

# Schroders

## Point de vue économique

### Keith Wade

Économiste en chef et straté-  
giste  
(44-20)7658 6296

### Tina Fong

Analyste, multi-gestion  
(44-20)7658 3278

### Harish Vekaria

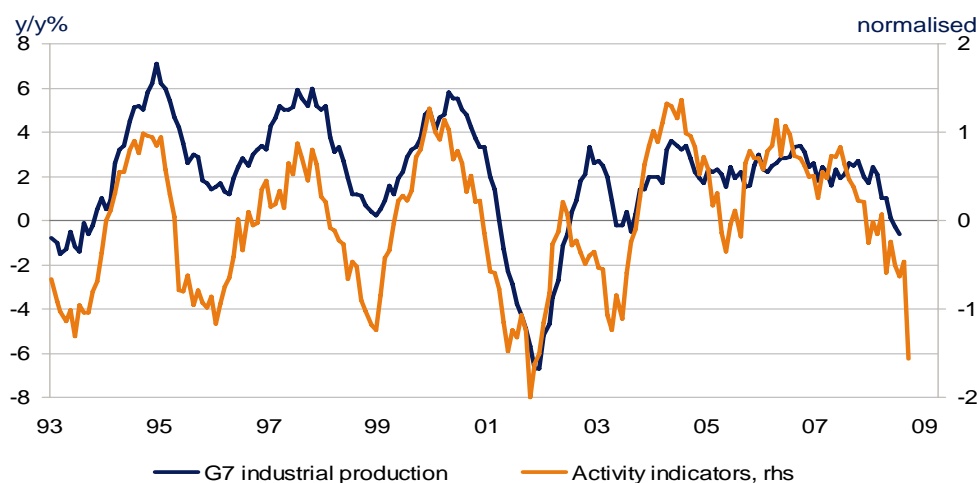
Analyste quantitatif  
(44-20)7658 2722

### La crise du crédit, source de récession mondiale en 2009 (page2)

- En s'aggravant, la crise du crédit nous a amenés à réduire nos prévisions de croissance pour 2009. Nous prévoyons désormais une contraction de la production des pays de l'OCDE pour l'année à venir. Les consommateurs souffrent de la raréfaction du crédit et de la chute des prix des actifs, alors que des enquêtes récentes annoncent une baisse de la production industrielle (voir graphique).
- Le recul de l'inflation et des taux d'intérêt sera plus marqué que prévu. Grâce à l'impact de la récession sur la demande et au recul des prix des matières premières, le taux d'inflation de l'OCDE devrait retomber en deçà de 2% l'année prochaine. Nous tablons pour le Royaume-Uni et la zone euro sur des taux d'intérêt sensiblement inférieurs à 3%.
- De toute évidence, la détérioration des perspectives économiques explique une bonne part de l'accès de faiblesse récemment observé sur les marchés d'actions et de crédit. Pour l'instant, faute de visibilité sur les bénéfices, les investisseurs restent prudents. À leur niveau actuel, pourtant, les actions et les marchés de crédit prennent déjà en compte un scénario de récession – voire pire encore. La forte baisse des marchés ces dernières semaines semble également devoir être attribuée à la situation d'un certain nombre de fonds mutuels et hedge funds, contraints de mobiliser des liquidités.
- Nous restons sous-pondérés en actions même si le moment de les renforcer se rapproche. Une plus grande visibilité sur les résultats des entreprises conditionnera une attitude plus favorable aux actifs risqués. Pour cela, il faudra qu'une détente apparaisse sur les marchés monétaires et les marchés de crédit, et que l'assouplissement de la politique monétaire ait un véritable impact sur l'économie réelle.

### Synthèse des prévisions (p. 6)

### Un indicateur d'activité annonce un recul marqué



Source : Schroders, Thomson Datastream



# Schroders

# Monde

## Les marchés s'attendent pour 2009 à une récession induite par une baisse de la consommation des ménages

### La raréfaction du crédit entraîne l'économie mondiale vers la récession

Face à une raréfaction de plus en plus marquée du crédit, nous avons été amenés à revoir à la baisse nos prévisions de croissance pour 2009. Nous prévoyons désormais une récession mondiale, avec en 2009 un recul de la production aux États-Unis, au Royaume-Uni et en zone euro.

