

Derrière la dévaluation du yuan, la confirmation de la crise de croissance en Chine

La dévaluation du taux de référence entre la monnaie chinoise et le dollar a bousculé les marchés financiers la semaine dernière. Les Bourses européennes ont fini la semaine sur une chute de 4%, l'Allemagne baissant davantage que la moyenne, l'Italie nettement moins et la France se situant de le milieu de fourchette. On pointe aussi un recul de 3,2 % de l'indice Dow Jones et (seulement ?) de 0,90 % du Nikkei japonais. Le change euro/dollar n'est pas épargné et la monnaie européenne a repris 1,3 % dans cette tempête qui a, dans la semaine, fait plonger le baril de Brent au-dessous de 49 dollars pour la première fois depuis janvier. En descendant les cotes des Bourses, on ne note pas vraiment de points de résistance : évidemment, les actions des grands groupes exportateurs vers les pays émergents ont mené la baisse, mais tous les compartiments sont touchés.

Le retour dans la guerre des monnaies est une constatation autant qu'un avertissement

Le premier réflexe est de relativiser. Une baisse de 3 % du yuan dans la semaine justifie-t-elle de tels mouvements de capitaux ou d'évaluation des actifs ? On a du mal à le croire et le point de stabilité constitué dans la période par les marchés obligataires donne une meilleure mesure. Pour comparaison, la baisse de l'euro en dollars s'établit à 17 % en un an, celle du yen à plus de 20%. Le change fixe yuan-dollar a entraîné les mêmes réévaluations pour la Chine que celles de la monnaie américaine.

La première réaction des investisseurs mondiaux a cependant été de prendre cette décision des autorités chinoises comme une reconnaissance. La reconnaissance de la crise de croissance que traverse l'Empire du Milieu. Les indicateurs divers – et par exemple la consommation électrique que nous avons citée dans cette chronique à plusieurs reprises – montrent que le rythme de 7 % de croissance affiché mois après mois pour confirmer cet objectif sur l'ensemble de l'exercice soit plus que volontariste. Il apparaît finalement fantaisiste et la statistique manipulée semble traduire le désarroi du pouvoir totalitaire face à un retournement conjoncturel qu'il ne sait pas diriger et, encore moins, contenir.

La dévaluation est donc la constatation des surcapacités industrielles, d'un déséquilibre bancaire et para-bancaire, de la bulle immobilière qui commence seulement à éclater. C'est aussi le prolongement de la crise boursière qui a amené, depuis maintenant près d'un mois et demi, à une gestion autoritaire de court terme des cours de Bourse, tenus artificiellement par les investisseurs institutionnels d'Etat (et donc en dernier ressort par la Banque Centrale).

Au-delà du diagnostic et de la gravité de l'entrée du pays dans un cycle d'expansion très nettement inférieur à la croissance potentielle et aux besoins de l'exode rural vers les mégapoles, c'est le changement de modèle économique de la Chine qui est en cause. La montée en puissance de la consommation, qui doit progressivement prendre en partie le relais d'une érosion des exportations n'a pas un rythme suffisant. Elle s'annonce en tout état de cause nettement plus laborieuse que le pouvoir ne l'espérait. Aussi, face au repli de 8,3 % des exportations en juillet, les responsables du parti communiste ont choisi de frapper les esprits. Plus que les 3 % de dévaluation du yuan, c'est l'entrée – en réalité le retour – de la Chine dans la guerre des monnaies qui est l'avertissement qui a été envoyé aux marchés financiers.

Le chemin vers une intégration du yuan dans un système de changes flottant sera bien long

On est dans la communication et la psychologie, comme toujours en matière économique. Dans un pays totalitaire, la communication s'appelle propagande et ce retour dans la guerre des monnaies est présenté comme davantage qu'une réaction de court terme à un problème pourtant durable. Le sujet est sérieux : à terme, la fin du taux de référence et donc du cours de change face au dollar fixé par la Banque de Chine serait une étape vers l'entrée du yuan dans le panier des monnaies de référence, celles des DTS (droits de tirage spéciaux) du FMI.

