

Stratégie Monde Hebdo

Le moment est venu de se désengager. Réduction de notre exposition aux actions et préparation à la débâcle. Une dépression semble probable aux Etats-Unis, tandis que l'implosion de la Chine en 2009 pourrait être terrible

Albert Edwards
(44) 20 7762 5890
albert.edwards@sgcib.com

Après avoir augmenté notre exposition aux actions fin octobre, nous pensons que le marché est sur le point de s'orienter rapidement vers notre objectif de 500 points pour le S&P. Alors que les statistiques économiques des pays développés reflètent de plus en plus une dépression, plutôt qu'une récession sévère, la véritable surprise en 2009 pourrait venir d'ailleurs. L'implosion de l'économie chinoise devient évidente, ce qui soulève la possibilité d'un changement de régime. Pour l'éviter, le yuan pourrait être dévalué. La guerre commerciale qui suivrait pourrait aboutir à une répétition de la Grande Dépression.

■ Les statistiques économiques publiées au T4 2008 ont été épouvantables. Il y a un an, nous anticipions une récession sévère aux Etats-Unis. Sachant que le pays n'en avait pas connue depuis le début des années 1980, nous pensions que ce serait un choc. Toutefois, les données récentes ont été cohérentes avec une situation bien pire qu'une forte récession. Si le concept de récession sévère est clairement défini, ce n'est pas le cas de la notion de dépression. L'hebdomadaire *The Economist* est cependant probablement plus qualifié que nombre d'entre nous pour avoir un avis sur le sujet. Selon un article publié, une chute supérieure à 10% du PIB entre le pic et le creux de cycle en constitue une définition correcte. Alors que nous avons anticipé un recul sensible du PIB (entre le pic et le creux) de l'ordre de 5%, nous pensons à présent que cette hypothèse pourrait se révéler trop optimiste.

■ Cela étant, jusqu'à hier, les marchés actions ont principalement évolué dans une fourchette étroite ces derniers mois. Ils ont été globalement stables depuis l'augmentation sensible de notre pondération des actions le 23/10/2008. Durant cette période, le rally « intra-day » (entre le pic et le creux) du S&P a atteint le niveau honorable de 28%, par rapport au point bas de 740 du 21/11/08, mais nous ne prétendons pas l'avoir capturé. Cela étant, nous sommes confortés par le fait que les indicateurs techniques à fin octobre nous appelaient à revoir notre position très sous-pondérée sur les actions. Ils nous conseillent maintenant de réduire à nouveau notre exposition.

■ Si l'année 2008 a été un choc pour les investisseurs, 2009 pourrait être encore plus effroyable. Certains signes indiquent une implosion de l'économie chinoise (voir graphique). Les investisseurs doivent envisager ce qu'il se produirait si la Chine connaissait un chaos social. Une dévaluation du yuan pourrait déclencher une guerre commerciale comparable à celle des années 1930. Faites-vous réellement confiance aux hommes politiques pour prendre les « bonnes décisions » ?

Allocation mondiale d'actifs

%	Indice	Neutre	Pond. SG
Actions	30-80	60	35(50)
Oblig.	20-50	35	50(45)
Cash	0-30	5	15(5)

Anciennes pondérations entre parenthèses
Source : SG Equity Research

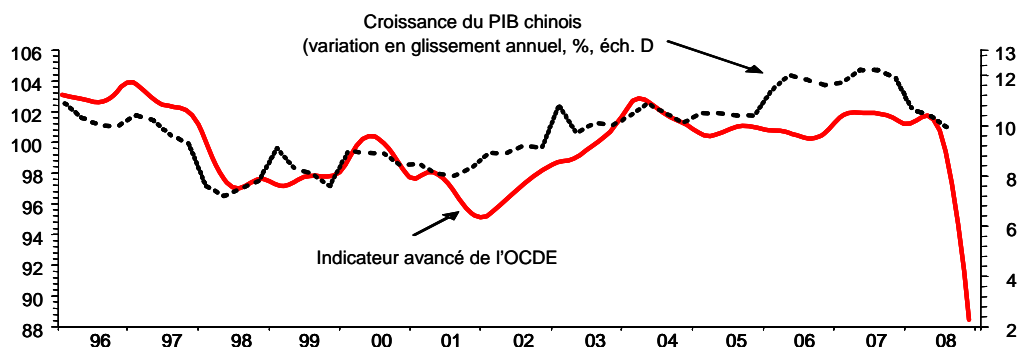
Allocation actions

Très surpondéré	
Surpondéré	Etats-Unis Royaume-Uni
Neutre	Europe cont.
Sous-pondéré	Japon Marchés émergents
Très sous-pondéré	

