

Conjoncture économique et financière : l'émergence des scénarios adverses

La fin de semestre est un moment de point stratégique pour l'ensemble des gestionnaires d'actifs et pour les économistes qui nourrissent les choix d'allocations. Il y a une nouveauté après six mois indéniablement positifs sur les marchés pris globalement. Les scénarios alternatifs au scénario central (orienter encore les portefeuilles pour profiter d'un cycle de croissance mondiale toujours solide) sont plus nombreux et crédités de taux de probabilité plus élevés qu'ils ne l'étaient il y a six mois ou un an. Petit tour des risques pointés du doigt.

9 années de croissance : la dernière ligne droite pour les actifs risqués ?

Le syndrome de la neuvième année est plus analysé comme un poids psychologique que comme une réelle alerte. 9 ans de croissance mondiale supérieure à 3 %, c'est exceptionnel, mais ce n'est pas inédit, y compris dans l'histoire récente. Ainsi comme le soulignent les spécialistes de CPR AM, 1962-1973, et 1992-2007 sont dans ce cas. Le rebond finalement mondial qui a suivi la crise financière des années 2007 et 2008 s'appuie sur la reprise de la globalisation sur fond de poursuite des révolutions technologiques.

Il est aussi la résultante d'une gestion financière mondiale qui efface en quelque sorte les cycles intermédiaires par le maintien de taux très bas et même négatifs, ainsi qu'une création monétaire d'une ampleur sans précédent et la relâche généralisée de

contraintes prudentielles dans les systèmes bancaires. Les ressources illimitées ont favorisé l'amorçage du cycle et l'ont entretenu dans la durée.

Pour autant, ce qui est pris (en matière de valorisation des actifs) n'est plus à prendre et, c'est ainsi que cela est résumé par Amundi, les marchés actifs risqués sont « dans la dernière ligne droite » de leur valorisation de ce cycle. Un indicateur comme le record des opérations de fusions-acquisitions plaide aussi dans ce sens.

Le risque de calendrier ressort ainsi plus des marchés financiers qui, sans être surévalués, font apparaître des ratios élevés tout en bénéficiant encore d'une conjoncture de taux d'intérêt exceptionnellement favorable... 26 % des placements obligataires en euro « offrent » un rendement négatif, le quart une rémunération pratiquement nulle, 70 % rapportent moins de 1 % et 90 % moins de 2%.

Scénario adverse 1 : la peur de l'inflation sur les marchés de taux (probabilité 15 – 25 %)

Le scénario inverse qui découle de cette observation de la croissance entretenue par les politiques monétaires concerne la perception de l'inflation et, en répercussion l'évolution du loyer de l'argent.

Sans vouloir fixer les niveaux d'inflation qui seraient considérés comme insupportables sur les marchés financiers, la probabilité de crainte de dérive des prix

amenant au relèvement des taux directeurs à 2,5 % aux États-Unis, à zéro en Europe et au Japon est analysée comme assez faible (15 à 25 % d'ici à la fin de l'année).

Ces évolutions finalement limitées auraient des impacts assez forts : taux à 10 américains au-delà de 3,5%, à près de 1 % en zone euro et positifs au Japon, entraînant les indices boursiers dans une baisse de 7 à 10 % dans les pays développés et de 12 à 15 % dans les Bourses émergentes. Un vrai changement de conjoncture inflationniste, allant au-delà de la perception, provoquerait des dégâts plus sévères.

Le sujet est bien la perception plus que la réalité. L'inflation n'est pas vraiment dans les statistiques et, même dans les pays de plein emploi comme les États-Unis, le Japon ou l'Allemagne les salaires ne progressent pas vraiment. La hausse des coûts de l'énergie a été absorbée.

On ne voit pas pour le moment ce qui pourrait emballer l'inquiétude inflationniste, d'autant que les banques centrales profitent de la croissance et de la compétition fiscale mondiale pour entamer (prudemment) une normalisation. 2018 devrait être la dernière année d'injections nettes des grands argentiers des pays développés. L'objectif est sans doute de corriger la financiarisation excessive traduite par une valeur mondiale des actifs de 7 fois le PIB. La plus forte probabilité reste une gestion maîtrisée du resserrement monétaire sans ce bouleversement de perception.

