

Quand le dollar bouscule les émergents...

Des mouvements de change ont régulé, depuis 2015, le commerce entre pays développés mais ont aussi rétabli les économies émergentes

Derrière la hausse des taux américains et l'assurance d'une politique monétaire très accommodante de la Banque Centrale Européenne, renforcée par l'inflexion de la croissance du Continent, se profile un changement de ton sur le marché des changes. Le rallye de baisse du dollar entamé il y a trois ans s'est interrompu début mars. Les investisseurs cherchent la rémunération et la croissance : la monnaie américaine apporte les deux.

Le scénario de baisse des monnaies et de hausse des taux se met en place dans les émergents

Le mouvement de baisse de la monnaie américaine a commencé début mars 2015 sur une parité de 1,06 euro pour un dollar. Le pic a été atteint au début de l'année au-delà de 1,24. On se cale désormais sur 1,19€. +4% de rebond en deux mois ne rattrapent qu'une partie de la baisse de -15% encaissée sur trois ans. Avec le recul, on peut estimer que la monnaie américaine et la hausse de l'euro ont été des éléments correcteurs des déséquilibres commerciaux et ont permis aux États-Unis d'importer de l'inflation. Cela cadrerait avec les objectifs de la Réserve Fédérale et finalement aussi avec celle de l'administration présidentielle.

Le change joue son rôle de régulateur mais, dans le cas du dollar, les conséquences dépassent l'économie du pays émetteur. Le dollar est – toujours – la monnaie de référence, pour les échanges internationaux avec plus des trois-quarts libellés en billets verts et représente encore aujourd'hui plus de 60% des réserves des banques centrales. Il est aussi directement ou indirectement la base de valorisation des devises d'une grande partie des économies émergentes.

La « dévaluation compétitive » menée par les États-Unis à partir du printemps 2015 a ainsi redonné des débouchés à l'ensemble des zones émergentes, y compris la Chine qui a finalement échappé à une guerre des changes. Le balancier pétrole/dollar a joué favorablement et les refinancements publics et privés dans les émergents ont été assurés en profitant des taux maintenus très bas. Les déficits extérieurs des émergents se sont réduits, les flux directs d'investissements étrangers ont marqué cette amélioration quasi-généralisée de la confiance.

Les allocations de portefeuille des grandes gestions estimaient, il y a trois mois, trouver de la valeur sur les obligations émergentes et de la décote sur les actions : la classe d'actif a rattrapé en 2016 et 2017 une partie de sa sous-performance depuis 2010.

Pour résumer la situation telle qu'on pouvait la percevoir au début du premier trimestre, une croissance mondiale généralisée et synchrone s'approchant de +4% au plan mondial se développait avec des moteurs un peu partout dans le monde ... sauf en Europe où l'effet change pesait. La faiblesse du dollar était souvent citée comme le principal frein au cycle mondial. Son retournement pose d'autres problèmes.

La confiance pourrait être cassée par le retour des déficits des pays émergents, aggravé par la ponction sur les économies de l'argent plus cher

Une hausse de +5% du billet vert et une tension sur les taux américains semblent pouvoir être encaissées sans problème aux États-Unis dont l'économie peut compter sur le dopant de la réforme fiscale. Le mouvement est favorable à l'Europe, d'autant que les taux restent et vont rester très bas. Les conséquences sur les marchés émergents sont d'une autre importance.

Le relevé des Bourses et de l'évolution des devises en donnent un aperçu. Les actions craquent mais, comme toujours, c'est le change qui donne la mesure. Les monnaies du Brésil, de la Turquie, de l'Afrique du Sud ou de la Russie ont perdu de 7% à 11% en un mois. Les devises asiatiques résistent mieux mais la tendance est là. L'Argentine est une nouvelle fois la caricature de ce choc : malgré une action drastique de la banque centrale qui a porté son taux de refinancement (le Repo) à 40% pour une échéance à 7 jours, le peso a perdu plus de 11% en une semaine.

La suite du scénario est connue : les monnaies émergents vont être attaquées, les banques centrales contraintes de remonter les taux, les financements extérieurs vont se tarir (et les flux même s'inverser), les déficits vont se creuser. La géopolitique donne un certain bol d'air aux producteurs de pétrole mais la hausse du dollar va progressivement faire de gros dégâts.

Les États et entreprises émergents vont prendre de plein fouet la tension sur les taux d'intérêt. Pour la dette libellée en dollars, ils subissent la double peine : perte de change et hausse des rendements. Pour ce qui est libellé en monnaie locale, la hausse des taux américains va être très largement amplifiée. Le ratio total de dette est de 110% à 120% du produit intérieur brut : le calcul du prélèvement que l'économie d'une hausse de 2 ou 3% de la charge d'emprunt est facile à faire.

La relance fiscale américaine à contretemps fragilisera aussi les montages financiers les plus tendus

Cette conjoncture particulière d'une croissance américaine qui accélère un peu seule au moment où la croissance européenne, japonaise et même mondiale s'infléchit provient de la réforme fiscale Trump. Rien de surprenant à ce que ce dopant à contretemps du cycle provoque des dégâts collatéraux. Les ajustements du change à ce soutien artificiel sont rapides et forment la base d'une conjoncture qui s'adapte. Derrière les émergents, États et entreprises, ce sont l'ensemble des endettements excessifs qui vont se trouver en ligne de mire, en particulier les montages financiers.