

Scénario central du 25 juin 2008

Le contexte général

Rédigé le 26 juin 2008

Ce scénario central intervient alors que les marchés boursiers sont de nouveau entrés dans une phase de repli marqué depuis plus d'un mois. Les indices européens chutent globalement de près de 12% sur cette période. A noter également une nouveauté : la poursuite concomitante de la dégradation des marchés obligataires amorcée en mars. Le discours plus musclé des banques centrales, dans un contexte de raffermissement des tensions inflationnistes et de nouvel accès de défiance envers les établissements financiers, constitue également une nouveauté guère appréciée des marchés d'actions. Enfin, les différents instituts de prévision se montrent plus réservés sur l'évolution conjoncturelle par rapport au mois dernier, à la faveur d'indicateurs avancés en net recul des deux côtés de l'atlantique.

L'environnement économique

Après un premier trimestre marqué par une surprenante résistance, l'économie américaine semble s'orienter vers un deuxième trimestre de très faible activité comme en atteste la plupart des indicateurs économiques avancés publiés récemment. Difficile de dire si l'Oncle Sam entrera en récession. Eu égard aux indices ISM qui campent autour de la barre des 48, on peut penser que non. En effet, l'économie américaine se contracte généralement lorsque ceux-ci chutent sur des niveaux inférieurs à 44. Cependant, tout semble indiquer que la progression de l'activité devrait être des plus faibles et ne guère se différer des chiffres enregistrés entre le dernier trimestre 2007 et le premier trimestre de cette année.

Plusieurs éléments nous incitent à envisager une certaine atonie de la conjoncture outre-Atlantique. Ainsi, même si pour l'heure sa dégradation reste modérée depuis le début de la crise (il y a presque un an), comparativement à ce que l'on observait lors des précédentes récessions, l'emploi du secteur privé ne cesse de se dégrader depuis 5 mois. Ces destructions d'emplois sont bien sûr de nature à peser, à terme, sur le revenu des ménages et, partant, sur leur consommation. D'autant qu'elles sont désormais plus généralisées et ne touchent plus uniquement que le secteur manufacturier et celui de la construction. Elles se reflètent en tout cas dans la faiblesse quasi historique de l'indice de confiance des consommateurs (Conference Board), tombé sur ses points bas de 1992. La montée de l'inflation (+ 4.2% sur un an), et, d'une manière générale, l'amputation du pouvoir d'achat provoquée par la flambée du prix des carburants, mine bien évidemment le moral des ménages. Ces données, associées à la nouvelle baisse de l'indice NAHB de la construction et de la promotion immobilière (qui retombe sur ses plus bas de décembre dernier) confortent la révision baissière de la croissance estimée pour 2008 par la plupart des instituts de prévision (1.2% de croissance).

Quoi qu'il en soit, on ne voit pas encore, pour l'heure, de signe d'amélioration conjoncturelle aux Etats-Unis.

En Europe, la fameuse thèse du découplage est de plus en plus sujette à caution. En effet, si la conjoncture est certes moins déprimée qu'outre-Atlantique, plusieurs indicateurs avancés ont fortement reculé ce mois-ci, justifiant ainsi les révisions à la baisse des prévisions conjoncturelles des différents instituts. Après un premier trimestre étonnement remarquable, l'Allemagne devrait ainsi connaître un coup d'arrêt au deuxième et troisième trimestre, si l'on en croit l'institut munichois IFO dont l'indice mensuel de juin a suivi de près à la baisse l'indicateur Zew, très « secoué » une semaine auparavant par les propos raffermis de la Banque centrale européenne sur la problématique inflationniste.

Selon IFO, après avoir été la locomotive de la zone euro pendant de longs mois, l'Allemagne devrait connaître la croissance la plus faible de l'union européenne l'année prochaine (+1% contre +2.4% en 2008), en raison notamment d'une baisse marquée de l'investissement et des exportations.

