

Schroders

2008 – Notre « boule de cristal »

Par Alan Brown,
Directeur de l'investissement du Groupe

Introduction : Simples jouets du destin !

« Les prévisions sont toujours difficiles, surtout lorsqu'elles concernent l'avenir. »

–Niels Bohr, Prix Nobel de physique

« Découper des volailles pour connaître l'avenir s'apparente, si cet acte est effectué honnêtement et avec le moins d'interprétation possible, à une sorte de « randomisation ». Mais les entrailles de poulets sont difficiles à lire et inspirent des idées folles ou corrompues. »

–Ian Hacking, L'émergence de la probabilité

Regarder dans une boule de cristal est une occupation pour le moins aventureuse dans le meilleur des cas.

Cette année, après la crise du crédit, la lecture de l'avenir semble être une mission particulièrement périlleuse.

Voici un extrait de nos prévisions de décembre 2006 :

« Notre scénario central est celui d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine et un rééquilibrage de la croissance mondiale. Nous nous appuyons sur les hypothèses suivantes :

- Le ralentissement du marché américain du logement devrait avoir un impact limité sur la consommation et les taux d'épargne.
- L'Europe et le Japon devraient voir dans une certaine mesure leurs économies se décorréliser des États-Unis.
- Et les tensions inflationnistes devraient continuer à faiblir.

Si nous nous trompons, ce sera au niveau de l'impact, qui pourrait être plus important, du tassement du marché immobilier. Si tel est le cas, le risque d'une brève récession aux États-Unis en 2007 ne peut être écarté, ainsi qu'éventuellement dans d'autres régions du monde. »

Certes, nous avons mis le doigt sur les bons sujets, et compte tenu de l'effondrement du secteur immobilier américain à l'heure où nous écrivons, les problèmes d'aujourd'hui semblent être ceux que l'on avait soulevés hier. Toutefois, suite à la crise du crédit du mois d'août, le contexte est très différent et les conséquences potentielles encore plus incertaines.

C'est pourquoi notre « boule de cristal » de cette fin d'année 2007 se penchera donc tout d'abord sur les circonstances et les raisons exactes de la crise des marchés interbancaires du mois d'août. Nous examinerons ensuite une nouvelle fois notre scénario central pour les marchés internationaux en 2008 et ses alternatives. Si notre scénario de base n'est pas très différent de celui de l'année dernière, le scénario alternatif se révèle pour sa part beaucoup plus douloureux. Compte tenu du contexte sans précédent, il est particulièrement délicat de choisir l'un d'entre eux. Il n'existe pas d'équivalent moderne de la crise subie par les marchés de crédit au mois d'août, pouvant

Schroders

2008 – Notre « boule de cristal »

nous aider en termes de perspectives. Incertitudes considérables et hypothèses tributaires de leurs conséquences forment un cocktail bien explosif !

La crise du marché sub-prime et le resserrement du crédit en août

Les problèmes des crédits hypothécaires à risque (subprime) aux États-Unis ont commencé à se manifester au premier trimestre. Que s'est-il passé ensuite pour entraîner la paralysie du marché interbancaire en août, et comment un problème relativement gérable de 100 milliards de dollars lié aux crédits subprime (basé sur un taux de défaillance de 20 %, avec une sévérité de 50 % sur 1000 milliards de dollars de crédit subprime émis en 2005-2006) a-t-elle pu mettre au tapis les marchés monétaires ? Le principal catalyseur a probablement été les conditions de prêt irresponsables fixées par les émetteurs des crédits, qui les ont ensuite titrisés pour s'empresser de transférer la dette à d'autres. Toutefois, le véritable problème est ailleurs.

