

Économie

Keith Wade

Économiste en chef
(44-20)7658 6296

Richard Batley

Économiste Europe
(44-20)7658 2011

Tina Fong

Analyste économique
(44-20)7658 3278

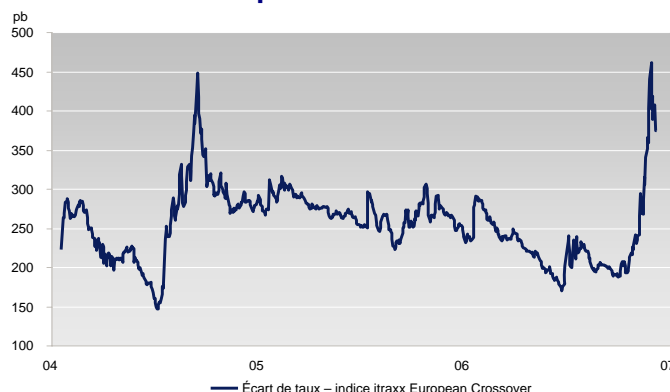
14 August 2007

Perspectives mondiales : L'incidence de la crise du crédit (page 2)

- Les marchés financiers traversent actuellement une période d'importantes turbulences. La crise touche essentiellement le marché du crédit et les banques centrales ont dû injecter d'importantes liquidités sur les marchés monétaires. En effet, inquiètes des risques de pertes sur le crédit, et notamment sur les crédits de type « *subprime* », les banques commencent à se montrer réticentes à se financer les unes les autres.
- Ces problèmes se traduiront à terme par un renchérissement du crédit pour certains emprunteurs, mais aussi par un effet d'entraînement sur l'activité économique. Cela dit, bien des observateurs considèrent qu'il ne s'agit de rien de plus qu'un ajustement brutal du coût du risque, après une période de surabondance de crédit.
- Sauf à croire que la crise pourrait sensiblement modifier les perspectives économiques mondiales, l'appétit pour le risque devrait finir par revenir à un niveau normal. L'histoire nous montre que la hausse des spreads de crédit ne constitue pas un indicateur avancé pertinent du risque de récession.
- Dans le contexte actuel, les entreprises sont bien armées pour résister aux problèmes des marchés : les bilans sont sains et les excédents de trésorerie confortables. Dès lors, une moindre abondance de liquidités sur les marchés ne devrait pas nuire à leur activité.
- Les résultats du secteur bancaire vont souffrir et entraîner des pertes d'emplois et des baisses salariales. À ce stade, il nous semble cependant prématuré de voir la situation empirer jusqu'à un véritable tarissement du crédit pour les entreprises.
- De même, les ménages bénéficient de la bonne santé des entreprises et d'une période durable de prospérité économique. Il va de soi qu'aux États-Unis, l'effondrement du marché du crédit hypothécaire « *subprime* » aura des répercussions sur le logement, au gré des saisies immobilières, elles-mêmes source de baisse des prix. L'ajustement sera plus sensible et plus étendu qu'initialement prévu.
- Les emprunteurs de qualité ne devraient pas trop souffrir, d'autant qu'ils sont le plus souvent à taux fixe. Quant aux nouveaux emprunteurs, la baisse des taux des emprunts d'État compense l'augmentation de la prime de risque de crédit, assurant une certaine stabilité des taux hypothécaires.
- Les banques centrales hésitent à laisser des événements de marché influencer sur la trajectoire de leur politique monétaire. Toutefois, suite à la décision de la Fed de baisser son taux d'escompte le 17 août dernier, nous avons modifié nos prévisions de taux directeurs et prévoyons désormais deux baisses des taux consécutives des Fed funds lors des réunions du 18 septembre et du 31 octobre, ce qui ramènera le principal taux directeur américain à 4,75%. Face à ce panorama, nous ne prévoyons plus que la Banque d'Angleterre et la BCE remontent leurs taux directeurs et anticipons qu'ils seront maintenus à 5,75% et 4% respectivement.

Synthèse des prévisions (page 9)

Ventes massives sur le marché du crédit, bond vertigineux du coût de la protection



Point de vue économique

Perspectives mondiales

Fuite vers la qualité, avec un vaste mouvement de réduction de l'exposition au crédit

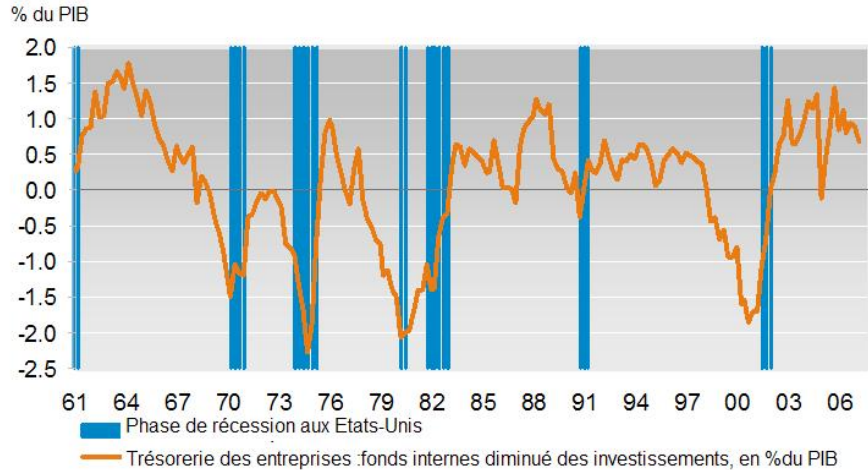
Le mois écoulé a été dominé par un mouvement massif de dégagement sur le secteur du crédit, doublé d'une très nette augmentation des primes de risque. L'indice iTraxx Crossover, qui mesure le coût de l'assurance d'un panier d'instruments de crédit européens contre le risque de défaillance, a plus que doublé (voir graphique en première page). Les investisseurs se sont précipités vers les papiers de qualité, faisant chuter les rendements des obligations d'État. Ils ont maintenant intégré dans les cours la possibilité de voir la Réserve fédérale adopter d'ici la fin de l'année une politique plus accommodante, alors qu'au début juillet, les marchés s'attendaient à une hausse des taux. Emboîtant le pas au secteur financier, les bourses se sont repliées, et les actifs risqués ont sous-performé. Sur les marchés des devises, le yen s'est apprécié, au détriment des opérations de portage (ou « *carry trade* ») s'appuyant sur un financement en yens.