Enfin, les indices PMI publiés les jours derniers se sont sensiblement repliés et se situent désormais en dessous du seuil des 50, dans les services comme dans l'industrie. Les niveaux atteints sont les plus faibles depuis juin 2003. Ces chiffres traduisent bien évidemment une contraction de l'activité dans ces secteurs, c'est-à-dire une forme de stagnation de l'activité globale.

Scénario central du 25 juin 2008

Au final, on peut dire que si la conjoncture européenne a indéniablement résisté au premier trimestre, les indicateurs économiques avancés plaident aujourd'hui pour une accentuation du ralentissement de l'activité au cours des prochains mois. L'activité se situera clairement en dessous de son potentiel au cours de l'été et sans doute même au-delà.

Les banques centrales

Dans le contexte économique évoqué, les banques centrales qui doivent affronter la résurgence inflationniste, doivent également compter avec le ralentissement marqué de l'économie et la poursuite des difficultés du secteur bancaire. L'inflation a atteint une progression annuelle de 4.2% aux Etats-Unis, à la faveur d'une progression de 17.8% sur un an des prix importés, tandis qu'elle s'élève à 3.6% dans la zone euro.

Outre-Atlantique, la nouveauté est également venue de M. Bernanke dont les propos sur le dollar (sujet habituellement dévolu au Secrétaire d'état au Trésor) ont semblé manifester une volonté des Etats-Unis de mettre un terme à la dérive du billet vert qui alimente la hausse de l'inflation importée et compromet le financement international des déficits fédéraux.

La question qui se pose aujourd'hui est la suivante : la Réserve fédérale peut-elle durcir ses conditions monétaires pour juguler les pressions inflationnistes alors que l'économie américaine se situe au bord de la récession et que les ménages américains sont déjà confrontés à une très forte restriction du crédit ? La Fed prendra-t-elle le risque de faire basculer l'économie américaine ?

Ou bien cherche-t-elle uniquement par des discours de fermeté à ancrer les anticipations inflationnistes sur des niveaux acceptables ?

Nous pensons que la Fed a déjà fait beaucoup pour la croissance en pratiquant une politique monétaire très expansionniste depuis près d'un an (injection massive de liquidités et baisse continue de l'objectif des fed funds jusqu'à 2.25%). Procéder à de nouvelles baisses serait pour le moins inopérant. Les taux réels sont déjà négatifs. Inutile de surcroît d'alimenter de nouvelles bulles spéculatives.

Nous pensons donc que la Réserve fédérale devrait tenter, par un discours ferme mais équilibré, d'ancrer les anticipations inflationnistes, sans procéder à un durcissement monétaire qui serait très mal perçu par les agents économiques dans la situation difficile d'aujourd'hui.

Nous voyons la Réserve fédérale observer un statu quo sur ses taux directeurs au cours des trois prochains mois.

En Europe, la BCE a durci son discours par la voix de son président, lequel a semblé vouloir préparer le marché à un relèvement prochain des taux directeurs. Si l'on peut comprendre l'embarras de la BCE face à l'installation du taux d'inflation très au-dessus du jalon haut de la fourchette (+3.6% l'an contre 2% désiré), elle dont la mission est précisément de veiller à la stabilité des prix, on s'interroge toutefois sur l'opportunité de prendre une telle décision dans le contexte d'accélération attendu du ralentissement économique. Le moins que l'on puisse dire est que cette position de la BCE risque de s'avérer très inconfortable. La BCE peut-elle réellement mettre en œuvre une véritable politique de durcissement des conditions de crédit dans le contexte actuel ? Nous ne le pensons pas. Nous pensons que Jean-Claude Trichet cherche avant tout à éviter un dérapage des anticipations inflationnistes. Ce à quoi il s'emploie par des discours de plus grande fermeté.

Si, comme nous le pensons et comme le marché l'attend, la BCE procède à un relèvement de 25 points de base de son taux de refinancement en juillet, nous pensons que ce geste pourrait être isolé et ne pas être répété ultérieurement. Pour ne pas perdre la face et se dédire, la BCE pourrait en effet agir et s'autoriser ensuite à attendre pour évaluer exactement l'ampleur du ralentissement économique en euroland.