Les ménages, comme les entreprises, ressentent les effets d'un accès plus difficile au crédit. Du côté des consommateurs, les ventes au détail aux États-Unis reculent depuis trois mois ; au Royaume-Uni, nous avons observé un net recul en septembre. La baisse des prix des logements et le manque croissant de sécurité d'emploi ont fait retomber la confiance des consommateurs au niveau observé au début des années 1990.

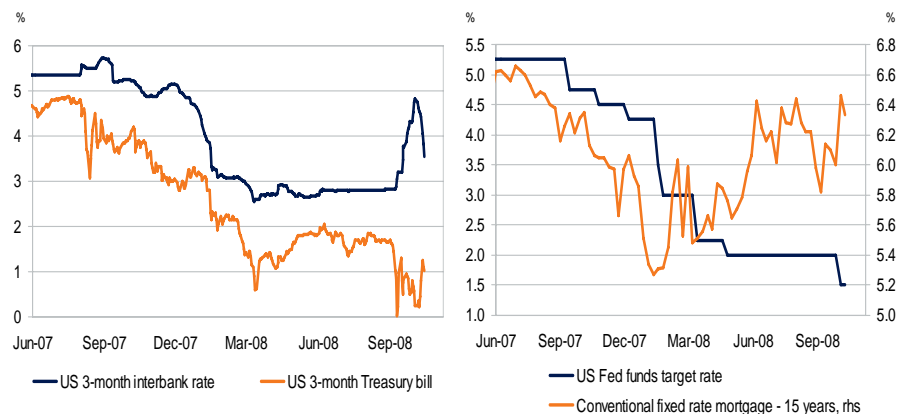
Les indices des directeurs des achats s'inscrivent également en net recul. Notre indicateur d'activité se situe en zone de récession (voir graphique en première page). Le ralentissement se ressent également en Chine, où la croissance du PIB est retombée à 9% au troisième trimestre, contre 11% il y a un an. Il est important de noter que le thème du "découplage" a définitivement été enterré par la récente crise des devises émergentes. Les opérations de « carry trade » se dénouent ; les pays affichant un déficit de leur balance courante ont été mis à mal par des investisseurs qui remettent en cause leur capacité à attirer des financements à l'avenir.

L'Europe va souffrir gravement des problèmes observés en Europe de l'Est, qui constitue pour l'UE un important marché d'exportation. De manière plus générale, le commerce international est pénalisé par la réticence des banques à émettre des crédits documentaires, une situation qui se trouve illustrée par l'effondrement de l'indice Baltic Freight Index (indice des coûts d'affrètement maritime).

D'où la question : cette récession est-elle comparable à des situations passées ? L'histoire nous montre que les ralentissements économiques induits par une crise bancaire systémique sont plus profonds et plus durables que les ralentissements économiques « normaux ». Dans une récente étude du FMI portant sur 42 crises, la perte moyenne de PIB par rapport à la tendance s'élevait à 4% et le ralentissement pouvait durer 2 ans et demi (à peu près le double de la normale).

Dans une crise bancaire, le problème est que la dislocation du secteur financier bloque le mécanisme de transmission qui relie la politique monétaire à l'économie. Ainsi, aux États-Unis, le taux des crédits hypothécaires à 15 ans n'a pratiquement pas baissé depuis que la Fed a commencé à réduire ses taux directeurs (graphique 1). Or il est difficile d'envisager une stabilisation de l'immobilier résidentiel aux États-Unis sans baisse des taux hypothécaires.

