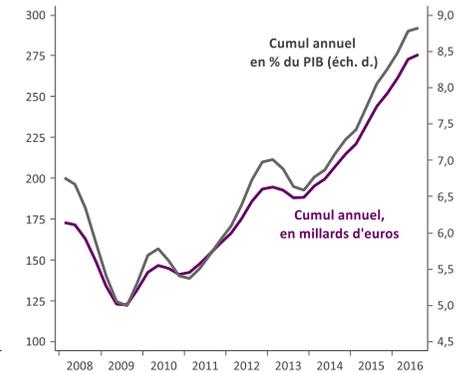
Dans de telles conditions, la première puissance de régionale n'a guère les moyens de tracter le reste de la zone euro. Ses importations en provenance des autres pays de l'union monétaire n'ont, ainsi, que très modérément augmenté ces dernières années, quand, par ailleurs, l'excédent courant a continué d'enfler, pour s'élever aujourd'hui à quasiment 9 % du PIB.

Importations allemandes en provenance de la zone euro, M EUR



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

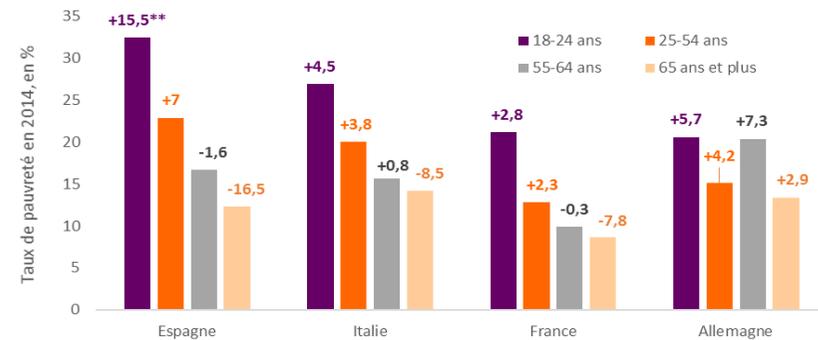
Balance courante de l'Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Difficile d'imaginer dès lors, que les Allemands acceptent de continuer à payer la note européenne d'une crise dont la population paye déjà un lourd tribut. L'Allemagne n'est pas épargnée par la montée du phénomène de pauvreté qui touche ces dernières années une proportion croissante de la population européenne. C'est même le pays où l'augmentation du taux de pauvreté a, de loin, le plus augmenté pour ce qui concerne les adultes de plus de 24 ans.

Taux de pauvreté par tranches d'âge en 2014 (\*) et variation entre 2005 et 2014 (en points)



Source: RichesFlores Research, Eurostat \* Données espagnoles : 2015 (et pour l'ensemble des pays pour la tranche d'âge des 25-54 ans). \*\* Variation en points entre 2005 et 2014/15

## L'heure n'est plus au colmatage

Dans de telles conditions que peut-on avancer ?

1. Les risques assortis aux résultats des scrutins européens à venir sont sans doute tout aussi importants que ceux ayant émané des votes britannique et américain de ces derniers mois, qu'il s'agisse du référendum italien et de la présidentielle autrichienne du 4 décembre ou des échéances suivantes aux Pays-Bas, en France mais également en Allemagne en dépit du renouvellement de la candidature de M. Merkel.
2. Les réponses par des politiques de rigueur sont, à ce stade de développement de la crise, particulièrement périlleuses, risquant dans n'importe lequel des grands pays européens de créer les conditions de récession aux conséquences économiques, sociales et politiques, très largement imprévisibles.

3. Sans relance d'envergure, que pourraient inspirer les initiatives de plus en plus répandues dans le reste du monde (Japon, États-Unis, Royaume-Uni dorénavant), le risque de crispations politiques aux conséquences improbables a toutes les chances de se multiplier inexorablement.

4. L'avenir de l'Europe n'a jamais été aussi clairement dans la balance, induisant un risque d'une nouvelle nature sur le taux de change de l'euro. On peut ainsi raisonnablement penser que la BCE n'est pas prête de relâcher ses efforts et reste, à ce stade, la garante de la cohésion européenne.

**Véronique Riches-Flores**  
[contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, [contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)