

Premiers effets de la chute de l'euro : net gonflement des marges, pas des volumes

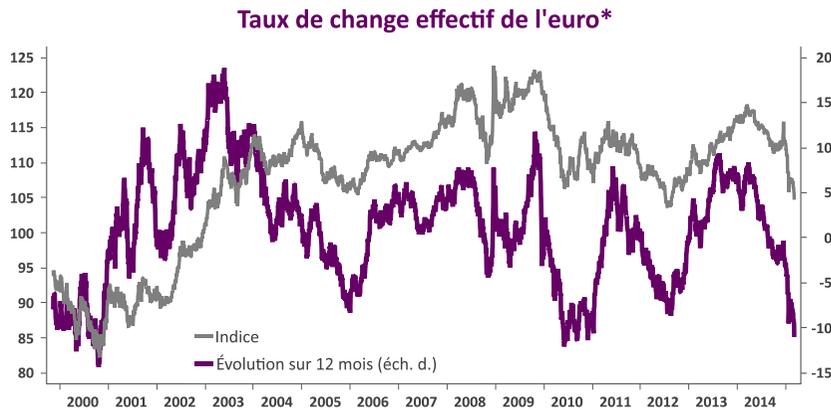


V. Riches-Flores

La chute de l'euro au cours des douze derniers mois est parmi les plus importantes enregistrées par la monnaie unique depuis son introduction. Vis-à-vis du seul dollar américain, l'euro a perdu plus de 20% quand sa valeur moyenne à l'égard d'un panier de 38 devises partenaires a chuté de plus de 10%. Malgré un niveau encore très supérieur à ses points bas du début des années 2000, les implications d'un tel mouvement sont potentiellement considérables, susceptibles d'influencer la conjoncture économique à de nombreux égards. Que lit-on de ses premiers résultats, que peut-on attendre de ses effets à venir et quelles sont les questions encore en suspens ?

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

6 mars 2015



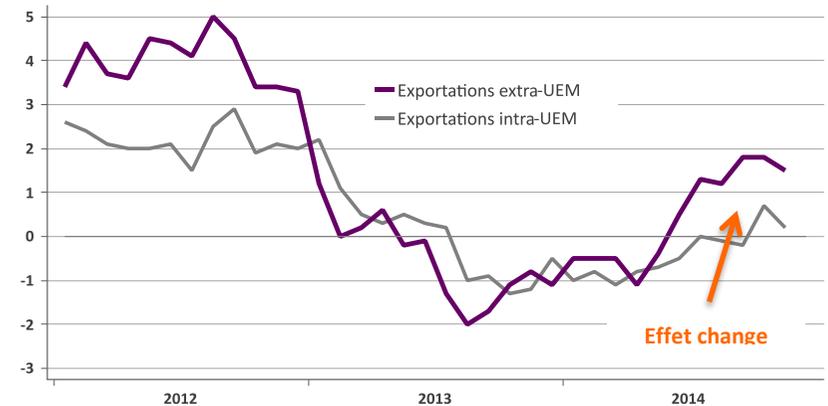
Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* À l'égard de 38 pays partenaires (Indice BCE)

Une restauration des marges à l'exportation déjà bien visible

C'est souvent sur ce front que les fluctuations monétaires ont les effets les plus rapides. Les statistiques aujourd'hui disponibles ne dérogent pas à la règle : les entreprises de la zone euro profitent de la chute de la devise pour restaurer leurs marges à l'exportation à l'égard du reste du monde. En d'autres termes, elles récupèrent une partie de l'effet change pour remonter

le prix en monnaie locale de leurs ventes à destination du reste du monde. On constate, ainsi, un écart de plus en plus important entre les évolutions respectives des prix des exportations intra-régionales, à peine revenues en territoire positif en fin d'année dernière, et celles à destination du reste du monde dont la progression approchait 2 % l'an fin de 2014.

