



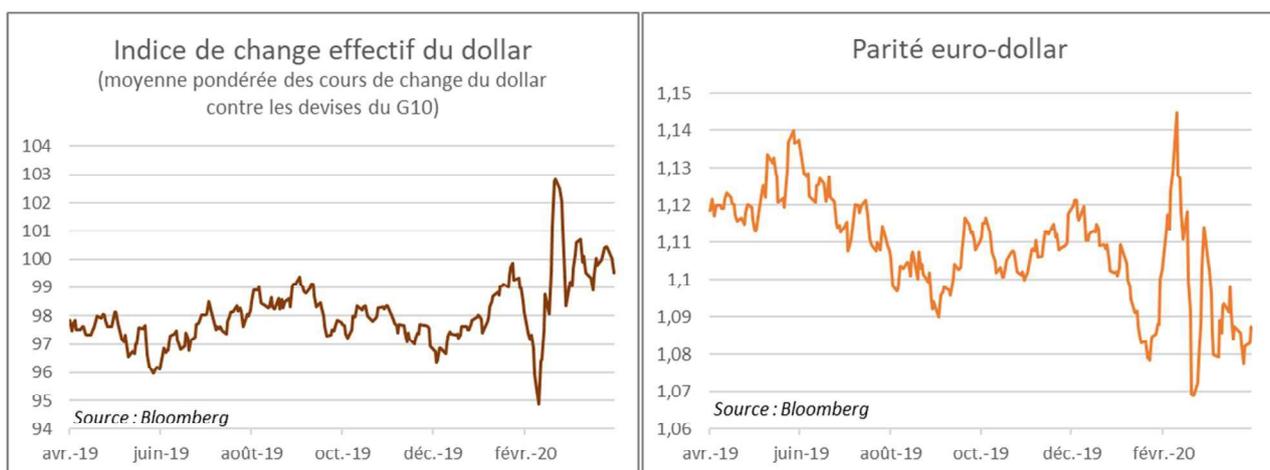
# Les Instantanés d'Unigrains

## Le marché des changes face à la crise : un dollar fort et des devises émergentes en rupture

Depuis le début de la crise du Covid-19, la combinaison de chocs sanitaires et économiques inédits, et l'émergence d'un degré d'incertitudes sans précédent sur l'ampleur et la sortie de la crise, font souffler une bourrasque sur les marchés financiers à l'image de cette crise hors-norme. Après une chute historique, les marchés actions affichent un rebond qui pose questions, les marchés des matières premières demeurent extrêmement fragilisés, et les marchés de taux s'installent sous l'effet des banques centrales sur des niveaux nuls ou négatifs dans l'optique d'une dépression mondiale majeure. Le marché des changes ferait presque figure d'exception. La volatilité y est plus faible qu'ailleurs et les mouvements demeurent globalement contenus, comme si les intervenants attendaient d'y voir plus clair, avec un peu plus de sérénité qu'ailleurs. Dans la tempête actuelle, les devises font peu la une des journaux. Mais derrière cette tranquillité de façade, se cache en réalité des disparités de taille, qui reflètent des impacts différents de la crise sur les économies des devises concernées. Cette réaction sélective de ce marché plus exposé que d'autres aux réalités et aux risques domestiques devrait se poursuivre au fur et à mesure de l'évolution de la crise.

### ➤ Le dollar une fois de plus valeur refuge, malgré tout

Malgré une économie américaine en proie à de fortes turbulences et aux perspectives troubles, le dollar résiste et fait même mieux en affichant des gains face aux devises du G10 (celles des principales économies occidentales). Derrière cette performance qui peut paraître surprenante, on trouve le statut de valeur refuge dont le billet vert bénéficie historiquement lors des crises mondiales. Mais au-delà, le fait que les autres principales économies occidentales subissent un impact économique de la crise pour le moins équivalent à celui des Etats-Unis, que les banques centrales pratiquent partout des injections de liquidités massives (avec à la clé des niveaux de création monétaire qui normalement pèsent sur la valeur des devises mais qui aujourd'hui sont équivalents) et que les taux d'intérêts sont partout proches de zéro (donc sans différentiels de taux substantiels qui constituent les déterminants clé des parités de change), plaide pour que le marché reste finalement focalisé sur le statut de valeur refuge du dollar sans prendre en compte les déterminants classiques du marché. Il en résulte un dollar globalement ferme, mais sans mouvements majeurs vis-à-vis des autres principales devises et entre ces dernières. L'indice de change effectif du dollar, c'est-à-dire la moyenne pondérée des cours du change du dollar contre les devises du G10, a fait état de mouvements un peu erratiques lors du début de la crise, pour finalement avoir progressé de près de 5% depuis le 1<sup>er</sup> janvier et se stabiliser sur des niveaux élevés.