Jusqu'à présent, les actions de soutien et de stabilisation au système financier par les banques centrales semblent plutôt positives. Aucune institution financière de premier plan n'a annoncé être en graves difficultés. Par ailleurs, le montant des liquidités financées par les banques centrales sous la forme de prises en pension s'amenuise. En d'autres termes, les besoins en « financements d'urgence » des institutions diminuent.

La question qui se pose est la suivante : s'agit-il d'un événement macro-économique ou d'un simple incident de marché ? L'une des approches consiste à considérer que les marchés ont sur l'économie des informations dont les économistes n'ont pas conscience et que par conséquent, il y aurait lieu de revoir à la baisse nos prévisions de croissance, de taux d'inflation et de taux d'intérêt. Au premier abord, le mouvement baissier semble refléter une détérioration de la solvabilité des entreprises - qui pourraient dès lors adopter une politique d'investissement et de recrutement plus prudente, réduisant du même coup la croissance.

Sans écarter a priori cette théorie, nous estimons qu'elle cadre mal avec la bonne santé des entreprises, dont les bilans sont sains et la rentabilité, élevée. Les entreprises bénéficient d'importants excédents de trésorerie (voir graphique 1) et aucun signe de détérioration grave de la rentabilité ne semble apparent. Les résultats récemment annoncés aux États-Unis confirment cette analyse : les bénéfices des entreprises qui constituent l'indice S&P progressent de 7,5% au 2ème trimestre (et deux tiers des entreprises présentent des résultats supérieurs aux attentes), contre 8% au 1er trimestre.

Graphique 1 : Les flux de trésorerie restent excellents dans le secteur des entreprises américaines

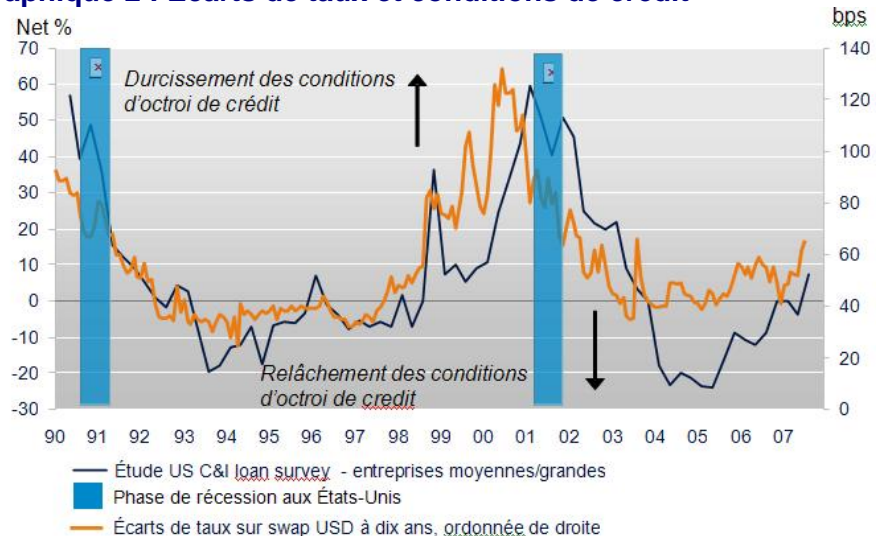


Source : Thomson Datastream, National Bureau of Economic Research (NBER)

Durcissement de l'accès au crédit, auparavant « facile »

Un des effets des turbulences obligataires sera, pour le secteur financier, la moindre disponibilité de capitaux pour des opérations financées par endettement (LBO). Les marchés boursiers ont immédiatement réagi en se détournant des cibles potentielles d'acquisitions. On voit pourtant mal pourquoi des emprunteurs non financiers devraient voir le coût des capitaux augmenter sensiblement, compte tenu du contexte qui vient d'être décrit. Compte tenu de la relation entre les spreads de crédit et les conditions de prêt fixées par les banques, le coût du crédit pour les entreprises ne manquera pas d'augmenter. À en croire les résultats de la dernière enquête menée par la Réserve Fédérale auprès des principaux pourvoyeurs de crédit (*Senior Loan Officer Survey*), ce coût est cependant bien inférieur aux niveaux qui, par le passé, ont été à l'origine d'une récession (voir graphique 2).

Graphique 2 : Écarts de taux et conditions de crédit



Source : Thomson Datastream, National Bureau of Economic Research (NBER)

L'analyse des coûts d'emprunt en termes de niveau plutôt qu'en termes d'écart confirme que les récentes turbulences n'auront pas automatiquement pour effet de rendre le coût du capital restrictif. Ainsi, pour des obligations d'entreprises assorties d'une notation Baa, le coût d'emprunt a augmenté, mais sans dépasser le niveau de l'année dernière. Dans une grande mesure, la hausse des écarts de taux reflète d'ailleurs la baisse des rendements des obligations du Trésor (voir le graphique 3 ci-dessus).