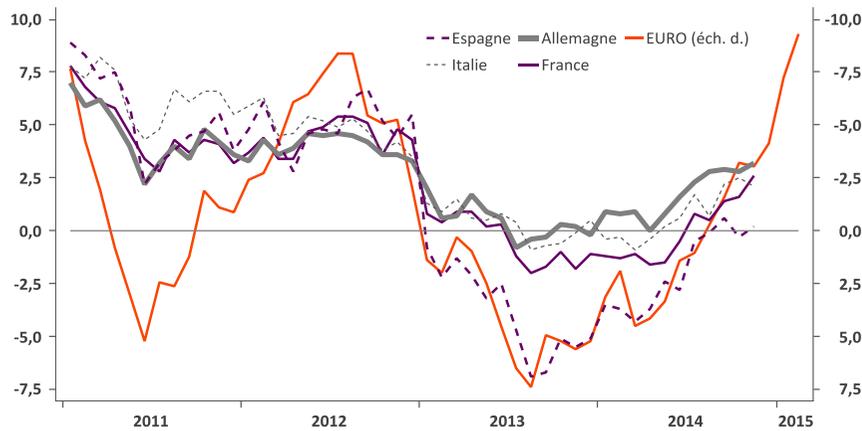
Prix des exportations extra et intra UEM, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ce mouvement est perceptible dans tous les pays avec, toutefois, des écarts révélateurs de sensibilités variables. On note en particulier, l'exposition particulièrement forte des prix espagnols à la variation du taux de change de l'euro depuis 2012 même si ces derniers n'ont pas encore retrouvé une tendance positive. Le changement de contexte est également notable en France où, après plus d'une année de contraction, les prix à l'exportation ont augmenté depuis le milieu de l'année dernière, affichant une hausse de 2,6 % l'an en novembre dernier, à peine inférieure à celles des exportateurs allemands.

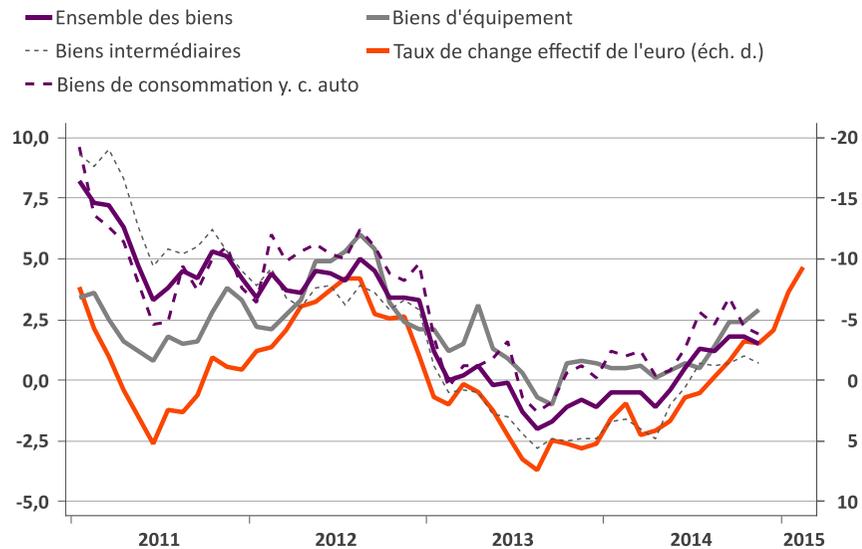
Prix des exportations extra-UEM et euro, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

À ce stade, tous les secteurs profitent de la baisse du taux de change dans des proportions comparables, ayant chacun renoué avec une croissance de leurs prix, contrairement à la période de compression qui avait marqué l'année 2013.

Prix des exportations extra-UEM et euro, GA en %

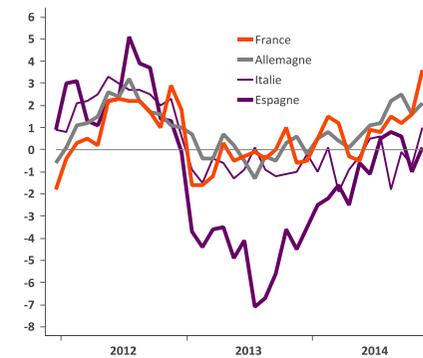


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'effet de la baisse de l'euro sur les marges des entreprises européennes est donc déjà notable et devrait encore s'amplifier dans les mois à venir. Par le passé, les exportateurs ont, en moyenne, récupéré un peu moins de la moitié des variations annuelles de taux de change dans leurs marges bénéficiaires ; la baisse de dix pourcent de la monnaie unique au cours de l'année écoulée pourrait ainsi représenter un gisement d'amélioration de plus de 4 % sur la partie des exportations réalisée avec le reste du monde. L'impact est donc très significatif, notamment dans un contexte marqué par d'importantes pressions désinflationnistes sur le marché domestique.

