



PRÉVISIONS 2009



Analyses 2009 de l'économie globale par Saxo Bank

En 2009, les investisseurs doivent se préparer à un débouclage massif de positions à risque, une forte volatilité et de l'incertitude sur les marchés. Le système financier global est entré dans une nouvelle phase de normalisation des marchés du crédit. Nous pensons que les années de financement par la dette étaient tout sauf normales et que nous assisterons à des changements radicaux dans la façon de percevoir l'effet de levier et la dette. Les marchés financiers devront s'ajuster à cette nouvelle donne où l'effet de levier est plus perçu comme une bête dangereuse que comme un multiplicateur de profits. La croissance sera négative tant sur les profits que sur le PIB réel, le revenu ou l'emploi. En bref, même si nous préférierions nous tromper, l'année 2009 s'annonce comme une année marquée par une profonde récession.



STEEN JAKOBSEN
DIRECTEUR DE LA STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DE
SAXOBANK

Steen Jakobsen est directeur de la stratégie d'investissement de Saxobank et fait parti du senior management de Saxo Bank.

M. Jakobsen a rejoint Saxo Bank en Juillet 2000. Il définit et manage les modèles de trading et les offres en gestion de fortune de Saxo Bank pour les investisseurs privés et les clients institutionnels. De plus, M. Jakobsen gère le fond Macro de Saxo Bank et le fond FX qui approchent les 140 millions de dollars sous gestion.

Répartissant son temps entre les bureaux de Londres et de Copenhague, M. Jakobsen a plus de 20 ans d'expérience dans les domaines du trading pour fonds propres et de l'investissement alternatif. En 1989, après avoir fini ses études d'économie à l'Université de Copenhague, il a entamé sa carrière à Citibank N.A Copenhague puis a rejoint l'Hafnia Merchant Bank en tant que Head of Sales and Operations. Avant de rejoindre Saxo Bank, M. Jakobsen a travaillé pour UBS à New-York en tant que Directeur Exécutif du Global Proprietary Trading Group.



PIERRE-ANTOINE DUSOULIER
CEO DE SAXO BANQUE

Pierre-Antoine Dusoulier est diplômé du CERAM-Sophia Antipolis et titulaire d'un master de finance de la Westminster Université à Londres. Il a commencé sa carrière comme trader à Paris au CIC puis à Londres à la Commerzbank et chez Indosuez (devenu Calyon).

En 2006 il crée cambiste.com dans le but de fournir aux particuliers français un accès simple et légal au marché des changes. Cambiste.com est devenu établissement de crédit agréé par le CECEI en août 2007 puis la banque danoise Saxo Bank, spécialiste du trading et de l'investissement en ligne, en a fait l'acquisition pour créer une nouvelle entité : Saxo Banque, filiale française du groupe Saxo Bank. Pierre-Antoine Dusoulier occupe actuellement le poste de CEO de Saxo Banque.