Source : SG Equity Research

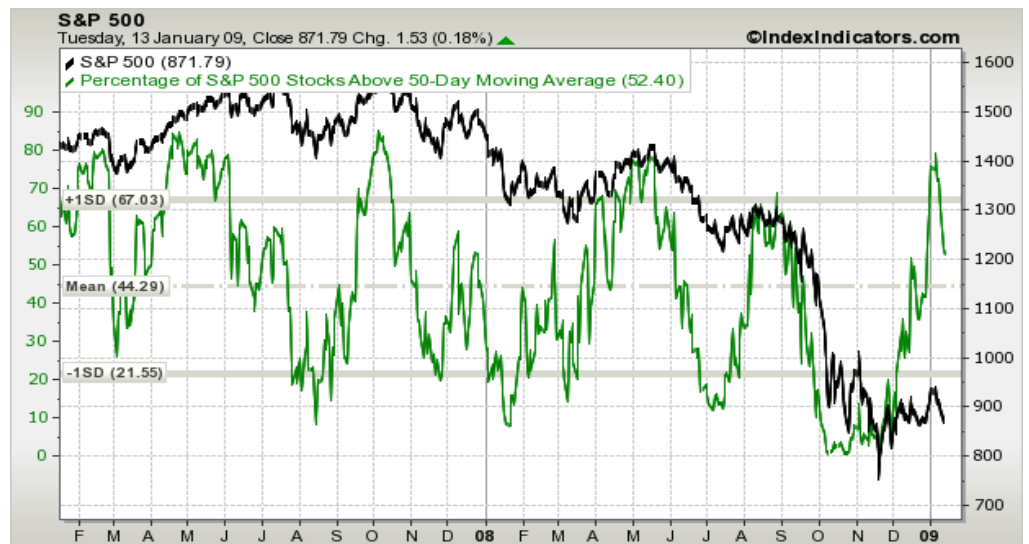
**IMPORTANT : VEUILLEZ LIRE LES
DÉCLARATIONS ET
AVERTISSEMENTS EN PAGE 9**

Les indicateurs avancés indiquent que la croissance du PIB de la Chine est sur le point de chuter



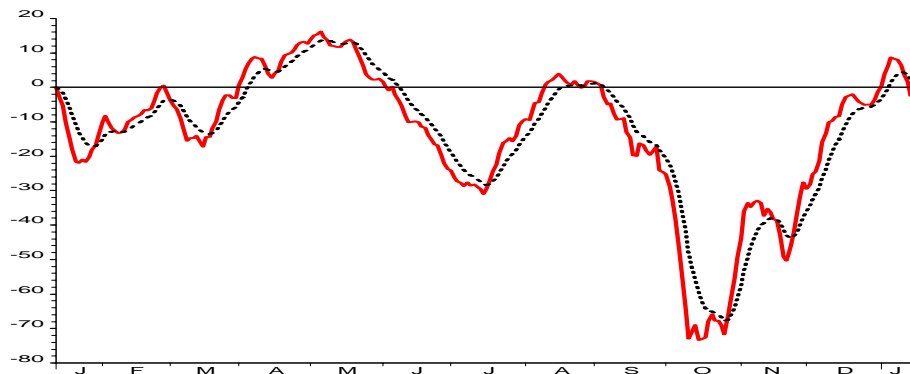
Source : Datastream

Après la brutale chute des marchés actions en octobre, il ne fallait pas être un grand génie (comme c'est mon cas) pour arriver à la conclusion que les marchés, qui étaient extrêmement survendus, allaient connaître un rebond technique. Nous n'avons eu de cesse de souligner que, durant le marché baissier des années 2001 à 2003, il y avait eu quatre rebonds de 25% avant que le point bas ne soit enfin touché. Cela vaut également pour le marché baissier des années 1930. Bien que je sois structurellement baissier, je m'applique à participer aux rebonds, alors que mon collègue, James Montier, désapprouve cette idée et tente subrepticement de couper l'alimentation de mon ordinateur ! Fin octobre 2008, les niveaux si extrêmes de nombreux indicateurs techniques, tels que le pourcentage de titres au-dessus de la moyenne mobile à 50 jours (voir [graphique ci-dessous](#)), nous ont conduits à augmenter notre pondération des actions d'un plancher absolu de 30% à un niveau toujours sous-pondéré de 50%.



