

Schroders

Politique d'allocation d'actifs

Synthèse

De plus en plus inquiets de la tournure que prend la crise du crédit, les marchés ont encore perdu du terrain ; nous restons donc prudents à l'égard du marché actions. La décision des autorités américaines de laisser l'une des grandes banques d'affaires faire faillite, a déclenché une hausse de la prime de risque sur le secteur financier et pèsera sur les marchés, dans la mesure où les positions n'ont pas été dénouées. Portés par les craintes d'extension de la crise du crédit, les marchés des obligations d'Etat ont grimpé en flèche au cours des dernières semaines. En se focalisant sur la morosité de la croissance, le marché a abandonné les perspectives de hausses de taux et s'attend maintenant à de probables baisses.

Bien que nous ayons atteint un stade du cycle qui est généralement favorable aux actions, l'absence d'effet d'entraînement des stimuli monétaires sur l'économie réelle et de visibilité sur les résultats des entreprises, est clairement un obstacle à la reprise des marchés des actions et des actifs risqués. Cela explique notre opinion négative sur les actions et positive à l'égard des placements monétaires et obligataires. Toutefois, nous sommes conscients qu'à de tels niveaux, les marchés d'actions recèlent de la valeur. C'est pourquoi, notre sous-pondération demeure modérée.

Analyse économique

Depuis le dernier trimestre, le ralentissement économique a dépassé les frontières des États-Unis, pour s'étendre à l'Europe et à l'Asie, alors que s'intensifient le choc lié aux cours des matières premières et la crise du crédit. Selon nous, le ralentissement va se prolonger en 2009 : en effet, la crise du crédit contrarie la reprise dans les pays de l'OCDE et les pays émergents s'efforcent de maîtriser la hausse des prix. Pour les États-Unis, notre pronostic ne change guère : la croissance va probablement devenir négative au 3^e trimestre ; la reprise devrait suivre graduellement dès 2009, portée par le redémarrage de l'immobilier résidentiel et par le repli des cours des matières premières. Nous avons réduit notre prévision de croissance mondiale de 2,9% à 2,5%.

D'un point de vue objectif, il n'est pas évident que la faiblesse du PIB américain – soulignée encore par la forte reprise du taux de chômage – libère la marge de manœuvre nécessaire pour contrôler l'inflation et limite la capacité des entreprises à imposer leurs prix. De manière plus générale, nous pensons pouvoir en déduire que l'inflation de base ne constituera un problème ni aux États-Unis ni ailleurs. Compte tenu également du recul marqué des prix des matières premières, l'inflation mondiale devrait reculer sensiblement en 2009. Cela étant, la hausse des prix des produits pétroliers et alimentaires nous ont amené à réviser à la hausse nos prévisions d'inflation globale pour 2008 à 4,4%.

À l'égard de notre scénario central, le risque principal réside dans la croissance, qui pourrait ne pas répondre aux attentes. Au cours du trimestre dernier, les risques pour l'économie mondiale étaient nettement orientés dans le sens d'une stagflation. Depuis, les craintes inflationnistes se sont atténuées. Nous pensons maintenant que le principal danger pour nos prévisions réside dans une crise du crédit dans laquelle les stimuli monétaires ne parviendraient pas jusqu'à l'économie réelle.

Nos anticipations sur les taux d'intérêt

Lors du dernier forum CMF, la plupart des observateurs s'attendaient à une hausse des taux directeurs dans la plupart des pays développés. Entre temps, le marché a inversé ses anticipations - se ralliant par la même à nos prévisions.

**Schroders**

Selon nous, la Réserve Fédérale devrait maintenir ses taux inchangés à 2% jusqu'en 2009. Les craintes inflationnistes devraient bientôt s'estomper compte tenu de la hausse du chômage et du ralentissement de l'activité économique. Tant que la crise du crédit perdurera, nous n'excluons pas la possibilité de nouvelles baisses de taux.

La Banque centrale européenne abaissera probablement son taux directeur au premier trimestre de l'année prochaine, en réaction au ralentissement économique et à l'apaisement des craintes inflationnistes. Le recul récent de l'IPC (indice des prix à la consommation) était bienvenu, et le repli des prix des produits pétroliers et des matières premières devraient indiquer que le pic d'inflation est désormais dépassé. Quant à l'activité économique, elle ralentit rapidement. Nous nous attendons maintenant à voir la BCE baisser son taux directeur d'ici la fin de l'année prochaine, à 3,5% et non plus à 3,75% comme nous l'envisagions précédemment.