Sommaire

LES PRÉDICTIONS CHOCS DE SAXO BANK POUR 2009	P. 6
LES 10 MEILLEURS TRADES DE 2009	P. 8
PERFORMANCES DE NOTRE PORTEFEUILLE 2008	P. 10
PRÉVISIONS POUR COURANT 2009 : CONTRACTION MAJEURE	P. 11
SUIVEZ BEN BERNANKE (ENCORE UN AUTRE INFLATIONNISTE)	P. 12
CHANGEMENT CULTUREL, MAIS PAS CELUI PROMIS PAR OBAMA	P. 13
LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE	P. 14
LES MARCHÉS ACTIONS EN 2009	P. 16
ESTIMATION DES REVENUS POUR LES DIFFÉRENTS MARCHÉS	P. 17
DANS QUELLE MESURE CES INFORMATIONS SONT ELLES DÉJÀ INTÉGRÉES DANS LES COURS DES ACTIONS ?	P. 18
QUE POUVONS-NOUS ATTENDRE DU CÔTÉ DES DIVIDENDES ?	P. 21
VALORISATIONS CIBLES POUR LES INDICES	P. 22
RECOMMANDATIONS PAR INDUSTRIE / PAR ACTION	P. 23
LES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2009	P. 26
LA CHINE EN 2008 = LES ÉTATS-UNIS EN 1929 ?	P. 27
DÉPRÉCIATIONS TOTALES DE FIN DE CYCLE ET ÉVENTUELS SIGNES DE REPRISE	P. 28
LE FOREX EN 2009 : UN NOUVEAU RETOURNEMENT EN FAVEUR DU DOLLAR US ?	P. 29
USD : UN NOUVEAU RENFORCEMENT DU BILLET VERT AVANT UN FORT REPLI	P. 30
EUR : UNE VALEUR SÛRE OU UN INCIDENT À PRÉVOIR ?	P. 31
JPY : UNE ROUTE CABOSSÉE POUR 2009 ALORS QUE LE JAPON SE BAT CONTRE UNE TROP FORTE APPRÉCIATION DU YEN	P. 32
GBP : LA PLUS GROSSE PARTIE DE LA BAISSÉ DÉJÀ PRICÉE DANS LES COURS ?	P. 33
CHF : PERTE DE SON STATUT DE VALEUR REFUGE ?	P. 34
AUD : TOUJOURS SOUS PRESSIION ?	P. 34
CAD : UN HAS-BEEN JUSQU'EN 2010 ?	P. 34
NZD : POURSUITE DE LA CHUTE À PRÉVOIR... ..	P. 35
NOK ET SEK : UN INTÉRÊT POTENTIEL POUR 2009 ?	P. 35
L'ÉNERGIE EN 2009 : LA CHUTE DU PRIX DU PÉTROLE, UN ÉNORME RISQUE GÉOPOLITIQUE	P. 37

LES PRÉDICTIONS CHOCS DE SAXO BANK POUR 2009

Qui aurait pu prédire que la capitalisation de Citigroup passerait de 165 milliards de dollars à 40 milliards en moins d'un an ? Ou que Lehman Brothers, l'une des plus anciennes banques de Wall Street, fasse faillite ? Ou que les GSE immobilières (Government sponsored enterprises - Freddie Mac et Fannie Mae), allaient être nationalisées ?

Chaque année, Saxo Bank publie ses " 10 prédictions chocs ". Réalisées par notre équipe d'analystes, ces prévisions annuelles dressent notre scénario macro-économique pour 2009. " Prédications chocs " car elles se veulent plus pessimistes que celles de l'analyste de marché moyen, parce-que que nous pensons qu'il est important que les scénarios les moins probables soient pris en compte. Lorsque le marché sera sur le point de toucher son point le plus bas et que l'aversion pour le risque aura disparu, nous espérons être les premiers à annoncer des perspectives de niveaux plus hauts.

Soyez conscient qu'il s'agit bien plus ici d'une analyse résultant d'une réflexion poussée et réfléchie que d'une simple série de prédictions – La probabilité que nos estimations se révèlent exactes n'est pas supérieure à 50%, mais la possibilité que ces événements surviennent comme prévu est bien plus élevée que ce qui est actuellement annoncé par le marché. Dans le passé, quatre de nos prédictions chocs sur dix se sont révélées justes, espérons qu'il y en aura moins l'année prochaine....

Révolution en Iran

Fortement dépendante de l'exportation de son pétrole, l'économie iranienne est déjà sous pression. Etant donné que nous prévoyons un baril de pétrole qui se négociera autour de 25 dollars US, il est fort probable que le pouvoir d'achat en dollars des iraniens diminue aussi fortement. Le gouvernement connaîtra alors de grandes difficultés puisqu'il ne parviendra pas à maintenir l'approvisionnement de la population en produits de base. Or, il y a un seuil de tolérance au-delà duquel la population iranienne ne pourra pas tenir. Ces limites semblent être lointaines lorsque l'économie fonctionne bien, mais avec la forte baisse des prix de l'énergie, une insurrection sociale et une insatisfaction générale du peuple iranien est envisageable.