Les problèmes des crédits subprime se sont étendus au marché sensiblement plus large des Asset-Backed Commercial Paper (1200 milliards de dollars début août) et à un ensemble complexe de véhicules d'investissement dérivés. En raison de l'absence d'acheteurs de nouvelles émissions de billets de trésorerie à l'approche de l'arrivée à maturité des papiers émis précédemment, les émetteurs ont dû tirer sur leurs lignes de crédit de back up auprès de leurs banques. Au total, nous estimons à plus de 500 milliards de dollars les « actifs » que les banques ont ainsi dû intégrer à leurs bilans, et qu'elles auraient préféré ne pas détenir. Les établissements bancaires ont par conséquent dû dégager des liquidités pour répondre aux appels d'urgence des émetteurs de billets de trésorerie et ont provoqué l'assèchement du marché interbancaire. (pour une description plus complète, voir addendum.)

Principale inconnue de nos scénarios central et alternatif, les marchés du crédit vont-ils opérer un retour à la normale, afin que l'activité de prêt puisse reprendre ? Si les banques centrales voient leurs efforts freinés par un manque de confiance permanent, les stabilisateurs habituels seront inefficaces. Il s'agit là de l'issue la plus défavorable de la crise, qui pourrait plonger le monde dans une longue période de récession, de déflation et de pertes sur les marchés du crédit. Une sorte de « crise à la japonaise » poussée à l'extrême et à l'échelle mondiale, qui, une fois en marche, pourrait durer de nombreuses années.

Scénario du verre à moitié plein

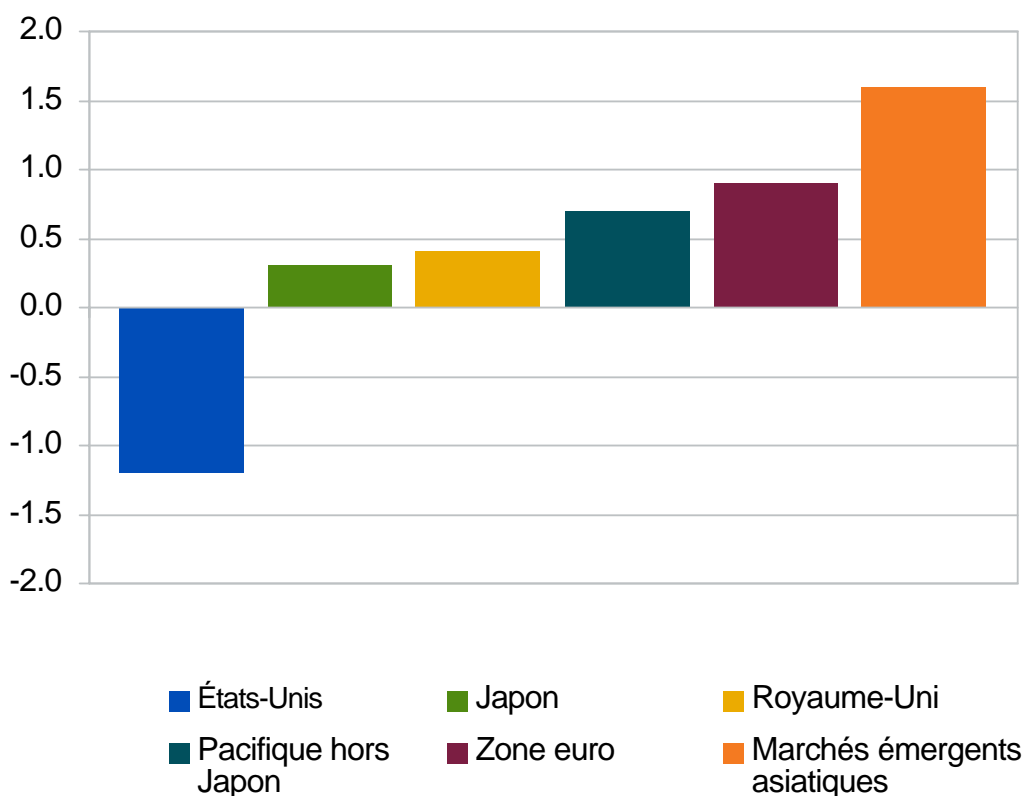
Pour rétablir les conditions habituelles sur les marchés, il est nécessaire que la confiance revienne et que les banques soient de nouveau disposées à se prêter les unes aux autres et aux clients solvables. Dans le cadre de ce processus, les banques centrales doivent se tenir prêtes à fournir de la liquidité et à assouplir leurs politiques monétaires. A l'heure où nous écrivons ces lignes, plusieurs signes laissent présager un retour progressif à la normale. Les spreads des swaps sur le LIBOR au jour le jour en dollar, euro et livre par rapport aux taux de base se sont rétrécis, passant de près de 110 points de base à environ 60, ce qui reste toutefois nettement supérieur aux niveaux habituels, proches de 10 pb. Parallèlement, le marché des billets de trésorerie adossés à des actifs a subi d'importants dégagements (au moment de la rédaction de cet article, les encours libellés en dollar américain avaient perdu près de 275 milliards de dollars de leur valeur par rapport à leur dernier pic).