La Banque centrale européenne devrait se livrer à un compromis en relevant de 25 points son taux de refinancement en juillet, comme elle l'a laissé entendre, et en adoptant ensuite une position plus attentiste sur la question.

Scénario central du 25 juin 2008

Les marchés monétaires

Aux Etats-Unis et en Europe, les taux monétaires à trois mois restent globalement tendus, traduisant une persistance des craintes de refinancement difficiles sur le marché monétaire. Le regain d'inflation et les discours de fermeté des banques centrales contribuent également à maintenir les taux courts sur des niveaux élevés.

On assiste à la mise en place d'une spirale pernicieuse : la hausse des matières premières pousse les taux d'inflation vers le haut. Or, pour se prémunir contre l'inflation, les investisseurs se portent sur les matières premières, ce qui contribue à renforcer le mouvement initial. En injectant massivement des liquidités pour prévenir le risque récessionniste, les banques centrales contribuent à alimenter d'autres bulles, créant ainsi d'autres sources de déséquilibre. C'est tout cela que traduit en quelques sortes le niveau élevé des taux courts, dans un contexte où l'inflation peut continuer encore un peu à s'élever (période d'ouragans et driving saison aux Etats-Unis...).

Enfin, la persistance d'une certaine forme de méfiance sur l'état de santé de quelques établissements financiers entretient également la tension sur le marché monétaire.

Nous voyons le trois mois monétaire américain demeurer sur des niveaux élevés et se situer autour de 2.85% (contre 2.81% aujourd'hui).

En Europe, le trois mois monétaire devrait s'ajuster à la hausse en conséquence du relèvement de 25 points de base des taux directeurs, avec maintien d'une prime de risque inchangée.

Nous voyons le trois mois monétaire européen s'établir sur des niveaux de 5.15% contre 4.96% aujourd'hui.

Les marchés obligataires

Comme nous le disions en préambule, la nouveauté inflationniste semble avoir été réellement prise en compte par des marchés obligataires qui, pour la première fois depuis longtemps, n'ont pas servi de réceptacle aux désengagements enregistrés sur les marchés d'actions depuis plus d'un mois. En Europe, depuis leurs points bas de l'hiver, les taux longs ont presque gagné 100 points de base à dix ans et ont progressé de plus de 150 points sur les deux ans.

Cette hausse des taux, très violente, contribue à alourdir le climat boursier. Il ne nous surprendrait pas qu'en raison du nouvel accès de faiblesse des bourses, les marchés obligataires retrouvent un peu de couleur, ne serait-ce que parce que la dégradation a été d'une certaine ampleur.

En outre, les banques centrales, dont le discours de fermeté sur l'inflation a incontestablement contribué à mettre les marchés obligataires en alerte, vont certainement avoir à cœur de calmer le jeu. Elles savent en effet que le risque récessionniste n'est pas écarté et n'ont donc pas intérêt à voir des marchés obligataires s'effondrer, avec des niveaux de taux d'intérêt en forte hausse et donc inadaptés à une telle conjoncture en nette dégradation.

Le marché obligataire est en effet soumis à deux forces contradictoires très fortes : le regain d'inflation, d'une part (et l'on sait que l'inflation est théoriquement le déterminant principal de l'évolution des taux longs), et les risques sur la croissance, d'autre part.

Nous pensons toutefois que beaucoup de choses ont déjà été « pricées » par les marchés obligataires.

Le marché américain, qui est directeur en la matière, présente en outre un profil pentu, ce qui peut limiter une dépréciation supplémentaire des parties longues.

Tout cela milite aujourd'hui pour un marché obligataire « constructif »

Nous envisageons une stabilisation du rendement de T-note à dix ans autour de 4%.

En Europe, la hausse des taux courts étant en partie déjà « pricée », nous ne voyons pas de raison que le spread avec les USA se modifie, d'autant que la courbe est déjà inversée.

