Le yuan glisse, glisse… Contre le $ et, de facto, d'autres devises, dont l'euro. Les anticipations d'inflation trinquent.

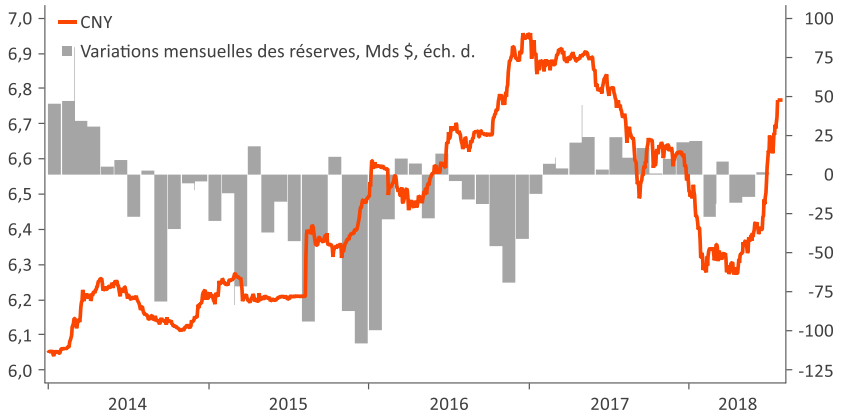
V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

20 juillet 2018

La guerre commerciale entre les États-Unis et le reste du monde bat son plein et vire à la guerre des changes, en attendant comme d'aucuns l'envisagent qu'elle aboutisse *in fine* à abaisser les tarifs douaniers plutôt que l'inverse, une fois que D. Trump aura suffisamment fait trembler la planète... Si la Chine n'a pas officiellement dévalué sa monnaie, évitant par là même le fracas qu'avait causé son action d'août 2015, nul n'est besoin de faire grand-chose, il lui suffit de laisser aller le yuan là où les marchés, logiquement, le poussent : le taux de change a ainsi perdu plus de 5 % de sa valeur contre le billet vert depuis la mi-juin, sans que les autorités n'interviennent, tout au moins jusqu'à ce vendredi. Les conséquences d'une dépréciation du yuan d'ampleur significative seraient considérables à l'échelle mondiale. Dépassant largement la sphère du conflit sino-américain, elles pourraient sans tarder rebattre l'ensemble des cartes des perspectives économiques et financières internationales.

Taux de change du yuan contre $ et réserves de changes chinoises

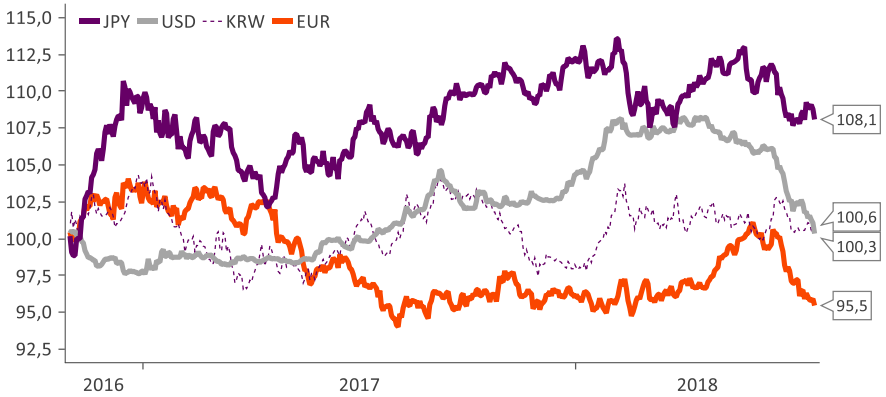


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La devise chinoise se rapproche de ses plus faibles niveaux de 2016 à grande vitesse