Schroders 2008 – Notre « boule de cristal »

Même s'il est certain que les perturbations des marchés financiers et l'extrême faiblesse du secteur du logement finiront par affecter la croissance économique, il existe plusieurs facteurs d'amortissement importants :

- Les banques affichent des bilans solides, quoi que désormais sous pression compte tenu du nombre croissant d'actifs qu'elles ne souhaitent pas y intégrer.
- Les entreprises américaines affichent dans leur ensemble un excès de liquidités. Il s'agit d'une situation historiquement inhabituelle, ce qui signifie que le secteur des entreprises est fournisseur et non consommateur de liquidité.
- Les producteurs de pétrole et les fonds souverains sont toujours les principaux fournisseurs de liquidité.
- Si l'endettement des ménages a atteint de nouveaux plus hauts aux États-Unis, la valeur du patrimoine des ménages a augmenté encore plus rapidement.
- L'Asie et l'Europe sont tous deux parvenus à une certaine forme de découplage par rapport à l'économie américaine et affichent désormais une dynamique positive qui leur est propre. Si on adopte un horizon un peu plus long, seules les perspectives d'évolution de la croissance américaine sont orientées à la baisse. Et si l'on observe l'évolution depuis début 2006 des prévisions de consensus pour la croissance en 2007, toutes les zones à l'exception des États-Unis ont bénéficié de révisions positives.

Évolution des prévisions de croissance du PIB de janvier 2006 à aujourd'hui



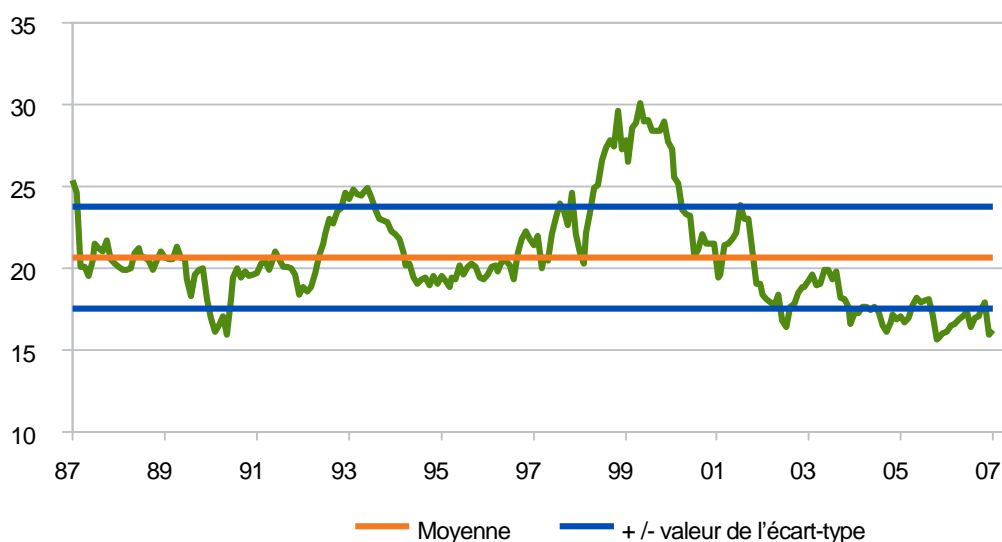
Source: Consensus économiques, Schroders