Nous anticipons également une forme de stabilisation du rendement de l'OAT à dix ans autour de 4.80%.

Scénario central du 25 juin 2008

Le marché des changes

Il semble, depuis les interventions récentes de M. Bernanke sur un sujet habituellement dévolu au Secrétariat d'état au Trésor, que les Etats-Unis aient décidé d'interrompre la dérive baissière du billet vert. Les prix importés ont en effet bondi de près de 18% en un an, ce qui, bien entendu, contribue à alimenter les pressions inflationnistes. De surcroît, les Etats-Unis ont toujours intérêt à attirer des capitaux pour financer leurs déficits, ce qui ne peut se concevoir avec une devise dont la tendance est structurellement baissière.

Le bémol c'est qu'aux déclarations manifestement intentionnées des officiels américains ont répondu les discours de leurs homologues européens laissant envisager un relèvement des taux directeurs en zone euro. Un tel scénario est de nature à soutenir la devise européenne, et donc, à peser davantage encore sur le billet vert.

Nous pensons toutefois que cette hausse des taux directeurs est déjà en bonne partie intégrée par le marché des changes et ce dernier a conscience que les Etats-Unis feront tout leur possible pour éviter une dégradation supplémentaire de leur devise. D'autant que s'ils sont parvenus jusque-là à tirer leur épingle du jeu en dépit d'une appréciation constante de l'euro, les exportateurs européens, et plus précisément les allemands, semblent vouloir alerter les autorités sur ces difficultés dans un contexte de ralentissement économique mondial.

Enfin, même s'il n'est pas dit que ce mouvement puisse intervenir au cours des trois prochains mois, la « bulle » observée sur les « commodities » devrait finir par éclater, provoquant du même coup une appréciation du billet vert (si l'on tient pour acquise la corrélation inverse observée entre le cours des matières premières et le cours du dollar).

Nous conservons notre opinion quant à une certaine forme de stabilisation de la parité euro-dollar autour de 1.55.

Les marchés d'actions

Comme on peut le constater, les marchés d'actions restent soumis à une certaine pression et essuient toujours une forme de défiance, notamment sur le secteur financier, et plus particulièrement bancaire.

Rumeurs de nouvelles dépréciations, restructurations massives, opérations capitalistiques etc. Tout cela concourt à entretenir une pression sur ces valeurs qui sont fortement représentées dans les indices.

Ce qui frappe désormais c'est la tonalité beaucoup plus prudente des discours des chefs d'entreprises pour l'année prochaine (ce qui, soit dit en passant, peut également constituer un élément positif en raison des meilleures surprises à attendre). En effet, tout ce qui contribuera à « charger » 2008 mettra les investisseurs davantage à l'aise pour 2009.

Mais, incontestablement, le climat boursier est moins favorable depuis quelques semaines. Si, en dehors des valeurs financières, la profitabilité globale des entreprises reste globalement satisfaisante, les alertes et autres ajustements baissiers des prévisions se multiplient. Depuis l'été dernier, la tendance reste à la révision à la baisse des estimations de résultats pour cette année. Et la prudence est de mise pour les prochains trimestres en raison du ralentissement à prévoir des économies émergentes (l'arbre qui masque la forêt), donc des exportations (moteur récent de la croissance en Allemagne et aux Etats-Unis) et de la baisse à prévoir de l'investissement productif.

Il reste que la relance fiscale pourrait contribuer à limiter les dégâts outre-Atlantique dans un contexte de ralentissement prévisible de la consommation des ménages tout comme l'appréciation souhaitée du billet vert. Enfin, les masses de liquidités disponibles dans le monde peuvent également constituer un soutien aux marchés d'actions dans le contexte inflationniste décrit plus haut.

Et puis, il est un fait également que les valorisations boursières sont plutôt très bon marché (10.45 de PER en Europe contre 13.25 de moyenne historique sur 30 ans) même si, comme on le sait, les valorisations constituent une condition nécessaire mais pas suffisante (on sait que les résultats peuvent rapidement être remis en cause).

