

### Perspectives macroéconomiques :

Entre « long fleuve tranquille » et scénario négatif (page 2)

- Notre scénario central intègre désormais un profil de taux d'intérêt US en hausse, à la suite de la reprise de l'inflation sous-jacente. Nous nous attendons maintenant à voir la Fed porter ses taux directeurs à 5,5% sous l'impulsion d'un nouveau président soucieux d'asseoir sa crédibilité en matière de lutte contre l'inflation. Cela débouche sur un ralentissement de la croissance américaine au deuxième semestre. Notre scénario central suppose l'existence d'une marge de manœuvre permettant de réduire les taux d'intérêt au fur et à mesure que s'atténueront la croissance et les taux d'inflation en 2007. Un ralentissement de la demande aux États-Unis se traduira par un ralentissement de l'activité ailleurs, essentiellement dans les économies asiatiques. Ces dernières devraient toutefois connaître une demande interne suffisante pour maintenir un taux de croissance raisonnable.

- Les risques associés à notre scénario central penchent vers une hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. Les deux scénarios alternatifs que nous décrivons ici pourraient s'intituler « boom & bust » et « stagflation ». Dans le premier, la croissance reste soutenue et porte l'économie à un rythme supérieur à la tendance, amplifiant le problème de l'inflation pour la Fed. Il en résulte un resserrement plus agressif de la politique monétaire et un ralentissement plus marqué de l'activité en 2007. Dans le scénario de stagflation, le ralentissement de la croissance cause une détérioration de l'équilibre croissance/inflation et la Fed se trouve coincée entre ralentissement de l'activité et augmentation de l'inflation. Dans ce cas, nous nous attendons à voir la Fed adopter une attitude plus restrictive que dans le scénario central, mais ensuite opérer un assouplissement plus marqué dès le ralentissement de la croissance en 2007.

Nous attribuons une probabilité de 60% au scénario central, de 10% au scénario « boom and bust », et de 10% au scénario de stagflation (le solde de 10% étant réservé à d'autres éventualités, comme des scénarios de type croissance réduite/taux d'intérêt réduits).

### Perspectives des marchés financiers :

Une phase du cycle caractérisée par une volatilité accrue (page 6)

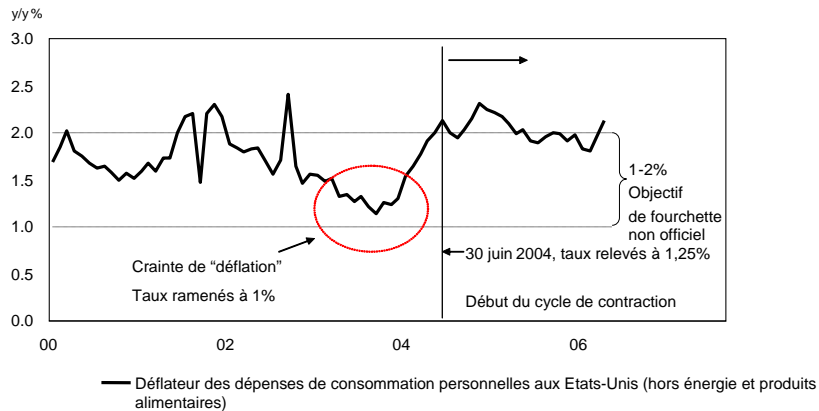
- Le nouveau scénario central est moins favorable, sous l'angle des marchés, puisque les taux d'intérêt continuent de progresser et que la croissance ralentit plus que prévu. L'économie mondiale entre dans une phase du cycle où, historiquement, les actions délivrent des performances satisfaisantes mais plus volatiles. Cela s'explique essentiellement par le fait que l'inflation pose davantage de problèmes lorsque le niveau de l'activité est supérieur à sa tendance.

- Selon notre modèle, nous pouvons encore nous attendre à des performances de 10% sur les marchés d'actions au cours des 12 prochains mois. En effet, une croissance raisonnable des bénéfices associée à des valorisations peu exigeantes devraient compenser l'impact négatif d'une politique monétaire restrictive. Notre scénario central favorise les marchés plus défensifs sous l'effet du ralentissement de la croissance. Les préoccupations en matière d'inflation ainsi que la hausse des taux devraient peser sur les obligations. Dans les deux cas, les prévisions de rendement s'inscrivent à la baisse, notamment à cause du surcroît de resserrement monétaire nécessaire pour maîtriser l'inflation.

Synthèse des prévisions (page 11)

---

### Graphique du mois : L'inflation dépasse la zone de confort de la Fed



Source : Thomson Datastream

**La reprise de l'inflation aux États-Unis entraîne un resserrement de la politique monétaire et fait reculer la croissance.**

#### Scénario central : la fin du « long fleuve tranquille »

L'économie américaine entre dans une phase de plus grandes turbulences maintenant que les craintes inflationnistes s'accroissent. C'est le résultat de la publication de chiffres décevants pour l'inflation : l'inflation sous-jacente a augmenté jusqu'à sortir de la « zone de confort » définie par la Réserve fédérale (voir graphique en page 1). Ces craintes sont renforcées par la hausse des prix des produits de base et par des signaux indiquant que la morosité de l'économie américaine s'atténue. Après un premier trimestre très actif, l'output gap semble s'être comblé et les États-Unis tournent à un régime supérieur à leur tendance de long terme. Si l'on ajoute à cela la chute du dollar, le problème de l'inflation se pose donc davantage aux États-Unis qu'on ne le croyait initialement. En conséquence, nous nous attendons maintenant à voir la Réserve fédérale relever son objectif de taux des Fed funds à 5,5% en deux étapes de 25 points de base lors de leurs deux prochains comités (dans notre prévision précédente, le niveau actuel de 5% était un plafond). Cela devrait contribuer à ralentir l'économie. N'oublions pas que Ben Bernanke, le nouveau président de la Réserve fédérale, doit asseoir sa crédibilité, ce qui laisse à penser que les « faucons » prendront le pas sur les « colombes ».