Schroders 2008 – Notre « boule de cristal »

Quelle conséquence pour les marchés ? S'il semble exister suffisamment de facteurs de compensation pour contrer la crise de l'immobilier et du crédit et éviter un effondrement des marchés financiers, il reste que les périodes de ralentissement de la croissance économique – faisant suite à une période de croissance prolongée – sont généralement à l'origine des situations difficiles pour les marchés d'actions, qui peinent à offrir des performances supérieures à celles des marchés monétaires.

Cette fois-ci, pourtant, les marchés d'actions ont déjà anticipé un tassement de la croissance des résultats et affichent des valorisations historiquement raisonnables.

Ratio cours/bénéfices actuel de l'indice MSCI World (par rapport aux moyennes historiques sur 20 ans)



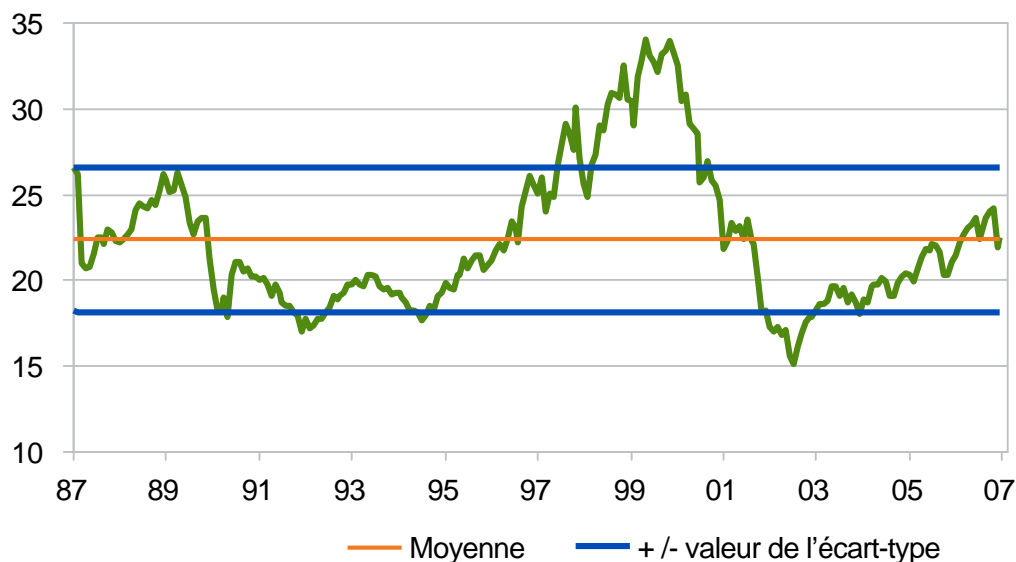
Source: Thomson Datastream, Schroders

Il est juste de dire que les résultats sont aujourd'hui nettement supérieurs aux moyennes à long terme. Toutefois, même si l'on observe les niveaux des valorisations, les marchés ne semblent pas surévalués.

Schroders

2008 – Notre « boule de cristal »

