

Nouvelle chute des marchés actions

L'indice CAC 40 affiche une baisse de 20% depuis le début de l'année. A cela, une seule explication : la nette dégradation de la conjoncture économique mondiale. A la crise immobilière qui s'éternise aux Etats-Unis, s'ajoute une inflation préoccupante (8% en Asie, 3,7% en Europe, 4% aux Etats-Unis) et une croissance en berne qui limitent la marge de manœuvre des banques centrales, incapables d'endiguer la chute du dollar, devise dans laquelle s'échange l'or noir.

Quelle tendance pour le CAC 40 ?

A court terme : La prudence reste de mise avec une tendance baissière renforcée

- La hausse du prix du pétrole et des matières premières, intensifiée par la baisse du dollar, pèse sur la consommation et, dans une moindre mesure, sur les marges des entreprises ;
- la crise bancaire a perdu en intensité mais l'accès au crédit devient plus difficile et les dépréciations d'actifs devraient perdurer ;
- le recul des prix de l'immobilier renforce le sentiment d'un retournement du secteur ;
- le consensus de croissance bénéficiaire des entreprises est revu à la baisse ;

A plus long terme : Les fondamentaux prévalent et militent pour un profil jugé solide du CAC 40

- Si l'environnement actuel est difficile, le consensus des anticipations de résultats des entreprises résiste (*la baisse des profits devrait se limiter à 15% cette année*) ;
- La prime de risque sur les actions est exceptionnellement élevée ;
- Avec un PER de 13, les actions sont sous-valorisées par rapport à leur moyenne historique ;
- Les entreprises sont peu endettées ;
- Le récent déclin de l'indice parisien a logiquement réduit l'écart entre la valorisation boursière et les capitaux propres des entreprises (*price to book*) : les actions sont attractives.
- Préoccupée par la dégradation de la conjoncture économique, les entreprises continueront à bénéficier d'une croissance mondiale soutenue (3,7%) en 2008 ;

Flambée du pétrole

Le 9 juin, devant l'accès de faiblesse du dollar, le cours du baril gagnait près de 11 dollars pour atteindre 140\$.

Le paysage pétrolier à long terme vient de changer radicalement.

L'accélération de la hausse des prix provient d'une modification soudaine des prévisions de long terme sur le marché pétrolier, liée à plusieurs événements majeurs :

- La Chine a annoncé qu'elle allait abandonner sa politique de l'enfant unique : ce changement substantiel de la politique démographique, qui interviendrait dès 2010, se traduira inéluctablement par une croissance encore plus rapide qu'aujourd'hui de sa consommation d'énergie ;
- Les annonces faites aux Etats-Unis par les prétendants à la Présidence de réduire la fiscalité sur l'essence et le fioul, et l'abolition au Japon de la fiscalité pétrolière par le Parlement montrent que les grandes puissances économiques sont prêtes à tout pour atténuer l'alourdissement de la facture pétrolière de leurs citoyens, soutenant ainsi une consommation pétrolière mondiale qui, sans cela, se serait ajustée naturellement à la flambée des prix... ;

- L'annonce par le roi Abdullah que son pays, l'Arabie Saoudite, achèverait d'ici à fin 2009 le programme actuel d'investissement sur ses gisements existants, mais ne le renouvellerait pas au-delà, contrairement à ce qu'escomptaient les grandes économies occidentales, indique que ce pays qui détient les premières réserves pétrolières mondiales entend désormais les conserver pour ses générations futures, et non plus à terme assurer la fourniture d'appoint pour les Occidentaux... en témoigne le faible impact sur les cours de la récente intention de l'Arabie Saoudite d'augmenter « ponctuellement » sa production ;
- Certains analystes n'hésitent plus à parler d'un baril de pétrole à 200 dollars comme chez CIBC. Vision que partage Chakib Khalil, le ministre algérien de l'Energie et des mines qui est également le président actuel de l'Organisation des pays exportateurs du pétrole (OPEP). Pour lui «le prix du baril est désormais indexé à la hausse ou à la baisse du dollar. Une baisse de 1% du dollar, provoque une hausse de 4 dollars par baril. Dans le cas d'une hausse de 10% du dollar, il y a fort à parier que le prix du baril chutera de 40 dollars». Mais pour lui les tensions géopolitiques au Nigéria et en Iran renforcent les tensions sur l'offre : le patron de l'Opep prévoit un baril à 150-170\$ cet été, et de 300 à 400\$ si la crise iranienne entraîne un arrêt de la production pétrolière de ce pays.