La Banque d'Angleterre est toujours confrontée à une inflation en hausse doublée d'une accélération du ralentissement économique. À court terme, une hausse de l'inflation est probable, poussée par une hausse du coût des services aux collectivités. Nous estimons toutefois que le sommet sera atteint au dernier trimestre de l'année, grâce au repli des prix pétroliers et au ralentissement rapide de l'économie. Confrontée au risque d'une récession au second semestre, la Banque d'Angleterre devrait baisser ses taux avant la fin de l'année. Nous avons également révisé notre prévision de taux d'intérêt à fin 2009, à 3,5% contre 3,75% antérieurement.

Implications pour le marché

La sous-performance des marchés d'actions se poursuit, en contradiction avec les signaux de notre modèle cyclique d'allocation d'actifs. Celui-ci a basculé dans une phase de récession en juin, phase du cycle généralement favorable aux actifs risqués. Le modèle fournit pourtant un cadre rigoureux d'évaluation des marchés ; et indique les facteurs qui seront importants pour la performance future. En l'occurrence, les marchés doivent reprendre confiance sur deux points essentiels avant que l'on puisse observer une reprise de la performance sur les marchés d'actions.

Le premier est un repli de l'inflation - qui est attendu avant la fin de l'année dans la plupart des pays. Il contribuera à la croissance en rétablissant le pouvoir d'achat des consommateurs et des entreprises.

Le deuxième est une plus grande visibilité en termes de résultats des entreprises. Il n'est pas exclu qu'ils baissent de 30% à partir des cours actuels, entraînant une remontée significative des PE. Ce scénario est toutefois peu probable. Certains signes indiquent que la part des bénéfices évolue favorablement, reflétant des gains de productivité et tirant profit de la mondialisation. Un retour aux seuils précédents semble peu probable.

Le plus inquiétant est l'absence d'effet d'entraînement de la politique monétaire. C'est ce qui explique notre prévision de reprise lente de la croissance, accompagnée d'une longue période de taux directeurs bas et de politique fiscale accommodante. La reprise n'en sera pourtant que légèrement retardée.

Analyse des marchés d'actions régionaux

Les États-Unis gardent actuellement notre préférence compte tenu des qualités défensives de ce marché, de l'attitude accommodante de la Fed et de valorisations attrayantes. La confiance y a atteint de nouveaux sommets historiques, et c'est aujourd'hui la zone géographique que les investisseurs envisagent le plus de surpondérer au cours de l'année à venir. Les perspectives de croissance bénéficiaire, qui ont progressé ces derniers temps, paraissent attrayantes par comparaison à d'autres marchés.

Pour le Royaume-Uni, nous avons revu notre position, de sous-pondérée à neutre. Les perspectives économiques y paraissent médiocres, mais les conditions monétaires s'y améliorent grâce à la faiblesse persistante de la Livre et à la perspective de plus en plus probable de baisses des taux. Les prévisions de croissance bénéficiaire semblent également attrayantes par comparaison à

d'autres marchés ; les investisseurs semblent pourtant considérer le Royaume-Uni comme l'un des pays les moins susceptibles d'être surpondérés. En Europe, les marchés boursiers sont à la veille d'un ralentissement économique marqué et d'un recul significatif des prévisions bénéficiaires pour 2009. Les indices de confiance à l'égard de la zone euro ont beau avoir progressé à la marge, ils restent en territoire négatif.

Nous maintenons notre attitude neutre à l'égard des actions japonaises. Le Japon ne souffre pas des mêmes problèmes structurels que le reste du monde développé, et l'économie y reste fortement tributaire de l'environnement extérieur. Le récent élan haussier à l'égard du Japon s'est quelque peu calmé, la région étant perçue comme marginalement surévaluée ; ce pays reste cependant un des marchés d'actions les plus volontiers surpondérés. Les perspectives de croissance bénéficiaire dans la zone continuent cependant de reculer, et le marché est considéré comme le moins attrayant.

Les perspectives sur les marchés émergents nous paraissent désormais négatives, dès lors que le ralentissement aux États-Unis devrait à terme faire fléchir les perspectives de croissance de la région. La confiance des investisseurs à l'égard des marchés émergents reflue également ; ils sont nombreux à vouloir plutôt réduire leur surpondération sur la région au cours des 12 mois à venir. Les valorisations semblent également moins attrayantes si l'on considère les rapports cours/bénéfice historiques ainsi que leur tendance. Sur la zone Pacifique hors Japon, les valorisations raisonnables et le contexte macroéconomique relativement bienveillant justifient que nous restions neutres. Cependant, les perspectives de croissance bénéficiaire déclinent depuis quelques mois, et s'avèrent donc peu attrayantes par comparaison à d'autres marchés.