Graphique 3 : Rendement comparé des obligations d'État et des obligations d'entreprises



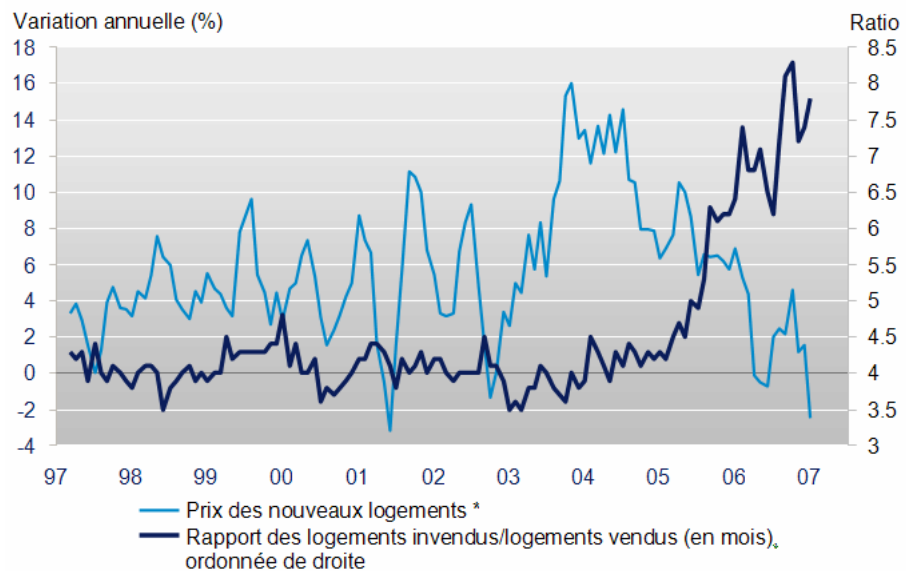
Source: Thomson Datastream

Les spreads de crédit – un indicateur avancé d'activité sujet à caution

C'est notamment la corrélation inverse observée entre les rendements des obligations d'État et le risque de crédit des entreprises qui explique pourquoi les spreads de crédit sont généralement un mauvais indicateur de l'activité future des entreprises. Notre analyse, qui remonte jusqu'aux années 1920, démontre que les spreads de crédit constituent un indicateur a posteriori du cycle plutôt qu'a priori. Après tout, les défaillances se situent plutôt en aval du cycle économique (voir la section *Dossier* ci-dessous).

Nous voilà quelque peu rassurés du côté des entreprises. En revanche, la réaction des marchés financiers semble se justifier davantage dans le domaine des crédits « *subprime* » où, après une légère reprise au printemps, le secteur du logement se détériore de nouveau. Les mises en chantier et les ventes refluent, et les prix poursuivent leur chute. À en juger par l'excédent de logements invendus, les prix n'ont pas encore atteint le niveau qui permettrait une stabilisation du marché (voir graphique 4).

Graphique 4 : Le marché américain du logement n'est pas encore stabilisé



* prix médian aux États-Unis des maisons unifamiliales vendues au cours d'un mois

Source : Thomson Datastream

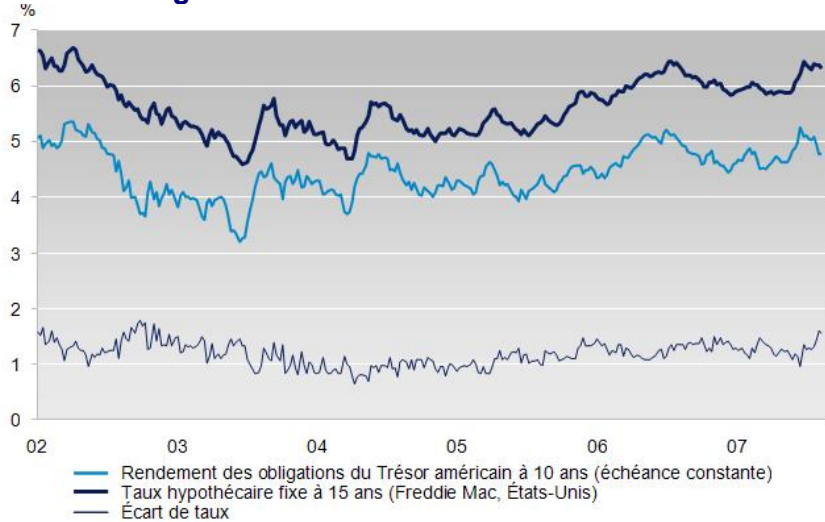
Ajustement plus marqué sur le marché du logement

Les difficultés du marché *subprime* vont accélérer ce phénomène d'ajustement, dans la mesure où les prêteurs mettent en oeuvre des ventes forcées d'un nombre croissant de logements. L'ajustement que va connaître le marché du logement sera donc à la fois plus sensible et plus étendu.

Certains craignent de voir le problème s'étendre aux prêts de qualité plus élevée. Pourtant, aucun signe ne permet actuellement de prétendre que les emprunteurs de qualité seront sensiblement affectés. Les revenus des ménages continuent de progresser. Par ailleurs, le chômage a légèrement progressé et progressera vraisemblablement encore, mais ne devrait pas aboutir à des conditions économiques propres à déclencher une vague de défaillances. La plupart des emprunteurs sont engagés à taux fixe et les nouveaux emprunteurs de qualité ne sont pas confrontés à une hausse importante des taux hypothécaires puisque le recul des rendements obligataires compense dans une large mesure la hausse des spreads de crédit. Cela signifie que les stabilisateurs automatiques fonctionnent correctement.