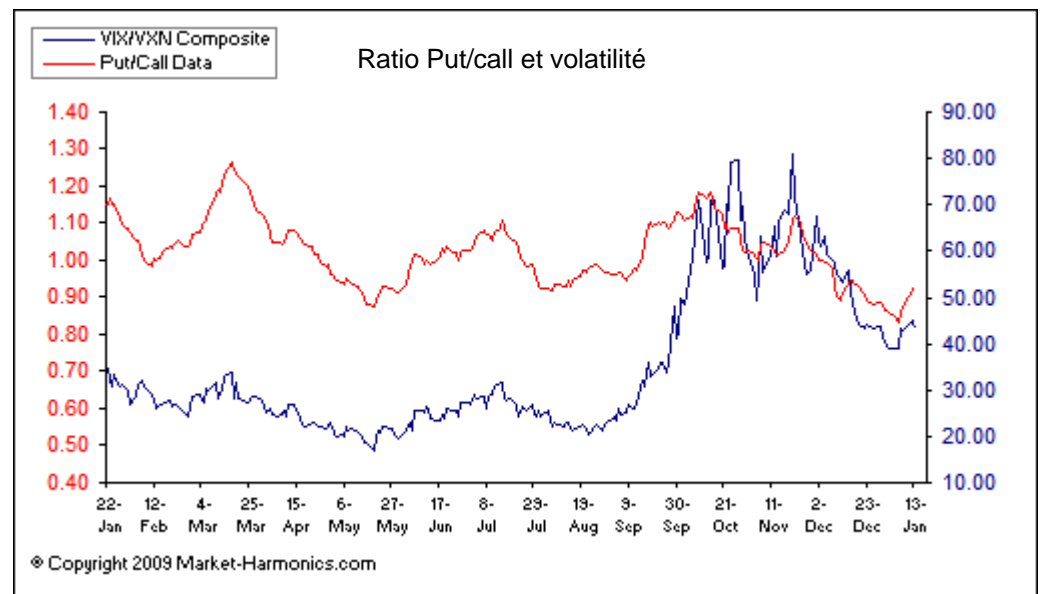
Nous restions sous-pondérés par rapport à notre indice de référence car, à l'inverse de nombreux stratégestes, nous estimions ne pas avoir encore observé le point bas de ce marché. Nos ratios de valorisation préférés (comme le PER corrigé du cycle), même s'ils identifiaient l'Europe comme un marché attrayant, plaidaient pour un nouveau recul significatif du marché américain avant qu'il ne devienne également bon marché. Toutefois, lorsque des indicateurs techniques bien connus, comme l'oscillateur MACD, se sont orientés à la hausse à la fin du mois d'octobre (voir graphique ci-après), nous avons trouvé rassurant de nous rapprocher du niveau neutre. Il y a deux jours, nous avons remarqué que le MACD s'était réorienté à la baisse et que les indicateurs Breadth (voir graphique ci-dessus) avaient atteint un point d'inflexion à la baisse.

Oscillateur Convergence/Divergence de Moyennes Mobiles (MACD) pour le S&P composite



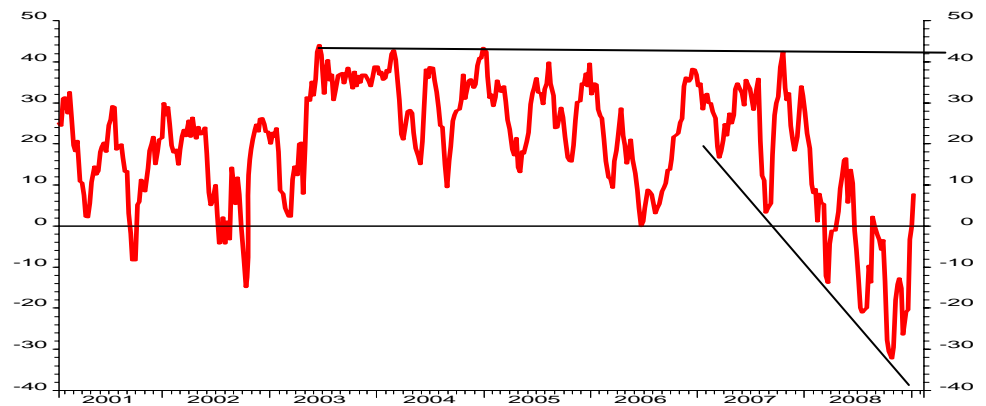
Source : Datastream

Aujourd’hui, d’autres indicateurs techniques suggèrent également que le moment est venu de se désengager des actions. Le ratio entre le volume de puts et le volume de calls échangés au CBOE a touché son plus bas niveau sur 12 mois au tournant de l’année (voir graphique ci-dessous – il s’agit généralement d’un indicateur contrariant). Conjointement avec l’indice VIX, il a touché son point bas – [lien](#).



Le ratio des conseils haussiers/baissiers (Bull/Bear) est un autre indicateur technique contrariant que nous surveillons de près (voir graphique ci-après- [Investors Intelligence](#) sonde 140 conseillers en investissement). Après avoir touché des plus-bas incroyables à la fin du mois d’octobre, ce ratio a fortement rebondi et est aujourd’hui revenu à un niveau neutre. Les investisseurs individuels (enquête AAll) se montrent également plus optimistes au tournant de l’année, la part des haussiers s’élevant au niveau étonnamment élevé de 48.7%. Ceci est un signal que le rebond est terminé.