Scénario central du 25 juin 2008

L'incertitude conjoncturelle et la baisse de la visibilité quant à la progression bénéficiaire maintiennent en tout cas les marchés d'actions sous pression.

Pour autant, eu égard aux valorisations déjà basses, au fait que l'économie mondiale demeure sur un sentier d'expansion certes moindre mais toujours conséquent, et que les marchés boursiers ont déjà corrigé de près de 28% par rapport à leurs points hauts de juin 2007, il serait injustifié, nous semble-t-il, que les marchés d'actions s'effondrent.

Il nous semble même que des rebonds ne sont pas impossibles, à l'instar de celui enregistré à compter de la mi-mars.

Cependant, la mauvaise orientation continue des indicateurs économiques avancés des deux côtés de l'atlantique, la problématique de la cherté historique des matières premières et ses conséquences sur l'inflation et le pouvoir d'achat des ménages risquent de maintenir les marchés d'actions sous l'éteignoir quelques temps. Rappelons enfin que les résultats des entreprises ne cessent d'être révisés à la baisse depuis plusieurs mois, ce qui entretient une dynamique défavorable sur les bourses.

En l'absence d'un catalyseur sérieux et nouveaux, nous ne voyons pas les marchés d'actions amorcer un rétablissement durable même si des rebonds épidermiques ne sont pas à exclure.

Nous voyons le S&P 500 s'établir sur des niveaux de 1320 points à l'issue des trois prochains mois et le CAC 40 évoluer autour de 4500 points, avec des possibilités d'oscillation importantes autour de ces points.

Le Japon

Deux informations notables qui résument le sentiment sur l'économie japonaise :

- Les exportations à destination de l'économie américaine (les Etats-Unis sont le premier partenaire commercial de l'Archipel) sont en baisse depuis neuf mois ;
- Les dépenses des ménages ont enregistré leur plus gros déclin depuis 2005 avec une chute de 2.7% en avril par rapport à l'an dernier

Ralentissement du moteur extérieur et atonie sinon grippage du moteur interne : voilà une situation guère réjouissante pour l'économie nipponne.

Dans ce contexte, les alertes du Comité de politique monétaire sur les risques de hausse des prix pourraient presque prêter à sourire si la « dynamique des anticipations d'achats », que pointent les autorités monétaires, n'étaient finalement perçues comme une aubaine dans un pays miné pendant de longues années par une déflation responsable pour partie d'une grande atonie de la consommation. Si ces anticipations d'inflation s'installent, alors le moteur intérieur pourrait recommencer à tourner sous réserve, bien sûr, qu'elles n'affectent pas trop le moral des ménages (qui ne cesse de baisser).

Le prochain Tankan, qui sera publié début juillet, laisse présager un climat des affaires très alourdi, selon l'indicateur Reuters (passé en territoire négatif), lequel préfigure assez bien son homologue de la BOJ. Difficile en tout cas d'en estimer l'impact exact sur l'investissement global des entreprises même si l'on peut émettre quelques craintes sur le sujet.

Dans ce contexte, la BOJ devrait maintenir son principal taux de refinancement à un niveau bas de 0.5%.

A défaut d'un catalyseur particulier, nous ne voyons pas pourquoi le Nikkei se distinguerait de ses homologues occidentaux. Au-delà d'une forte volatilité possible, nous voyons le principal indice nippon évoluer autour de 1390 points.

Les rendements longs devraient continuer à épouser la tendance générale sur l'obligataire et évoluer autour de 1.70%.

Nous voyons pas la parité dollar-yen se tendre au-delà des 109.

Le « Scénario central » de Cardif Asset Management est issu du comité qui se tient une fois par mois et qui réunit l'ensemble des gérants de la société de gestion.

L'objectif de ce comité est de déterminer sur les trois mois à venir des prévisions chiffrées sur les principaux indices ou variables de marché.