

Les risques se manifestent maintenant sur les changes. Ca va durer

Les marchés financiers sont avant tout marqués par la hausse de Wall Street depuis maintenant six ans. On connaît la recette américaine : la récession et la crise financière ont été soignées par l'injection massive de liquidités et, des facteurs fondamentaux comme l'émergence des gaz et pétroles «non conventionnels» aidant, on a vu le retour d'une croissance affirmée. On doit cependant garder à l'esprit un autre élément marquant sur les marchés : les variations de change d'une ampleur sans précédent sur la période. Comme si la volatilité financière s'était transférée des actifs (actions, obligations, immobilier) vers les monnaies, à la fois outil de gestion des Etats et outil d'ajustement pour les différences économiques.

Les croissances japonaises puis chinoises sont le fruit d'une guerre impitoyable de la monnaie

La crise des monnaies émergentes de 2013-2014, celle de la monnaie russe au gré de la crise ukrainienne et de la chute des cours du pétrole sont des exemples. En s'attachant seulement au rouble, on mesure l'ampleur de l'ajustement : la monnaie russe a perdu 37% de sa valeur entre septembre 2014 et janvier 2015. Elle a repris plus de 11 % en février.

Facteur d'ajustement pour les agents économiques, le change est aussi utilisé comme arme par les pays. Sans remonter à la naissance des théories quantitatives de la monnaie de Jean Bodin au XVIème siècle analysant l'afflux d'or et d'argent

provenant d'Amérique du Sud, le miracle japonais (1965 -1985), puis l'explosion économique chinoise à partir de 1990 illustrent l'efficacité de l'arme du change.

Dans les deux cas, le renouveau économique, puis son envolée, se sont appuyés sur la compétitivité de l'industrie : salaires bas certes, mais aussi monnaies fortement dépréciées. On ne doit pas croire que la fin de la parité fixe du yen en 1973 avait transféré à la liberté du marché, les termes de l'échange. De 1965 à 1971, la sous-évaluation du yen avait assuré une croissance annuelle de 8 % à 10 % dans l'Archipel. La forte réévaluation de la monnaie nipponne (16,5 % contre dollar) en 1971 n'avait que limité le déséquilibre. A partir de l'instauration des changes mobiles, les sorties massives de capitaux et le maintien de taux d'intérêt extrêmement bas ont constitué jusqu'en 1988 un mix de guerre des changes suivant les règles de la finance moderne qui a été répliqué.

La Chine a suivi le modèle japonais, on le sait, à la taille du pays et à son dynamisme démographique près. Salaires bas et financement sans limite étaient la base interne d'autant plus efficace que le régime politique est totalitaire. Les années 1990 ont amorcé le transfert de production industrielle des Etats-Unis vers la Chine dans des conditions de prix cassés. Le tour de force a été l'entrée dans l'Organisation Mondiale du Commerce en 2001 à un taux de change de combat : de 20 à 40 % de décote par rapport au dollar suivant les périodes et les bases de comparaison.

Depuis 2007 : les Etats-Unis ont frappé, la Grande Bretagne et le Japon ont suivi

Face à la crise financière de 2007/2008 créée par ce déséquilibre commercial organisé, la guerre des monnaies connaît une nouvelle phase depuis maintenant sept ans. La politique monétaire de la Réserve Fédérale – et la politique fiscale qui l'a accompagné – a défini les armes du combat. Les injections monétaires des programmes d'assouplissement quantitatif ont joué leur rôle : exporter sa propre déflation. Avec des taux d'intérêt quasi-nuls, l'économie du pays est subventionnée en quelque sorte par les autres.

Evidemment, les Etats-Unis profitent de leur monnaie, monnaie mondiale. On se réfère forcément à la célèbre adresse aux européens du secrétaire au Trésor de l'administration Nixon au moment de l'abandon de l'étalon or en 1971 : «le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème». Les Etats-Unis de 2008 pouvaient donc tout se permettre, QE après QE, baisse des taux après baisse des taux, baisse du dollar après baisse du dollar. Et cela a continué jusqu'à la mi-2014.

Il y a pourtant une nouveauté dans la finance mondiale : la méthode de guerre de la monnaie américaine a si bien réussi qu'elle a été copiée sans vraies difficultés par le Royaume-Uni et surtout, depuis un an, par le Japon. On peut ergoter sur la réussite encore incomplète des Abenomics (les mesures économiques du gouvernement Abe), mais les premiers indicateurs sont là. Et, en tous cas, le change du yen – un recul de 15 % face au dollar en six mois – est bien l'arme d'exportation de la déflation qui produit des effets, au minimum en important moins de cette pression sur les prix de ses partenaires commerciaux asiatiques, et en assurant un rééquilibrage certain de sa compétitivité vis à vis de l'Allemagne.

L'entrée (trop tardive) de l'Europe dans le jeu ouvre une période de forte instabilité pour les changes

L'Europe s'est complue jusqu'à l'année dernière au rôle de victime consentante de cette guerre de la monnaie, acceptant l'importation de la déflation et imposant à ses

populations à des degrés divers suivant la latitude sur le vieux continent, une dévaluation interne en tenant les taux de change. Le mix de politique monétaire peu favorable à la croissance et de politiques fiscales franchement récessionnistes a produit ses effets. Mais nécessité a fait loi et la réalité de la désinflation et les craintes de récession des deux grandes économies demeurées fortes depuis 2008 (l'Allemagne et la France) a engagé depuis plus de six mois la zone euro dans la guerre des monnaies. On est dans la violence : l'euro a perdu 17,5 % en un an face au dollar. Le mouvement n'est pas terminé sans doute et la parité (1 dollar pour 1 euro) est dans le viseur à échéance d'un an. Cela ajouterait 13,5% à la baisse.

Pourtant, la guerre généralisée de la monnaie est une figure de serpent qui se mord la queue. Si toutes les devises sont faibles, comment éviter l'importation de déflation, comment exporter la sienne ?

La conjoncture financière qui s'ouvre avec l'entrée de la zone euro dans le jeu est celle du recours plus large aux parités de change pour refléter les évolutions économiques. Dans les grandes zones, les taux à court terme sont maintenus à des niveaux proches de zéro, les taux longs à des niveaux très faibles, les actifs réels (actions et immobilier) soutenus par les injections monétaires. On observera que, au global, cette guerre des monnaies exporte les déflations. Cela va se traduire dans les mois qui viennent par plus d'instabilité encore sur les changes, une déstabilisation de certains acteurs économiques commerciaux et industriels, de certaines zones.

Les politiques économiques concentrent le risque sur les monnaies. Ce ne peut être qu'une coopération accrue entre les grands acteurs de la guerre des monnaies (Etats-Unis, Chine, Japon, Europe) qui évitera des à-coups trop violents. Mais, outre les égoïsmes nationaux en jeu, le rééquilibrage commercial au détriment des pays émergents, qui est un des objectifs de cette gestion, s'oppose à cette gouvernance mondiale plus apaisée. Cela va encore bouger sur le front des changes.