La dépréciation du yuan n'a que peu préoccupé jusqu'à récemment ; la devise chinoise s'était fortement appréciée depuis le printemps de l'année dernière, ce qui autorisait une certaine complaisance à l'égard de ce qui pouvait être considéré comme une simple correction. La perception a commencé à changer au fur et à mesure de l'amplification du mouvement de ces derniers jours. Dorénavant à deux doigts de ses points bas de 2016, la devise chinoise menace de décrocher davantage. En dépit des réserves que l'on peut émettre sur un tel scénario (voir à ce sujet « *La force tranquille de Xi Jinping* »), nul ne peut exclure une telle hypothèse dans le contexte d'extrêmes tensions commerciales en présence et compte-tenu de la configuration technique en présence. Selon Valérie Castaldy de Day By Day, la tendance de la devise chinoise reste baissière, avec un risque significatif que le dollar franchisse le niveau de 7,06CNY, correspondant à l'ouverture de la zone de retracement allant jusqu'à 7,41CNY. Il s'agirait d'une dépréciation supplémentaire de 4 % à 10 % par rapport au taux de change actuel du Renminbi qui, sans être particulièrement forte par rapport aux épisodes comparables de dépréciations de grandes devises (le yen à l'arrivée de Shinzo Abe, l'euro à l'annonce du QE de la BCE, la livre après le référendum), constituerait, à n'en pas douter, un développement particulièrement préoccupant pour les perspectives économiques mondiales, avec pour premières victimes les autres pays d'Asie mais vraisemblablement également très rapidement, les économies de la zone euro dont la monnaie s'est en définitive le plus appréciée vis-à-vis du yuan depuis l'élection de D. Trump.

Taux de change du yuan contre les principales devises depuis l'élection de D. Trump, 08/11/2016=100



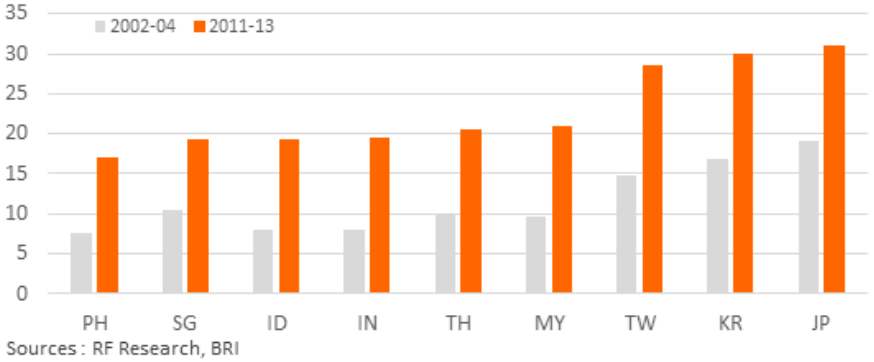
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le cours du yuan, pivot de la compétitivité internationale

L'évolution du yuan s'est imposée comme un facteur dominant dans l'évolution de la compétitivité internationale au fur et à mesure de la montée en puissance de la Chine dans le commerce mondial ces trois dernières décennies.

En Asie, la Banque des Règlements Internationaux attribue plus de 25 % à la monnaie chinoise dans la détermination des taux de changes effectifs nominaux de yen, du won coréen ou encore du dollar taïwanais. Bien que moins fortes pour les autres économies de la région – 20 % pour l'Inde, l'Indonésie ou Singapour-, ces pondérations témoignent de la dépendance des économies de la région à leur grand voisin chinois qui, au-delà, est une interdépendance régionale très forte, à l'instar de ce que peuvent être les relations très imbriquées entre les pays européens.

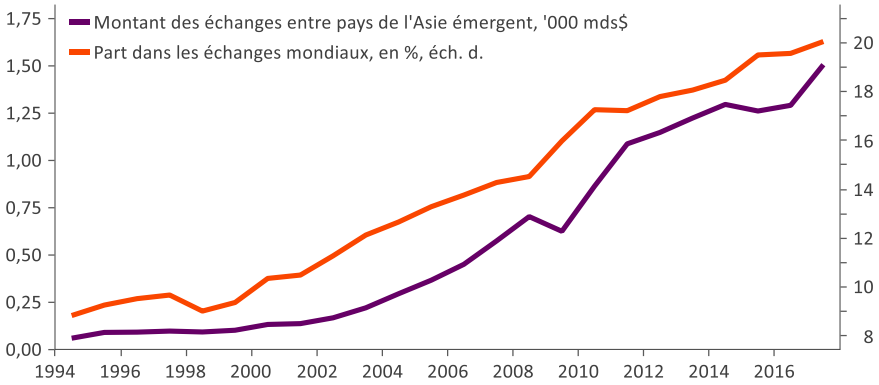
Poids du yuan chinois dans les pondérations de taux de changes effectifs de la BRI, en %



Sources : RF Research, BRI

Les échanges intra-asiatiques émergents représentent aujourd'hui un cinquième des échanges planétaires, en effet ; le double qu'en 2000 et quasiment un tiers de plus qu'en 2008, en large partie alimentés par le flux de marchandises à destination du reste du monde, au fil des différentes étapes de leur chaîne de production.