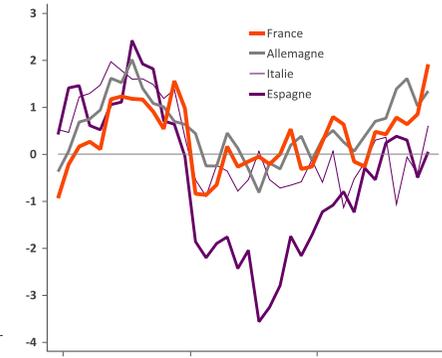
Si les écarts par pays ne sont pas exceptionnels, on note toutefois que la France tire plutôt mieux son épingle du jeu que ses partenaires ces derniers mois. La hausse plus rapide de ses prix compensant sa moindre ouverture sur le reste du monde que l'Allemagne ou l'Italie, elle ressort en définitive comme la principale bénéficiaire de l'effet du change sur ses marges ces derniers mois.

Indicateur de marge à l'exportation*



Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* Écart de croissance des prix à l'exportation extra-UEM vs intra-UEM

Effet pondéré de l'exposition internationale



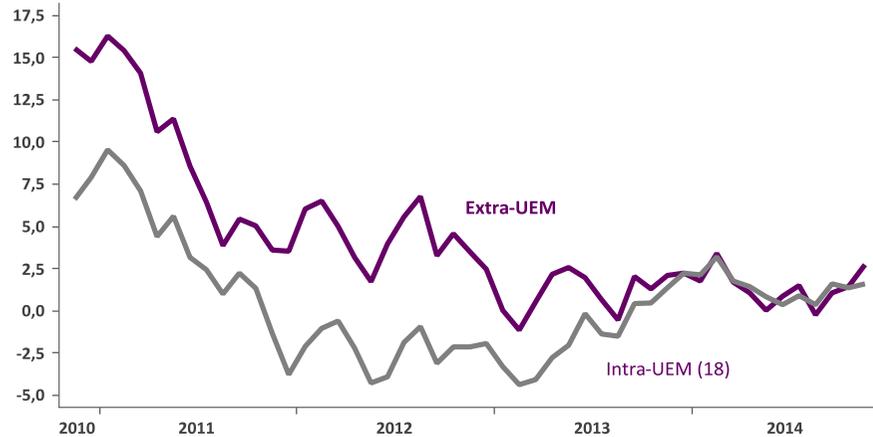
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, la chute de l'euro apporte une bouffée d'oxygène incontestable aux entreprises européennes. La latitude qu'elle offre en matière de prix est, notamment, en mesure d'atténuer sensiblement l'impact déflationniste sur la croissance de leurs résultats, ce qui, si l'on se réfère à nos craintes de début d'année est incontestablement bienvenu. Au-delà de ce satisfécit, c'est néanmoins, dans la durée que l'effet du taux de change portera ou non tous ses effets. Or, sur ce dernier point, résultats ne sont pas encore à la hauteur, à en juger par l'inertie des volumes exportés.

Les volumes exportés ne bénéficient pas encore de la chute de l'euro

L'effet de la baisse de l'euro sur les volumes de l'activité exportatrice est, à ce stade, quasiment invisible, quelle que soit l'économie de la région. Sans doute, ceux-ci prendront-ils plus de temps à se dessiner mais c'est également sur ce front que les risques de déception pourraient être les plus importants.