Prévisions sur le marché obligataire

Nous restons surpondérés en obligations. De plus en plus inquiets des risques d'extension de la crise du crédit, les marchés obligataires ont grimpé en flèche au cours des dernières semaines. Depuis peu, l'attention du marché se porte surtout sur l'atonie de la croissance ; les prévisions de hausse des taux ont été remplacées par un scénario de baisse, entraînant une hausse de la partie courte de la courbe, tandis que la partie longue a aussi monté avec le recul des craintes inflationnistes. Notre appréciation des obligations *investment grade* est redevenue positive, les écarts de taux y atteignent des niveaux record.

Autres actifs

Nous restons prudents sur l'immobilier commercial, craignant de nouveaux accès de faiblesse au Royaume-Uni et en Europe continentale. Aux moins-values viennent s'ajouter la baisse des rendements locatifs et la hausse des taux d'inoccupation ; nous restons donc sous-pondérés. En revanche, les qualités défensives des infrastructures continuent de nous intéresser ; nous pensons que les pays de l'OCDE pourraient augmenter leurs dépenses d'investissement dans une tentative de relance de leurs économies vacillantes. Nous maintenons notre attitude neutre à l'égard des hedge funds et négative à l'égard des matières premières. Nous nous attendons à une reprise de la volatilité et à un repli des prix des matières premières au fur et à mesure que le ralentissement économique US s'étendra à l'Europe et à l'Asie.

Synthèse des opinions

Nos avis sont positifs (+), négatifs (-) ou neutres (0)

Catégories d'actifs		
Actions	-	<ul style="list-style-type: none"> Alors que notre modèle nous annonce une phase de « récession » (généralement favorable aux actions), nous ne sommes pas encore prêts à renforcer notre prise de risque tant que la crise du crédit obscurcit les marchés. Les valorisations boursières sont correctes par rapport au passé ou par rapport aux rendements obligataires. Toutefois, une certaine méfiance en matière de prévisions bénéficiaires mais aussi à l'égard des réactions tardives de l'économie réelle aux stimuli monétaire nous incite à rester prudents. Les banques vont probablement continuer à réduire leur levier financier, ce qui devrait continuer à peser sur les actifs.
Valeur ou croissance	+	<ul style="list-style-type: none"> Les actions de type "Value", lourdement survendues, semblent aujourd'hui de plus en plus attractives par rapport aux valeurs de croissance. En outre, les récentes turbulences ont incité les investisseurs à valoriser des bénéfices attendus considérés comme certains.
	-	
Obligations	+	<ul style="list-style-type: none"> Nous restons surpondérés en obligations. De plus en plus inquiets des risques d'extension de la crise du crédit, les marchés obligataires ont grimpé en flèche au cours des dernières semaines. L'attention du marché se porte surtout sur l'atonie de la croissance ; les prévisions de hausse des taux ont été remplacées par un scénario de baisse. On peut donc s'attendre à un rally sur la partie de la courbe, tandis que la partie longue repart à la hausse grâce à la diminution des craintes inflationnistes. Nous pensons que les marchés de crédit recèlent des opportunités pour les investisseurs de long terme. Les spreads de crédit sont susceptibles de s'élargir encore ; cependant les rendements devraient rester positifs compte tenu des niveaux de taux actuels élevés. Notre appréciation des obligations <i>investment grade</i> est redevenue positive, les spreads de crédit y atteignent des niveaux record.
Liquidités	+	<ul style="list-style-type: none"> A l'égard des liquidités, notre attitude est passée de neutre à positive ; il s'agit d'une valeur refuge aujourd'hui par rapport aux actions et aux obligations. Face à une inflation prête à retomber et une croissance qui continue de ralentir, les taux d'intérêt devraient baisser. Au Japon, la normalisation des taux sera probablement retardée jusqu'à fin 2009.
	-	<ul style="list-style-type: none"> Private Equity – le secteur entame une phase de stabilisation, mais il n'y a toujours pas d'indications de reprise à court ou moyen terme. Le coût de la dette s'accroît, et le marché secondaire est de moins en moins capable d'absorber les désengagements des fonds privés. Il sera plus difficile à générer de la performance dans ce secteur.
Investissements alternatifs	-	<ul style="list-style-type: none"> Immobilier – L'immobilier résidentiel continue de fléchir, les prix des transactions sont inférieurs aux niveaux de valorisation relevés par IPD. Nos modèles recommandent encore de sous-pondérer l'immobilier commercial tant aux États-Unis qu'en Europe continentale.
	0	<ul style="list-style-type: none"> Hedge funds – nous maintenons une attitude neutre : l'augmentation substantielle du coût de l'endettement et l'augmentation des marges de sécurité vont maintenir la pression sur ce secteur. Il se peut que les difficultés sur les marchés dégagent encore des opportunités pour des gérants orientés sur des stratégies « short ». Les hedge funds parviennent dans une certaine mesure à lever des fonds sur des stratégies opportunistes de 'distressed debt'. L'illiquidité des actifs sous-jacents s'accompagne toutefois de contraintes.