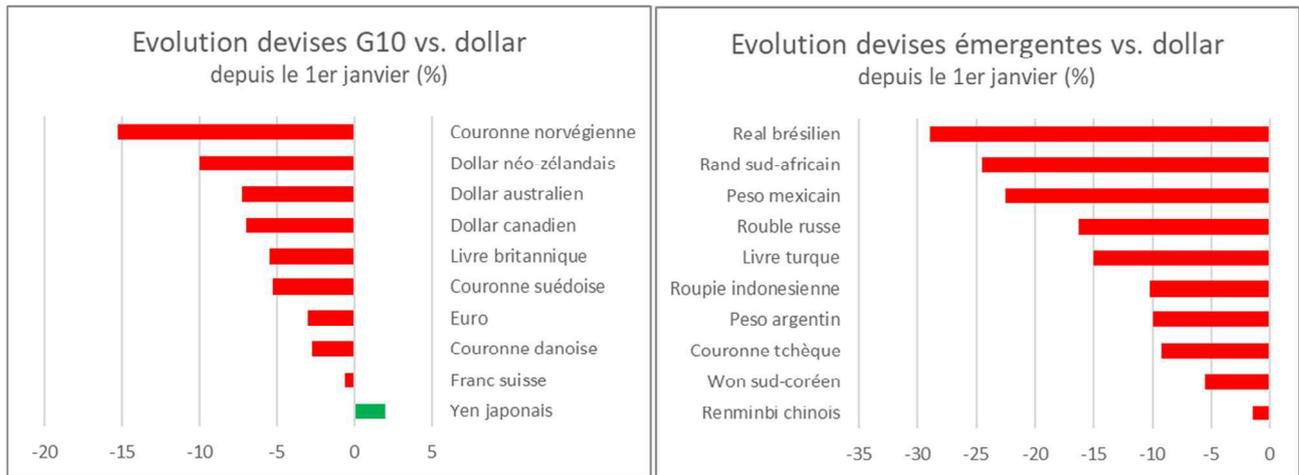
Auteur : Philippe MEYER – tél. : 01 44 31 16 89 – pmeyer@unigrains.fr – Date de Publication : 29 avril 2019

Avertissement : La présente note a été réalisée par la Direction des Études Économiques d'UNIGRAINS à partir de données publiques. La société UNIGRAINS ne saurait être en aucun cas tenue responsable d'éventuelles erreurs, inexactitudes, et de toutes leurs conséquences directes et indirectes.

Copyright : Aucune partie de cette publication ne peut être reproduite par quelque moyen que ce soit sans la permission écrite d'UNIGRAINS.



La parité euro contre dollar évolue depuis le début de la crise dans un intervalle étroit entre 1,15 et 1,07, en se repliant finalement lentement au-dessous de 1,10. Le repli de la devise européenne contre dollar depuis le début de l'année est limité pour l'heure à près de 4%. De même, la livre sterling s'affaiblit faiblement contre le dollar (-5% depuis le début de l'année) et reste globalement stable contre euro, loin de la volatilité affichée avant la crise sur fond de Brexit. A noter que les deux devises résistant le mieux face au billet vert sont celles bénéficiant traditionnellement avec lui du rôle de valeur refuge : le franc suisse et le yen japonais, ce dernier affichant le luxe d'être la seule devise à avoir gagné un peu de terrain face au dollar alors qu'outre son statut de valeur refuge, la devise japonaise bénéficie d'un impact à date de la crise encore contenu au Japon.



### ➤ Les devises émergentes en déroute sous l'effet de fondamentaux bouleversés

Si les devises du G10 font preuve de stabilité face à un dollar ferme grâce à des fondamentaux frappés de façon équivalente par la crise, il en va autrement des devises des économies dites émergentes. Leur statut traditionnel d'actif risqué, au même titre que les actions et que certaines matières premières, est plus vrai que jamais en affichant à la fois une volatilité élevée et une baisse sensible et généralisée.

Les économies émergentes sont structurellement les plus dépendantes du commerce mondial et des cours des matières premières, et font souvent état d'instabilité politique et de retards logistiques qui pèsent aujourd'hui lourdement dans leur capacité de résistance à la crise. Mais au-delà de ces facteurs de fragilité partagés, ces économies affichent également des disparités importantes qui se reflètent dans les performances de leurs devises. Exception faite du renminbi chinois, dont le mécanisme de change particulier limite ses fluctuations, et le won sud-coréen dont l'économie est l'une qui semble aujourd'hui la plus résistante à la crise, les autres principales devises émergentes chutent lourdement.