### Graphique 1 : Baisse des taux du marché monétaire , mais les taux hypothécaires restent élevés



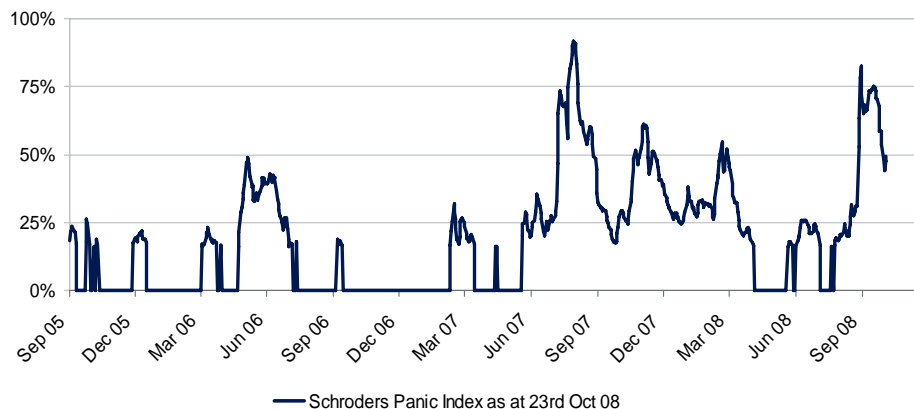
Source : Schroders, Thomson Datastream

### Sous l'effet de la panique durable des marchés, le coût du capital reste élevé

Les mesures prises par les autorités pour recapitaliser le secteur bancaire devraient finir par résoudre ce problème. Selon l'étude du FMI citée ci-dessus, l'intervention publique a été la bonne solution dans 32 des cas étudiés. Et en effet, il semble que le remède fonctionne : depuis quelques semaines, les spreads tendent à se réduire entre le Libor et les swaps. Ils restent cependant élevés, voire en progression sur les marchés de crédit, où la volatilité reste forte. En conclusion, certains signes de normalisation apparaissent, mais le coût du capital demeure élevé.

C'est ce que révèle le « panic index »<sup>1</sup> de Schroders, qui reste élevé malgré son recul par rapport au mois dernier.

### Graphique 2 : Le « Panic Index » de Schroders



Source : Schroders

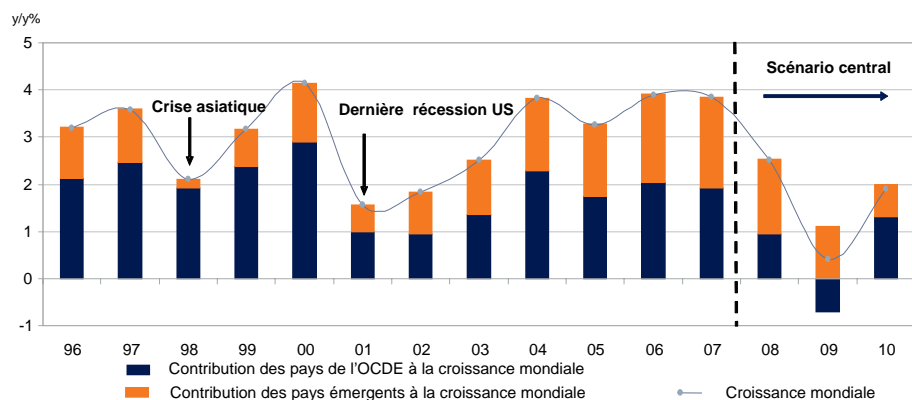
Pour l'année prochaine, nous prévoyons un recul du PIB de 1,5% aux États-Unis, de 2% au Royaume-Uni et de 0,5 % dans la zone euro. La croissance des marchés émergents devrait reculer à 4%, contre 6% cette année. Par conséquent, le PIB de l'OCDE, en recul en 2009, affichera son plus mauvais résultat depuis 1970.

<sup>1</sup> L'indice reflète l'écart de taux sur un ensemble d'instruments du marché monétaire et d'instruments de dette mais aussi certains indices de confiance. Cette série statistique est normalisée et pondérée pour produire un indice (détails disponibles sur demande)

Cela s'explique entre autres par un ralentissement qui intervient simultanément dans tous les pays, affectés à des degrés divers. Par le passé, un certain degré de désynchronisation avait toujours prévalu, la bonne tenue d'un pays ou d'une région compensant toujours la faiblesse d'un(e) autre. Au niveau de l'OCDE, la période la plus comparable est la récession du début des années 1980. Les perspectives s'annoncent pourtant moins mauvaises qu'il y a 25 ans, car les pays émergents affichent des fondamentaux bien plus solides qu'ils ne l'étaient à l'époque.

En revanche, grâce à l'impact de la récession sur la demande et au recul des prix des matières premières, le taux d'inflation de l'OCDE devrait s'améliorer, c.-à-d. retomber en deçà de 2% en 2009. Du côté la croissance, l'assouplissement des politiques monétaires et budgétaires devrait permettre une modeste reprise dès 2010.