Le pétrole à 25 \$ le baril

Le pétrole se négociera à un prix plus bas en 2009 étant donné le ralentissement de la demande en raison de la pire contraction globale économique depuis la Grande dépression. Nous assisterons ainsi à une réduction de la production de pétrole par l'OPEP. Cependant, en raison de désaccords au sein de l'OPEP, les diminutions ne seront pas aussi importantes que voulues afin de ralentir la chute des cours du pétrole. Ainsi, nous prévoyons un plus bas à 25 \$ le baril pour 2009. Néanmoins, les principaux pays producteurs de pétrole, dont les revenus dépendent quasi exclusivement de l'exportation de pétrole, s'efforceront de pousser les prix à la hausse.

L'indice S&P 500 à 500 points

Le S&P 500 atteindra les 500 points en 2009. La raison principale est la baisse des résultats du panier d'entreprises qui le composent. Il existe plusieurs raisons pour lesquelles les bénéfices continueront de chuter : 1) Les consommateurs ne pourront plus rallonger leurs crédits bancaires puisque les banques subissent des pertes importantes et se doivent de retrouver un certain équilibre 2) Le coût des capitaux a augmenté dans le secteur des entreprises et en particulier pour l'investissement financé par la dette 3) Les valeurs immobilières sont en train de se vaporiser et ne pourront plus faire office de collatéral pour d'éventuels prêts 4) Les entreprises vont restreindre leurs programmes d'investissement, ce qui touchera les modèles de business en B2B (business to business).

L'Italie ignorera les menaces de Bruxelles d'une possible éviction de la zone euro

L'Italie a un mauvais penchant pour la dévaluation, ce qui n'est pas autorisé par Bruxelles. Les finances gouvernementales sont soumises à de très grandes pressions : non seulement les conditions imposées par Bruxelles ne seront pas respectées, mais elles seront complètement ignorées en 2009. L'union européenne risque d'avertir sévèrement certains états membres dont les gouvernements poursuivent une politique de déficit budgétaire excessif, et en raison des nombreux avertissements déjà donnés à l'Italie, celle-ci pourrait bien devoir quitter la zone euro pour de bon.

La paire AUD/JPY à 40

L'économie australienne dépend fortement du marché des matières premières et une grosse partie du développement économique du pays au cours de ces dernières années a été rendue possible grâce au boom des matières premières. Nous pensons que tout le marché des matières premières sera profondément désavantagé au cours des dix prochaines années du fait de la destruction de la demande causée par les prix élevés des années passées. En même temps, nous sommes acheteur de Yen japonais, notamment en raison des colossales épargnes domestiques japonaises.

L'EUR/USD à 0.95 – et ensuite à 1.30

Les problèmes potentiels dans la zone euro n'attirent pas encore l'attention qu'ils méritent. Les bilans des banques européennes se trouvent actuellement sous pression, en raison de leur exposition à l'Europe de l'est, une région qui risque de s'affaiblir considérablement en 2009. Au même moment, les tensions économiques au sein de l'Europe s'accroissent comme en témoigne l'écart entre le spread des obligations gouvernementales et celui du Bund allemand. De plus, le dollar US est la principale monnaie d'échange sur le marché des devises, ce qui assure que la demande de dollars américains restera élevée. Cela étant dit, le dollar n'est pas une devise très sûre et les réels problèmes de la zone euro seront bientôt révélés au plein jour.

La croissance du PIB chinois à 0%

C'est en 2009 que le Chine sera au plus proche de la récession. Dans l'économie chinoise, les secteurs dépendant de l'exportation seront fortement touchés par le ralentissement de l'activité économique américaine. De plus, de nombreux investissements, basés sur les matières premières et entrepris lors des cinq dernières années, risquent de s'effondrer en raison de la chute des prix des matières premières. Depuis des années, l'économie chinoise était stimulée par une politique monétaire expansive et les nombreux excès spéculatifs de ces dernières années seront révélés en 2009.