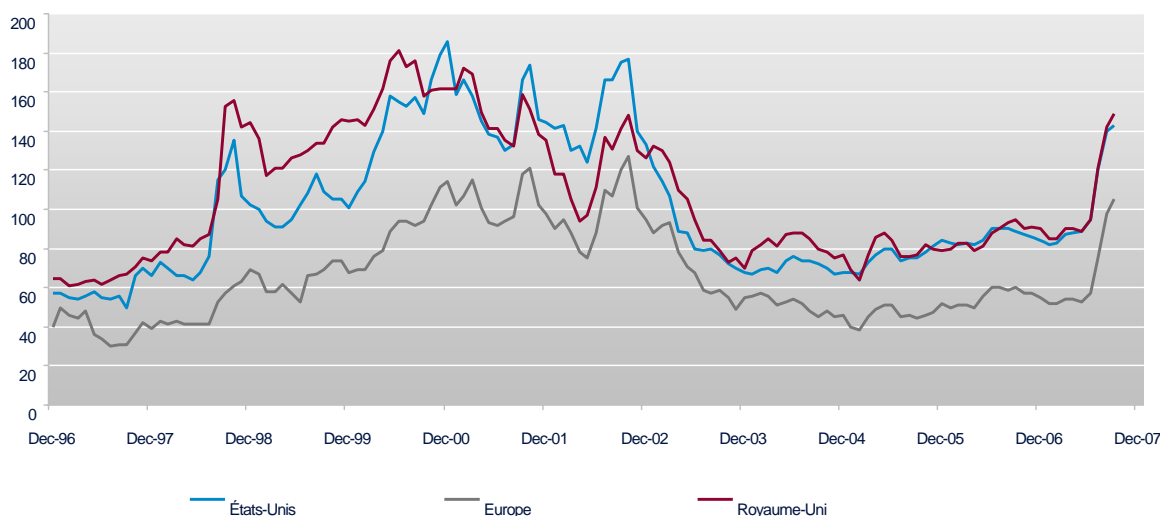
Ratio cours/bénéfices tendanciel de l'indice MSCI World (par rapport aux moyennes historiques sur 20 ans)



Source: Thomson Datastream, Schroders

Compte tenu de notre scénario, les marchés d'actions bénéficient en réalité de perspectives relativement positives. En admettant que la croissance américaine ralentisse à environ 2 % en 2008, les niveaux de valorisation restent attractifs. Les conditions de marché sont très différentes de celles de 1999-2000. La dissipation des inquiétudes provoquée par le retour à la normale des marchés financiers devrait entraîner une ré-appréciation des multiples de capitalisation. Par ailleurs, les marchés d'actions ne seront pas les seuls à offrir des opportunités d'investissement : les marchés de crédit devraient également générer des rendements très intéressants. Les spreads des titres notés A se sont élargis de quelque 60 points de base à 140 pb. Si les spreads repassent à 100 points de base dans un délai de trois ans, le crédit offrira un rendement similaire à celui des actions.

Spread à 10 ans des obligations d'entreprises notées A



Source: Merrill Lynch

Schroders

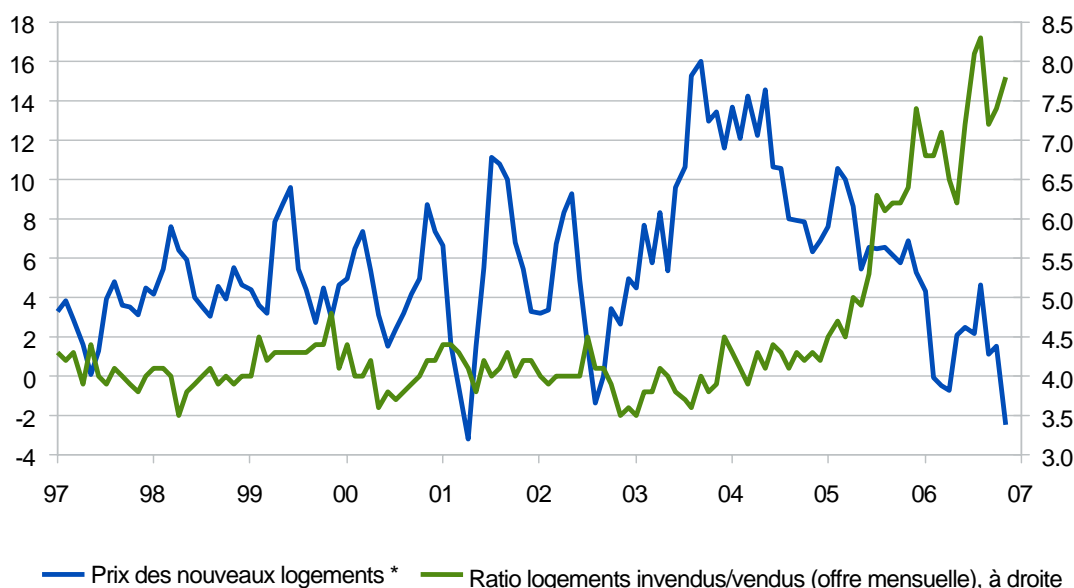
2008 – Notre « boule de cristal »