Dynamique haussière des produits agricoles

Les cours des produits agricoles dans leur ensemble connaissent une véritable envolée ces dernières années. Celle-ci est d'autant plus spectaculaire que ce segment est longtemps resté à la traîne au sein d'une classe d'actifs des matières premières en ébullition.

L'exemple du blé est à cet égard révélateur : après avoir fluctué, pendant des années et dans l'indifférence générale, entre 3 et 4 dollars le boisseau, les cours ont connu une première vague de hausse à l'automne 2006 jusqu'à 5 dollars, pour atteindre un plus haut à 13 dollars, avant de s'établir actuellement aux niveaux de 9 dollars.

Le cas du blé n'est pas un cas isolé : ainsi, en année glissante, le maïs s'est adjugé 51%, le soja 52%, le coton 29%, l'orge 25%,...

Il est à priori tentant, et bon nombre d'analystes ne s'en privent pas, d'invoquer les démons de la spéculation. De fait, si certains développements récents accréditent, en apparence tout du moins, un tel scénario (sucre, lait, riz, café), on ne peut à proprement parler de bulle spéculative sur les matières premières agricoles.

Tout d'abord, pour qu'il y ait bulle, il faudrait que les investisseurs soient dans l'ensemble surexposés sur la classe d'actifs, ce qui est loin d'être le cas à l'heure actuelle : la flambée du moment relève bien davantage d'un processus d'ajustement entre une demande en constante augmentation et une offre en relative stagnation, et ceci pour plusieurs raisons :

- Une demande mondiale en hausse : nul doute désormais que la dynamique des matières premières agricoles est essentiellement asiatique, la vigueur de la demande de ces pays émergents étant actuellement l'un des principaux catalyseurs de l'appréciation en tendance de la classe d'actifs. La croissance démographique mondiale, et les changements d'habitudes alimentaires l'accompagnant, joue ainsi un rôle décisif de premier ordre : de moins de 2 milliards d'individus il y a un siècle, la population mondiale a plus que triplé, passant à 6,6 milliards dont 1,45 milliards en Chine...
- Une réduction de l'offre globale : la multiplication d'événements climatiques (*inondations, sécheresse, tremblements de terre*), plus ou moins liés au problème du réchauffement de la planète, la réduction et l'appauvrissement tendancielle des surfaces cultivées dans le monde (*urbanisation effrénée, imperméabilisation des sols, utilisation intensive de pesticides et engrais*), attisent la flambée des produits agricoles. Par ailleurs, la problématique de l'agriculture est désormais strictement indissociable de celle de l'eau (il faut 1200 litres d'eau pour obtenir un kilo de blé, et plus de 10.000 litres pour produire un kilo de viande..)
- Une inquiétante baisse des stocks : la diminution de l'offre globale combinée à la hausse de la demande des pays émergents contribue inexorablement au recul des stocks mondiaux : à la fin de la campagne 2008, la FAO¹ estime que les stocks mondiaux de céréales devraient avoir perdu encore 5%² et leur volume devrait être les plus faibles depuis 1982.

¹ Food and Agriculture Organisation.

² Hors incident climatique majeur

Nos renseignements, puisés aux meilleures sources, sont donnés à titre indicatif sans garantie et n'engagent en aucune manière la responsabilité de SGA Finances. Ils ne sauraient constituer ni un conseil personnalisé, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente.

