

La guerre des devises est jugée plus réelle que celle en Ukraine. Un gagnant: l'euro

Bruit de bottes? Le réflexe est de se préserver face à la montée de risques qu'on ne maîtrise pas. Pendant des décennies, pendant des siècles même, les détenteurs d'actifs se sont retournés vers l'or et la monnaie des pays jugés sûrs dans une conjoncture de crise. Longtemps, les deux classes d'actifs n'en faisait qu'une, les monnaies des plus grands Etats étant gagées sur le métal jaune.

On ne peut pas dire que l'affaire ukrainienne ait évolué dans la semaine vers un règlement ou qu'elle ait même marqué un mouvement de réduction des tensions. On a observé une poursuite du jeu de rôles: du côté de l'Ouest (c'est à dire l'Allemagne et les Etats-Unis), les paroles verbales, à l'Est (la Russie), les actes.

Les financiers ont constaté avec une certaine perplexité l'évolution des marchés. Huit jours de montée des antagonismes se soldent sur des variations monétaires assez marquées. La vedette est l'euro qui a progressé de plus de 1 % face au dollar, portant la hausse sur un mois à 2,7 %. On aurait pu penser que les risques de conflit en Europe centrale provoquent au contraire des arbitrages en faveur de la devise américaine, celle du pays le plus puissant sur le plan économique et militaire. Le dollar baisse contre toutes devises européennes et il n'est que le yen pour s'effriter contre le billet vert.

Pas de crainte de conflit armé, pas plus d'une guerre de l'énergie avec la Russie

La constatation mérite analyse. En effet, les réactions face à des crises montrent plus que l'arbitrage instantané lui-même. Elles mettent en évidence des anticipations de long terme inscrites dans les esprits des investisseurs. Le « fly to quality » de la semaine est finalement un indicateur de confiance. En premier lieu, une confiance sur la capacité de passer la crise stratégique et de la régler sans que ne parlent les

armes. En second lieu c'est la crédibilité financière, mais aussi économique, de l'Europe qui justifie le report vers la monnaie unique.

Les scénarios d'affrontement militaire étant évacués, restaient pourtant ceux des équilibres de fourniture d'énergie. Pour ne parler que de l'Allemagne, les importations d'énergie pèsent plus de 60 % de sa consommation, et le gaz, le pétrole et même le charbon russe sont vitaux pour l'économie phare du vieux continent. L'importance des enjeux a suffi à évacuer aussi la question d'une guerre économique: l'Allemagne qui négocie directement avec la Russie un compromis de façade sauvant les apparences des deux parties, ne semble pas être en mesure de prendre le risque d'une spirale de récession.

En tous cas, les marchés financiers ne croient pas plus à une crise de l'approvisionnement allemand qu'à un affrontement armé. C'est en tous cas ce que les monnaies nous disent.

Pourquoi l'euro est un recours plutôt que le dollar

Ce qui a compté aux yeux des investisseurs c'est ainsi plus la révision à la hausse des taux de croissance de la zone euro que les mouvements militaires en Crimée. La confirmation de l'accélération de la croissance de la zone (+0,3 % au quatrième trimestre 2013) et, surtout les bons indicateurs avancés publiés cette semaine ont produit des effets assez directs. L'indice PMI des directeurs d'achat du secteur manufacturier s'établit pour février à 53,2, en territoire positif (qui est au-dessus de 50). Même si on note un léger recul par rapport aux 54 publiés pour janvier (c'était le record depuis 2011), cela permet de tabler, pour le premier trimestre, sur une croissance de 0,4 à 0,5 %. On passera sur le pessimisme en France (indice à 47,9) et on retiendra la tendance.

Cette tendance, elle est évidemment bonne et ancrée, mais nettement moins forte que celle des Etats-Unis. Pourquoi alors ce choix de l'euro par les investisseurs?

En premier lieu, certainement, en raison de la dynamique: en Amérique, on confirme, en Europe, on inverse la courbe (surtout en Europe du Sud). Ensuite en raison de la position de l'euro vis à vis de l'inflation, plus sécurisante que celle du dollar. Malgré le regain conjoncturel, la question en Europe est en effet encore la déflation. Si le président de la banque centrale Mario Draghi a plusieurs fois indiqué qu'il utiliserait toutes les armes pour éviter une spirale de baisse des prix et des actifs, on ne craint pas un scénario monétaire excessivement accommodant de sa part, d'autant que le dogme allemand en la matière est plus ancré que jamais au vu de ses bons résultats économiques.

L'entrée de la Chine dans la guerre des monnaies confirme les tendances

Finalement, la crise ukrainienne n'a fait que révéler une nouvelle fois le crédit accordé à la zone euro et à ses emprunteurs, l'Allemagne et la France, mais aussi l'Italie, l'Espagne ou le Portugal, dont les taux obligataires ont même continué à se réduire dans les dernières séances.

On peut sans doute aller plus loin en analysant l'ensemble des évolutions des changes. Elles confirment la poursuite, et même le regain d'une guerre des monnaies. Les taux de change de combat du dollar et du yen restent un axe central de la stratégie économique des pays. Et, depuis le début de l'année, la Chine est entrée dans le jeu.

On sait que sa croissance de la deuxième partie des années 2000 était basée pour une large part sur une monnaie décotée de plus du tiers par rapport au dollar, sur la base de comparatifs divers. Pour contrer la réduction inéluctable des taux d'expansion, pour éviter des effets trop violents de l'éclatement de bulles financières et immobilières, pour gérer les réductions de ses surcapacités, elle mène désormais une nouvelle politique de baisse du yuan. Plus de 1,2 % de recul par rapport au dollar depuis le début de l'année, 2,2 % vis à de l'euro, sanctionnent cette stratégie.

La guerre des devises apparaît plus réelle aux investisseurs que celle des armes en Europe centrale. Cela a des chances de durer au vu de la gestion «systémique» que doit mener le pouvoir totalitaire chinois. Et c'est sans doute pour cela que le dollar, qui devrait être porté par la santé économique américaine et ses perspectives d'indépendance énergétique, confirme sa décote face à l'euro. L'Amérique ne veut pas perdre une nouvelle bataille du commerce.

Ce n'est pas une bonne chose pour les industries du vieux continent, mais sur ce plan des changes, la puissance américaine dicte la loi et cela peut se confirmer. Face à la fuite en avant monétaire américaine et à la fuite en avant bancaire en Chine, le choix de la rigueur d'une Europe sous influence allemande va encore porter les arbitrages.