Il existe toutefois un scénario alternatif beaucoup moins réconfortant.

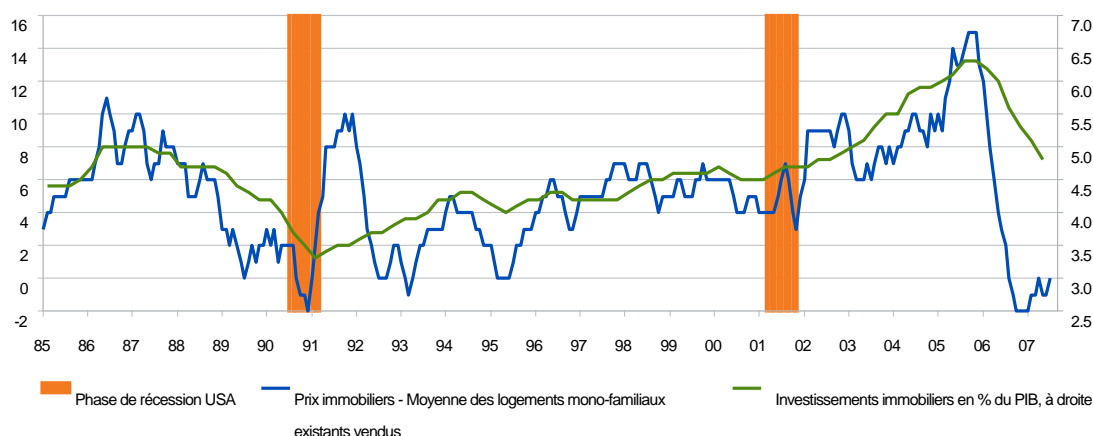
Scénario du verre vide

Ce scénario part du principe que nous sommes déjà dans - ou que nous nous dirigeons vers - une phase de récession déclenchée par la crise financière de cet été et par l'extrême faiblesse du marché du logement américain. Il est important de souligner que dans cette hypothèse, le risque d'inefficacité des politiques monétaires est réel (comme cela a été le cas pendant la récente période de déflation au Japon).

Il ne fait pas de doute que le secteur du logement aux États-Unis est dans une situation très critique et qu'il devrait continuer à se détériorer.



Le ratio des logements invendus par rapport aux logements vendus s'est accru. Les dernières statistiques font état d'une offre équivalente à dix mois de demande, un chiffre sans précédent depuis les années 80.



Source: Thomson Datastream to 15/06/07

Compte tenu de la faiblesse des prix immobiliers, une poursuite de la décélération du secteur paraît presque inévitable.

Cette situation pourrait ainsi aboutir à un scénario catastrophe, dans lequel :

Schroders 2008 – Notre « boule de cristal »

- Le secteur immobilier continue à freiner la croissance économique.
- La faiblesse des prix immobiliers et la crise financière pèsent sur le moral des ménages.
- Les consommateurs commencent à afficher une certaine frilosité : hausse des taux d'épargne et ralentissement des ventes de détail.
- Les créations d'emplois diminuent.
- Le système financier ne reprend pas confiance malgré les nouvelles interventions des Banques centrales et les réductions de taux d'intérêt.
- La réduction de l'effet de levier se poursuit sur les marchés obligataires. L'activité de crédit s'interrompt. La pyramide du crédit s'effondre.
- La panique s'étend aux marchés d'actions et affecte davantage le moral des ménages.
- La spirale baissière se poursuit.