Une politique monétaire plus restrictive se traduira par un ralentissement de l'activité plus marqué qu'initialement prévu ; la croissance américaine devrait ainsi retomber à un taux annualisé de 2,5% d'ici la fin de l'année. Le ralentissement viendra tout d'abord de la consommation sous l'effet d'une augmentation du taux d'épargne, ce que semblent confirmer la persistance des prix pétroliers élevés et le recul du marché immobilier. Au cours de l'année 2007, l'inflation devrait ralentir, et nous pensons que la Fed commencera à relâcher sa politique monétaire, pour ramener les taux directeurs à 5% vers le milieu de l'année. La croissance devrait se stabiliser à un niveau inférieur à la tendance, aux alentours de 2,8% pour 2007.

Ce ralentissement de la demande américaine devrait entraîner une réduction du déficit courant mais aussi un ralentissement de la croissance des autres économies. L'incidence sera variable selon les zones, mais les économies les plus affectées seront celles des marchés émergents. La réduction du

# Point de vue économique

## Analyse macroéconomique

déficit courant des États-Unis (de 7% du PIB aujourd'hui à 6,3% d'ici la fin de l'année prochaine) ne suffit pas à éviter une nouvelle dépréciation du dollar.

### ***L'Europe, le Japon et les économies émergentes***

Au Royaume-Uni, la remontée du taux d'épargne et le renchérissement des services publics vont peser sur la croissance de la consommation en 2006. Cet effet s'atténuera cependant en 2007, entraînant une modeste augmentation de la consommation, qui suffira à ramener la croissance en ligne avec la tendance. Cette reprise sera toutefois tempérée par un environnement extérieur affaibli. L'indice des prix à la consommation progresse en 2006 puis retombe en 2007 parallèlement à l'augmentation puis au recul de l'impact de la hausse de la facture des services publics. L'inflation sous-jacente reste contenue pendant la majeure partie de la période de prévision, mais entame une légère progression vers la fin 2007 en réaction à une remontée des taux de croissance. Les variations des taux de croissance et de l'inflation sous-jacente au cours de 2006 et de 2007 sont insuffisantes pour entraîner une fluctuation des taux d'intérêt, qui restent à 4,5%.

La croissance de la zone euro souffre du ralentissement de l'activité aux États-Unis. Cependant, en Allemagne, les enquêtes de consommation montrent que la croissance et la confiance qui prévalent actuellement dans le secteur des entreprises devraient avoir un effet de contagion sur le secteur des ménages. La croissance des dépenses de consommation a également été très forte en France au cours du premier trimestre de l'année, en réaction à une réduction du chômage (essentiellement dû à des mesures gouvernementales). Il est peu probable que la France puisse maintenir la croissance de la consommation au rythme actuel. En outre, en Allemagne, la Coupe du Monde et l'augmentation de la taxe sur le chiffre d'affaires (qui entre en vigueur le 1er janvier 2007) devraient contribuer à avancer en 2006 la croissance de la consommation attendue en 2007. Il faut donc s'attendre à un ralentissement général de la croissance en 2007. L'inflation sous-jacente s'accélère modérément en 2006, mais à un degré qui ne devrait pas inquiéter la BCE. La modération dont cette dernière fait preuve depuis décembre 2005 en termes de relèvement des taux se maintiendra pendant une bonne partie de 2007, avec un pic sans doute à 3,75% vers la mi-2007.

Au Japon, la croissance des investissements se poursuit, de même que se maintient la confiance des ménages. Dès lors, la demande intérieure devrait se maintenir à un taux raisonnable face au ralentissement de la demande extérieure. De cette manière, la croissance reste supérieure à la tendance et nous voyons la Banque du Japon relever ses taux directeurs vers 1,25% d'ici 2007. La croissance s'amenuise également dans les marchés émergents : de 6% pour cette année à un taux autour de 5,2% en 2007.

De manière générale, notre scénario central prévoit un environnement macroéconomique moins favorable que ne le prévoyait le dernier « Cyclical Market Forum (CMF) ». L'activité soutenue et les prix élevés des produits de base comportent un ferment d'inflation à laquelle la Réserve fédérale américaine et, dans une moindre mesure, les autres banques centrales, devront tenir tête. Nous estimons qu'elles y réussiront, mais au prix d'un ralentissement de la croissance. Malgré une certaine résistance des

# Point de vue économique

## Analyse macroéconomique

économies européennes et asiatiques face à une économie américaine affaiblie, nous anticipons un ralentissement du PIB mondial, de 3,4% cette année (chiffre estimé) à 2,9% en 2007.