Les premiers arrivés seront les premiers sortis

Nous pensons que plusieurs des devises de l'Europe de l'est qui sont pour le moment peggées ou semis peggées face à l'euro, se trouveront fortement sous pression en raison de la fuite de capitaux en 2009. Parmi ces pays, plusieurs ont une balance des paiements déficitaire et leur nécessaire refinancement les rendront vulnérables aux problèmes relatifs au marché du crédit. Ceci est en particulier vrai pour les devises des pays baltes. A terme, au moins une devise de l'Europe de l'est se détachera de l'euro.

L'indice Reuters Jefferies CRB chutera de 30% (à 150)

Au cours des dernières années, la bulle spéculative autour des matières premières a été encore plus importante que celle du marché actions (dérivés de crédits mis à part). Nous pensons que les excès spéculatifs ont été si larges, qu'ils ont faussé les statistiques relatives à l'offre et la demande. Nous avons même des doutes sur le fait que la demande dépassait l'offre pendant des années. En effet, en 2009, d'importants stocks de métaux industriels, auparavant cachés, seront mis sur le marché, avec pour conséquence une chute des prix à des niveaux encore plus faibles.

Pour la première fois une devise asiatique pourrait être peggée face au CNY (Yuan chinois)

L'influence économique, politique et culturelle de la Chine grandit à toute vitesse, et un retour aux bases de l'économie nous amènera à nous concentrer sur les problèmes les plus importants. En d'autres termes : qui détient le potentiel de production ? Qui détient les dettes ? Qui est en croissance et détient de l'épargne ? La plupart des réponses à ces questions favoriseront la Chine, et les économies asiatiques se tourneront de plus en plus vers la Chine dans le but d'y trouver de nouveaux partenaires commerciaux, ce qui représentera un changement fondamental pour ces économies qui se concentraient jusqu'à présent sur les Etats-Unis.

LES 10 MEILLEURS TRADES DE 2009

1. Vendez le Nasdaq

Les actions High-tech seront directement touchées par le retournement à la baisse du cycle d'investissement. Ces entreprises vont freiner leurs investissements basés sur le crédit puisqu'il est de plus en plus difficile de respecter les dates d'échéances. Elles porteront leurs investissements à un niveau plus bas, correspondant à leurs liquidités disponibles. Les sociétés High-tech en souffriront : le remplacement des technologies anciennes par de nouvelles technologies ne se fera pas à un rythme aussi élevé qu'auparavant dans la plupart des entreprises, ce qui provoquera une chute des ventes. Malgré les tentatives des gouvernements et des banques centrales pour relancer l'économie, les banques commerciales ont jusqu'à présent montré très peu de volonté pour offrir des crédits moins coûteux aux consommateurs (y compris aux entreprises). Et tant que les entreprises ne bénéficieront pas d'un relâchement des crédits, elles investiront de moins en moins...

2. Jouez le range sur la paire EUR/USD

Vendez l'EUR/USD à 1.65, achetez l'EUR/USD à la parité (i.e. 1.0000) : le président de la banque fédérale américaine, Ben Bernanke a récemment déclaré la guerre contre la déflation en abaissant les taux d'intérêt à un niveau proche de 0% et en prenant des mesures alternatives qui risquent tout simplement de faire exploser le bilan de la Fed. Coté européen, Trichet et les membres de la Bundesbank suivent une approche plus conservatrice et dénoncent la politique monétaire menée par la Fed. Cette divergence fondamentale entre les politiques menées de part et d'autre de l'Atlantique risque d'engendrer une volatilité importante de la parité euro dollar en 2009. D'un autre côté, la forte appréciation de l'euro n'est pas durable. La monnaie unique reste particulièrement vulnérable si une vague de mauvaises nouvelles économiques venait à s'abattre sur le vieux continent. D'autant plus si les banques européennes subissent les répercussions de leur exposition aux économies de l'Europe de l'est. Dans le cas où l'euro atteindrait voire casserait les niveaux les plus hauts de 2008, vendre de l'euro sera la meilleure alternative. Toutefois, à long terme, nous avons un sentiment baissier sur le dollar donc si nous connaissons une vente agressive d'euros, il y aura une bonne opportunité d'achat avec un objectif à 1.2000 ou plus.

