

### Le contexte général

Rédigé le 17 juillet 2008

Ce scénario central s'est tenu au terme d'une phase de nouvel effondrement des marchés d'actions, dans un contexte d'accentuation du ralentissement économique des deux côtés de l'atlantique, de flambée record des prix du pétrole et de résurgence du risque systémique (eu égard aux rumeurs de faillites des deux principales agences de refinancement hypothécaire aux Etats-Unis), les valeurs financières subissant une nouvelle salve baissière en bourse.

Ce scénario intervient donc dans un environnement de marché particulièrement fragile, caractérisé par une dynamique baissière. Toutefois, la forte accélération de la baisse des marchés depuis le mois de juin autorise des rebonds de marché, motivés par des valorisations objectivement attractives.

### L'environnement économique

Il ne fait plus de doute, désormais, que l'économie mondiale est entrée dans une phase de ralentissement économique avérée, plus ou moins marquée selon les zones géographiques.

Les indicateurs composites avancés de l'OCDE pour le mois de mai, publiés vendredi dernier, montrent très clairement un ralentissement de l'activité au sein de la zone OCDE et un affaiblissement des perspectives pour les sept grandes économies. Après un premier trimestre étonnamment résistant, si la récession, au sens technique du terme, n'est toujours pas certaine, une forme de stagnation de l'activité est au moins envisagée pour un ou deux trimestres de l'autre côté de l'atlantique. La Maison blanche a d'ailleurs estimé début juillet que les chiffres de l'emploi de juin (79 000 destructions de postes de travail, soit un sixième mois consécutif de baisse de l'emploi) constituaient un signe incontestable de ralentissement de l'économie américaine. Il semble de surcroît que les aides fiscales aient été réinjectées dans l'économie, ce qui a permis de soutenir les ventes de détail.

Si l'activité semble quelque peu, ou en tout cas momentanément, stabilisée dans l'industrie manufacturière au niveau national, après plusieurs mois d'affaiblissement, ce n'est pas le cas dans la région de New York où l'indice « Empire state » de la Fed de New York s'est fortement contracté en juillet, pour le troisième mois consécutif. Cette contraction se constate également pour l'ensemble du pays dans les services, secteur où l'activité a fortement ralenti en juin, selon l'indicateur ISM des directeurs d'achats qui s'est établi à 48.2 contre 51.7 en mai, alors que la moyenne des 76 économistes interrogés s'attendait à un indice stabilisé au-dessus de la barre des 50.

Au final, ces indicateurs confirment les prévisions revues en baisse de l'OCDE le mois dernier et confortent le discours tout en prudence de Ben Bernanke lors de son passage devant la commission bancaire du Sénat, au cours duquel le président de la Réserve fédérale a fait état de « risques significatifs sur la croissance » et « d'incertitudes considérables autour des prévisions ».

En Europe, la nouveauté se situe dans la baisse de régime attendue de l'économie allemande, longtemps fer de lance de l'économie eurolandaise. Même s'il paraît mineur, le risque de voir la première économie de la zone faire incursion en territoire récessif n'est plus impensable. L'institut berlinois DIW table toutefois sur une évolution positive très faible de 0.2% ou 0.3% entre le deuxième et le troisième trimestre. Faiblesse passagère ou pas, toujours est-il que la flambée des matières premières, la poussée inflationniste induite et la vigueur de la monnaie unique ont entraîné une forte détérioration du climat des affaires en juin et un recul marqué du sentiment économique (indice publié par la Commission européenne).

Ces chiffres font échos à la forte contraction enregistrée dans le secteur des services en juin. L'indice PMI est tombé à 49.1 le mois dernier, au plus bas depuis juin 2003.

Aussi ces indicateurs sont-ils également compatibles avec la révision de la croissance au premier trimestre publiée par Eurostat (+0.7% contre +0.8% annoncés initialement).

On s'attend, dès lors, à l'instar de Lorenzo Smaghi, membre du Directoire de la BCE, à ce que la croissance économique en zone euro ralentisse au cours des prochains trimestres.

Ce sentiment a encore été récemment conforté par l'indice Zew (sentiment des investisseurs allemands sur les perspectives économiques et financières recueilli auprès de 308 analystes et gérants), dont la détérioration en juillet a été plus forte que prévu, l'enquête mensuelle étant tombée à son plus bas niveau historique (-63.9 contre -52.4 en juin). Or l'indice Zew est un indicateur, certes volatil, mais annonciateur de l'indice IFO, lui-même excellent indicateur avancé de la production manufacturière allemande qui devrait de ce fait poursuivre son repli.

