

Schroders

Point de vue économique

Keith Wade
Économiste en chef
et stratéliste
(44-20)7658 6296

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

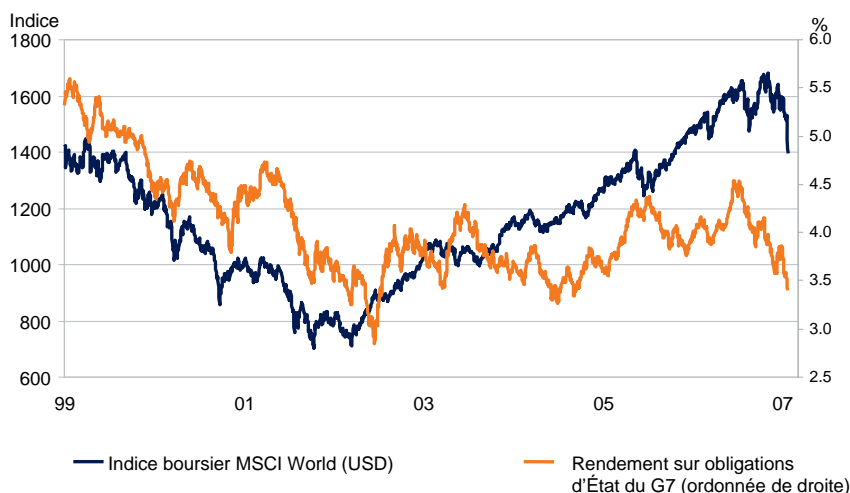
Harish Vekaria
Analyste quantitatif
(44-20)7658 2722

Perspectives mondiales : la menace de récession américaine se précise, assombrissant les perspectives (page 2)

- Aux États-Unis, des statistiques médiocres récemment publiées reflètent un très net ralentissement de l'économie à fin 2007 et semblent confirmer le risque de récession. Ce ralentissement dépasse désormais le cadre de l'immobilier résidentiel pour s'étendre à la consommation des ménages et des entreprises. Jusqu'ici, la croissance hors des États-Unis a semblé tenir, mais selon toute vraisemblance, l'hypothèse du « découplage » sera en partie mise en cause en 2008.
- Les marchés financiers ont désormais les yeux rivés sur les perspectives de croissance, compte tenu du repli des bourses mondiales et du rallye des obligations d'État (voir graphique). L'aversion au risque s'accroît, renforcée par la prise de conscience que le resserrement du crédit est en train de se propager à l'économie « réelle ».
- Une spirale infernale de ralentissement menace désormais : les banques restreignent le crédit, ce qui affaiblit l'économie, et accroît en retour la prudence des prêteurs puisque les actifs se déprécient et les revenus s'amenuisent. Ce cercle vicieux ne pourra s'inverser qu'après une phase d'assainissement des bilans bancaires, par la dépréciation des créances douteuses, des restructurations et une réduction des dividendes. De telles mesures, même si elles vont dans le bon sens, ne font pourtant que renforcer la défiance au stade actuel.
- La Réserve fédérale, elle aussi, tente de tempérer les effets du ralentissement économique : nous nous attendons à la voir réduire ses taux à 2,5% d'ici au mois de juin. Ces baisses des taux directeurs et l'assouplissement possible de la politique budgétaire devraient porter leurs fruits et soutenir l'activité, mais il est trop tôt pour revenir sur les classes d'actifs à risque. Selon notre analyse, nous sommes toujours dans la phase de ralentissement du cycle qui se caractérise par des performances sur les marchés d'actions inférieures à celle du marché monétaire et par des marchés boursiers particulièrement volatils.

Synthèse des prévisions (p. 5)

Alors que la menace de récession se précise, les cours des actions suivent les rendements obligataires à la baisse