Ainsi, le décrochage du yuan au dollar annoncerait l'entrée de la monnaie chinoise dans un système de changes flottants. La thèse est présentée par M. Ma Jun, l'économiste en chef de la Banque de Chine. Il annonce pour les mois et les années à venir une «volatilité à la hausse et à la baisse» pour la devise, qui traduirait la liberté donnée aux marchés et il assure que ce n'est que «dans des circonstances exceptionnelles (que l'institut d'émission) interviendra désormais».

Ces déclarations ont tout pour susciter l'ironie. En premier lieu, car les banques centrales interviennent en permanence sur le taux de change, que ce soit explicitement dans leur mandat comme aux États-Unis, au Japon ou au Royaume-Uni ou que ce ne le soit pas comme dans la zone euro. On ne voit pas pourquoi il en serait différemment le jour où le yuan entrerait effectivement dans un système de changes flottants. En second lieu, parce que les déclarations nient l'intention ou le besoin pour la Chine de prendre part à une guerre des monnaies sont complétés par M. Jun de l'annonce d'une croissance de 7 % cette année.

Au moment où les cours de Bourse sont totalement manipulés, où le système bancaire et para-bancaire ne peut se maintenir que sous gestion directe de la banque centrale, annoncer une normalisation du change en l'appuyant sur une projection de croissance irréaliste enlève bien du poids à la position officielle.

Il n'y a guère qu'au Fonds Monétaire International qu'on trouve des avocats de ce que ses spécialistes appellent une évolution allant «très près» d'un système de changes flottants. La politique a ses devoirs : celui d'intégrer l'Empire du milieu dans le système des DTS vaut bien des déclarations de mauvaise foi.

Le coup de la Banque de Chine ne va pas empêcher la Fed de remonter ses taux directeurs

Faire d'une difficulté (le mauvais tournant conjoncturel) un atout d'avenir (l'entrée de la monnaie dans le jeu du FMI) est une habileté qui n'est pas critiquable. Mais on n'en est pas là, huit jours après ce qui est bien le retour de la Chine dans la guerre des monnaies.

Pour le moment, il confirme que le cycle mondial est affaibli par la panne relative chinoise, avec sans doute une inflexion de la croissance aux États-Unis, au Japon et en Europe. Se profile aussi une tendance encore médiocre pour les matières premières et, singulièrement, le pétrole avec un baril qui semble durablement accroché au-dessous des 50 dollars et qui va sans doute tester les 40 \$ de février 2009. À l'inverse, le rebond de l'or a toutes les chances de se poursuivre : les populations chinoises vont reporter leur épargne en métal jaune, tirant les leçons de la correction des excès immobiliers et boursiers et d'une certaine perte de crédibilité de la monnaie elle-même.

Les évaluations boursières des sociétés exportatrices se sont ajustées avec brutalité la semaine dernière face à cette dévaluation très modérée – en particulier au regard de celle du yen et de l'euro dans les 12 mois précédents. On a le sentiment qu'on a facilement été dans l'excès, mais le tabou qui a sauté implique des changements de stratégie des groupes et des révisions des anticipations de profits par les investisseurs.

A court terme, l'avertissement chinois peut-il bousculer le calendrier de hausse des taux directeurs de la Réserve Fédérale ? Bien sûr, les deux salves de relèvement attendues entre septembre et janvier prochains peuvent paraître contracycliques au moment où le frein à la croissance vient de la troisième économie mondiale, derrière l'Union Européenne et les États-Unis, mais loin devant le Japon. Mais la marge de Mme Yellen, la patronne de la Fed est étroite et elle ne va pas pouvoir beaucoup différer les hausses de taux, quitte à bousculer encore la Chine et l'ensemble des pays émergents, et peser davantage sur leurs monnaies. Mais chacun connaît la devise stratégie monétaire américaine vis à vis des autres économies : «le dollar (et sa gestion) est peut-être votre problème, mais c'est notre monnaie.»