3. Achetez des bons du Trésor allemand : 4.25%, 7/4/2039

Nous entrons dans une période de récession avec un marché du crédit manquant considérablement de liquidités. À présent, de nombreux actifs sont vendus et nous pensons que les matières premières seront sous pression tout au long de l'année 2009. En même temps, les investisseurs chercheront à se réfugier vers des actifs gouvernementaux. En particulier, les revenus fixes à longue échéance comme les obligations allemandes (4.25%, 7/4/2039) offrent un bouclier intéressant pour les investisseurs étant donné que la déflation risque de dominer les marchés financiers en 2009. Les bons du trésor japonais ont été très performants depuis le début des années 90, au moment où la bulle des marchés actions et immobilier a éclaté au Japon. Nous pensons que la situation actuelle risque d'être comparable à celle du Japon entre 1990 et 1991. Si les banques centrales décident de combattre ensemble la déflation et d'aider les gouvernements à financer les déficits budgétaires qui ne cessent de gonfler, les bons du Trésor allemands pourraient s'avérer être beaucoup plus rentables que les bons américains.

4. Vendez les devises de l'Europe de l'est face à l'euro

Nous conseillons des positions longues sur l'euro face aux devises de l'Europe de l'est, telles que le CZK (la couronne tchèque), le PLZ (le zloty polonais) et le HUF (Forint hongrois). Ces trois pays ont été les moteurs des économies émergentes européennes pendant les jours fastes de la période de croissance de la bulle du crédit. D'importantes arrivées de capitaux ont dynamisé ces économies : les investissements sur actifs à revenus fixes ont explosé, l'expansion du crédit a encouragé les emprunts à tous les niveaux. Ces trois pays ont creusé leur déficit budgétaire en raison de conditions de financement très favorables. Dans le secteur privé, les particuliers ont souscrit à des crédits immobiliers en devises étrangères comme le franc suisse dans ce qui semblait être une situation gagnant-gagnant, notamment parce que les devises majeures chutaient face aux devises locales et que les taux d'intérêt étaient bien plus bas à l'étranger. À présent, la bulle du crédit se détend fortement, mettant ces pays sous pression lors de la phase de retour à l'équilibre qui doit se produire. Les dettes étrangères augmentent dangereusement car le rapatriement des capitaux dévalue rapidement ces devises. Le crédit s'est aussi asséché : pour les détenteurs de crédit immobilier dont le risque de faire défaut augmente d'une part et pour les pays eux-mêmes d'autre part. Nous en concluons ainsi qu'en 2009 les devises de ces trois pays se déprécieront fortement face à l'euro.

5. Vendez l'AUD/panier du G5

Prendre une position vendeuse sur l'AUD face aux monnaies du G5 (USD, JPY, CHF, EUR, GBP). Le dollar australien est la devise des pays du G7 la plus corrélée aux cycles économiques globaux et à l'appétit au risque. Nos anticipations d'un environnement économique très fébrile en 2009 et la poursuite des désinvestissements sur les actifs à risque, nous amènent à penser que le dollar australien pourrait se déprécier davantage courant 2009. Cette situation pourrait même s'accélérer si la croissance attendue en Chine est pire que les anticipations de marché – ce que nous considérons comme fort probable. Le dollar australien subira aussi les conséquences de tout ralentissement de ses exportations de minerai de fer ou de charbon vers l'Asie. De plus, il est bon de rappeler que les consommateurs australiens sont parmi les plus endettés au monde et, dans un contexte où la crise est en train de passer de la sphère financière au consommateur particulier, l'Australie semble être dans une position vulnérable face aux difficultés à venir. Enfin, le dollar australien a toujours profité de taux d'intérêt élevés, situation qui risque de disparaître rapidement du fait de la poursuite des réductions de taux par les banques centrales en ce début d'année 2009.