### **Scénario 1 : « Boom and bust »**

***Surchauffe de l'économie mondiale  
Resserrement monétaire des banques centrales, c'est le marasme***

Il n'est pas exclu que la croissance se maintienne à un niveau soutenu. Les résultats des enquêtes et la dynamique des secteurs industriels restent robustes. Si la consommation des ménages américains ne ralentit pas comme nous l'attendons, alors 2006 sera encore une excellente année pour l'économie mondiale. Dans ce scénario, le PIB réel américain oscille entre 5 et 6% (annualisé) par trimestre jusqu'à la fin de l'année. Dans ce cas, la croissance mondiale pourrait atteindre un niveau moyen de 4,1%.

Compte tenu de notre position actuelle dans le cycle conjoncturel, avec une activité économique, aux États-Unis, qui s'inscrit au-delà des capacités disponibles, il faut s'attendre à une surchauffe encore plus poussée et à un problème d'inflation encore plus marqué pour la Fed. L'inflation de base pourrait alors monter à 3,4% au cours du premier trimestre de l'année prochaine. En conséquence, les banques centrales augmentent les taux directeurs lors de chacun des cinq comités qui doivent encore avoir lieu cette année, portant ainsi l'objectif de taux des Fed funds à 6,25%.

Comme dans le scénario central, la croissance ralentit. Sauf que dans un contexte de politique monétaire nettement plus restrictive, le ralentissement est plus prononcé (« bust »). Le marché immobilier s'écroule et les dépenses de consommation reculent brutalement. Et à l'approche de 2008, les États-Unis se trouvent au bord d'une récession. L'inflation recule, quoique lentement pendant que l'activité économique reste supérieure à la tendance pendant l'essentiel de la période.

***La croissance européenne souffre de l'appréciation de l'euro en 2007***

La zone euro est bien placée pour tirer profit de l'accélération continue de la demande mondiale de croissance au cours de 2006. Si on y ajoute la reprise de la demande domestique qui apparaît déjà en cours dans la zone euro ; la croissance évolue donc vers un niveau bien supérieur à sa tendance sur la région. Dans un tel contexte de croissance et d'accélération de l'inflation, la BCE accélère son rythme de relèvement des taux directeurs, et les taux atteignent désormais 3,5% vers la fin de l'année. En 2007, la dépréciation du dollar renforce l'incidence négative du recul de l'environnement mondial de demande. L'inflation reste toutefois proche du plafond de la BCE, grâce à l'inertie des prix imposés. Ceci limite la marge de manœuvre perçue de la BCE, même si les taux directeurs peuvent être réduits de 25 points de base pendant l'année.

Tout comme les économies européennes, le Japon tire profit de la reprise aux États-Unis. Toutefois, le ralentissement se traduit par une baisse d'activité. L'inflation reprend, et nous pouvons nous attendre à un raffermissement modéré de l'attitude de politique monétaire de la part de la Banque du Japon. De même, les marchés émergents enregistrent une reprise de la croissance et de l'inflation suivie d'une brutale décélération.

***L'équilibre entre la croissance et l'inflation se détériore*****Scénario 2 : Stagflation**

Le scénario final est une fois de plus caractérisé par une hausse de l'inflation. Et pourtant, dans ce cas, l'augmentation de l'inflation résulte moins d'une surchauffe que d'une dégradation de l'équilibre avec la croissance. Cette situation pourrait provenir de l'hypothèse d'une possible détérioration de la croissance de la productivité américaine et donc d'une pression accrue à la hausse des prix à travers le coût unitaire de la main-d'œuvre. Les travailleurs pourraient en effet exiger une plus grande part des bénéfices. Après une longue période de réductions de coûts, il ne serait pas surprenant de voir les entreprises céder à ses revendications. À l'inverse, cette situation pourrait provenir d'une croissance plus faible de la main-d'œuvre, sous l'effet d'un plus grand découragement chez les travailleurs ou d'une immigration moindre. Quel que soit le cas de figure, nous nous attendons à un ralentissement de la croissance. Dès lors, l'économie américaine restera plus longtemps au-dessus de sa tendance malgré un ralentissement de la croissance. En conséquence, le problème de l'inflation devient plus persistant et moins sensible à une baisse de l'activité.

***La perspective d'une récession en 2008 amène les banques centrales à réduire les taux directeurs***

C'est là un environnement difficile pour la Réserve fédérale qui se trouve confrontée à la fois à une inflation en hausse et une croissance en baisse. Nous nous attendons à voir la Fed adopter une attitude plus restrictive que dans le scénario central et combattre l'inflation, puis opérer un relâchement plus agressif en 2007 sur fond de net ralentissement de la croissance.

Devant un environnement mondial affaibli et un dollar qui se déprécie, la BCE ralentit son rythme de relèvement des taux en 2006 et commence à les abaisser au début de 2007. Sous l'effet d'une croissance qui reste faible, l'inflation sous-jacente et l'indice des prix à la consommation reculent à un niveau inférieur à celui des deux autres scénarios, mais confortablement supérieur à 1% puisque les augmentations des prix imposés restent dans une large mesure insensibles au ralentissement de la croissance.

L'incidence négative du ralentissement de la demande mondiale frappe le Royaume-Uni en 2007, la croissance ralentit (alors qu'elle accélère dans le scénario central) et l'inflation sous-jacente recule. Le rythme du ralentissement de la croissance est suffisant pour que la Banque d'Angleterre en arrive à redouter une récession en 2008, et elle entame donc une série de baisses des taux directeurs jusqu'à 3,75% en fin d'année.