Schroders

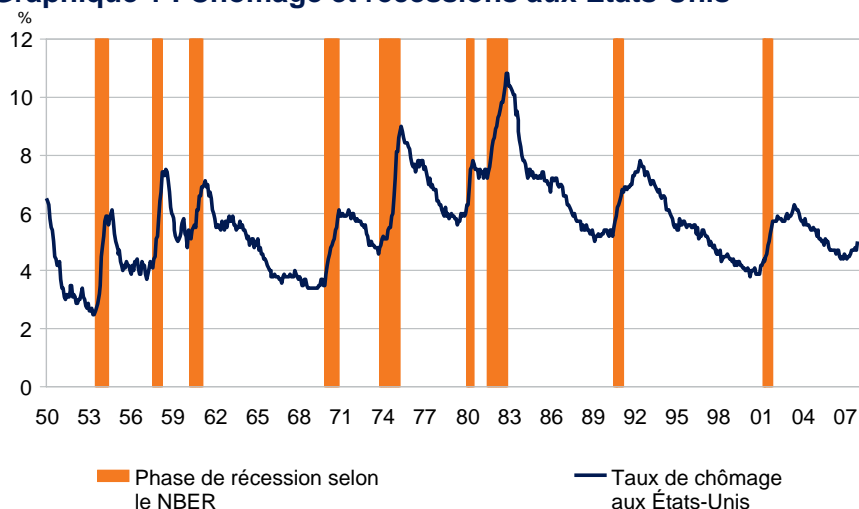
Perspectives mondiales

La menace de récession américaine se précise

Aux États-Unis, le ralentissement économique s'étend désormais aux dépenses des consommateurs et des entreprises

La situation économique américaine s'est considérablement détériorée à la fin de l'année dernière : le chômage est en nette progression, et les enquêtes de marché révèlent un recul marqué de l'activité (graphique 1). L'immobilier résidentiel reste morose : les prix baissent, les mises en chantier reculent et le marché peine à se rétablir. Entre-temps, le ralentissement semble bien s'étendre aux dépenses de consommation : les ventes de détail ont reculé en décembre. Les entreprises, elles aussi, connaissent un ralentissement : ainsi, les commandes de biens d'équipement ont reculé au cours du dernier trimestre 2007.

Graphique 1 : Chômage et récessions aux États-Unis



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

Les États-Unis sont probablement déjà en récession

La possibilité que l'économie américaine soit déjà en récession, pour la première fois depuis 2001, est très réelle, notamment depuis la publication des premières estimations de croissance du PIB au 4^{ème} trimestre 2007 (+0,6% en rythme annuel). Il ne s'agirait pas d'une récession au sens européen (deux trimestres consécutifs de contraction du PIB), mais plutôt au sens du National Bureau of Economic Research (NBER). Cet organisme, qui est l'arbitre officiel de la conjoncture, définit la récession d'après un ensemble d'indicateurs mensuels de consommation et de production. L'économie américaine pourrait encore afficher une croissance légèrement positive du PIB au premier semestre 2008. Mais pour une économie dont le taux de croissance tendanciel atteint plutôt 3%, un tel résultat est signe de récession.

Est-ce la fin du découplage ?

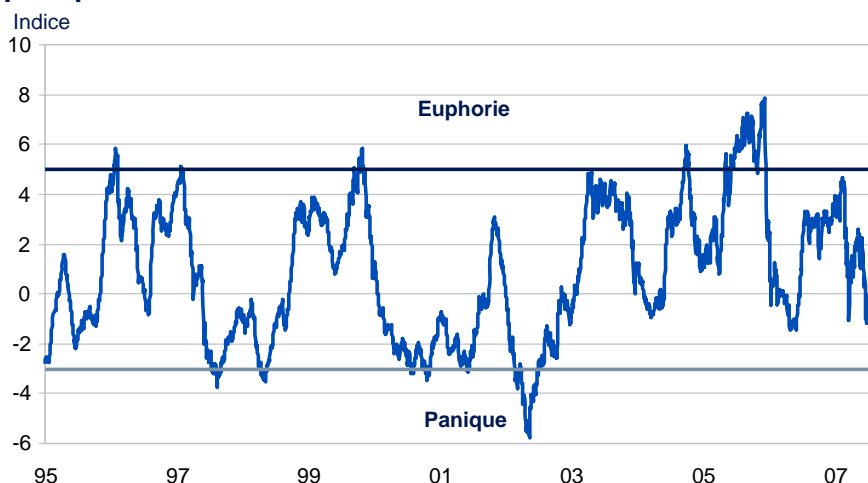
Hors des États-Unis, l'activité économique semble soutenue : les indices des enquêtes menées auprès des directeurs des achats en Europe et en Asie se maintiennent dans la zone « d'expansion » du graphique. Les analystes ont commencé à réviser à la baisse les estimations bénéficiaires des entreprises américaines et européennes pour les 12 prochains mois, mais ils continuent de réviser à la hausse celles des entreprises asiatiques et de la plupart des pays émergents. En l'occurrence, cela signifie bien que l'hypothèse du découplage reste intacte. Quelques signes annonciateurs d'un ralentissement de l'activité en Asie semblent pourtant