Après la forte contraction en mai de l'activité manufacturière en Allemagne, c'est la France qui a enregistré une forte chute de la production industrielle le même mois (-2.6%). Sur un an, l'activité industrielle enregistre une récession (-0.6%).

**Il semble donc qu'après avoir épargné l'euroland au premier trimestre, la réalité économique mondiale ait fini par rattraper l'économie de cette zone. Certes l'automobile pèse d'un poids évident dans ce coup d'arrêt. Mais le ralentissement touche hélas tous les secteurs. Ce ralentissement très marqué devrait se retrouver dans les chiffres du PIB. Le retournement brutal de conjoncture devrait entraîner une révision des perspectives de croissance en zone euro pour l'année 2008. Bien que toujours supérieure à celle attendue outre-Atlantique, la croissance européenne devrait tendre vers celle de son homologue américaine.**

### Les banques centrales

Comme attendu, la Banque centrale européenne a relevé de 25 points de base son principal taux de refinancement, faisant passer celui-ci de 2% à 2.25% au début du mois de juillet. Ce relèvement s'inscrit dans une politique de normalisation et d'ancrage des anticipations inflationnistes, au moment où les indices généraux de prix atteignent des niveaux inédits depuis plusieurs années. Désormais, le taux d'inflation s'élève à 4% en zone euro, soit le double la limite haute (2%) fixée par la BCE.

La BCE a assuré ne pas avoir de biais officiel.

Eu égard aux perspectives de ralentissement économique évoquées précédemment, nous ne nous attendons pas à un mouvement supplémentaire au cours des trois prochains mois.

Du fait du ralentissement économique, les banquiers centraux semblent faire le pari que les pressions inflationnistes, issues de la flambée des matières premières, devraient naturellement se relâcher au cours des prochains mois.

Toujours est-il qu'en dépit de toutes les critiques essuyées par Jean-Claude Trichet, le marché semble lui avoir donné raison puisque, depuis le relèvement des taux directeurs, début juillet, les taux longs se sont détendus (certes dans un contexte de « flight to quality » en provenance de marchés d'actions attaqués), attestant ce faisant que les marchés obligataires tenaient pour crédible la position de la BCE dans sa volonté affirmée de casser les anticipations inflationnistes.

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

Aux Etats-Unis, même si l'évolution inflationniste préoccupe bien évidemment la Réserve fédérale, il semble bien que celle-ci redoute davantage aujourd'hui un enchaînement récessif durable qu'une installation tendancielle de l'inflation (même si le CPI a atteint en juin le seuil symbolique de 5%).

Il est en effet difficile d'imaginer que la hausse du pétrole puisse se poursuivre à ce rythme (+60% en 2007 et +50% depuis début 2008).

Ben Bernanke s'est montré suffisamment clair lors de son discours récent au Congrès (Humphrey Hawkins testimony) pour que nous puissions envisager un statu quo sur les taux directeurs américains sur les trois prochains mois. Toutefois, le patron de la Réserve fédérale n'envisage pas de récession sur l'année.

Ben Bernanke surveille de près l'évolution de l'immobilier dont le point bas ne devrait plus être très loin. La Fed a la ferme volonté d'éviter la faillite du système financier. Elle va s'employer à assurer le bon fonctionnement du financement de l'économie et à faire en sorte que le système ne se grippe pas.

**Nous misons également sur un statu quo des taux de l'objectif des fed funds d'ici le mois d'octobre.**

## Scénario central du 16 juillet 2008

### Les marchés monétaires

Aux Etats-Unis et en Europe, les taux monétaires à trois mois demeurent tendus, ce qui dénote une persistance des craintes de refinancement difficile sur le marché monétaire. Le regain d'inflation a également contribué à maintenir les taux courts sur des niveaux élevés, même si la détérioration de la conjoncture et sa prise en compte par les banques centrales devraient contribuer à terme à une certaine détente.

En attendant, faute d'une confiance non encore restaurée, nous pensons que les taux monétaires à trois mois devraient rester relativement tendus.