Ratio Bull/Bear Investors Intelligence (écart en %)



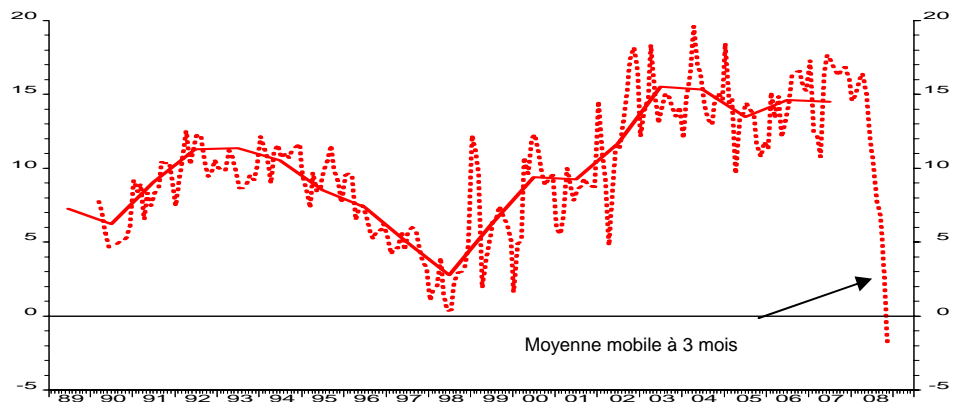
Source : Datastream

Nous avons toujours considéré notre passage à une exposition de 50% sur les actions comme temporaire (voir [Stratégie Monde Hebdo du 23 octobre](#)). Le caractère réellement effroyable des statistiques économiques depuis la fin octobre a assurément limité la capacité du marché à enregistrer un rebond technique plus important. Cependant, nous avons toujours avancé que la poursuite de la publication de chiffres économiques et de résultats de sociétés calamiteux durant le S1 2009 suffirait à entraîner une nouvelle déroute des marchés qui rapprocherait le S&P de notre objectif de 500 points – soit une nouvelle baisse d'environ 40%. En conséquence, avec la fin de la situation de survente et l'orientation à la baisse du MACD, nous estimons qu'il est de notre devoir de réduire significativement notre exposition aux actions.

A certains égards, James et moi sommes nettement plus optimistes qu'il y a un an. L'ampleur de l'implosion économique est à présent communément admise, le marché actions est nettement plus attrayant qu'il y a un an et les mesures de relance des autorités sont de plus en plus agressives. Je discutais l'autre jour du sujet déflation/inflation avec mon ancien collègue Dylan Grice. Nous nous sommes accordés sur le fait que, contrairement au Japon dans les années 1990, les décideurs politiques américains en exercice ont un biais inflationniste très marqué – voir le [blog de Dylan](#). Si, à court terme (12 à 18 mois), je pense que nous nous orientons vers un bourbier déflationniste, je n'ai pas encore arrêté mon opinion sur un horizon 2 à 3 ans. Par les temps qui courent, nous devons faire preuve de souplesse intellectuelle.

2008 a sûrement enseigné aux investisseurs d'envisager l'inconcevable. En 2009, ce n'est pas le risque grandissant d'une dépression dans les pays développés qui constituera une surprise réelle, mais **l'implosion économique en Chine ainsi que le risque global et géopolitique y afférent**. Inconcevable, diriez-vous ! Mais vous pensiez probablement la même chose de mes prévisions au début de 2008. La production d'électricité chinoise a reculé au cours des trois derniers mois (voir graphique ci-après). Il s'agit d'une situation inhabituelle.

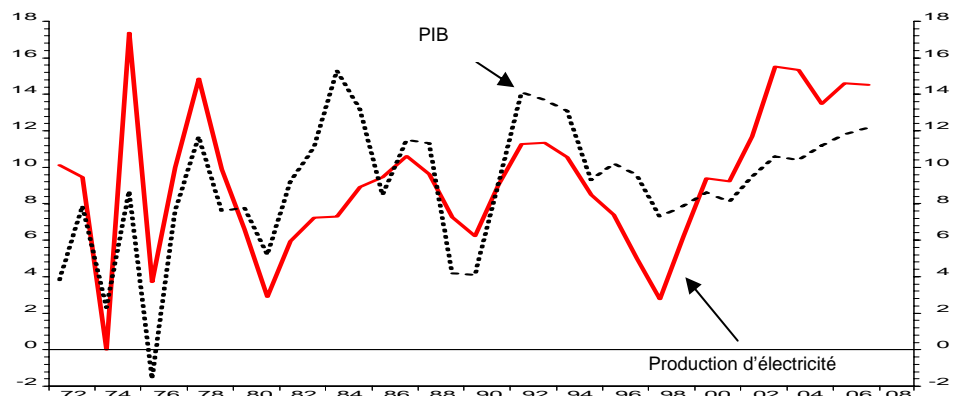
Production d'électricité chinoise (variation en glissement annuel, %)



Source : Datastream

En règle générale, la production d'électricité et le PIB sont étroitement corrélés (voir graphique ci-dessous).