Les marchés sont sous l'emprise des craintes relatives à la croissance

apparaître : certaines données relatives aux exportations surprennent les observateurs. Cette constatation corrobore le net recul du Baltic Freight Index, indice des coûts d'affrètement maritime, particulièrement sensible aux échanges commerciaux mondiaux.

Entre-temps, le pessimisme a gagné les marchés comme l'illustrent le recul des bourses et la forte remontée des obligations d'État, signe d'une aversion croissante pour le risque qui commence à atteindre les niveaux de « panique » (graphique 2). Les investisseurs ont choisi de privilégier la dégradation des perspectives de croissance aux États-Unis plutôt que les phénomènes plus favorables tels que le resserrement des écarts de taux sur le marché interbancaire ou le recul du TED spread.

Graphique 2 : L'indice d'appétit pour le risque proche de la zone de panique

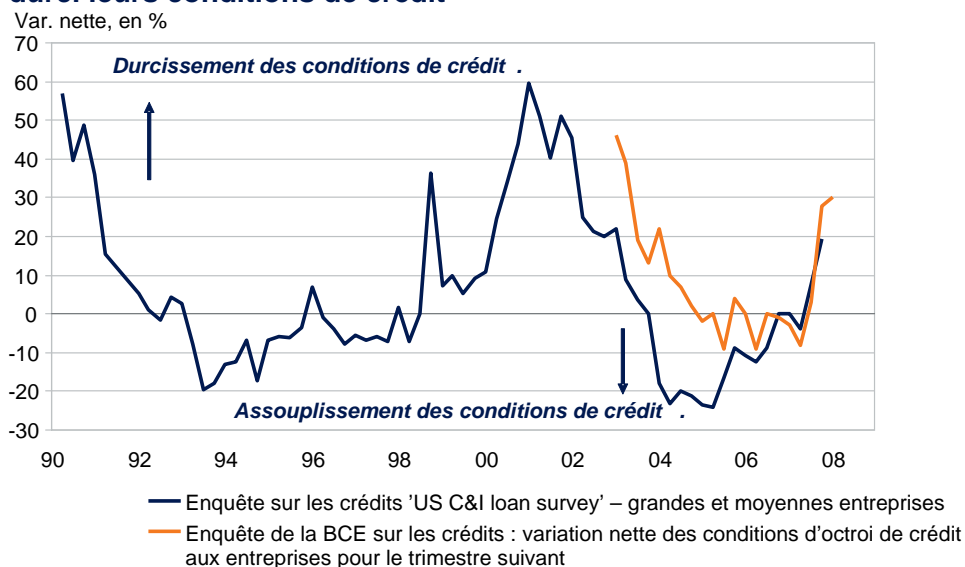


Source : Crédit Suisse

Le resserrement du crédit se propage du monde financier vers l'économie réelle

Il en ressort que le resserrement du crédit semble déjà nuire à l'économie réelle, et que les améliorations sur le marché monétaire se produisent trop tard. Déjà les prêteurs limitent l'octroi de crédit aux ménages et aux entreprises. Les banques se montrent - et se montreront - plus prudentes : les lourdes pertes encourues sur le marché du *sub-prime* poussent les acteurs du secteur bancaire à réduire la taille de leur bilan (graphique 3).

Graphique 3 : Aux États-Unis et dans la zone euro, les banques ont durci leurs conditions de crédit



Source : Thomson Datastream

Le péril de la spirale infernale

Il y a là un danger : au fur et à mesure que cette contraction des bilans fait sentir ses effets sur l'économie, la distribution de crédit se raréfie, les banques s'inquiétant de la valeur des collatéraux auxquels sont adossés leurs crédits ou de la fiabilité des flux de trésorerie destinés à les rembourser. Des prix immobiliers en recul et une reprise du chômage ne sont pas de nature à encourager les banques à prêter davantage. Par conséquent, l'on ne saurait exclure un risque de spirale infernale affectant l'activité, avec un secteur bancaire de plus en plus enclin à se replier sur lui-même.