Pour le Japon, tant le ralentissement mondial que la hausse de l'inflation pèsent sur la demande. En effet, a) les principaux investisseurs sont généralement des exportateurs (voitures, équipements et produits électroniques) et dans ce scénario, ils réduisent leurs dépenses d'investissement, et b) la croissance de la consommation dépend de la solidité de la confiance des ménages.

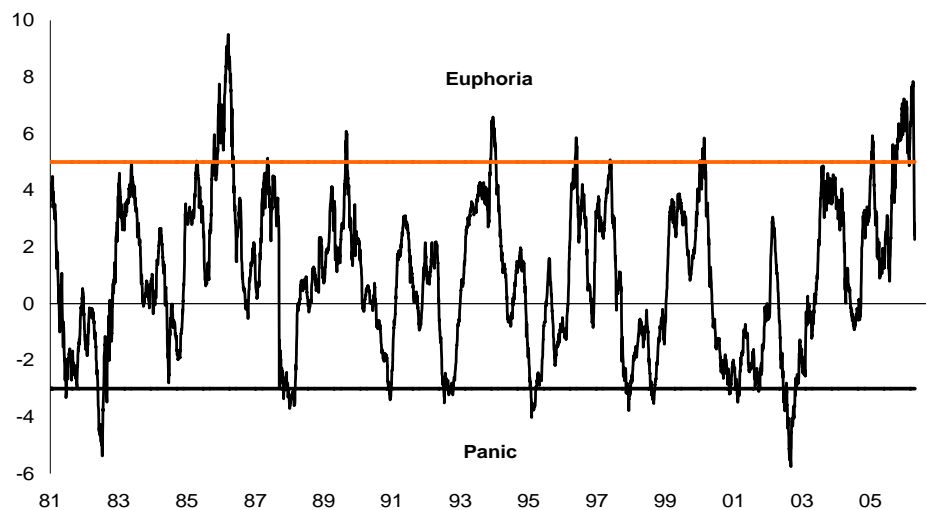
### La fin du long fleuve tranquille, la fin de l'euphorie ?

### Implications des différents scénarios pour les marchés

Les révisions du scénario central nous ont écartés du scénario du « contexte favorable » qui a prévalu pendant une bonne partie de l'année écoulée. La nouvelle prévision tient davantage de la reprise de l'inflation et de la hausse des taux directeurs aux États-Unis, jusqu'à 5,5%. Il en résulte une croissance légèrement plus élevée au cours des prochains trimestres. Toutefois, nous voyons l'inflation revenir sous contrôle et les taux d'intérêt retomber en 2007.

L'hypothèse d'un contexte économique moins favorable pour les marchés a été l'une des raisons de la baisse des actifs risqués ces dernières semaines. Certains craignent que les marchés ne testent la détermination du nouveau président de la Fed en matière d'inflation. Pourtant, le degré de resserrement de la politique monétaire auquel nous nous attendons n'apparaît pas clairement dans l'évolution des contrats à terme sur le dollar. Les obligations ont progressé alors que reculaient les marchés d'actions, preuve que ce sont bien des craintes liées à la croissance et non à l'inflation qui sont à l'origine des baisses récentes. Voilà qui confirmerait le recul du dollar, déclenché par la déclaration du G7 sur les déséquilibres mondiaux. Il est difficile de prévoir une réduction du déficit courant des États-Unis sans un ralentissement marqué de la demande américaine et de la croissance mondiale.

**Graphique 2: Recul de l'appétit pour le risque**



Source: Credit Suisse

D'un autre côté, nous pourrions considérer ce mouvement de liquidation d'actifs risqués comme une correction nécessaire après une période d'excès. L'appétit pour le risque, mesuré selon l'indice CSFB, se situait depuis 6 mois dans la zone « euphorie » (voir graphique 2). Les hausses relevées sur certains marchés, notamment les matières premières ou les marchés émergents, étaient davantage liées à la spéculation qu'aux fondamentaux et il ces marchés ont logiquement souffert le plus des récentes turbulences. La chute du dollar, et son impact sur le *carry trade*, aura intensifié les pressions à la vente. Les derniers chiffres laissent à penser que l'appétit pour le risque est revenu à un niveau plus normal.