Statistiques annuelles – Production d'électricité et PIB de la Chine (variation en glissement annuel, %)

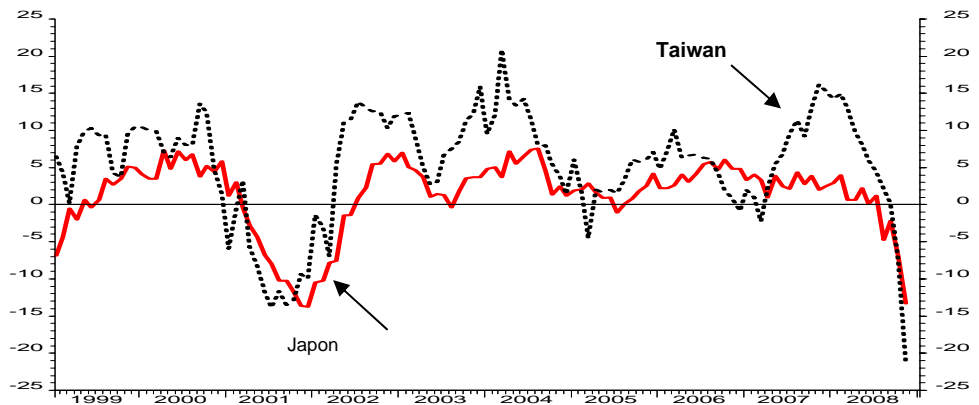


Source : Datastream

Un déclin de la production d'électricité d'une telle ampleur devrait certainement soulever la possibilité d'une entrée en récession de la Chine – quoi qu'en disent les statistiques officielles, largement remises en cause, du PIB. Le fait que la chute de la production électrique coïncide avec le graphique retraçant l'évolution de l'indicateur avancé de l'OCDE que nous avons fait figurer en page de couverture est d'autant plus intéressant. La conclusion évidente est que les séries de données concernant la production d'électricité représentent une composante essentielle de l'indicateur avancé de l'OCDE. Quelques recherches effectuées sur le [site Internet de l'OCDE](#) montrent que ce n'est pas le cas. Non seulement elles ne sont pas prépondérantes, mais surtout elles ne sont absolument pas prises en compte ! Pour information, les séries composantes utilisées pour le calcul de l'indicateur avancé de l'OCDE pour la Chine sont les cargaisons manipulées aux ports (tonnes), les dépôts des entreprises (CNY), la production d'engrais chimiques (tonnes), la production de métaux non-ferreux (tonnes), l'agrégat monétaire M2 (CNY) et les importations provenant d'Asie (USD).

L'une des explications raisonnables de l'effondrement de la production d'électricité pourrait tenir à un passage à une production à base de pétrole dans le sillage de la chute importante du cours du baril. C'est une explication sensée, mais il convient également de souligner que la plupart des pays d'Asie qui ont bénéficié de la croissance dynamique la Chine connaissent également un ralentissement exceptionnellement rapide (voir graphique ci-dessous).

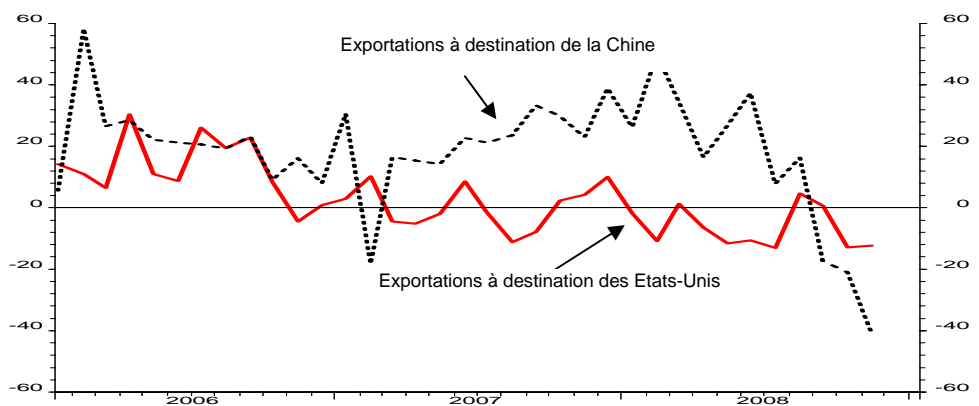
Production industrielle du Japon et de Taiwan (variation en glissement annuel, %, moyenne mobile à 2 mois pour Taiwan)



Source : Datastream

L'évolution des échanges commerciaux du Japon est connue. En novembre 2008, les exportations ont affiché un recul de 25% en glissement annuel, celles à destination des Etats-Unis chutant de 34%. A noter toutefois que ces dernières étaient faibles depuis déjà un certain temps. Le choc est venu du fait que les exportations à destination de la Chine ont marqué un fléchissement de 25% en glissement annuel, alors qu'elles affichaient une croissance de 16% pas plus tard qu'en juillet 2008 ! Des tendances comparables s'observent clairement dans d'autres pays d'Asie, comme Taiwan (voir graphique ci-dessous).