Les 3 R

À elles seules, les pertes liées au marché sub-prime paraissent insuffisantes pour causer un effondrement de l'activité mondiale. Les banques ont d'ailleurs réussi à mobiliser des capitaux et à se recapitaliser. La saison des rapports trimestriels qui se termine a été dominée par les dépréciations d'actifs, les restructurations et les réductions de dividendes. Néanmoins, l'expérience à retenir des crises bancaires passées est l'impérative nécessité d'une action vigoureuse des banques centrales pour stimuler l'activité, même si malgré ces mesures, la reprise s'avère lente.

Les marchés anticipent un assouplissement plus marqué de la politique monétaire

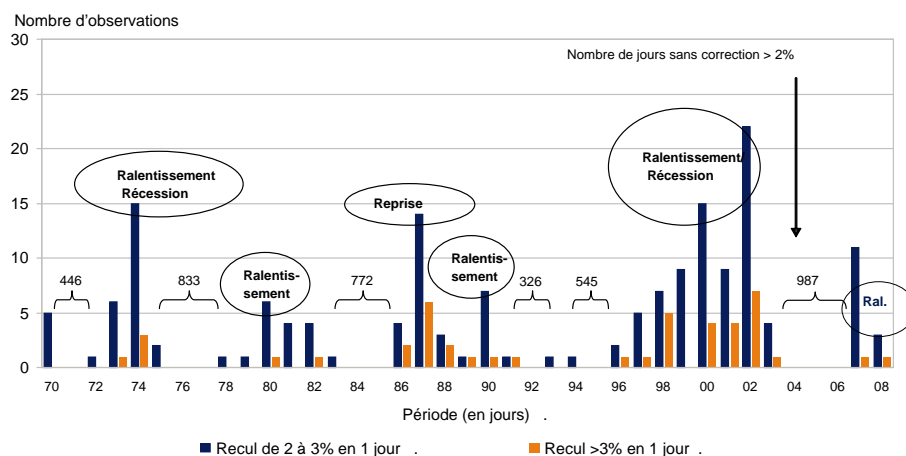
Nous avons déjà envisagé de revoir à la baisse notre prévision de croissance pour les États-Unis avant même la publication de ces données défavorables. Mais compte tenu des menaces qui pèsent sur l'économie, nous avons réduit notre prévision pour les Fed funds, que nous attendons à 2,5% au mois de juin de cette année. Le risque associé à cette prévision, est que les taux baissent davantage. Le président de la Réserve fédérale, M. Bernanke, a clairement manifesté qu'il était prêt à prendre 'toutes les mesures d'envergure qui pourraient s'avérer nécessaires pour soutenir la croissance'. Cette détermination semble avoir été confirmée par la décision récente de la Fed d'une baisse de 75 bp des taux directeurs avant même la réunion du Federal Open Market Committee (FOMC), suivie le 29 janvier d'une nouvelle baisse de 50 bp lors de la réunion du FOMC. La dégradation des perspectives aux États-Unis ne manquera pas de pousser d'autres

banques centrales à réduire leurs taux, particulièrement au Royaume-Uni (où notre prévision de taux s'établit à 4,5% en fin d'année). Elle va également peser plus encore sur le dollar.

C'est une mauvaise passe pour les actifs risqués – restez sous-pondéré

Concernant notre allocation d'actifs, nous associons désormais une probabilité de 55% à notre scénario de base (contre 60% antérieurement), 30% au scénario de « credit crunch » (contre 25% antérieurement) et 15% au scénario de stagflation (inchangé). Selon notre analyse conjoncturelle, nous sommes encore dans la phase de ralentissement du cycle : c'est pendant cette période que les actions affichent une performance inférieure au marché monétaire et que les marchés sont les plus vulnérables aux corrections (graphique 4). Nous attendons des signes montrant que l'économie sort de cette phase et que la Fed maîtrise de nouveau l'évolution de la courbe avant de réinvestir les marchés d'actions.

