

Gros écart sur les changes : il y aura des répliques

Les investisseurs semblent décidés à se laisser porter par un joli environnement. On ne parle de récession nulle part dans le monde. L'année 2017 va sans doute confirmer une certaine surprise positive pour presque toutes les zones économiques – peut-être États-Unis exceptés toutefois. Et les scénarios dominants ne prévoient une inflexion en Europe continentale ou au Japon qu'à une échéance de la fin de l'année prochaine. La mesure de la volatilité des marchés financiers – en particulier les fameux indices VIX dits « indices de la peur » - reflète cette sérénité face à une conjoncture bien installée, qui apporte visibilité et (modeste) expansion.

Draghi n'a rien dit de nouveau? En fait, il a « dit » ... à nouveau

Quand tout semble aller bien, quand les eaux sont calmes, c'est le moment où il faut s'inquiéter, les investisseurs le savent. A y regarder, il n'est pas besoin de craindre un « cygne noir », un de ces événements imprévisibles qui bousculent les certitudes. On a en effet eu la semaine dernière un aperçu du retour des doutes qui se profile derrière la belle et tranquille unanimité.

En trois séances (du mardi au jeudi), l'euro s'est apprécié de plus de 2 % par rapport au dollar. Ce qui porte à 9 % sa hausse depuis le début de l'année et qui a provoqué sur ces trois jours, une chute de 3 % de l'indice CAC 40 et du DAX allemand. Une

variation de cette ampleur sur le marché des monnaies traduit de très gros transferts et, aussi, peut dessiner un cadre conjoncturel différent.

Que s'est-il passé pour en arriver là. Rien ! Les marchés ont réagi à un exposé de Mario Draghi tenu au Portugal à l'occasion du symposium annuel de la Banque Centrale Européenne. Le patron de l'institut d'émission n'a – suivant les termes de Georg Schuh de Deutsche Bank Asset Management - « rien dit ». Ce qui signifie qu'il n'a rien dit de nouveau.

Le grand argentier a, comme c'est un peu l'exercice de la fonction, soufflé le chaud et le froid. Un durcissement rapide des conditions monétaires est exclu. Mais cette prudence est contrebalancée par une analyse assez positive sur le cycle de croissance en zone euro, qui conduit à un avertissement : « à mesure que l'économie se reprend, nous devons être graduels lors de l'ajustement de nos paramètres de politique. ».

La Fed va retirer des liquidités pour un montant représentant 10 % du PIB. Les autres banques centrales suivront

Si tout cela n'est pas nouveau, la réaction du marché des changes (et des actions par contrecoup) l'est. Il faut sans doute de la répétition pour qu'un nouveau modèle soit compris quand il ne naît pas d'une crise brutale.

Ce qui se profile, c'est le changement de signe dans les politiques monétaires. D'ici à la fin de l'année, la Réserve Fédérale américaine va commencer à vendre des actifs ou à ne pas réinvestir les prêts venant à échéance. Sa présidente, Janet Yellen, a défini le rythme de réduction de ses concours à l'économie. Le total du bilan pourra être réduit de moitié en moins de cinq ans. D'ici à 2022, le montant considérable de 2.000 milliards de dollars pourrait être retiré. C'est du jamais vu, comme l'explosion des rachats – le Quantitative Easing – dépassait toutes les références historiques. Le retrait de liquidités pesant 10 % du produit intérieur brut des États-Unis va bousculer la finance et l'économie mondiale comme les QE américains ont permis d'éviter une récession à l'échelle de la planète.

La stratégie restrictive de la banque centrale américaine ne laissera guère de choix aux équivalents en Europe continentale, au Japon ou au Royaume-Uni. Ainsi, l'avertissement de Mario Draghi prend son sens : au premier semestre 2018, la BCE va diminuer ses injections. Et on connaît les épisodes qui suivront dans les semestres suivants ; arrêt des achats, perspective de remontée (légère) des taux directeurs.

Retour de la nervosité, dévaluation des multiples de valorisation, mais encore et toujours recherche de rendement

Il y a un paradoxe : c'est au moment où les records boursiers mettent en évidence les conséquences directes de l'afflux des liquidités déversées depuis plus de sept ans par les grandes banques centrales que le changement de donne doit commencer à être pris en compte. La très belle résistance des marchés financiers aux actions restrictives de la Fed depuis deux ans est un peu en trompe l'œil, puisque c'est précisément maintenant que l'effet liquidités joue à plein sur les actifs.

Mais on ne doit pas se tromper : l'avertissement du marché des changes de la semaine dernière va connaître des répliques. Moins de liquidités, c'est à terme un retour de la nervosité sur les marchés, donc la fin de cette volatilité instantanée aujourd'hui très faible. C'est aussi sans doute une dévaluation (mesurée) des multiples d'évaluation en Bourse ; C'est enfin – et cela peut aller en sens inverse -une recherche encore plus absolue de rendement, en particulier pour les actions.