Les banques centrales gardent leur calme - apparemment

Graphique 5 : Comparaison des taux hypothécaires et des taux des obligations d'État à 10 ans aux États-Unis

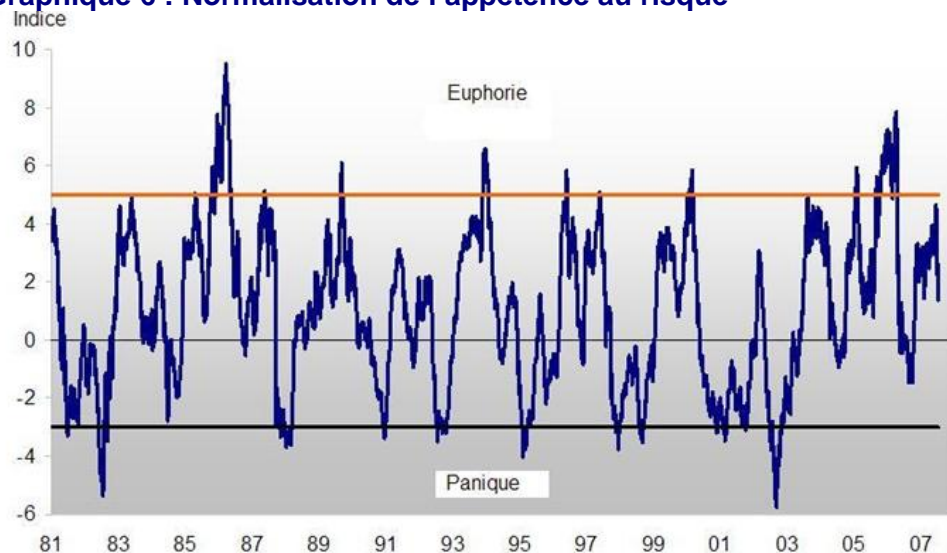


Source : Thomson Datastream

Réactions de politique monétaire

Les grandes banques centrales demeurent plutôt sereines face aux mouvements sur les marchés du crédit. Le président de la BCE, Jean-Claude Trichet, a décrit le phénomène comme un épisode de normalisation du risque – avis corroboré par l'indice Credit Suisse Risk Appetite Index (voir graphique en page 6). Cet avis semble partagé par un grand nombre de dirigeants de banques centrales. Ainsi, Mervyn King, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, s'est réjoui de la majoration des spreads de crédit, signe d'une « appréciation plus réaliste des risques », avant d'ajouter qu'il n'incombait pas aux banques centrales de « protéger des prêteurs imprudents des conséquences de leurs décisions ».

Graphique 6 : Normalisation de l'appétence au risque



Source : Crédit Suisse

Dans sa déclaration du 7 août, le FOMC prenait acte des récents accès de volatilité des marchés et d'une certaine augmentation des risques de baisse, mais maintenait sa prévision d'expansion modérée de l'économie pour les trimestres à venir. Cette déclaration a quelque peu surpris les observateurs par sa fermeté, soulignant une fois de plus que l'inflation reste le souci premier dans la détermination de la politique monétaire. D'un autre côté, il est rassurant que la Fed n'ait noté aucun danger d'apparition d'un risque de type systémique dans le secteur bancaire.

Toutefois, suite à la décision de la Fed de baisser son taux d'escompte le 17 août dernier, nous avons modifié nos prévisions de taux directeurs. Nous prévoyons désormais deux baisses des taux de 0,25% des Fed funds lors des réunions du 18 septembre et du 31 octobre, ce qui ramènera le principal taux directeur américain à 4,75%. Face à ce panorama, nous ne prévoyons plus que la Banque d'Angleterre et la BCE remontent leurs taux directeurs et nous prévoyons donc qu'ils seront maintenus à 5,75% et 4% respectivement. Les taux directeurs devraient néanmoins être relevés au Japon, mais la hausse de 0,25% devrait être reportée à octobre.

Au cours du mois d'août, la situation des marchés financiers s'est en effet détériorée, le resserrement des conditions de crédit et l'augmentation de l'incertitude posant un risque accru de ralentissement économique. Dans ces circonstances, et en dépit d'indicateurs tendant à montrer que l'activité économique continue à se maintenir à un rythme modéré aux Etats-Unis, le FOMC a estimé que les risques de ralentissement de la croissance avaient augmenté de manière significative. Le comité suit de très près la situation et se déclare désormais prêt à agir si nécessaire pour limiter les impacts négatifs sur l'économie américaine d'une éventuelle dislocation des marchés financiers.

Conclusion

Notre analyse nous conduit à conclure que les événements qui viennent de frapper les marchés du crédit sont propres aux marchés financiers et ne constituent pas un événement de portée réellement macroéconomique. Ils vont précipiter un ajustement sur le marché américain du logement, mais il semble peu vraisemblable que le durcissement des conditions d'accès au crédit soit suffisant pour entraîner une dérive de l'économie.

Cela dit, ces événements indiquent en effet que nous abordons désormais un stade plus avancé et plus volatil du cycle conjoncturel. C'est la résultante du durcissement de la politique monétaire depuis son niveau extrêmement accommodant observé en 2003 jusqu'à ce jour. Les dégâts causés par les liquidations massives de portefeuilles de crédit vont apparaître graduellement, au fur et à mesure que les fonds liquideront leurs opérations et adapteront leurs stratégies à la situation de marché. Très vraisemblablement, la volatilité restera élevée.