Graphique 4 : Fréquence des corrections de plus de 2% par jour sur les marchés



Source : Schroders

Synthèse des prévisions

I. Synthèse des prévisions

Scénario central

PIB réel

Var. annuelle (en %)	Pond. (%)	2005	2006	2007	Consensus	2008	Consensus
États-Unis	32.7	3,1	2,9	2,1	2,2	2,1	2,0
Royaume-Uni	5.9	1,8	2,8	3,1	3,1	1,8	1,8
Zone euro	26.6	1,5	2,9	2,5	2,6	1,8	1,8
Japon	13.0	1,9	2,2	1,9	1,9	1,8	1,5
Australie	1.6	2,8	2,7	4,1	3,9	3,3	3,6
OCDE	79.8	2,3	2,8	2,3	2,4	2,0	1,9
Chine	5.8	10,4	10,7	11,4	11,3	10,5	10,4
Marchés émergents*	20.2	6,5	7,1	7,2	7,2	6,9	7,0
Monde	100.0	3,1	3,6	3,3	3,4	3,0	2,9

Inflation CPI

Var. annuelle (en %)	Pond. (%)	2005,0	2006,0	2007,0	Consensus	2008,0	Consensus
États-Unis	32.7	3,4	3,2	2,9	2,9	3,1	2,8
Royaume-Uni	5.9	1,9	2,7	2,3	2,3	2,0	2,3
Zone euro	26.6	2,2	2,1	2,1	2,1	2,4	2,4
Japon	13.0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,3	0,4
Australie	1.6	2,7	3,5	2,3	2,4	2,6	3,1
OCDE	79.8	2,3	2,3	2,1	2,1	2,3	2,2
Chine	5.8	1,8	1,5	4,6	4,6	4,5	4,3
Marchés émergents*	20.2	4,6	4,5	4,9	5,3	5,0	5,0
Monde	100.0	2,8	2,8	2,6	2,7	2,9	2,8

* *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, Russie, Bulgarie

Taux d'intérêt

%	Pond. (%)	Déc. 06	Déc. 07	Déc. 08	Marché
États-Unis	32,7	32,7	32,7	2,50	2,52
Royaume-Uni	32,7	32,7	32,7	4,50	4,54
Zone euro	32,7	32,7	32,7	3,50	3,60
Japon	32,7	32,7	32,7	1,00	0,60
OCDE	32,7	32,7	32,7	2,88	2,82