Effondrement des exportations taiwanaises à destination de la Chine au cours des six derniers mois (variation en glissement annuel, %)

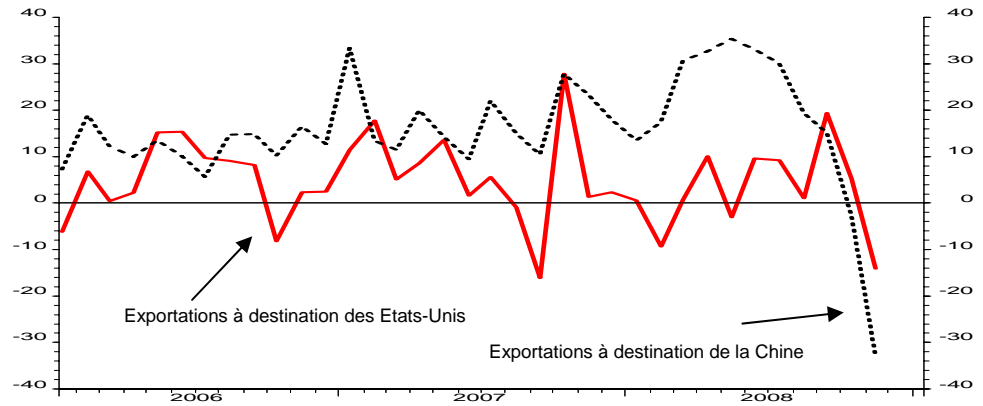


Source : Datastream

Les statistiques coréennes reflètent le même effondrement brutal de la demande chinoise d'importations (voir graphique ci-après). Les données chinoises montrent un recul d'environ 3% des exportations en glissement annuel en décembre, tandis que les importations ont chuté de 21% en variation annuelle (mais il est clair que le fort recul des importations sera

pour partie dû à la baisse de prix des matières premières – les importations de pétrole brut ont fléchi de 33% en glissement annuel).

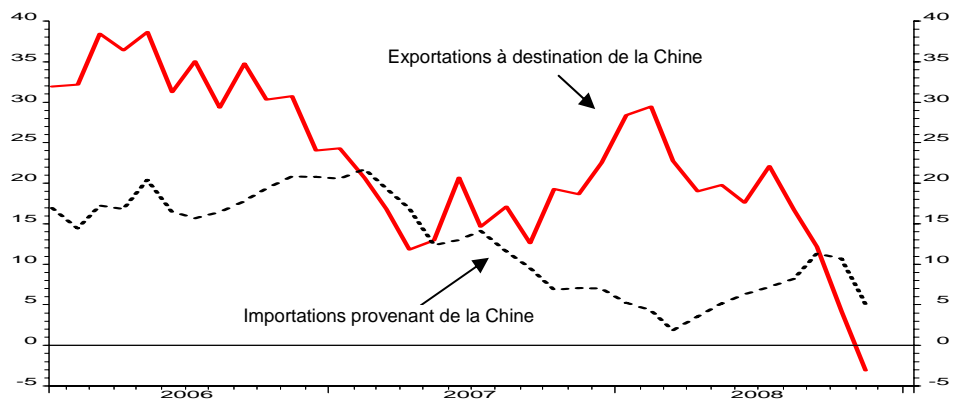
Les exportations coréennes à destination de la Chine (variation en glissement annuel, %) ont également chuté au cours des six derniers mois



Source : Datastream

Le ralentissement sensible des importations de la Chine tient-il au fait qu'elle réexporte nombre des composants qu'elle importe du reste de l'Asie après transformation ? Ou bien dans quelle mesure la progression des importations chinoises reflète-t-elle une décélération de la demande intérieure ? Il est peu probable que les données concernant les exportations des Etats-Unis vers la Chine soient liées aux composants des lignes de production dans la chaîne de valeur ajoutée. Elles suggèrent que le problème se situe au niveau de la demande intérieure chinoise (voir graphique ci-dessous). Quoi qu'il en soit, la production industrielle chinoise connaît un ralentissement sensible (+7% en glissement annuel en novembre, contre +30% en juillet).

