

Les tendances des marchés des changes annoncent une hiérarchie très marquée entre les devises

La tentative de stabilisation des marchés financiers depuis le lundi noir du 24 septembre s'avère laborieuse. Cependant, on peut commencer à prendre du recul. Dans ce qui est le révélateur d'une nouvelle donne de l'économie et du commerce mondial, les variations de change sont des éléments tangibles et sans doute plus significatifs que ceux des Bourses (très volatiles) ou des taux d'intérêt (très stables dans les grandes devises). Le départ a été donné par une modeste dévaluation du renminbi contre dollar. Mais l'ensemble des parités au plan mondial a beaucoup amplifié. Les tendances se dessinent.

L'effet boule de neige menace les exportateurs d'énergie

Le plus clair des constats concerne les monnaies des pays producteurs d'énergie. Par exemple, face au dollar, le rouble affiche une baisse de 11,5 % en trois mois. Plus marquant est le recul du dollar canadien : 6,1 % en trois mois, ce qui porte à 13 % depuis le début de l'année la dévaluation par rapport à la monnaie du voisin américain.

On est dans le cadre de l'ajustement concurrentiel entre deux économies développées et interdépendantes. Le Canada est un acteur de la révolution des gaz et pétroles de schiste et de sable. Mais, précisément, c'est la nouvelle phase de baisse des cours – et de moindre rentabilité pour les hydrocarbures non conventionnels – qui a confirmé au deuxième trimestre le recul du produit intérieur brut des trois premiers mois de l'année. La baisse de la production industrielle globale

(et du PIB deux trimestres de suite, ce qui définit une récession) est intégralement due au recul de celle des ressources naturelles. On est entré dans une phase d'ajustement, la baisse des investissements entraînant celle des importations pour un bilan de commerce extérieur trompeur (les exportations suivent avec retard).

Le cas canadien est exemplaire car il concerne une économie solide et très développée – la quinzième du monde. L'effet boule de neige est engagé pour tous les pays exportateurs d'énergie : baisse des cours des matières premières – baisse de la devise – baisse des investissements, puis, quand cela est possible, augmentation de la quantité de matières premières exportée ... qui alimente la chute de leurs prix.

Un « Fly to quality » vers le yen et l'euro

Les variations de change des dernières semaines ont ensuite concerné les grandes devises des pays développés. C'est de loin le plus étonnant. La hausse du dollar, constante depuis avril 2014, a été enrayée à la suite de la dévaluation – assez limitée – du renminbi chinois au cours du mois d'août. On a de quoi être surpris a priori de la hausse qui s'est concentrée sur le yen (+4,1 % en un mois) et sur l'euro (+2,4 %). Les écarts de croissance, comme ceux de taux d'intérêt ne poussent pas dans ce sens. Et la crise de croissance chinoise, si elle réduit la croissance mondiale, ne bouleverse pas la comparaison.

C'est le statut de monnaie de réserve qui a provoqué le reflux. La tempête sur les Bourses entraîne des arbitrages vers « la qualité » et, finalement le Japon et la zone

euro apparaissent financièrement très solides et leurs économies très résilientes et bien orientées.

La direction durable – la hausse du dollar - n'est pas remise en cause, mais on devra prendre en compte lors des prochains épisodes de crise, cette prime accordée au yen et à l'euro dans les périodes de « fuite vers la qualité ».

Cette attractivité de monnaie de réserve de l'européenne et de la japonaise a joué aussi vis à vis d'autres devises fortes : la livre sterling et le franc suisse, on a perdu respectivement 5 % et 1,8 % en euro sur un mois.

La hausse des taux américains va déstabiliser la sphère émergente du « modèle chinois »

La troisième catégorie de devises affectée concentre les pays émergents qui ne sont pas exportateurs de pétrole ou de gaz. Elles sont en revanche dépendantes à des degrés divers de la croissance mondiale. Mais la baisse des monnaies, qui est encore très disparate, n'est pas à relier principalement à la limitation à venir des échanges commerciaux. Elle anticipe surtout sur des désordres à venir au moment – pour l'instant indéterminé – où la réserve Fédérale américaine remontera ses taux directeurs. Le squeeze est bien défini : baisse compétitive des devises, envolée du coût de la dette libellée en monnaies fortes, puis hausse des taux locaux pour ensuite limiter le recul du change, fort ralentissement économique, défauts de paiement.

Le Kazakhstan ou le Vietnam ont acté la dévaluation. Elle s'étend en Asie, au Proche-Orient, en Afrique, en Amérique latine et on ne peut pas imaginer qu'elle ne s'amplifie pas fortement quand la réserve Fédérale se sera décidée à agir.

Ce n'est sans doute qu'après la tempête qu'on pourra analyser les situations respectives. Parmi les très grands, on peut par exemple craindre une vraie spirale négative au Brésil ou en Malaisie sur fond d'effondrement politique, quand l'Inde pourra à l'inverse jouer ses atouts pour être gagnant d'une bonne nouvelle.

Le temps sera long avant que le yuan devienne une grande devise comme les autres

La photographie du Forex après le choc de la crise de croissance chinoise ne fait que dessiner des tendances. La faiblesse des devises des deux types d'émergents, les exportateurs industriels (le « modèle chinois ») et les exportateurs de matières premières (« le modèle russe ») se confirmera sans doute de façon assez uniforme au moment où la Réserve Fédérale américaine relèvera ses taux directeurs. Le mouvement général devra être consolidé avant que les bons élèves relèvent la tête. Dans un autre registre, la décision de la Fed devrait pousser le dollar face aux monnaies (fortes ?) que sont le yen et l'euro.

Reste à savoir si le flottement du yuan peut le faire entrer dans le club des monnaies de réserve. Sans doute, les autorités chinoises ont cet objectif dans le viseur. Sans doute aussi, le Fonds Monétaire International est-il disposé à entrer la monnaie chinoise dans son dispositif de règlement, les DTS (droits de tirages spéciaux). Mais, précisément, entrer dans le marché entraîne des risques d'évolution mal contrôlés. Ce n'est pas facile à accepter pour un pouvoir totalitaire. Et les excès de hausse, puis le début d'éclatement de bulle des Bourses chinoises depuis un an montrent que ce n'est pas non plus aisé à gérer.