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

21/01/2008

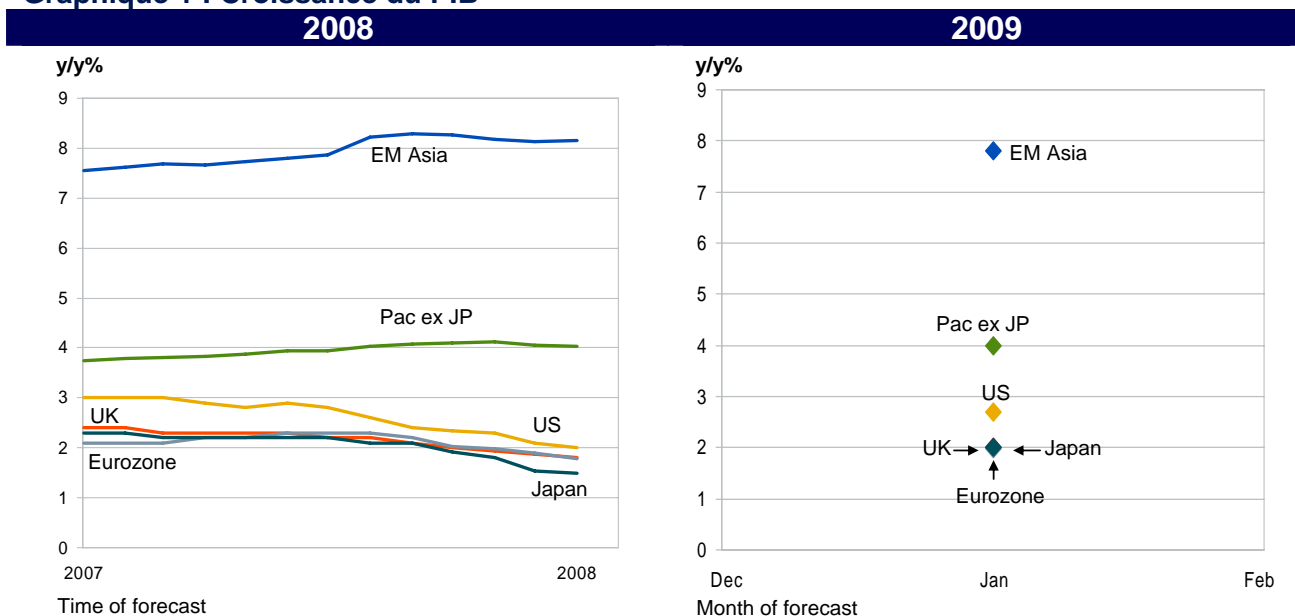
Principales variables

Change	Actuel	Déc. 06	Déc. 07	Déc. 08	Δ (en %)
USD/ GBP	1,94	1,96	2,02	1,88	-6,8
USD/ EUR	1,45	1,32	1,46	1,50	3,1
JPY/ USD	105,7	117,43	112,41	102,50	-8,8
GBP/ EUR	0,74	0,67	0,72	0,80	10,5
Brent (brut)	87,9	62,3	91,4	87,49	-4,3
Écart de production aux États-Unis. en % du PIB.	0,3	0,3	0,0	-0,6	
Chômage (en %)	4,8	4,5	4,8	5,3	

Source : Schroders, Datastream, FMI (statistiques historiques), Consensus Economics (janvier)

II. Synthèse des prévisions actualisées

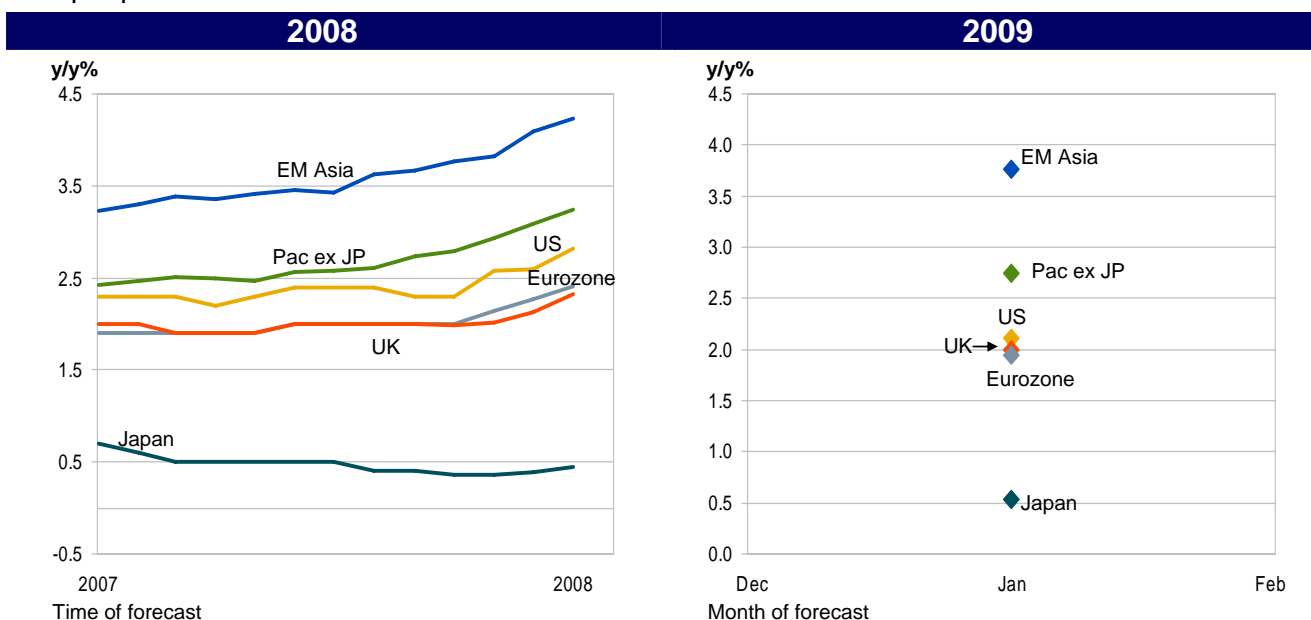
Graphique 1 : Croissance du PIB



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 (janvier), Schroders
 Pondérations PIB 2006