### Graphique 3 : Prévisions de croissance mondiale



Source : FMI, Consensus Economics, Schroders

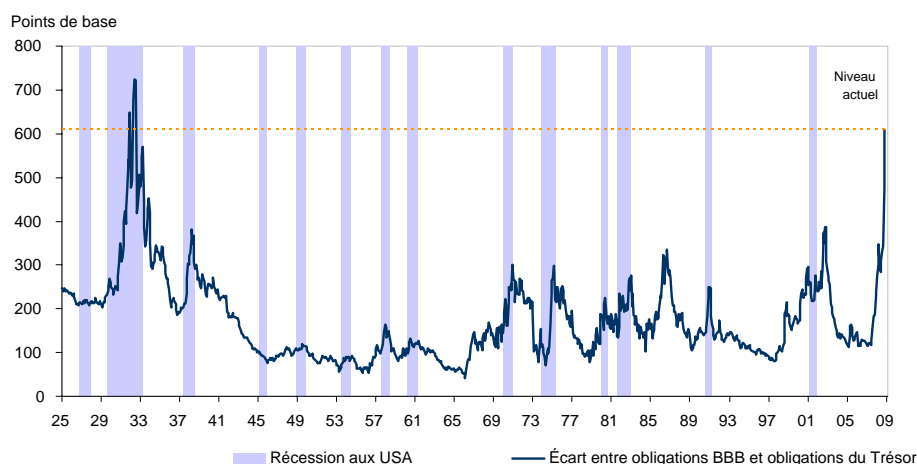
### Les marchés : dysfonctionnement et détérioration des fondamentaux

#### Comment expliquer la morosité des marchés ?

Selon une perception très répandue, la chute des marchés financiers serait directement imputable à la détérioration des perspectives économiques mondiales. Ou, comme le formulaient certains observateurs à la veille de la récession au Royaume-Uni – « l'indice FTSE en chute libre : l'économie britannique s'écrase »<sup>2</sup>.

Bien sûr, la détérioration des perspectives économiques a été spectaculaire. Bien sûr, elle a joué un rôle dans cet accès de faiblesse. Mais les marchés auraient-ils donc uniquement réagi à un événement qui, d'ailleurs, menaçait déjà depuis quelque temps ? D'après notre analyse de cycles antérieurs, à ce stade du cycle, les marchés ont généralement déjà pris en compte l'essentiel des mauvaises nouvelles et commencent à se redresser, les investisseurs voyant au-delà du ralentissement l'aube d'une reprise.

Compte tenu de multiples de capitalisation des résultats inférieurs à 10, de rendements des dividendes supérieurs au rendement des obligations d'Etat et de spreads de crédit à leur plus haut niveau depuis 60 ans (graphique 4), les valorisations ne constituent plus le problème essentiel.

**Graphique 4 : Les spreads de crédit au niveau de ceux des années 30**

Source : Morgan Stanley, Moody's, NBER, Thomson DataStream, au 24/10/2008

À nos yeux, deux facteurs contribuent à l'actuel marasme des marchés.

- Le premier facteur est le manque durable de visibilité. La crise du crédit a des points communs avec un accident de train se déroulant au ralenti : les investisseurs voient les dommages que l'accident produit, mais ne savent pas où cela va s'arrêter. Personne ne souhaite une dépression aussi dramatique que celle de 1929. Et pourtant, bien téméraire serait celui qui parierait sur l'absence de ce risque.

Le problème est que personne n'a la moindre idée de l'ampleur et de la durée du processus de réduction du levier actuellement en cours. Si, comme certains le prétendent, le taux d'épargne aux États-Unis devait bondir à 10%, la consommation reculerait de 8% et le PIB de 6%, toutes choses égales par ailleurs. Il en résulterait, selon le temps nécessaire, une récession majeure ou en tout cas une longue période d'activité inférieure à la tendance.

Par ailleurs, le chemin menant à un monde où l'endettement des ménages serait moins développé et le secteur bancaire moins présent est semé d'embûches susceptibles de faire basculer l'économie mondiale dans une nouvelle spirale de baisse de la production et de l'activité. Le gouvernement américain est d'ailleurs tombé dans un de ces pièges lorsqu'il a permis que la faillite de Lehman Brothers s'étende même à des actifs jusque-là considérés comme sûrs, comme la dette senior. Cette décision a déclenché un surcroît d'aversion au risque qui subsiste à ce jour et qui renforce encore la raréfaction du crédit.