La hausse des cours est ainsi vouée à se poursuivre en tendance aussi longtemps que les stocks mondiaux resteront aussi tendus. Ce processus d'ajustement de l'offre et de la demande nécessitera au moins plusieurs années. Un scénario extrême n'est pas à exclure dans lequel, comme ce fût le cas en 2007 (pour la 1^{ère} fois depuis 15 ans), la production de denrée ne parviendrait pas à suivre le rythme soutenu de l'augmentation de la consommation globale, conséquence directe de la hausse du niveau de vie dans les pays émergents en général et asiatiques en particulier.

L'étai des taux

La Fed adopte une position attentiste :

Comme majoritairement attendu, la Fed a maintenu ses taux directeurs inchangés à 2,0 %.

Dans le communiqué accompagnant sa décision, la Fed se montre un peu moins inquiète sur l'activité économique mais n'en relâche pas pour autant sa vigilance.

Elle constate que l'économie résiste mieux que prévu, notamment du côté des ménages dont les dépenses ont récemment rebondi.

Pour autant, la liste des risques baissiers s'allonge : à la détérioration de l'emploi, des conditions de crédit et des marchés financiers s'ajoute la hausse des prix de l'énergie.

Sur l'inflation, la Fed constate avec un peu d'impuissance la hausse du prix des matières premières mais ne se montre pas trop inquiète. Les niveaux d'anticipations et d'incertitude sur l'inflation sont certes élevés mais ils n'ont pas augmenté depuis la dernière réunion du FOMC. En outre, la Fed attend toujours une modération de l'inflation en 2008 et 2009.

Le biais de la Fed n'est pas explicitement haussier, ce qui permet d'exclure une hausse des taux à très court terme. Certes, la balance des risques s'est légèrement déplacée vers le risque inflationniste, mais le risque sur la croissance n'est pas oublié.

La Fed maintient toujours toutes les options ouvertes, et agira selon l'évolution de la situation économique et des conditions financières.

Au total, la Fed adopte une attitude attentiste qui pourrait durer plus longtemps qu'anticipé par le marché : elle ne veut sans doute pas répéter l'erreur de l'automne dernier et sous-estimer les risques sur la croissance et la stabilité financière, qui sont encore nombreux. D'un autre côté, il est vrai qu'elle ne doit pas favoriser une baisse excessive du dollar qui alimenterait une nouvelle hausse des prix des matières premières.

Je retiendrai le scénario d'un statu quo prolongé, qui pourra être suivi par des baisses de taux de 50pb à la fin 2008/début 2009.

La BCE prépare t-elle, pour son conseil du 3 juillet, la première hausse de ses taux depuis 13 mois ?

La progression de l'inflation est préoccupante et il est normal d'envisager une possible hausse des taux.

La BCE ne peut négliger les tensions qui restent vives sur les marchés financiers. Il est bien sûr dangereux d'avoir une inflation qui accélère dans les économies développées, mais une hausse prématurée des taux directeurs risquerait de remettre en cause le retour au calme, qui est loin d'être acquis, sur les marchés du crédit. La banque Fédérale américaine a pour le moment arbitré entre ces deux risques.

Reste à savoir ce que décidera à son tour la BCE :

Le problème immobilier y est moins central qu'aux Etats-Unis, mais la crise financière touche aussi la zone euro. Une hausse des taux de la BCE ne serait donc pas anodine. Surtout, il n'est pas évident qu'elle soit nécessaire. Si on relève les taux, c'est pour freiner l'activité et éviter la surchauffe.

Or des facteurs de freinage puissants sont déjà en place : la hausse de l'euro, bien sûr, mais aussi le maintien des taux du marché monétaire supérieurs de 80 points de base environ à la normale et l'annonce par les banques d'une politique de prêts plus restrictive. En outre, dans la plupart des pays de la zone euro, les salaires ne sont plus indexés sur les prix et l'inflation constitue par elle-même un facteur de ralentissement de la demande.

Allocation type au 30/06/2008