Une telle situation constituerait une sorte d'assainissement douloureux du système réclamé depuis longtemps par certains. Pour la première fois depuis la seconde guerre mondiale, les niveaux d'endettement se réduiraient au fil des cycles économiques, et non l'inverse.

Notre opinion

Le secteur du logement va peser de manière importante sur la croissance économique, de même que la crise financière de cet été. Toutefois, nous pensons qu'il existe suffisamment de facteurs de compensation pour éviter une récession. Un taux de croissance inférieur à la moyenne principalement aux États-Unis et au Royaume-Uni et le retour à des conditions normales sur les marchés financiers devraient avoir un impact positif sur les marchés d'actions et sur le crédit. Et tout porte à croire que les marchés seront par ailleurs soutenus par de nouvelles baisses des taux d'intérêt, non seulement aux États-Unis, mais probablement également au Royaume-Uni et en Europe au début de l'année prochaine.

S'agissant des marchés des changes, il est vraisemblable que le dollar américain reste faible, dans la mesure où les États-Unis connaissent leur ralentissement le plus important et la baisse la plus soudaine de leurs taux d'intérêt. Nous ne serions pas surpris d'arriver à une parité de 1,50 dollar pour 1 euro, n'en déplaise à la France. Toutefois, à 1,50, le dollar serait autant sous-évalué que ne l'était l'euro en octobre 2000, lorsqu'il avait atteint 0,83 dollar. Il est plus probable que la baisse du dollar se limite aux monnaies asiatiques, qui possèdent encore une marge d'appréciation importante.

Quoi qu'il en soit, nous devons reconnaître que nous nous trouvons pour l'instant en terrain inconnu. Toute erreur dans la politique monétaire des Banques centrales ou réaction plus négative que prévu de la part des consommateurs pourrait nous entraîner sur le chemin de la récession.

Si tel devait être le cas, nous pensons que la récession serait brutale et de courte durée (deux trimestres) et ne s'apparenterait pas au scénario apocalyptique décrit ci-dessus. C'est en partie le découplage sain des économies européennes et asiatiques par rapport aux États-Unis qui nous laisse à penser que l'économie mondiale devrait se révéler suffisamment résistante. Certes, aucun pays ne pourra se prétendre épargné par l'évolution du paysage économique aux États-Unis, mais ces derniers ne battent plus la mesure de l'économie mondiale. Nous préférons ne pas parier sur le pire, attendre la saison des vacances et tablez sur une année 2008 rentable.

Schroders 2008 – Notre « boule de cristal »

Addendum – Informations complémentaires sur la crise des crédits subprime et le resserrement du crédit en août

Qu'y a-t-il derrière le marché des Asset-Backed Commercial Papers ? Nous entrons dans le monde des conduits (véhicules d'investissement émis et gérés par des banques) et des SIV (véhicules d'investissement structurés, lancés par des banques et gérés par des fonds alternatifs). En fait, nous devons nous pencher sur un ensemble d'instruments aux noms acronymiques variés, depuis les CDO (Collateralised Debt Obligations - titres adossés à des dettes et des obligations) en passant par les MTN (Medium Term Notes - bons à moyen terme négociables), les conduits, les SIV et autres SIV-lites. La plupart de ces instruments utilisent l'effet de levier et des structures de rehaussement de crédit, certains bénéficient d'un financement à moyen terme (par exemple, les MTN) et d'autres d'un financement important à court terme sur le marché des billets de trésorerie (SIV, conduits). Les SIV/conduits créent de la valeur en empruntant à court terme et en prêtant à long terme et en exploitant le spread de crédit. Lorsque le spread de crédit se resserre, la rentabilité de l'instrument baisse. Lorsqu'un financement par papier commercial ne peut être renouvelé, alors soit le SIV/conduit devient vendeur d'actifs et se retrouve en difficulté en raison de la réduction de son effet de levier, soit il doit utiliser des lignes de crédit d'urgence. Souvent, le collatéral sous-jacent est de bonne qualité, rémunérateur, et n'a rien à voir avec les titres subprime. Les statistiques de la Réserve fédérale parlent d'elles-mêmes : fin juillet, l'encours des ABCP libellés en dollars s'élevait à 1174 milliards de dollars, contre 980 milliards de dollars à la fin août. Les autres formes de ABCP avaient quant à eux perdu 65 milliards de dollars de leur valeur. Fin septembre, l'encours des ABCP avait baissé de presque 250 milliards de dollars et continuait à chuter au moment où nous écrivons, pendant la troisième semaine d'octobre.