Commerce intra-asiatique émergent



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les effets des perturbations des marchés des changes parmi les partenaires d'Asie se diffusent très rapidement dans de telles conditions, avec des effets en cascade souvent durables et profonds.

De fait, lorsque le taux de change du yuan évolue contre dollar, les rapports de compétitivité de l'ensemble des pays d'Asie en sont affectés, une dépréciation du yuan vis-à-vis du dollar ayant pour conséquence immédiate sa dépréciation à l'égard de la plupart de ses partenaires régionaux, d'autant plus systématique lorsque leur devise est fixe contre le dollar. Ces imbrications ont deux conséquences immédiatement dommageables, quasiment simultanées : un choc de compétitivité aux effets dépressifs pour les partenaires commerciaux de la Chine, d'une part ; une contagion du choc de changes avec des ajustements en chaîne des devises, sur fond, le plus souvent, d'instabilité généralisée des politiques monétaires, de l'autre.

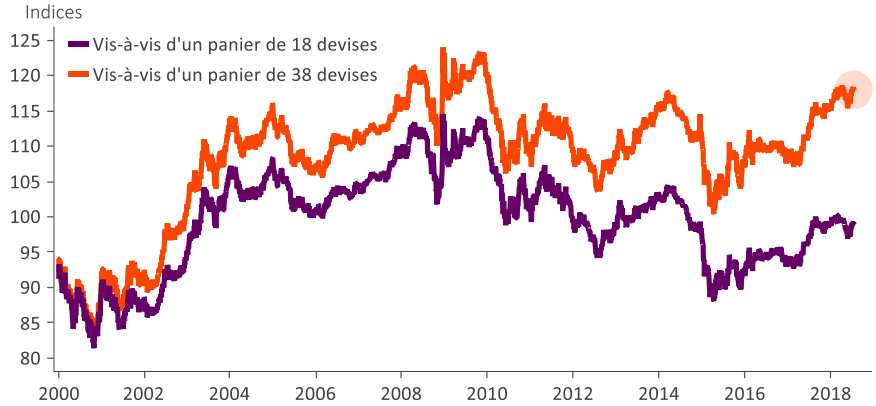
Evolution du taux de change du yuan contre le $ et les principales devises asiatiques depuis 2 mois

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

On comprend sans difficulté avec quelle rapidité la trainée de poudre d'une dépréciation du yuan peut se répandre au niveau régional et faire très rapidement boule de neige au-delà des frontières régionales.

En zone euro, la BCE attribue un poids de 23,39 % au renminbi dans le calcul du taux de change effectif nominal de référence de l'euro face à un panier de 18 devises, contre un poids de 9,39 % au début des années deux mille. Le yuan occupe ainsi la première place devant le dollar (16,97 %) ou la livre (12,99 %) dans la détermination du taux de change effectif (pondéré par le poids des échanges manufacturés). La sensibilité du taux de change de l'euro aux fluctuations du yuan est donc très significative et doit être considérée comme un effet direct minimal, amené à être gonflé par les ajustements successifs d'autres devises asiatiques. La nuance est loin d'être anecdotique à en juger par le haut niveau du taux de change effectif de l'euro au sens large (38 devises). Selon cette mesure, le taux de change de l'euro n'est plus très éloigné en effet de son record historique de sorte qu'un ajustement du yuan un tant soit peu significatif, suivi par un certain nombre d'autres devises de la région, pourrait très bien propulser son indice vers, voire au-delà, de ses records.