**Nous voyons le trois mois monétaire américain demeurer sur des niveaux élevés et se situer autour de 2.85%, comme lors de notre précédent scénario (contre 2.79% aujourd'hui).**

**Nous voyons le trois mois monétaire européen ne pas s'établir en dessous de 5% (contre 4.96% aujourd'hui).**

### Les marchés obligataires

Après avoir prioritairement pris en compte la problématique inflationniste (arrêt du « flight to quality » au cours de la correction boursière enregistrée à partir de la mi-mai), les marchés obligataires se sont de nouveaux penchés, semble-t-il, sur les risques récessionnistes, en s'orientant de nouveau à la hausse.

Cette nouvelle détente des rendements, qui intervient après un cycle de tension, illustre parfaitement les deux forces contradictoires auxquelles sont soumis les marchés obligataires : d'un côté, les pressions inflationnistes qui militent pour des taux d'intérêts plus élevés, ne serait-ce que pour préserver l'investisseur de long terme de l'érosion monétaire, de l'autre, les risques mal identifiés qui pèsent sur la croissance et qui nécessitent des taux d'intérêts accommodants dans une période de restriction du crédit.

Au final, nous pensons, à l'instar des banques centrales, que les tensions inflationnistes ont vocation à se résorber naturellement à mesure que l'activité économique mondiale s'étiolera (baisse de la demande de matières premières et principalement de pétrole).

Aux Etats-Unis, le marché obligataire nous semble davantage protégé par une courbe des taux plus pentue (2.47%, 3.23% et 3.96% respectivement pour les échéances à 2 ans, 5 ans et 10 ans).

Toutefois, une fois cette phase récente d'effondrement boursier passée, les marchés obligataires américains devraient se dégrader quelque peu (simple retour après « le flight to quality »).

En Europe, la courbe est beaucoup moins protectrice puisque elle était récemment inversée puis plate (autour de 4.60% sur le 2 ans et le dix ans).

La problématique inflationniste, priorisée par la BCE, l'arrêt du « flight to quality » après la phase d'effondrement des bourses ainsi que les investissements massifs sur le très court terme, plus rémunérateur, devraient entraîner une dégradation de la partie longue de la courbe européenne.

**Nous envisageons une certaine stabilisation du rendement de T-note à dix ans autour de 3.90%.**

**En Europe, en revanche, nous pensons que le rendement du dix ans pourrait se tendre légèrement, passant de 4.56% (au moment des votes), à 4.70%.**

## Scénario central du 16 juillet 2008

### Le marché des changes

Il ne nous semble pas que la volonté partagée de voir le billet vert se ressaisir soit remise en question. Certes, ces jours-ci, le dollar s'est de nouveau dégradé (la parité euro-dollar retournant voir ses points hauts, autour de 1.60) mais il semble que ce mouvement soit davantage dû à des facteurs ponctuels.

En effet, l'effervescence autour des deux principales agences de refinancement américaines, Freddie Mac et Fanny Mae, a vraisemblablement provoqué des désengagements brutaux de la part d'investisseurs internationaux, provoquant de ce fait des ventes conséquentes de dollar.

Nous ne rappellerons pas ici les différents facteurs structurellement baissiers qui pèsent sur le dollar, nous l'avons déjà fait à maintes reprises.

Nous conservons pour notre part notre position sur l'inversion ou du moins l'interruption de la dérive du billet vert observée depuis plusieurs années.

Nous pensons que le différentiel de taux devrait jouer un rôle moins important à l'avenir qu'au cours des périodes récentes, ce qui devrait favoriser davantage la devise américaine.

**Nous conservons la même prévision que le mois dernier quant à une certaine forme de stabilisation de la parité euro-dollar autour de 1.55.**

### Les marchés d'actions

Les marchés d'actions ont enregistré une très forte correction baissière depuis le 19 mai dernier. Le CAC a perdu plus de 20% depuis cette date, à la faveur notamment d'un nouvel accès de défiance sur les valeurs financières. Il semble que les marchés aient pris la mesure du ralentissement économique mondial en cours et du fait que le secteur bancaire pouvait à nouveau révéler des mauvaises surprises susceptibles d'abaisser les perspectives de résultats.

Ceci étant dit, la vraie question qui se pose aujourd'hui est de savoir si cette baisse très violente et très importante des marchés boursiers (qui ont perdu plus d'un tiers de leur valeur depuis plus d'un an) n'a pas d'ores et déjà intégré toutes les mauvaises nouvelles à venir. C'est en substance ce que pensent les gestionnaires même si une poursuite du mouvement n'est pas à exclure.