Scénario adverse 2 : de la compétition fiscale à la guerre commerciale (probabilité 10 – 15 %)

Cette relance monétaire à carnets ouverts a eu un prix : mauvaise allocation des ressources, soutien à des entreprises non compétitives, dégradation de la productivité qui, à terme, pèse sur le dynamisme des affaires. Le deuxième scénario adverse en découle : compétition fiscale et guerre commerciale.

On touche là deux aspects qui sont liés à des excès de la mondialisation pouvant la fragiliser et la limiter ou même casser le cycle de croissance. La probabilité de dérapage des négociations commerciales remettant en cause la confiance est évaluée entre 10 et 15 %.

La direction stratégique de l'administration Trump est assez claire et le type de négociations qu'elle mène passe par des épreuves de force et des surenchères comme on a pu le comprendre sur la question – politique – de la Corée du Nord. Les annonces réciproques de rétorsions pourraient avoir des conséquences dépassant les simples calculs, les inquiétudes érodant nettement la dynamique de croissance mondiale.

Le bras de fer entamé sur l'acier et l'aluminium (déficit commercial de 25 milliards de dollars pour les États-Unis) va se transférer à l'automobile (127 milliards de dollars) et aux biens d'équipement électriques et électroniques (185 milliards) dont les enjeux sont plus sérieux pour un solde général négatif de 865 milliards de dollars dont 395 milliards vis à vis de la Chine.

La guerre des mots et, finalement peut-être des mesures réelles peuvent se traduire par une hiérarchie des taux faible en dollars (hausse des taux courts et baisse des taux longs) et, à un degré moindre en Europe et au Japon, et à une baisse rapide de l'ordre de 10 % des Bourses. Les investisseurs marqueraient surtout alors une inquiétude quant à la reprise du cycle.

Scénario adverse 3 : des dérapages dans la négociation entre l'Union Européenne et le gouvernement italien (probabilité 10 – 15 %)

Les risques géopolitiques ne se limitent pas à la guerre commerciale menée avec les pratiques de M. Trump. La constitution d'un front eurosceptique du Sud de l'Allemagne à l'Italie fragilise sérieusement l'euro et, partant, la finance mondiale. L'Italie et son programme de déficit public en rupture avec les diktats du pacte de l'euro et avec sa pratique depuis 1992 est en mesure d'imposer un changement de donne ... ou de déstabiliser la zone euro. Le pays affiche un excédent budgétaire primaire (avant charge de la dette) depuis 15 ans. Cette rigueur des finances publiques lui a valu une baisse du produit intérieur brut par habitant depuis la création de l'euro en 1999.

Le programme économique de rupture de la coalition qui soutient le gouvernement de M. Conte est chiffré avec un déficit de 6 à 7 % du PIB. Sa mise en œuvre partielle ou

totale peut passer par une crise de confiance pour le troisième pays de la zone euro et dont l'abandon ou l'exclusion, après le Brexit sont exclus car ils signifieraient la fin de la construction européenne.

Les tensions en apparence assez probables (le scénario est estimé avec une probabilité de 10 à 15 %) impliqueraient une montée générale des taux directeurs et une nette baisse des taux longs (courbe plate ou inversée) que ce soit en dollars, en yens ou en euros. Les actions américaines et japonaises seraient peu affectées, mais celles de la zone euro perdraient jusqu'à 15 à 20%. Le dollar pourrait se rapprocher de la parité 1\$ = 1€.

Le scénario central de croissance mondiale sans inflation reste le plus probable (50 à 65 %)

Entre 35 % et 50 % de probabilité pour les scénarios contraire, c'est beaucoup par rapport aux derniers exercices. On est dans une situation qui implique une certaine volatilité et une gestion plus sélective. Les risques sont réels, les scénarios crédibles. Mais la base des portefeuilles reste centrée sur le plus probable : maintien de la croissance mondiale entre 3,6 et 4 %, inflation toujours très faible, banques centrales gérant avec souplesse une direction moins permissive. On est à plus d'une chance sur deux pour ces prévisions de Bourses soutenues et de chasse au rendement finalement gagnante.