Taux de change effectif de l'euro de la BCE selon différentes mesures



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

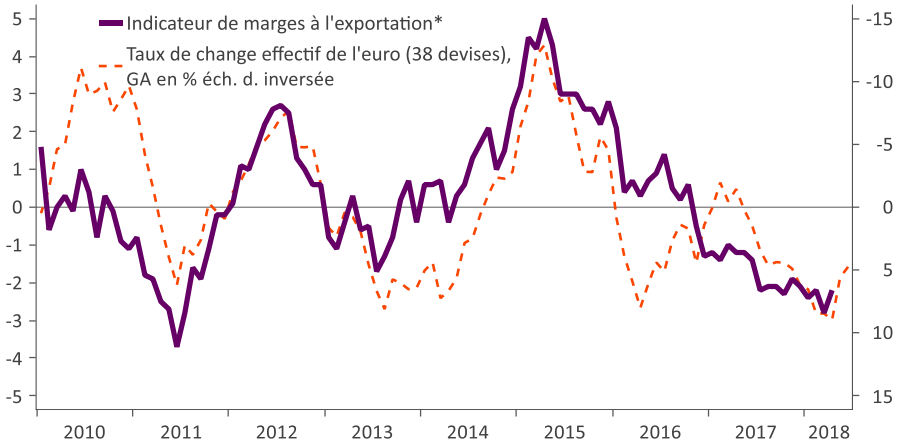
Une menace déflationniste immédiate

L'impact de l'appréciation de l'euro sur l'inflation est quasiment immédiat, via notamment l'évolution des prix des biens manufacturés importés de Chine. Une appréciation du taux de change de l'euro contre yuan aurait pour effet d'écraser davantage l'inflation hors énergie des biens industriels dont le niveau, à 0,4 % l'an aujourd'hui, peine à se redresser et demeure très éloigné de ce que suggère le scénario de la BCE.

Au-delà, c'est par les pressions concurrentielles sur les marges des entreprises qu'une appréciation du taux de change effectif de l'euro peut avoir des effets en chaîne particulièrement nocifs. Notre indicateur de marges à l'exportation ne s'est pas franchement rétabli ces derniers mois, ce qui explique sans doute l'extrême sensibilité des résultats des sociétés à la remontée du cours de l'euro

du début d'année. La capacité des entreprises européennes à faire face à une appréciation supplémentaire du taux de change est donc probablement très réduite, impliquant un risque significatif sur les perspectives industrielles.

Indicateur de marges à l'exportation* et taux de change de l'euro



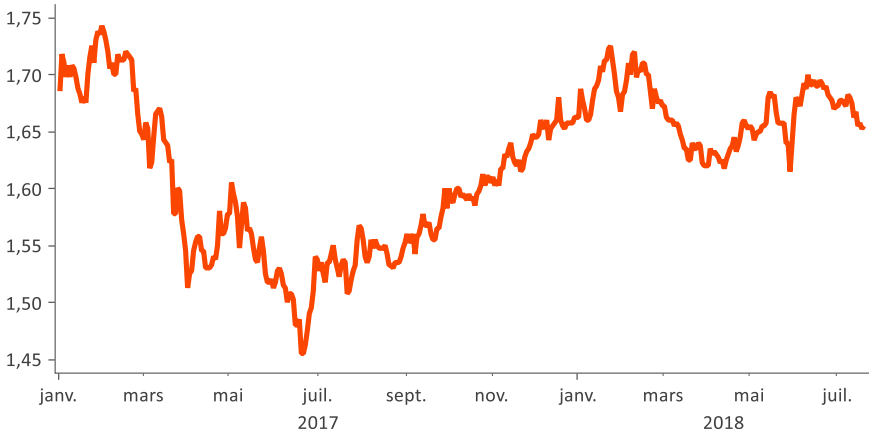
Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Ecart de croissance des prix des exportations extra/intra UEM

On comprend comment, de fil en aiguilles, la baisse du yuan est susceptible d'alimenter le spectre d'un retour de la menace déflationniste, qu'il s'agisse de ses implications pour la zone euro ou les exportateurs de produits manufacturés d'Asie.

C'est bien en cela que la dépréciation de la devise chinoise s'accompagne d'importantes réactions des marchés de matières premières, facteurs auxquels s'ajoutent les effets du renchérissement des importations chinoises de matières premières sur la demande.

Sans surprise, les anticipations d'inflation ont réagi à ces nouvelles par un repli assez sensible ces derniers jours, lequel risque fort d'entrainer dans son sillage un nouvel ajustement baissier des taux à termes européens, en l'absence de stabilisation rapide du yuan. De quoi, sans aucun doute, compliquer la communication de la BCE de cet automne si les choses ne se calment pas rapidement.

Anticipations d'inflation 5 ans dans 5 ans en zone euro, en %



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

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