À terme, nous estimons que les mesures gouvernementales de recapitalisation des banques et de garantie des dépôts, jointes à la perspective d'un assouplissement de la politique fiscale, vont soutenir l'activité. Mais il faudra probablement attendre que les effets en soient suffisamment visibles pour que les marchés parient dessus.

- Le deuxième facteur d'instabilité est l'actuelle dislocation des marchés. Le processus de réduction du levier frappe de plein fouet les hedge funds. Les banques et les courtiers limitent les lignes de crédit accordées aux hedge funds, voire les résilient ; bien souvent, cela aboutit à une liquidation des fonds. Obligés de vendre leurs actifs, ces fonds pèsent

sur les marchés, faisant reculer les prix et augmenter la volatilité. Pour l'investisseur « long only » ces deux facteurs semble laisser espérer des temps meilleurs avec des opportunités d'achat exceptionnelles lorsque la tempête se calmera. Peut-être. Mais dans l'intervalle, tout risque n'est pas écarté, puisque les baisses de prix peuvent entraîner de nouvelles ventes, provoquées soit par l'arrivée à des niveaux qui déclenchent des réductions de positions, soit par pur effet de panique.

### **Conclusion**

Nous restons sous-pondérés en actions - tout en reconnaissant que le moment de les renforcer se rapproche. La question des ventes contraintes et forcées mise à part, nous préférons attendre une amélioration de la visibilité des perspectives bénéficiaires des entreprises, avant d'augmenter notre exposition. Il sera encore temps d'envisager une attitude plus favorable aux actifs risqués dans le courant du premier semestre 2009. Pour cela, il faudra qu'une détente apparaisse sur les marchés monétaires et les marchés de crédit, mais aussi que l'assouplissement des politiques monétaires se transmette véritablement l'économie réelle.

# Synthèse des prévisions

## I. Synthèse des prévisions - Schroders

### PIB réel

var, annuelle (en %)	Pondér. (%)	2008	2009	Consensus	2010	Consensus
États-Unis	31.4	1,3	-1,5	0,0	0,8	na
Royaume-Uni	5.7	1,1	-2,0	-0,2	0,5	na
Zone euro	25.3	1,2	-0,5	0,5	0,8	na
Japon	10.4	0,7	0,0	0,5	1,3	na
OCDE	74,6	1,2	-0,9	0,3	0,9	na
Chine	6,3	9,8	8,0	8,8	9,0	na
Marchés émergents*	25,4	6,3	4,2	5,6	5,0	na
Monde	100,0	2,5	0,4	1,6	1,9	na

### Inflation IPC

var, annuelle (en %)	Pondér. (%)	2006	2007	Consensus	2008	Consensus
États-Unis	31.4	4,4	2,5	2,3	2,0	na
Royaume-Uni	5.7	3,7	1,5	2,9	2,0	na
Zone euro	25.3	3,4	2,0	2,2	2,0	na
Japon	10.4	1,7	2,0	1,1	0,5	na
OCDE	74,6	3,7	0,8	2,2	1,8	na
Chine	6,3	6,4	1,6	3,6	3,0	na
Marchés émergents*	25,4	7,9	3,0	5,8	4,1	na
Monde	100,0	4,7	2,2	3,1	2,4	na

\* \* **Marchés émergents** : Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Venezuela, Chine, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande, Afrique du Sud, Russie, République tchèque, Hongrie, Pologne, Slovaquie, Roumanie, Turquie, Ukraine (Pondération en US\$ de 2006)  
Taux d'intérêt

%	Pondér. (%)	Déc. 2008	Déc. 2009	Marché	Déc. 2010	Marché
États-Unis	31,4	1,00	0,50	3,53	1,00	2,47
Royaume-Uni	5,7	4,00	2,75	4,67	3,00	3,66
Zone euro	25,3	3,25	2,50	4,08	3,00	3,37
Japon	10,4	0,25	0,25	1,14	0,50	0,80
OCDE	78,2	1,91	1,33	3,47	1,78	2,64