6. Vendez du cuivre

Aussi important dans la construction que dans l'industrie, le cuivre est particulièrement sensible aux cycles économiques. Avec une contraction rapide et sans précédent de l'activité économique, la demande de cuivre s'est effondrée. Et pourtant, son prix a seulement chuté au même niveau que 2005 (autour de 150). Nous pensons que les prix très élevés des matières premières au cours des dernières années ont engendré une réelle destruction de la demande, notamment en substituant ces matières premières par des ressources alternatives. Une autre raison qui nous pousse à vendre du cuivre provient des stocks amassés et cachés depuis des années. Cette action à but spéculatif a poussé tout le monde à croire que la demande dépassait largement l'offre. Nous étudions de près cette dernière hypothèse et pensons que ces stocks sont en train d'être reversés sur le marché...provoquant ainsi une baisse des prix.

7. Achetez PIO (PowerShares Global Water Portfolio)

De nombreux pays pompent actuellement leurs aquifères afin de satisfaire leurs besoins croissants en eau. Ces volumes d'eau puisés sont supérieurs au taux de recharge, par conséquent ces pays procèdent à l'extraction d'eau potable directement par le sol. L'incapacité des gouvernements à limiter le pompage implique un épuisement toujours plus rapide de ces réserves d'eau et ce principalement, dans les trois pays contenant plus de la moitié des réserves d'eau de la planète: la Chine, l'Inde et les Etats-Unis. Nous pensons que ces informations ne sont pas encore intégrées dans les cours, et recommandons ainsi l'achat de Powershare Global Water Portfolio (PIO).

8. Achetez du S&P500 à 500

Notre scénario macro-économique est largement désinflationniste et dans un tel scénario, les entreprises vendront moins. En raison de leviers d'exploitation trop élevés, les marges des entreprises cotées au S&P500 seront sévèrement impactées. Nous anticipons une contraction de ces marges de 20% en moyenne pour les entreprises composant le S&P500, ce qui nous pousse à attendre une baisse de près de 30% sur la rentabilité du S&P500. Selon la technique d'évaluation utilisée et les hypothèses faites avant l'analyse, nous prévoyons un plus bas pour le S&P500 qui se situerait entre 600 et 650 en 2009. Cependant, les marchés baissiers ont tendance à s'effondrer d'autant plus lorsqu'ils sont consécutifs à une longue tendance haussière. La performance du S&P500 au cours de ces dernières années fut remarquable, par conséquent une chute de l'indice proche des 500 points semble très probable. Cependant, un léger rebond technique en fin d'année 2009 est envisagé. Un S&P500 à 500 semble alors particulièrement attractif. Nous serons acheteurs sur ce niveau

9. Vendez du Valeo

Valeo est un important sous-traitant de pièces détachées automobile. Valeo opère avec un levier d'exploitation moyen très élevé et une faible marge opérationnelle (EBIT) attendue à 4% pour 2008. Avec une moindre consommation sur le secteur et des ventes de voitures attendues en fort recul partout dans le monde, il ne fait aucun doute que Valeo va beaucoup souffrir au cours de l'année 2009. Une baisse des ventes provoquera un résultat négatif et le résultat négatif fera pression sur le versement des dividendes. Le ratio de paiement de dividendes, actuellement très élevé, a de forte chance de diminuer et entraînera logiquement une baisse du cours de l'action.