	+	<ul style="list-style-type: none"> • Infrastructure – Une approche défensive, qui paraît actuellement survendue. Selon nous, les gouvernements de l'OCDE vont probablement augmenter leurs dépenses d'infrastructure afin de redynamiser leurs économies vacillantes.
	-	<ul style="list-style-type: none"> • Matières premières - Nous nous attendons à une reprise de la volatilité et à une pression à la baisse des prix des matières premières au fur et à mesure que le ralentissement aux Etats-Unis s'étendra à l'Europe et à l'Asie. • Cela étant, le profil à long terme reste attrayant puisque la capacité de raffinage souffre d'un déficit général d'investissement et que les découvertes de gisements nouveaux sont rares. La pression démographique, particulièrement dans les marchés émergents, va probablement continuer de soutenir les prix des produits agricoles.
Marchés d'actions, par région		
États-Unis	+	<ul style="list-style-type: none"> • Les États-Unis gardent actuellement notre préférence compte tenu des qualités défensives de ce marché, de l'attitude accommodante de la Fed et de valorisations attrayantes. • Nos prévisions de croissance restent quasi-inchangées à 1,3% pour 2008. Le 3e trimestre va probablement afficher une décroissance, mais une modeste reprise est attendue en 2009, grâce à la stabilisation des prix et au probable redémarrage de l'immobilier résidentiel aux États-Unis. • En termes historiques, la confiance à l'égard des États-Unis atteint de nouveaux sommets : cette région est aujourd'hui celle que les investisseurs envisagent le plus de surpondérer au cours de l'année à venir. • Les prévisions de croissance bénéficiaire, quoique modestes, paraissent attrayantes par comparaison à d'autres marchés.
Royaume-Uni	0	<ul style="list-style-type: none"> • Sur le Royaume-Uni, nous avons désormais une attitude neutre au lieu de négative. • Les perspectives économiques y paraissent médiocres et le risque de récession, significatif. Cependant, les conditions monétaires s'y améliorent grâce à la faiblesse persistante de la livre et à la perspective de plus en plus probable de baisses des taux. • Le rendement des dividendes est supérieur aux rendements des obligations d'État, ce qui, jusqu'ici, s'est souvent traduit par des rendements élevés. • Les investisseurs ont quelque peu repris confiance à l'égard du Royaume-Uni au cours du dernier trimestre, mais les investisseurs la classe parmi les moins susceptibles d'être surpondérées.
Europe (hors Royaume-Uni)	-	<ul style="list-style-type: none"> • Les actions européennes vont souffrir du ralentissement marqué de l'économie, aggravé par la fermeté de la banque centrale et par l'euro fort. • Les bénéfices restent décevants : les prévisions de BPA à 12 mois sont défavorables pour la première fois depuis le début des années 2000, ce que confirment les indicateurs des enquêtes sur la confiance des entreprises. • Sur la zone euro, les indices de confiance ont beau avoir progressé à la marge par comparaison au record de baisse observé le mois dernier, ils restent en territoire négatif.
Japon	0	<ul style="list-style-type: none"> • Le Japon n'est pas confronté aux mêmes problèmes structurels que les autres marchés développés, il reste fortement tributaire de son environnement extérieur. • Nous estimons que la dégradation de l'activité économique et la crise du crédit empêcheront la Banque du Japon de normaliser les taux avant fin 2009. • Le récent élan d'enthousiasme à l'égard du Japon s'est quelque peu calmé, la région étant perçue comme marginalement surévaluée ; ce pays reste cependant un des marchés d'actions les plus volontiers surpondérés. • Les perspectives de croissance bénéficiaire continuent cependant de reculer, et le marché japonais est considéré comme le moins attrayant.