Toutefois, le sentiment qui domine est que la baisse enregistrée est suffisamment conséquente pour nous préserver d'un effondrement supplémentaire des bourses, lequel ne serait pas justifié au regard de résultats, certes revus régulièrement à la baisse, mais pour l'heure toujours globalement dans le vert.

Il n'en reste pas moins vrai que la situation économique se dégradant désormais un peu partout dans le monde, nous devons désormais surveiller la conjoncture dans les pays émergents, zone où les entreprises américaines ont continué à gagner beaucoup d'argent jusqu'à présent. Qu'en serait-il si l'on devait enregistrer de fortes révisions sur ces zones ? Nous pensons par exemple à l'Inde où les subventions de l'état indien devraient baisser, compte tenu des niveaux atteints jugés intenable. Le marché indien a d'ailleurs déjà opéré une correction importante depuis plusieurs semaines.

A la différence du marché américain, le marché européen a baissé beaucoup plus depuis un an. Si les valorisations (devenues très bon marché pour certains titres) ne sont pas forcément un argument, il semble en revanche que l'arrêt du « stress » sur les valeurs financières (excessivement et indistinctement sanctionnées) pourrait constituer un facteur de rebond des marchés boursiers européens.

S'agira-t-il d'un simple rebond dans un marché qui demeure « bearish » ou bien le catalyseur de la fin du « bear market » ? Il est sans doute trop tôt pour le dire.

Nous pensons toutefois qu'après la phase baissière enregistrée depuis deux mois, les marchés d'actions pourraient souffler quelque peu à la faveur de résultats de sociétés moins mauvais qu'attendu.

Des résultats meilleurs que prévus pourraient en effet permettre aux marchés boursiers de rebondir. Ensuite, l'évolution tendancielle sera de nouveau sujette aux fondamentaux économiques qui, après le « stress » subi par les valeurs financières, devraient demeurer les seuls déterminants des marchés d'actions au cours du second semestre.

Sans préjuger de son caractère durable ou pas (l'évolution conjoncturelle estivale nous éclairera davantage), nous pensons qu'un rebond pourrait intervenir en l'absence de choc exogène ou de mauvaises nouvelles supplémentaires) et porter les indices sur des niveaux plus élevés que ceux qui prévalent aujourd'hui.

**Nous voyons le S&P 500 s'établir sur des niveaux de 1280 points à l'issue des trois prochains mois et le CAC 40 évoluer autour de 4200 points, avec des possibilités d'oscillation importantes autour de ces points.**

### Le Japon

Parmi les grands indices internationaux, le Nikkei est celui qui, depuis deux mois, a le moins reculé (-8.62%). Toutefois, il semble que la croissance économique, qui avait remarquablement résisté jusque-là, soit en phase d'affaiblissement, la hausse des prix de l'énergie finissant par impacter très négativement l'activité nipponne. En effet, même si les commandes de machines se sont envolées de 10.4% en glissement mensuel en mai (un chiffre qui bien qu'habituellement très volatil se situe tout de même très au-dessus des attentes), ce chiffre est à relativiser par une information contradictoire que nous délivre l'enquête Tankan. Celle-ci révèle que les prévisions d'investissement en 2008 sont tombées à leur plus bas niveau en six ans, pour les grands groupes manufacturiers, et en neuf ans pour les PME.

Pour l'heure, le commerce extérieur reste très contributif à la croissance, comme en atteste la progression de l'excédent de la balance des biens et services grâce à une hausse des exportations de 4.2% en mai.

Toutefois, à la faveur du ralentissement économique mondial, les exportations nipponnes pourraient ralentir au cours des prochains mois. Compte tenu du ralentissement attendu de l'investissement productif (Tankan), on comprend que ce sont deux contributeurs très importants à la croissance qui pourraient fléchir. Ceci peut expliquer l'inclinaison de la Banque du Japon à abaisser ses prévisions de croissance (+1.5% actuellement) pour l'année en cours.

**Dans le sillage des grands marchés occidentaux, le Nikkei devrait parvenir à s'établir sur les 13 000 points.**

**Les rendements longs devraient continuer à épouser la tendance générale sur l'obligataire et se situer autour de 1.55%.**

**Nous voyons la parité dollar-yen évoluer autour de 106.**

***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.***