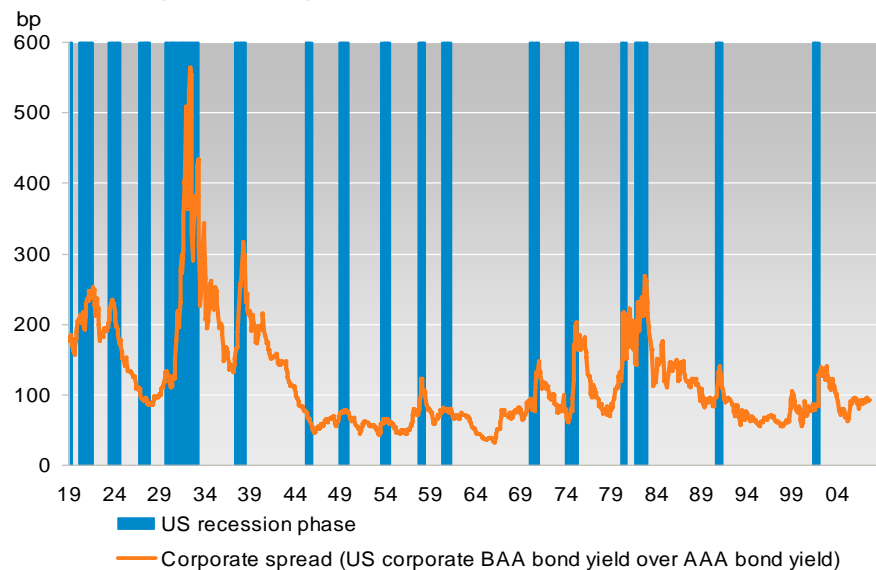
Les banques centrales hésitent à laisser des événements de marché guider leur politique monétaire. Nous maintenons notre prévision d'une nouvelle hausse des taux en zone euro et au Royaume-Uni, et de maintien des taux aux États-Unis. Une certaine prudence s'impose toutefois, car il n'est pas exclu que les autorités monétaires soient finalement contraintes de pratiquer une politique plus accommodante si les marchés financiers ne se stabilisent pas.

Dossier : L'état des taux ?

De tous temps, les marchés du crédit ont prouvé qu'ils étaient un indicateur avancé insatisfaisant de la conjoncture économique future. Le graphique 7 présente l'écart de taux entre obligations en dollars à 10 ans notées BAA et obligations notées AAA. Dans le meilleur des cas, l'évolution des spreads de crédit est contemporaine des récessions ; en général, elle intervient a posteriori. Au cours de la Grande dépression, les spreads de crédit ont culminé en juillet 1932, bien longtemps après le déclin initial des cours boursiers et après le début officiel de la récession, déterminé par le NBER. Les spreads de crédit ont également culminé vers la fin des deux récessions enregistrées au cours des années 1970. Quant à la décennie actuelle, la majorité des mouvements de renforcement des écarts sont intervenus fin 2001 jusqu'en 2002, juste au moment où des indicateurs avancés, eux, annonçaient déjà un rétablissement de la situation macroéconomique.

Les spreads de crédit, indicateur a posteriori

Graphique 7 : Conditions sur le marché du crédit et récessions aux États-Unis (1919-2007)



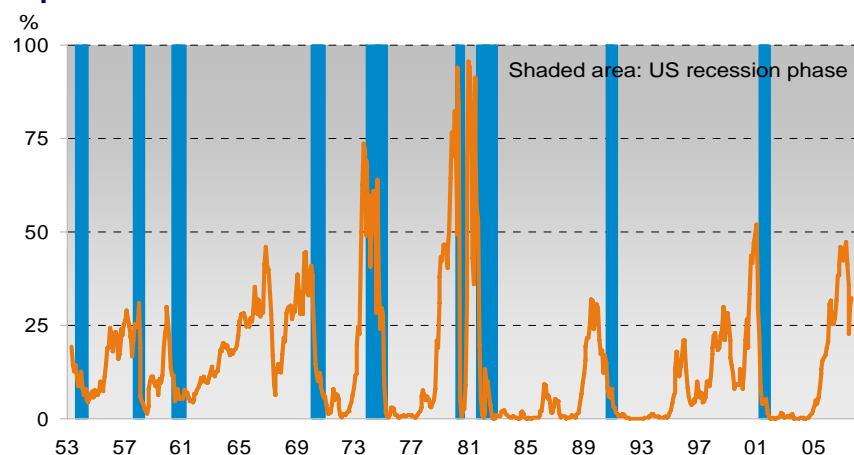
Source : US Federal Reserve, National Bureau of Economic Research (NBER)

Bref, il apparaît que les mouvements dans les spreads de crédit découlent des taux de défaillance, eux-mêmes en aval de l'activité économique. Les propriétés prospectives des écarts de taux d'intérêt ont été étudiées en détail, en 1990, par un économiste encore peu connu de l'université de Princeton... qui s'appelait Ben Bernanke. Il arrivait à la conclusion suivante : les spreads de crédit constituent à long terme de piètres indicateurs prédictifs de la croissance économique réelle et de l'inflation, comme le montre le graphique 7. Nous avons donc quelques bonnes raisons d'entretenir une certaine confiance sur les perspectives économiques.