# Point de vue économique

## Analyse des marchés

### **Le cadre cyclique – l'économie américaine entre dans une nouvelle phase du cycle**

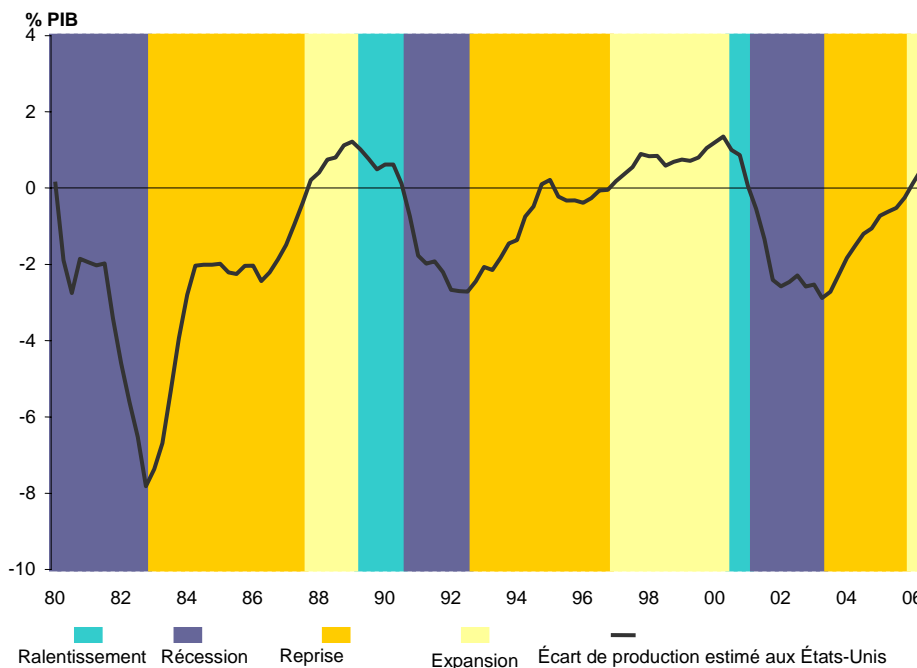
Afin de mesurer les implications des différents scénarios économiques, nous adoptons une approche qui consiste à placer ces différents scénarios dans leur environnement cyclique. Nous nous fondons pour cela sur un modèle économétrique qui étudie les différents facteurs qui influencent les marchés selon la phase du cycle dans laquelle se trouve l'économie américaine. Depuis 12 derniers mois, le modèle a correctement fait ressortir les performances élevées sur les marchés d'actions. Cela se fondait essentiellement sur le fait que les États-Unis se trouvaient dans ce que nous appelons une phase de reprise – l'environnement idéal pour les marchés d'actions (voir tableau 1).

<b>Tableau 1 : Performance des actifs selon le stade dans le cycle</b>				
% par an	Ralentissement	Récession	Reprise	Expansion
<b>Actions</b>	-0,9 (4)	<b>11,3 (6)</b>	<b>15,0 (10)</b>	<b>14,2 (5)</b>
<b>Obligations d'État</b>	-2,6 (0)	<b>5,8 (5)</b>	-1,3 (1)	-2,0 (1)
<b>Liquidités</b>	<b>0,1 (2)</b>	1,3 (0)	1,5 (0)	0,9 (1)
Rendements réels moyens annualisés depuis la fin du cycle, par stade, 1950-2000. Les nombres entre crochets renvoient au nombre de fois que l'actif a enregistré la meilleure performance.				
<b>Ratios de Sharpe</b>				
<b>Actions</b>	-0,11	0,71	1,33	0,79
<b>Obligations</b>	-0,52	0,63	-0,34	-0,75
Actions : Composite S&P 500, Obligations d'État: obligations du Trésor américain à 10 ans ; marché monétaire : bons du Trésor à 3 mois, Inflation : Indice US CPI. Ratio de Sharpe : performances ajustées du risque des actions par rapport au monétaire				

Source : Datastream, Global findata, Schroders

Eu égard au marché de l'emploi et à la progression du taux d'utilisation des capacités, les États-Unis connaissent actuellement une activité supérieure à la tendance et sont entrés dans le stade d'expansion du cycle (voir graphique 3).

### **Graphique 3 : La progression du cycle économique aux États-Unis**



Source : Schroders

# Point de vue économique

## Analyse des marchés

**L'inflation est essentielle pour la performance des marchés pendant cette phase du cycle**

Cette phase reste caractérisée par des performances élevées sur les marchés d'actions. Ces performances sont toutefois plus volatiles, ce qui réduit le ratio de Sharpe (voir tableau 1 de la page précédente). En outre, la surperformance des marchés d'actions pendant cette phase est davantage liée à l'évolution de l'inflation. Les marchés actions enregistrent de bonnes performances lors de phases d'expansion combinées à une inflation faible et inversement lorsque l'inflation est élevée.

Ce qui nous amène à la question de l'inflation et de la crédibilité de la Fed déjà citée. Si les marchés restent convaincus que la Fed sera à même de maîtriser les attentes inflationnistes, alors la hausse de l'inflation sera temporaire et l'économie pourra rester sur la voie de l'expansion. Nous estimons que cette hypothèse est plausible, mais que nous assisterons probablement à quelques turbulences entre-temps. En effet, les marchés doivent être convaincus du bien-fondé de cette issue.

En phase d'expansion du cycle, dans le modèle quantitatif, les performances boursières dépendent du degré de resserrement monétaire (mesurée par les variations sur les taux courts) et de l'intensité de la croissance des bénéfices par action. Selon nous, le resserrement monétaire devrait se poursuivre. En revanche, nos prévisions sur les bénéfices par action des entreprises (tableau 2) restent suffisantes pour permettre aux marchés d'actions de dégager des performances raisonnables.

<b>Tableau 2 : Prévisions bénéficiaires des entreprises</b>			
variation annuelle (en %)	<b>2005</b>	<b>Prévision 2006</b>	<b>Prévision T2 2007</b>
<b>États-Unis</b>	16,4	12,9	4,3
<b>Royaume-Uni</b>	10,0	11,2	10,7
<b>Europe hors RU</b>	29,2	16,7	17,7
<b>Japon</b>	27,0	6,6	3,4
<i>Evaluation de BPA : États-Unis (Economic profits), Royaume-Uni (MSCI), Europe (MSCI), Japon (Datastream total market)</i>			

Source : Schroders

Les valorisations apportent également leur pièce à l'édifice. De manière générale, avec des ratios cours/bénéfice proches de leur moyenne à long terme, le modèle prévoit que les actions continuent de dégager des performances positives légèrement supérieures à 10%. Cela représente 2% de moins que la prévision précédente dans le scénario du « contexte favorable » (voir tableau 3).