Données établies à partir du marché à terme des emprunts d'État à 10 ans au 23 octobre 2008

### Principales variables

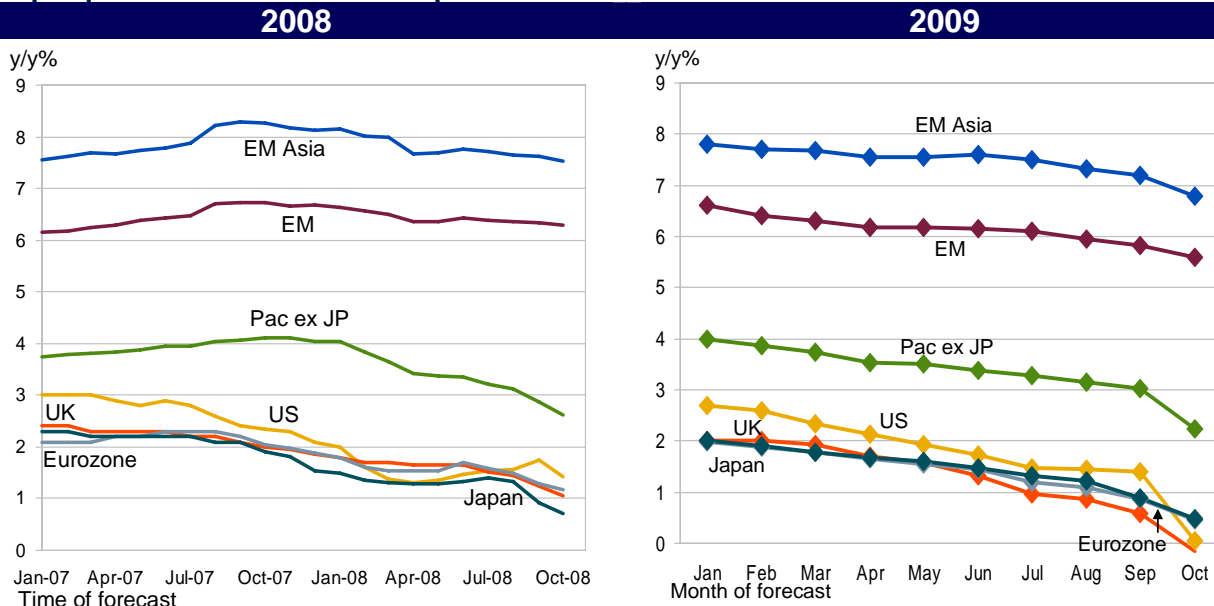
Change	Actuel	Déc. 2008	Déc. 2009	Var. ann. en %	Déc. 2010	Var. ann. en %
USD/GBP	1,59	1,50	1,70	13,3	1,70	0,0
USD/EUR	1,27	1,20	1,45	20,8	1,45	0,0
JPY/USD	94,3	88,0	100,0	13,6	100,0	0,0
GBP/EUR	0,81	0,80	0,85	6,6	0,85	0,0
Brent	65,1	69,0	71,8	4,0	78,4	9,1
écart de production	-3,9	-2,8	-4,7		-5,5	
US en % du PIB						
Chômage en %	6,7	6,4	7,3		8,0	

Source : Schroders, Thomson Datastream, FMI (historique), Consensus Economics (octobre)