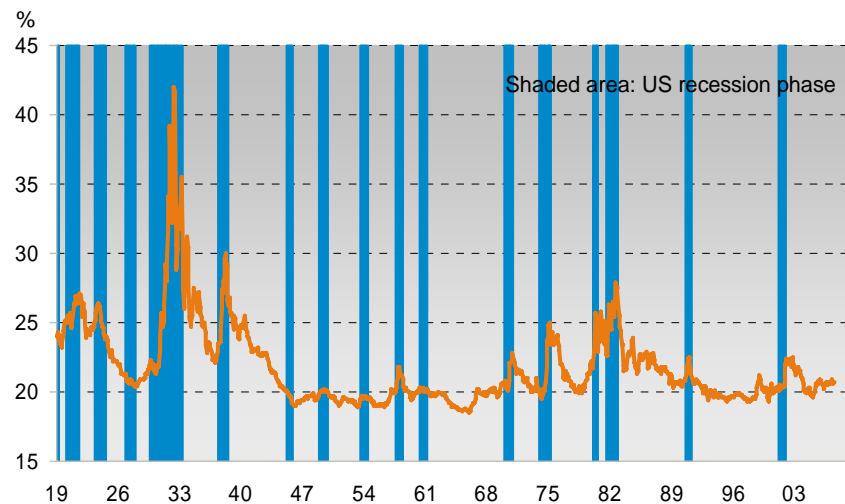
Ben Bernanke avait toutefois conclu à l'existence d'une certaine capacité prédictive pour l'écart de taux entre les billets de trésorerie (*commercial paper*) et les bons du Trésor américain à court terme. Selon lui, à certains moments, cet écart a constitué un bon indicateur de la situation monétaire de l'économie. Et ce, même si à partir de 1978 (début de la « période Volcker »), les modifications de politique monétaire (et en particulier la fixation d'un taux de Fed Funds cible) a réduit la capacité prédictive de cet indicateur.

Nos propres travaux de modélisation sur la capacité prédictive des taux d'intérêt et des spreads de crédit ont abouti à la conclusion que la pente de la courbe des taux est un indicateur acceptable, quoique parfois imparfait, de l'activité économique future (graphique 8a). En revanche, la probabilité de récessions dérivée des mouvements des spreads de crédit (graphique 8b) ne présente aucune valeur d'information, ce qui confirme notre coup d'œil en diagonale sur le graphique 7 et sur les travaux publiés par M. Bernanke il y a dix-sept ans.

Graphiques 8a et 8b : probabilités d'une récession américaine dérivée de la pente de la courbe des taux américains



... et des spreads de crédit



Remarque : La courbe des taux américains est exprimée par la différence entre le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans et des bons du Trésor à 3 mois ; le spread de crédit est défini comme l'écart entre le rendement d'une obligation privée notée Baa par rapport au rendement des obligations notées Aaa.

Source : Schroders, US Federal Reserve, National Bureau of Economic Research (NBER)

Le bond qu'affichent les spreads de crédit dans l'indice iTraxx nous en dit long sur la viabilité de certains instruments de crédit structurés mis au point au cours des dernières années, mais très peu sur l'évolution future de l'activité. Par la mise en place d'injections de liquidités importantes destinées à financer certains émetteurs de billets de trésorerie et emprunteurs à court terme, les banques centrales ont efficacement brisé le cercle vicieux qui, d'une simple hausse des spreads de crédit en juillet, aurait pu dégénérer en tarissement du crédit en août. M. Bernanke lui-même a identifié ce phénomène dans ses travaux, en considérant qu'ils ont joué un rôle négatif sur les niveaux ultérieurs réels de croissance et d'inflation à plusieurs époques des décennies 60 et 70.

Point de vue économique

Synthèse des prévisions

I. Synthèse des prévisions

PIB réel

var, annuelle (en %)	Pondér. (%)	2005	2006	2007	Consensus	2008	Consensus
États-Unis	32,7	3,2	3,3	2,2	2,1	3,2	2,8
Royaume-Uni	5,9	1,8	2,7	2,6	2,8	2,1	2,2
Zone euro	26,6	1,5	2,7	2,4	2,7	2,2	2,3
Japon	13,0	2,4	2,2	2,4	2,5	2,2	2,2
Australie	1,6	2,8	2,7	3,3	3,9	3,5	3,5
OCDE	79,8	2,4	2,9	2,4	2,5	2,6	2,5
Marchés émergents*	20,2	6,5	7,1	6,5	6,7	6,9	6,4
Monde	100,0	3,2	3,8	3,2	3,3	3,5	3,3

Inflation IPC

var, annuelle (en %)	Pondér. (%)	2005	2006	2007	Consensus	2008	Consensus
États-Unis	32,7	3,4	3,2	2,3	2,7	2,5	2,4
Royaume-Uni	5,9	1,9	2,3	2,5	2,4	2,0	2,0
Zone euro	26,6	2,2	2,1	1,8	2,0	2,1	2,0
Japon	13,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,5	0,5
Australie	1,6	2,7	3,5	2,1	2,1	2,6	2,7
OCDE	79,8	2,3	2,3	1,8	2,0	2,0	1,9
Marchés émergents*	20,2	4,6	4,5	4,0	4,5	4,2	4,4
Monde	100,0	2,8	2,7	2,2	2,5	2,4	2,4

** **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 2005)

Taux d'intérêt

%	Pondér. (%)	Déc. 2005	Déc. 2006	Déc. 2007	Marché	Déc. 2008	Marché
États-Unis	32,7	4,25	5,25	4,75	4,91	5,00	4,70
Royaume-Uni	5,9	4,50	5,00	5,75	6,23	5,25	5,94
Zone euro	26,6	2,25	3,50	4,00	4,41	4,00	4,20
Japon	13,0	0,10	0,25	0,75	0,89	1,75	1,11
OCDE	78,2	2,90	3,81	3,91	4,17	4,14	4,03