Dans les deux scénarios, « boom and bust » et stagflation, les performances prévues sont inférieures à celles du scénario central, notamment en raison du surcroît de resserrement monétaire requis pour maîtriser l'inflation. Par rapport au marché monétaire, les actions sont nettement moins attrayantes que dans le scénario central. Il est permis de croire que dans ce scénario, les performances seront inférieures dès lors que les marchés s'inquiéteraient de la croissance future des bénéfices par action et du risque d'atterrissage brutal dans l'hypothèse de taux d'intérêt supérieurs à 6%.



		<b>Scénario 1</b>	<b>Scénario 2</b>
	<b>Scénario central</b>	<b>Boom + bust</b>	<b>Stagflation</b>
<b>Phase du cycle</b>			
Prévision à 6 mois	Ralentissement	Expansion	Expansion
12 mois	Ralentissement	Ralentissement	Ralentissement
<b>Prévisions pour les marchés d'actions</b>			
S&P500 - 23 mai 06	1257	1257	1257
Prévision à 6 mois	1298	1306	1299
12 mois	1366	1342	1329
<b>Performance totale, en %</b>			
Prévision à 6 mois	4,2	4,8	4,3
<b>12 mois</b>	<b>10,7 (12,4)</b>	<b>8,8 (9,4)</b>	<b>7,7 (n.d.)</b>
<b>Ecart de performances par rapport au marché monétaire</b>			
Prévision à 6 mois	1,5	1,8	1,4
<b>12 mois</b>	<b>5,0 (7,1)</b>	<b>2,6 (3,7)</b>	<b>1,9 (n.d.)</b>
<b>N.B. Rendement du marché monétaire</b>			
Prévision à 6 mois	2,7	3,0	2,9
12 mois	5,7	6,2	5,8

Source : Schroders

### Allocation d'actifs

#### *Scénario central*

Ce qui précède justifie un optimisme prudent sur les perspectives des marchés d'actions. Cette prudence tient compte du risque de voir les marchés se mettre à douter de la crédibilité de la Fed, voire à la tester. La volatilité devrait être plus élevée que ce que nous avons constaté au cours des deux dernières années. Quant à l'optimisme, il se fonde sur l'hypothèse que la Fed sera en mesure de maîtriser l'inflation sans devoir prendre le risque de déclencher une récession.

Cette perspective justifie une position modestement surpondérée en actions, orientée vers les marchés plus défensifs. Les marchés cycliques devront également faire face à un environnement mondial affaibli au fur et à mesure que la demande américaine se contractera. Sous l'angle régional, cela suggère une stratégie longue sur les actions américaines et courte sur les marchés d'actions émergents. Dans ce stade du cycle, les grandes sociétés tendent à surperformer par rapport aux plus petites, et les valeurs de croissance font mieux que les stratégies de type « value ».

Sur les marchés obligataires, la perspective de nouvelles hausses des taux directeurs aux États-Unis pourrait, à brève échéance, accroître la pression sur les rendements. Nous privilégions donc une sous-pondération par rapport au marché monétaire. À plus long terme, si le resserrement imposé par la Fed s'avère efficace pour enrayer l'inflation, le mouvement de liquidation de papier à plus long terme sera probablement limité. Nous adoptons une position neutre sur les obligations d'Etat. Nous privilégions les obligations d'Etat aux obligations de dette privée compte tenu de la volatilité accrue sur les marchés

# Point de vue économique

## Analyse des marchés

d'actions et de la tendance à une accélération de l'activité fusions & acquisitions ainsi qu'à une augmentation de l'endettement sur les bilans des entreprises, Nous sous-pondérons les matières premières compte tenu des perspectives de ralentissement de la croissance mondiale.

<b>Tableau 4 : Classement des classes d'actifs par scénario</b>			
		<b>Scénario 1</b>	<b>Scénario 2</b>
<b>Perspectives</b>	<b>Scénario central</b> Actions US  Grandes capitalisations, valeurs de croissance	<b>Boom + bust</b> obligations indexées sur l'inflation Matières premières  Actions marchés émergents	<b>Stagflation</b> obligations indexées sur l'inflation
<b>Neutre</b>	<b>Marché monétaire</b>	<b>Actions</b>	Actions défensives
<b>Sous-pondérer</b>	<b>Obligations d'État</b> Matières premières Actions marchés émergents Small Caps, actions orientées « valeur » Obligations de la dette privée	<b>Obligations d'État</b> Actions US	<b>Obligations</b>  <b>Actions</b> Matières premières  Actions cycliques