Mais quand la confiance disparaît, la qualité du collatéral ne suffit plus. Alors que les banques détenaient déjà des quantités de titres issus d'activités de fusions et acquisitions et LBO et qu'elles souhaitaient sortir de leurs bilans, elles ont dû faire face à des demandes de liquidité liées à la paralysie du marché des ABCP. Confrontées à tant d'incertitudes et ne connaissant pas l'exposition de leurs homologues aux titres financiers les plus risqués, les banques ont cessé de s'accorder des prêts les unes aux autres. Le système était alors comparable à un chapelet de saucisses dont seules quelques unes étaient porteuses de salmonellose. Personne ne sachant distinguer le bon grain de l'ivraie, la confiance a totalement disparu. La paralysie du marché interbancaire s'est immédiatement remarquée, entraînant un élargissement brutal des spreads entre le Libor et les taux de base. Sans surprise, la plupart des banques centrales se sont empressées d'injecter des liquidités, réponse classique prônée dès le 19^e siècle par l'homme d'affaires et journaliste britannique Walter Bagehot. Lorsqu'elles sont confrontées à une crise de liquidité (et non de solvabilité), les banques centrales doivent jouer activement le rôle de prêteur de dernier ressort. C'est exactement ce qu'elles ont fait, bien que la Banque d'Angleterre, torturée par des questions morales, y soit venue en traînant les pieds et ait été longue à fournir un financement à terme plutôt qu'un financement au jour le jour. Il faudra du temps pour évaluer en détail les conséquences à long terme de cette situation. Il est clair qu'au coeur de la crise, il était à craindre que les problèmes d'un seul établissement britannique s'étendent à l'ensemble des acteurs ! Dans un futur immédiat, les conditions d'assurance des dépôts sont réévaluées. Mais la plus importante question, à savoir si la situation va encourager le comportement irresponsable des banques ou appeler des contrôles réglementaires plus stricts sur les conditions de crédit, reste pour l'instant sans réponse.

Entre temps, tous les acteurs concernés ont enregistré des pertes évaluées au prix du marché très importantes. Compte tenu du peu d'opérations effectuées, les dépréciations ont porté sur des montants notionnels. Toute tentative de négociation au prix « déprécié » pouvait entraîner une baisse considérable de l'offre. Toutes les créances, saines et douteuses, ont perdu de la valeur, même si une grande partie de ces actifs était en réalité de qualité, comme par exemple les billets de trésorerie de General Electric.

Nous concluons cet addendum par quelques mots sur Northern Rock. Non seulement l'établissement de crédit britannique s'était rapidement développé grâce à une politique de prêts très agressive, mais il était également extrêmement dépendant du marché interbancaire pour son financement (à hauteur de 73 %). Dès le gel du marché interbancaire, Northern Rock s'est trouvé en difficulté. Au final, la disponibilité du crédit est une arme très puissante, beaucoup plus que le coût même du crédit. La situation a déclenché la première panique bancaire d'Angleterre depuis 1866.

Schroders

2008 – Notre « boule de cristal »

Information importante :

Ce document exprime les opinions d'Alan Brown, directeur de l'investissement du Groupe, et ne représente pas nécessairement les opinions de Schroder Investment Management Limited.

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.