Marché des forward futures strip au 27/08/2007

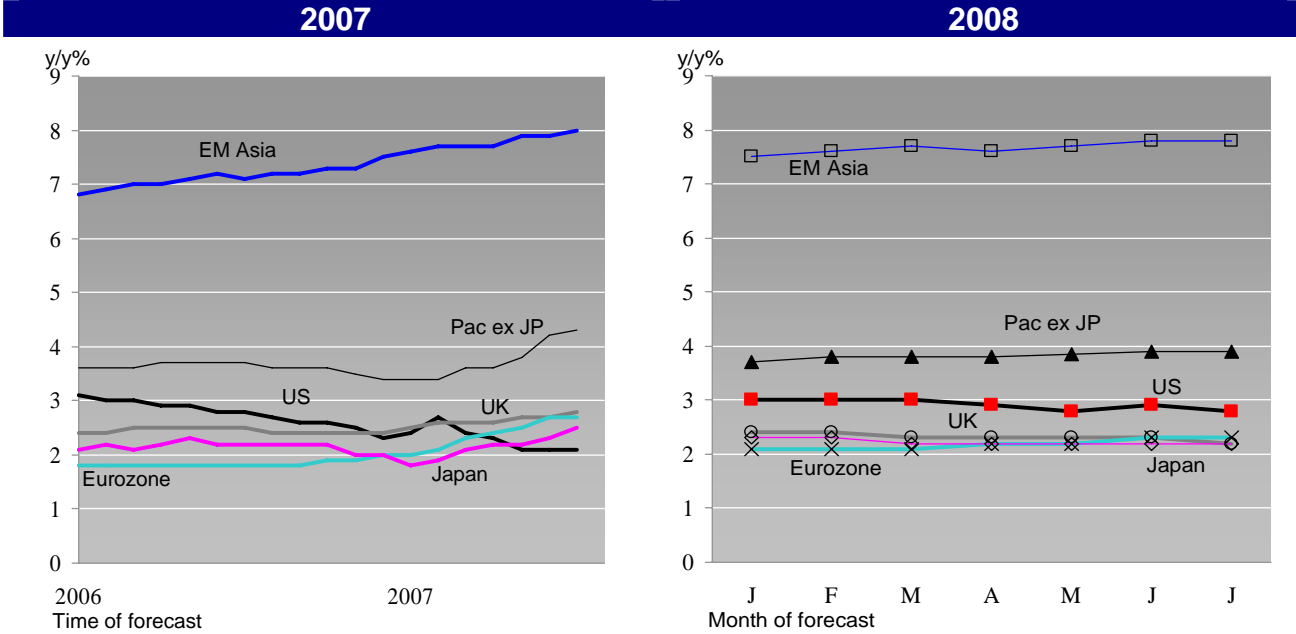
Source : Schroders, Thomson Datastream, IMF, Consensus Economics (Juillet)

Point de vue économique

Synthèse des prévisions

II. Synthèse des prévisions actualisées

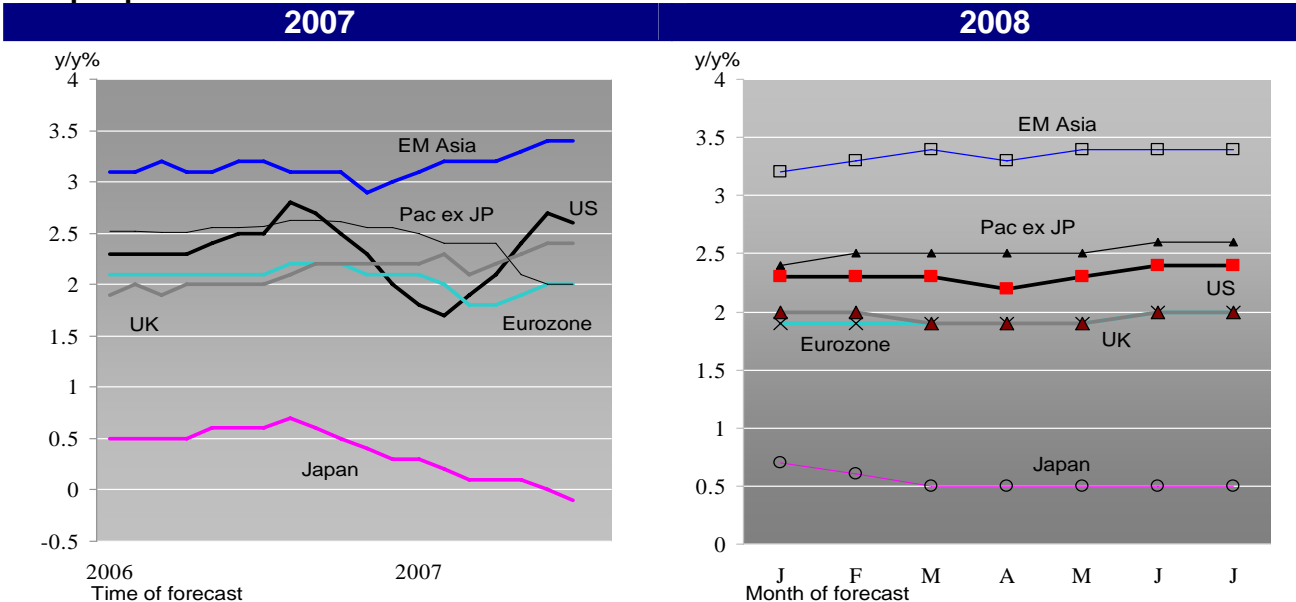
Graphique 1 : Croissance du PIB



Région Pacifique hors Japon : Australie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Singapour
 Asie émergente : Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande

Source: Consensus Economics (Juillet), Schroders
 Pondérations PIB 2005

Graphique 2 : Inflation



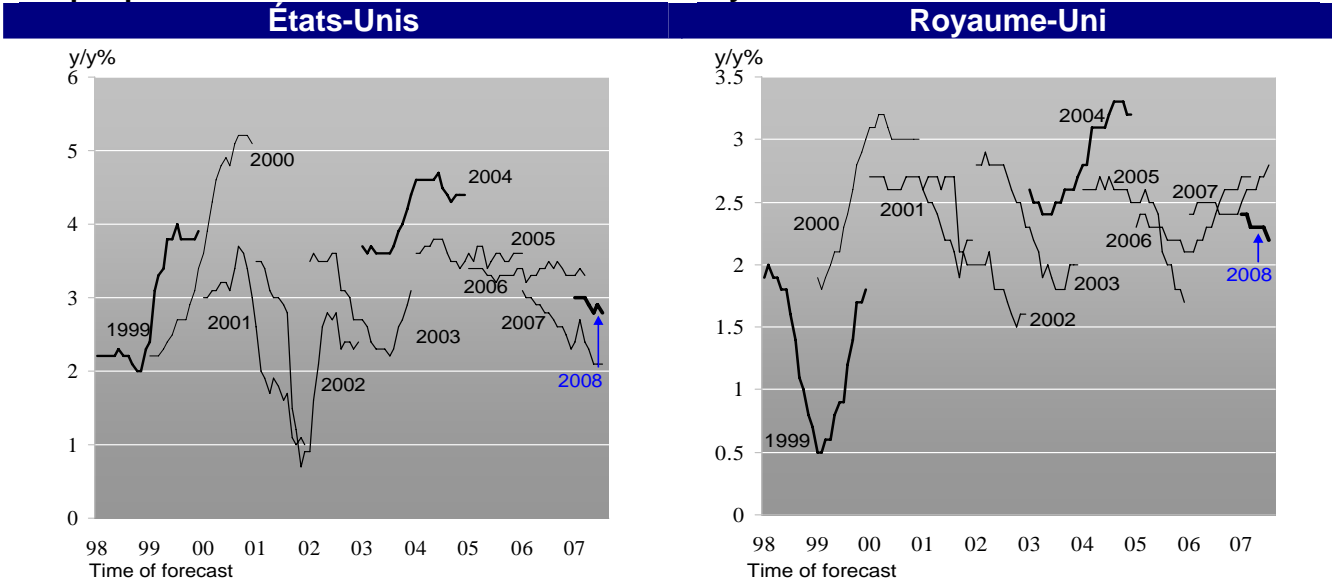
Région Pacifique hors Japon : Australie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Singapour
 Asie émergente : Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande

Source: Consensus Economics (Juillet), Schroders
 Pondérations PIB 2005

Point de vue économique

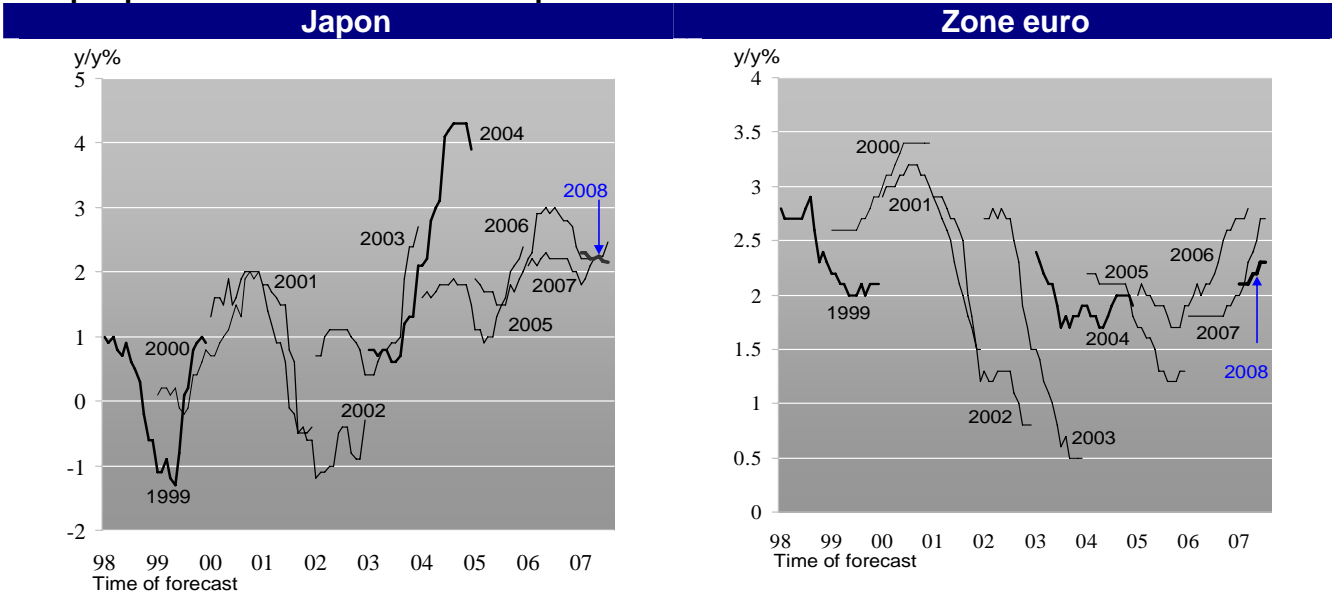
Synthèse des prévisions

Graphique 3 : Croissance du PIB - États-Unis et Royaume-Uni



Source: Consensus Economics (Juillet), Schroders

Graphique 4 : Croissance du PIB - Japon et zone Euro



Source: Consensus Economics (Juillet), Schroders

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.