Source : Schroders

### « Boom and bust »

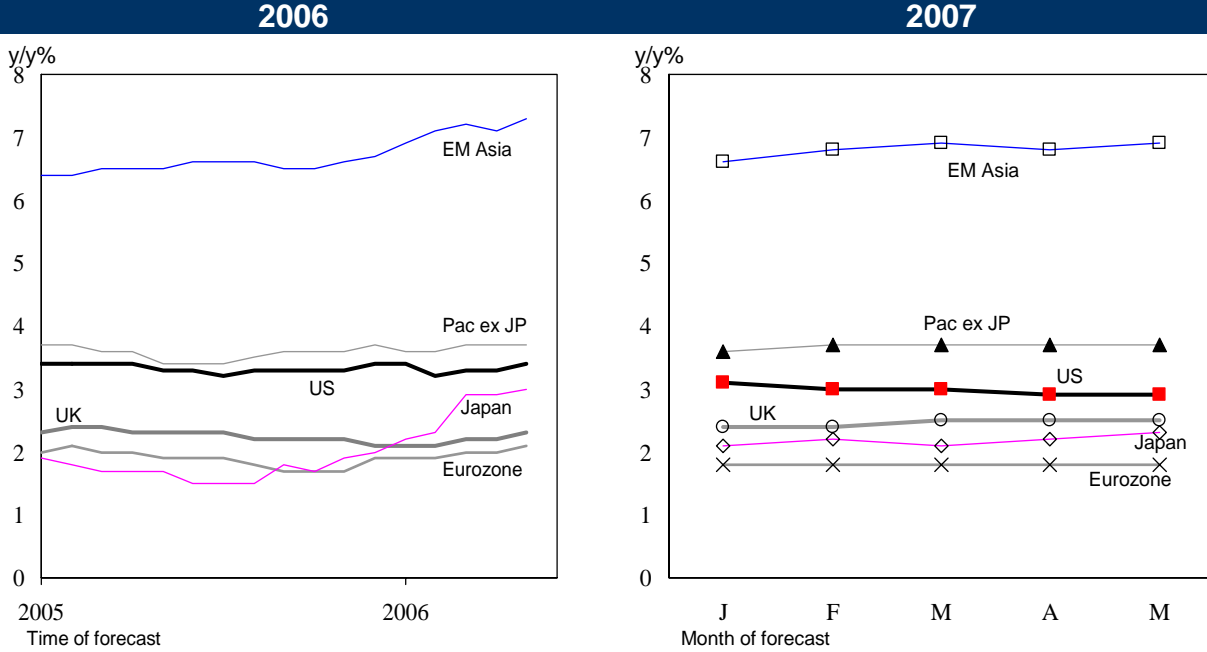
Dans ce scénario de surchauffe, la Fed s'efforce d'agir avec un temps d'avance. Dans ce scénario, nous surpondérons le marché monétaire, les obligations indexées sur l'inflation et les matières premières ; nous sous-pondérons les obligations d'État. Côté actions, les prévisions sont plus mitigées : les marchés émergents et cycliques vont probablement bien tirer leur épingle du jeu mais globalement, les performances sur les marchés actions seront probablement inférieures à celles du scénario central.

### Stagflation

C'est le pire des scénarios pour les actifs financiers, notamment les actions et obligations. Les investisseurs préféreront le marché monétaire et les obligations indexées sur l'inflation. Outre l'impact négatif sur les bénéfices par action des entreprises et les marchés d'actions, une croissance faible se traduira également par une sous-performance des matières premières. Les marchés cycliques devraient également sous-performer, et il y a lieu de préférer les actions défensives.