Exportations et importations des Etats-Unis avec la Chine (variation en glissement annuel, %, moyenne mobile à 3 mois)



Source : Datastream

Nous maintenons notre opinion de longue date selon laquelle les pays émergents sont particulièrement vulnérables à un grippage de la pompe à liquidité mondiale qui s'est reflété dans une explosion des réserves de change mondiales au cours des dernières années. Sans reprendre l'intégralité de l'argumentaire, le creusement du déficit courant des Etats-Unis s'est

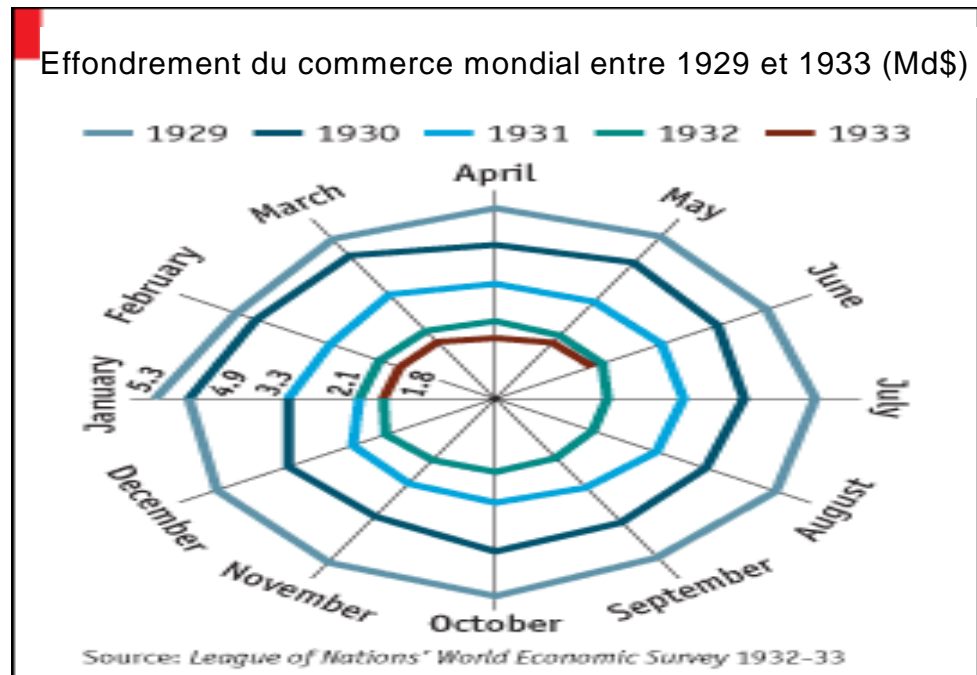
traduit par une croissance généralisée de la liquidité mondiale à travers l'intervention des banques centrales des pays émergents sur les marchés des changes. La baisse du déficit commercial des Etats-Unis à seulement 40 Md\$, contre 57 Md\$ en octobre, se faisait attendre depuis longtemps. En outre, la diminution reflétée des excédents commerciaux d'autres pays (dont quatre déficits commerciaux consécutifs au Japon) implique que les pays émergents ont commencé à enregistrer de fortes baisses de leurs réserves de change. **La pompe à liquidité pour ces économies s'est grippée, ce que nous avons appelé Le Grand Reflux 2** (voir le [Stratégie Monde Hebdo du 18 septembre 2008](#)). En octobre, il est clairement apparu que les réserves de la Chine commençaient à diminuer.

Selon moi, la Chine reste une économie tirée par les exportations, soutenue par une croissance rapide (excessive) de l'investissement. La consommation contribue toujours de manière relativement faible au PIB. Sa relative résistance jusqu'ici pourrait simplement résulter du fait qu'elle suit avec un décalage le cycle des exportations qui vient seulement de s'effondrer. Il est cependant clair que les autorités sont très préoccupées par le risque d'un ralentissement de l'économie. La propre survie du régime dépend de la croissance.

Le Premier ministre Wen a récemment déclaré au *Financial Times* que sans un certain rythme de croissance économique, des difficultés se feront jour en matière d'emploi, de recettes budgétaires et de développement social... *et que les facteurs menaçant la paix sociale s'amplifieront* – Le *Wall Street Journal* évoque un malaise social de plus en plus profond à mesure que la situation économique se détériore. Les mesures de répression contre les dissidents s'intensifient dans le sillage de la publication du manifeste pour une Chine démocratique, baptisé **Charte 08**. **Les autorités chinoises sont confrontées à l'année la plus difficile depuis le malaise économique qui avait conduit, il y a vingt ans, à la répression contre les manifestants de la place Tiananmen.**

C'est faire preuve d'une foi touchante que de croire que les autorités ont encore le contrôle des événements. Les responsables chinois ne sont ni plus ni moins faillibles que d'autres. La situation économique pourrait-elle empirer au point de menacer le régime lui-même ? Assurément nous devons envisager les conséquences d'un tel événement. Toutefois, avant d'accepter de se faire balayer par une immense vague de désordre social, le Parti communiste conserve un instrument clé dans son arsenal économique, qu'il a déjà utilisé par le passé : une **dévaluation massive**. La Chine a des antécédents en la matière. A la fin de 1993, les autorités ont dévalué le yuan de 33%. Après bientôt trois années d'appréciation, même la plus petite glissade du yuan, intervenue récemment, suscite la nervosité des autorités américaines.