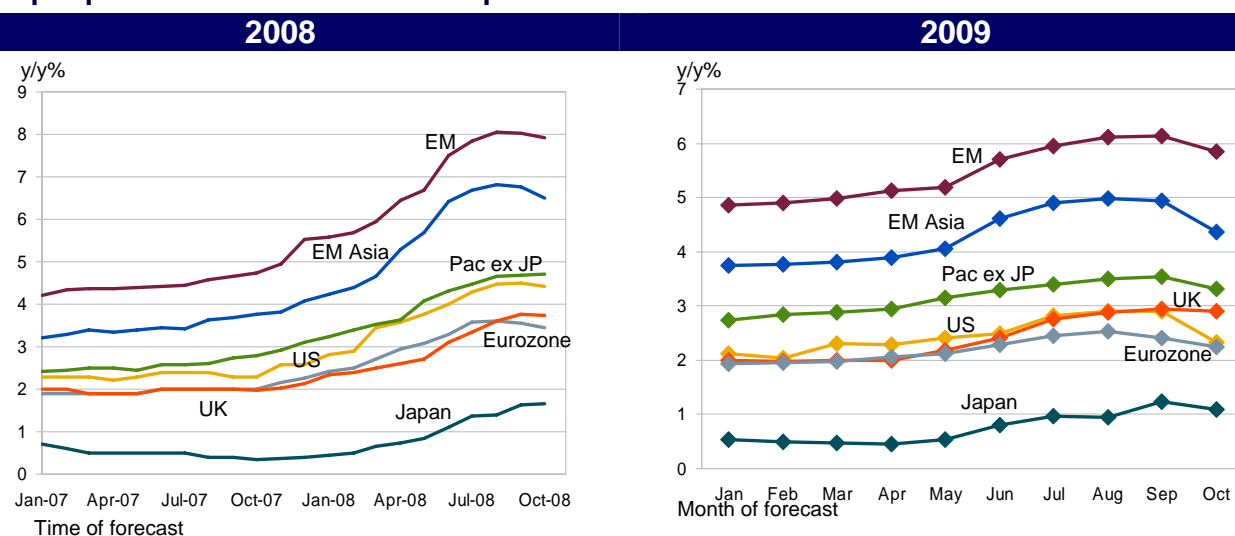
## II. Synthèse des prévisions actualisées - Consensus Economics

Pour les marchés émergents, l'Asie émergente et le bassin Pacifique hors Japon, les prévisions de croissance et d'inflation sont pondérées du PIB et calculées d'après les prévisions du consensus économique pour les différents pays.

**Graphique 1 : Prévisions de PIB par le consensus**



**Graphique 2 : Prévisions d'inflation par le consensus**



Source : Consensus Economics(Oct), Schroders

Région Pacifique hors Japon : Australie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Singapour

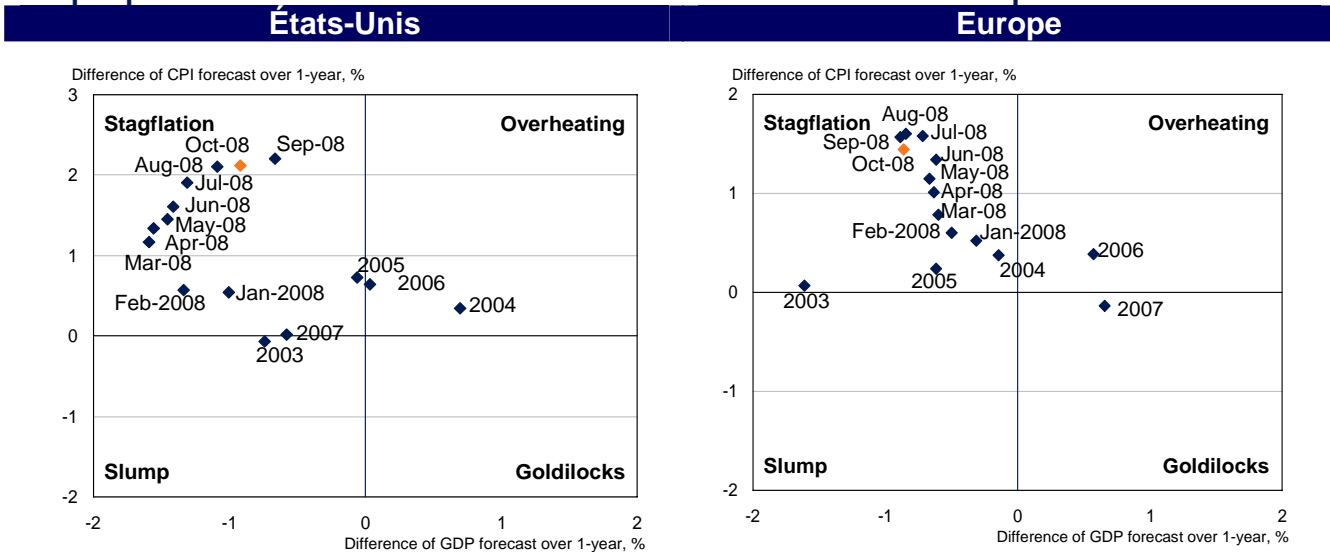
Asie émergente : Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande

**Marchés émergents** : Afrique du Sud, Argentine, Brésil, Bulgarie, Chili, Chine, Colombie, Corée du Sud, Croatie, Estonie, Hongrie, Inde, Indonésie, Lettonie, Lituanie, Malaisie, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République Tchèque, Slovaquie, Slovaquie, Taiwan, Thaïlande, Roumanie, Russie, Slovaquie, Turquie, Ukraine, Venezuela

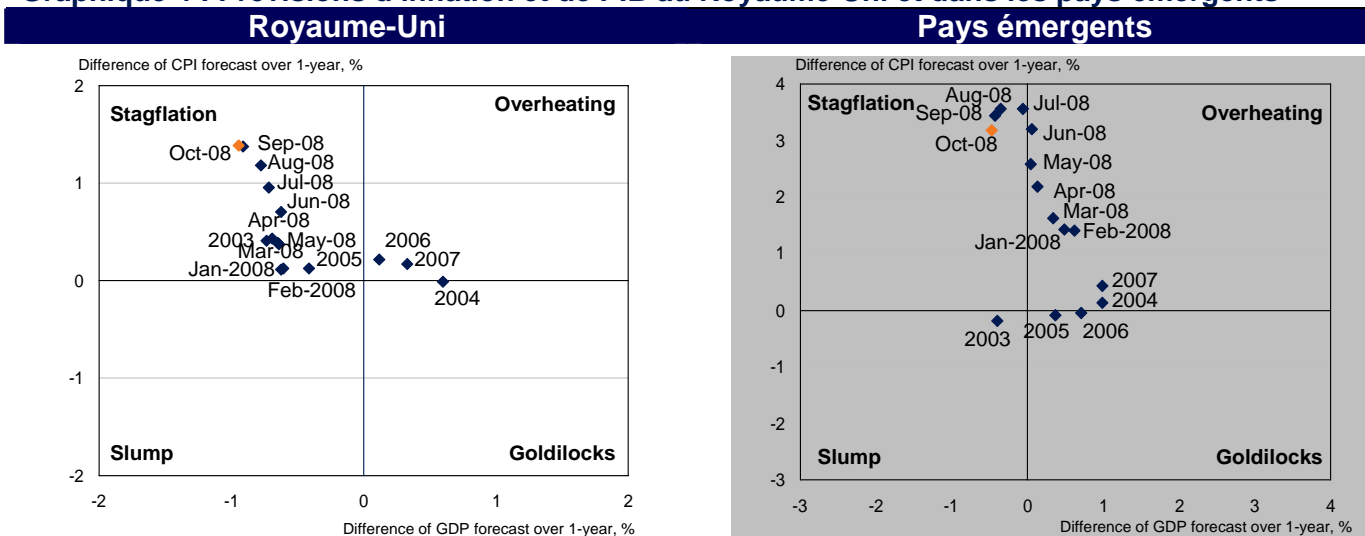
## II. Synthèse des prévisions actualisées - Consensus Economics

Pour les marchés émergents, les prévisions de croissance et d'inflation sont pondérées par le PIB et calculées d'après les prévisions de Consensus Economics pour les différents pays.

**Graphique 3 : Prévisions d'inflation et de PIB aux États-Unis et en Europe**



**Graphique 4 : Prévisions d'inflation et de PIB au Royaume-Uni et dans les pays émergents**



Source : Consensus Economics(Oct), Schroders

Note : Les statistiques annuelles de la période 2004-2007 sont basées sur une moyenne de valeurs mensuelles  
 Stagflation = inflation en progression et croissance en recul ; Surchauffe = inflation et croissance en progression ; marasme : inflation et croissance en recul ; « Juste milieu » (Goldilocks) : inflation en recul et croissance en progression

**Informations importantes :**

Les opinions et prévisions présentées dans ce communiqué sont celles des économistes de Schroder Investment Management. Elles ne reflètent pas nécessairement les opinions de Schroder Investment Management.

Ce document ne constitue en aucune manière une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de titres ou d'autres instruments qui y sont éventuellement décrits. Bien que les informations et opinions contenues dans ce document proviennent de sources que nous estimons fiables, Schroders ne pourra pas être tenu responsable en cas d'erreur d'opinion ou d'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. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document. Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.