Graphique 2 : Inflation

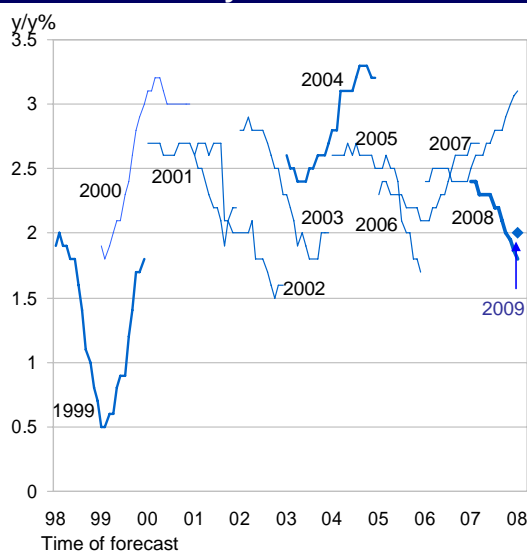
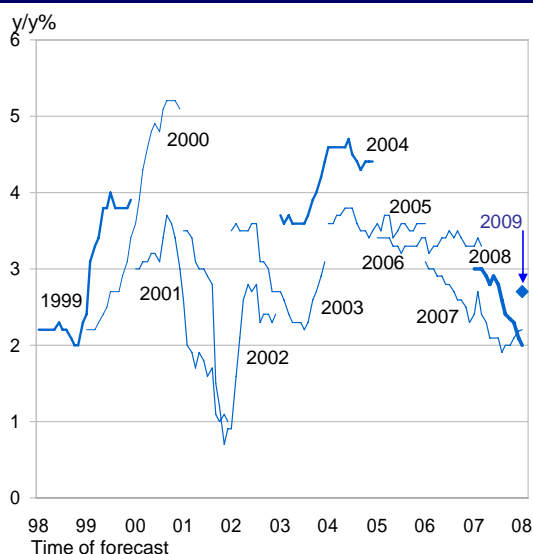


Région Pacifique hors Japon : Australie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Singapour
 Asie émergente : Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Corée du Sud, Taiwan, Thaïlande

Source : Consensus Economics (janvier), Schroders
 Pondérations PIB 2006

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

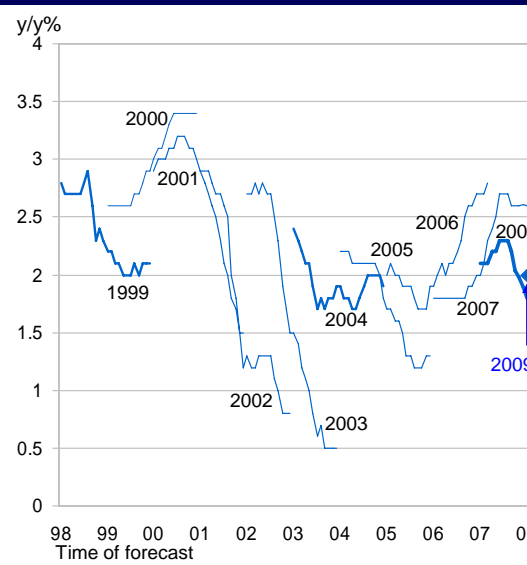
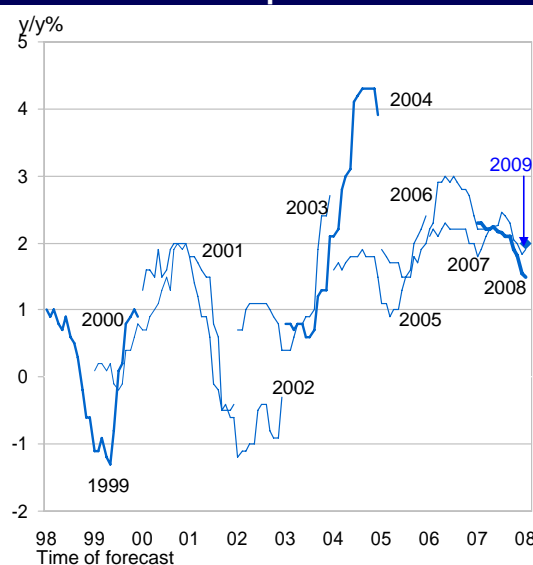
États-Unis Royaume-Uni



Source : Consensus Economics (janvier), Schroders

Graphique 4 : Croissance du PIB - Japon et zone Euro

Japon Zone euro



Source : Consensus Economics (janvier), 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.