Ainsi l'indice JP Morgan qui mesure la moyenne des cours des principales devises émergentes contre dollar a chuté de 15% depuis le 1<sup>er</sup> janvier (et de près de 20% depuis un an) et atteint aujourd'hui ses niveaux les plus bas jamais enregistrés. L'effet d'un dollar ferme est amplifié par la fragilité intrinsèque de ces devises.

Parmi elles, les devises les plus exposées aux cours des matières premières, et principalement aux cours du pétrole qui se sont effondrés au-dessous de 20 USD le baril (et ont même ponctuellement été négatifs!), souffrent particulièrement. C'est le cas notamment du rouble russe ou du rand sud-africain (-17% et -25% depuis le début de l'année). Le cas du peso argentin, dont l'économie est à nouveau au bord de la faillite, est particulier par son régime de change réglementé. La roupie indienne ne cède « que » 5% sur la période dans le sillage de la tempête globale, une performance solide, mais cette baisse amène aujourd'hui la devise à ses plus bas niveaux historiques contre dollar.

Le symbole le plus fort de cette chute globale réside dans le real brésilien. Pourtant coutumier de replis brutaux, le real affiche une déroute impressionnante et sans précédent. La baisse frôle pour l'heure les 30% depuis le 1<sup>er</sup> janvier et la devise est à ses plus bas niveaux historiques contre dollar. Plus grave, cette chute entamée il y a près de quatre mois n'est freinée par aucune correction, même ponctuelle. Il faut dire que l'économie brésilienne, déjà très fragile avant la crise, suscite de grandes inquiétudes du fait de son exposition structurelle aux échanges mondiaux, de ses liens étroits avec la Chine et d'une gestion politique de la crise peu lisible et pour le moins inquiétante. Il en résulte des prévisions de croissance établies récemment par le FMI les plus négatives des quatre grandes économies BRIC (Brésil, Russie, Inde, Chine) avec une contraction prévue du PIB de 6% en 2020, suivie d'une reprise attendue à seulement +0,5% en 2021, la performance la plus faible des principales économies mondiales. Alors certes, l'ampleur de la chute de la devise appellerait une correction (qui tarde à venir), mais au vu de tels fondamentaux et d'un contexte politique aussi fragile, les perspectives pour la devise demeurent sombres, avec les conséquences qu'on imagine sur l'inflation importée, le pouvoir d'achat, et la consommation. Ce cercle vicieux aura du mal à être cassé à court ou moyen terme.

### ➤ Et maintenant ?

Dans le contexte actuel dominé par la récession mondiale, les grandes tendances du marché des changes n'ont pas de raisons fortes d'être modifiées ou inversées rapidement dans les mois à venir. Un impact économique de la crise frappant les économies occidentales de façon plus ou moins homogène pour l'heure devrait continuer de limiter les mouvements entre les devises concernées et laisser au dollar une prime liées à son statut particulier. Au vu des perspectives économiques en Europe dans les mois à venir, l'euro aura du mal à résister aux pressions baissières graduelles, même si celles-ci devraient rester freinées par une attractivité tout aussi faible de l'économie américaine pour les flux de capitaux à court terme. Dans le même temps, la défiance du marché envers les devises émergentes, et en particulier envers les plus exposées à la crise, aura du mal à s'atténuer rapidement.

Par la suite, tout dépendra des profils spécifiques de sortie de crise des économies ou pour le moins de leur capacité à les enclencher. Que les Etats-Unis tardent trop à repartir de l'avant au cours du second semestre et l'attrait actuel du dollar en souffrira, sans compter les turbulences pré-électorales qui s'annoncent, en supposant que d'autres régions y parviennent mieux qu'eux et plus vite, ce qui reste à être démontré. A moins d'un séisme économique durable outre-Atlantique, conjugué à des signaux plus positifs en Europe, la parité Euro-Dollar peinera à enclencher un renversement de tendance solide. Mais au vu des incertitudes majeures qui règnent aujourd'hui, aucun scénario ne peut être exclu à horizon 12 mois, même s'il en existe des plus ou moins probables. Du côté des devises émergentes, la situation demeurera complexe tant que l'économie mondiale et les cours des matières premières n'afficheront pas de perspectives de reprise crédibles.

Au final, si tout le monde est entré en même temps ou presque dans la crise, la sortie ne sera sans doute pas aussi homogène. Des décalages conjoncturels possibles entre différentes économies constituent le risque majeur pour un retour de la volatilité sur le marché des changes en profitant aux devises des économies repartant les premières, au détriment des autres. On n'en est pas là, mais le second semestre pourrait être à cet égard plus agité que le premier.