<p>Région Pacifique hors Japon (Australie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande et Singapour)</p>	<p>0</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Les actions de la zone Pacifique hors Japon devraient bénéficier de valorisations raisonnables et d'un environnement macroéconomique relativement favorable. • Le retour à la normale des prix du pétrole et d'autres matières premières améliore les termes de l'échange et donne aux autorités monétaires nationales un répit bien nécessaire. • Les perspectives de croissance bénéficiaire déclinent depuis quelques mois, et s'avèrent peu attrayantes par comparaison à d'autres marchés régionaux. • Si le risque est réel en termes de prévisions bénéficiaires, la région n'est pas confrontée aux mêmes risques que l'Occident, car elle a déjà entamé son désendettement après la crise financière asiatique.
<p>Marchés émergents</p>	<p>-</p>	<ul style="list-style-type: none"> • De positive, notre attitude est devenue négative. Maintenant que la théorie du découplage semble moins assurée, les actions des marchés émergents nous semblent susceptibles de sous-performer puisque le ralentissement aux États-Unis finira par faire fléchir les perspectives de croissance de la région. • La confiance des investisseurs à l'égard des marchés émergents reflue ; de nombreux investisseurs cherchent plutôt à réduire leur surpondération sur la région au cours des 12 mois à venir. • Les valorisations semblent moins attrayantes si l'on considère les rapports cours/bénéfice historiques ainsi que leur tendance. • Les prix des matières premières ont commencé à refluer, mais les économies locales ne devraient guère en profiter puisque les gouvernements, de leur côté, réduisent leurs subventions. • Cela étant, la croissance des marchés émergents reste relativement solide et nous avons déjà vu certains marchés asiatiques enregistrer des corrections par rapport aux sommets précédemment atteints. • Le consensus des perspectives de croissance pour les marchés émergents reste raisonnablement soutenu et attrayant par comparaison à d'autres marchés.
<p>Obligations, par secteur</p>		
<p>Emprunts d'État</p>	<p>0</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Les marchés obligataires ont fortement progressé ces dernières semaines, avec le retour à l'avant-plan de la crise de liquidité et son extension vers l'économie réelle. • Le marché s'est également focalisé sur la morosité de la croissance – il a d'ailleurs fini par abandonner les perspectives de hausses de taux pour de probables baisses. Cela annonce une hausse des taux courts, doublée d'une hausse de la partie longue de la courbe puisque les craintes inflationnistes se sont apaisées. • Nous privilégions les obligations investment grade et à haut rendement plutôt que les obligations d'État.
<p>Crédit Investment Grade</p>	<p>+</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Notre appréciation des obligations <i>investment grade</i> est repassée de neutre à positive, les spreads de crédit y atteignant des niveaux record. • Nous ne saurions exclure tout risque d'élargissement des spreads de crédit alors que le taux de défaut augmente. Nous pensons que les marchés en tiennent déjà compte. • Le programme de sauvetage des GSE (Government Sponsored Enterprise) va consolider la valeur des obligations adossées à des crédits hypothécaires ; la confiance dans les bilans bancaires s'en ressentira, ce qui contribuera à réduire les coûts d'emprunt interbancaire. • De nouvelles baisses de taux et une pentification de la courbe des taux seraient bénéfiques. Mais surtout, il faudrait rétablir l'appétence au risque au sein du système bancaire, de manière à relancer la machine du crédit et normaliser les marchés.
<p>Risques élevés (dette émergente / haut rendement)</p>	<p>(0 / +)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Nous restons neutres sur la dette des marchés émergents et positifs sur le haut rendement. • Les mouvement de spread de crédit au cours des derniers mois donnent à croire que le marché est proche de la juste valeur, ayant raisonnablement pris en compte la faiblesse des fondamentaux et le ralentissement de l'économie mondiale. • Ceci étant dit, les taux de défaut devraient probablement atteindre un pic au cours des 12 prochains mois, et les spreads de crédit continuer à s'élargir, les investisseurs réclamant une prime de risque majorée. Ce est déjà, dans une certaine mesure,

		<p>intégrée dans les cours.</p> <ul style="list-style-type: none"> De nouvelles baisses sensibles de taux, une pentification de la courbe des taux, la comptabilisation de nouvelles dépréciations d'actifs et l'injection de nouveaux capitaux dans les valeurs financières devraient permettre de stabiliser les marchés du crédit au cours des prochains mois.
Obligations Indexées	0	<ul style="list-style-type: none"> Notre appréciation est passée de négative à neutre : les anticipations d'inflation vont selon nous probablement surréagir à la baisse, ce qui donnera l'occasion d'acheter de la protection contre l'inflation à bon compte. Les rendements réels au Royaume-Uni et aux États-Unis ont rapidement baissé au cours des derniers mois, pour se situer désormais au-delà d'un écart-type de 1.

Informations importantes

Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. Ce document n'est pas destiné aux particuliers.

Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Ce document exprime les avis et opinions de Schroders, et ceux-ci sont susceptibles de changer. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document.

Publié par Schroder Investments Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority.

Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.