S'il est certain que les autorités ont tiré des enseignements des années 1930, pouvons-nous cependant leur faire confiance pour prendre les « bonnes décisions » ? Cela dépend de l'autre option proposée. Une dévaluation du yuan serait sans aucun doute probable si l'alternative était le renversement du Parti communiste. Comme le soulignait un article récent de *The Economist*, économistes et banquiers avaient *supplié* le Président Hoover de ne pas signer le Smoot-Hawley Tariff Act de 1930. Dans un contexte de confiance dans la capacité des impressionnants plans de relance monétaire et budgétaire à empêcher une répétition de la Grande Dépression, ne serait-ce pas plutôt une dévaluation compétitive et une implosion du commerce mondial que nous devrions surveiller (voir graphique ci-après) ?



IMPORTANT DISCLAIMER: The information herein is not intended to be an offer to buy or sell, or a solicitation of an offer to buy or sell, any securities and including any expression of opinion, has been obtained from or is based upon sources believed to be reliable but is not guaranteed as to accuracy or completeness although Société Générale ("SG") believe it to be clear, fair and not misleading. SG, and their affiliated companies in the SG Group, may from time to time deal in, profit from the trading of, hold or act as market-makers or act as advisers, brokers or bankers in relation to the securities, or derivatives thereof, of persons, firms or entities mentioned in this document or be represented on the board of such persons, firms or entities. Employees of SG, and their affiliated companies in the SG Group, or individuals connected to them, other than the authors of this report, may from time to time have a position in or be holding any of the investments or related investments mentioned in this document. Each author of this report is not permitted to trade in or hold any of the investments or related investments which are the subject of this document. SG and their affiliated companies in the SG Group are under no obligation to disclose or take account of this document when advising or dealing with or for their customers. The views of SG reflected in this document may change without notice. To the maximum extent possible at law, SG does not accept any liability whatsoever arising from the use of the material or information contained herein. This research document is not intended for use by or targeted at retail customers. Should a retail customer obtain a copy of this report they should not base their investment decisions solely on the basis of this document but must seek independent financial advice.

Important notice: The circumstances in which materials provided by SG Fixed & Forex Research, SG Commodity Research, SG Convertible Research, SG Technical Research and SG Equity Derivatives Research have been produced are such (for example because of reporting or remuneration structures or the physical location of the author of the material) that it is not appropriate to characterise it as independent investment research as referred to in European MIF directive and that it should be treated as a marketing material even if it contains a research recommendation (« recommandation d'investissement à caractère promotionnel »). However, it must be made clear that all publications issued by SG will be clear, fair, and not misleading.

Analyst Certification: Each author of this research report hereby certifies that (i) the views expressed in the research report accurately reflect his or her personal views about any and all of the subject securities or issuers and (ii) no part of his or her compensation was, is, or will be related, directly or indirectly, to the specific recommendations or views expressed in this report.

Notice to French Investors: This publication is issued in France by or through Société Générale ("SG") which is authorised by the CECEI and regulated by the AMF (Autorité des Marchés Financiers).

Notice to UK investors: This publication is issued in the United Kingdom by or through Société Générale ("SG") London Branch which is regulated by the Financial Services Authority ("FSA") for the conduct of its UK business.

Notice To US Investors: This report is intended only for major US institutional investors pursuant to SEC Rule 15a-6. Any US person wishing to discuss this report or effect transactions in any security discussed herein should do so with or through SG Americas Securities, LLC ("SGAS") 1221 Avenue of the Americas, New York, NY 10020. (212)-278-6000. THIS RESEARCH REPORT IS PRODUCED BY SOCIÉTÉ GÉNÉRALE AND NOT SGAS.

Notice to Japanese Investors: This report is distributed in Japan by Société Générale Securities (North Pacific) Ltd., Tokyo Branch, which is regulated by the Financial Services Agency of Japan. The products mentioned in this report may not be eligible for sale in Japan and they may not be suitable for all types of investors.

Notice to Australian Investors: Société Générale Australia Branch (ABN 71 092 516 286) (SG) takes responsibility for publishing this document. SG holds an AFSL no. 236651 issued under the Corporations Act 2001 (Cth) ("Act"). The information contained in this newsletter is only directed to recipients who are wholesale clients as defined under the Act.

IMPORTANT DISCLOSURES: Please refer to our website: <http://www.sgresearch.socgen.com>
<http://www.sgcib.com>. Copyright: The Société Générale Group 2009. All rights reserved.