### II. Synthèse des prévisions actualisées

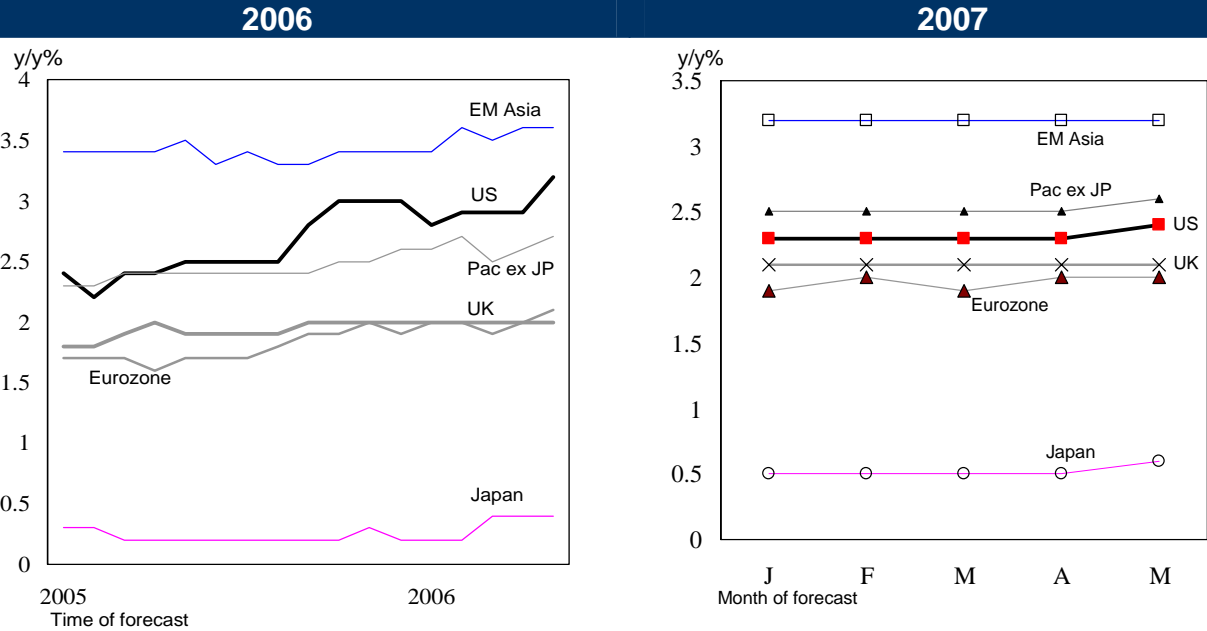
**Graphique 1 : Croissance du PIB**



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

Source : Consensus Economics (mai), Schroders  
 Pondérations PIB 2004

**Graphique 2 : Inflation**



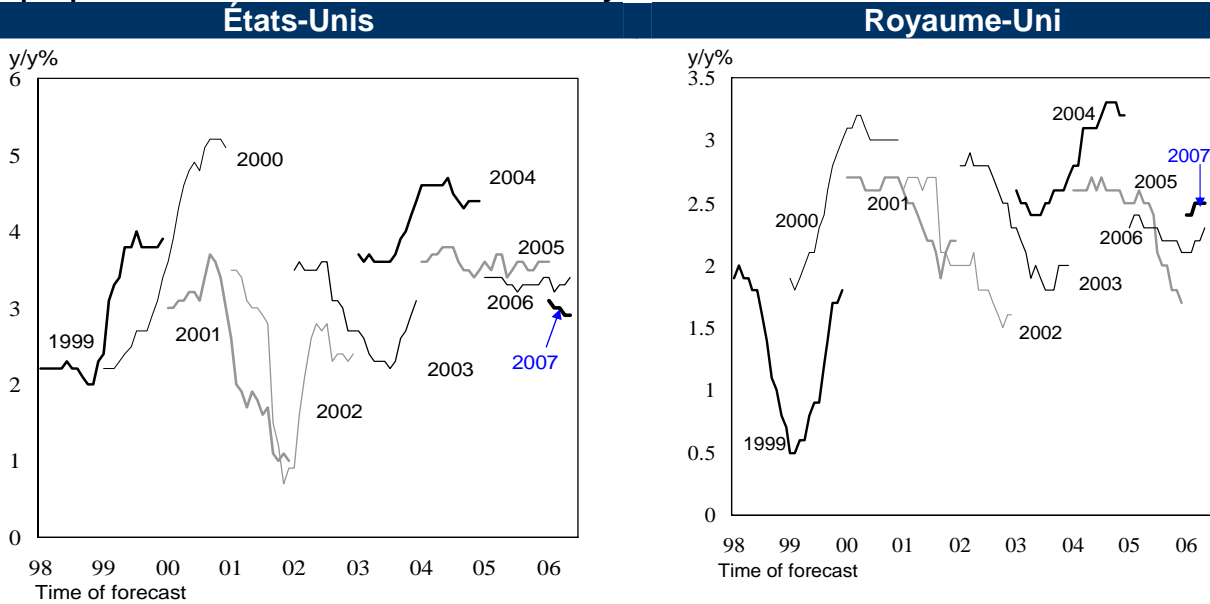
Région Pacifique hors Japon : Australie, Hong Kong, Nouvelle-Zélande, Singapour  
 Asie émergente : Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Thaïlande, Taiwan, Chine, Inde

Source : Consensus Economics (mai), Schroders  
 Pondérations PIB 2004

# Point de vue économique

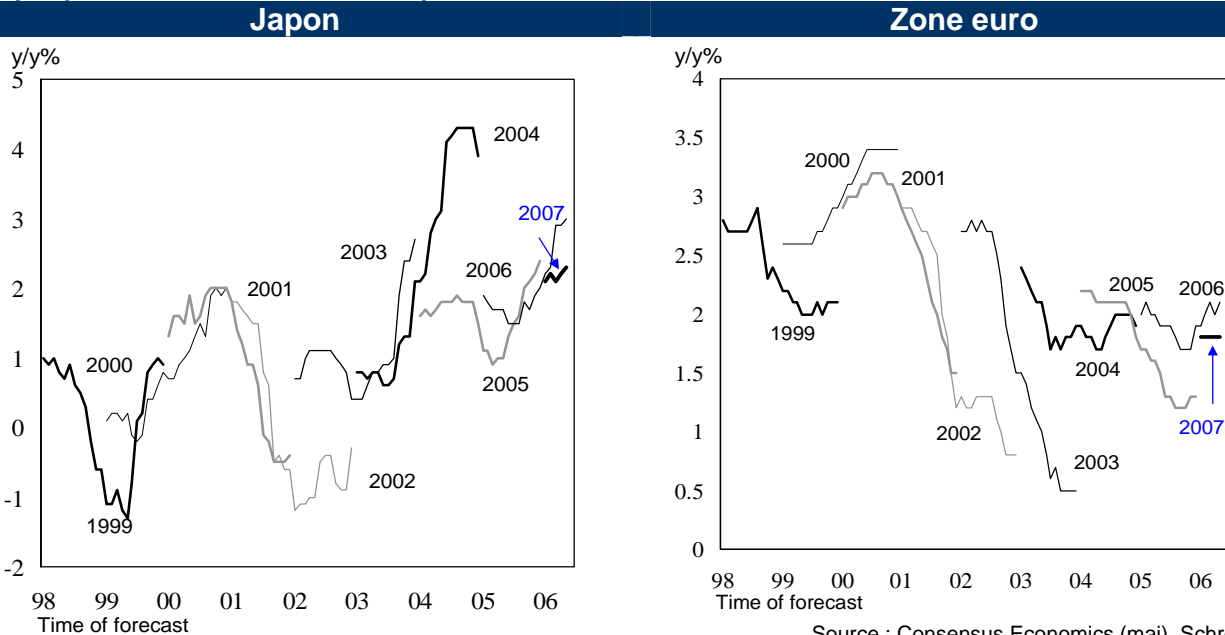
## Synthèse des prévisions

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



Source : Consensus Economics (mai), Schroders

**Graphique 4 : Croissance du PIB Japon et zone Euro**



Source : Consensus Economics (mai), 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.