Croissance des exportations en volumes, GA en %



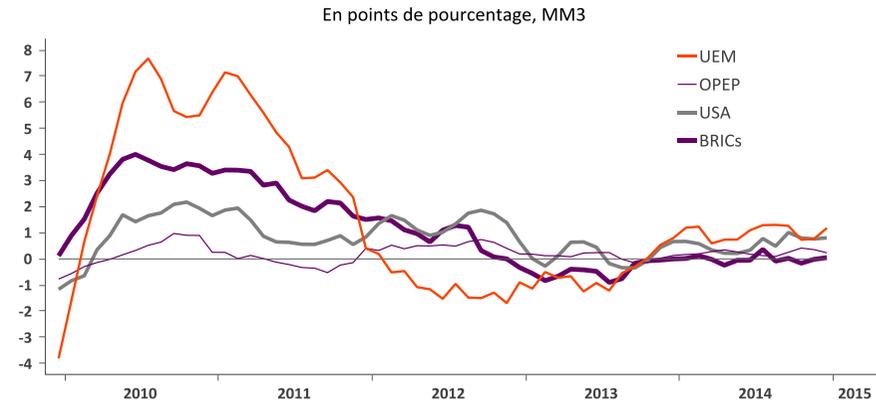
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Deux facteurs sont susceptibles de jouer à contre-courant de la dépréciation du taux de change :

- La mollesse de la demande internationale d'une part,
- Les effets dépressifs de la chute de l'euro sur nos partenaires, ce qui *in fine* pourrait accentuer le manque de demande, de l'autre.

Le manque d'élan de la croissance internationale a largement pesé sur la croissance des exportations européennes ces derniers temps, ainsi que l'illustre la faible croissance des ventes de l'Allemagne à destination de ses principaux marchés. Or, les retombées d'un euro plus faible sur la croissance de ces derniers, risque fort d'absorber une bonne partie des bénéfices de la baisse de l'euro, comme nous l'avions suggéré il y a quelques semaines avec l'illustration du cas japonais dans lequel le pays n'a retiré quasiment aucun bénéfices de la baisse de sa devise en termes de volumes exportés. Nous renouons ici avec la problématique de surévaluation des devises des pays émergents, notamment des plus exposés d'entre eux à un regain de concurrence européenne, à savoir les pays d'Asie.

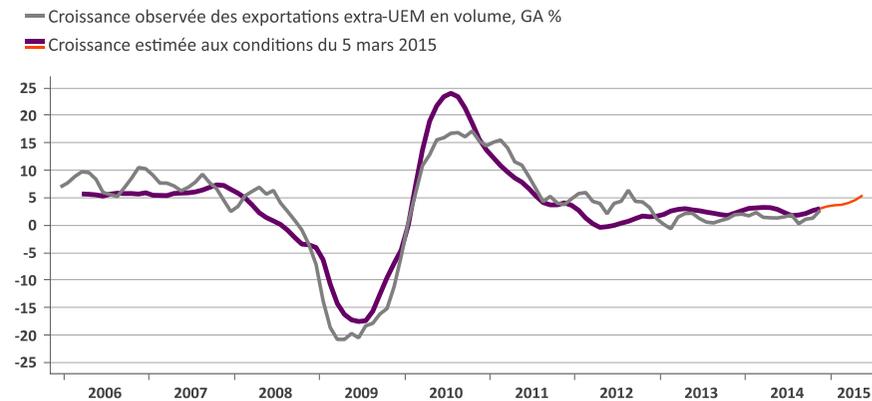
Contribution à la croissance annuelle des exportations allemandes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'évolution de la demande internationale est un élément essentiel de l'efficacité d'une baisse du taux de change. À supposer que cette dernière ne progresse pas, la baisse de l'euro n'aurait qu'un impact très limité sur la dynamique à l'exportation future. Selon nos estimations, à demande inchangée, la croissance des exportations extra-UEM n'excéderait pas 5 % en milieu d'année, contre 2,7 % au dernier point connu de novembre 2014, nous serions loin, alors, des belles années durant lesquelles la croissance des exportations flirtait avec les 15 % l'an.

Simulation des effets du taux de change sur les volumes exportés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Véronique Riches-Flores 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. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

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