10. Vendez TUI Travel

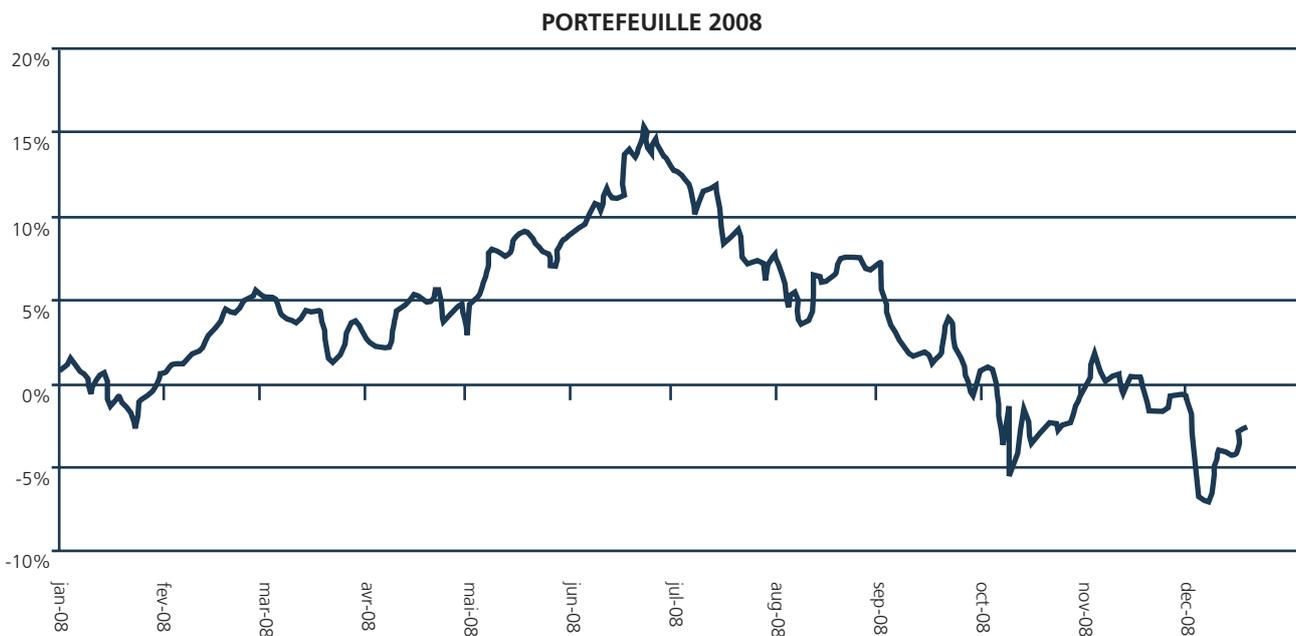
TUI Travel est un tour opérateur britannique spécialisé dans l'organisation de voyages internationaux. Avec la contraction de l'économie, les consommateurs coupent leurs dépenses de manière drastique. L'une des premières dépenses que les consommateurs coupent sont les voyages et toutes autres activités qui ne représentent pas un besoin primaire de la vie quotidienne. Nous estimons ainsi que les organisations de voyages chuteront en 2009 du fait de la détérioration de l'économie. La marge opérationnelle de TUI Travels est déjà négative (-0.71%). Dans l'hypothèse où les ventes continuent à chuter, nous pourrions nous attendre à un résultat négatif. Les dividendes seront faibles voire inexistantes et l'action baissera plus vite que le marché en général.

PERFORMANCES DE NOTRE PORTEFEUILLE 2008

Avant même le démarrage de la crise actuelle du crédit, notre portefeuille 2008 était construit sur l'anticipation d'une récession internationale. Parmi nos 10 prévisions, nous avons particulièrement insisté sur la détérioration du marché immobilier américain, celle du secteur des transports, ainsi que sur une surchauffe de l'économie islandaise.

Les performances de notre portefeuille 2008 ont reflété la complexité des marchés financiers mondiaux cette année. Nos performances annuelles sur le Forex ont terminé à +12,7% après avoir atteint +21,5%, notamment grâce à nos positions long TRY/ISK, EUR/HUF, et court GBP/CHF.

Cependant, bien que dans nos prévisions nous avons surnommé 2008 " L'année de la récession ", nous avons tout de même été fortement surpris par l'ampleur de la contraction économique mondiale. Certaines de nos positions sur le marché actions étaient basées sur des anticipations de cours de matières premières plus élevés encore, mais ces positions sont passées de gagnantes à perdantes à cause de la chute de la demande globale. Ainsi, notre portefeuille affichait +21,5% à la fin juin, il a terminé l'année à -3,7%.



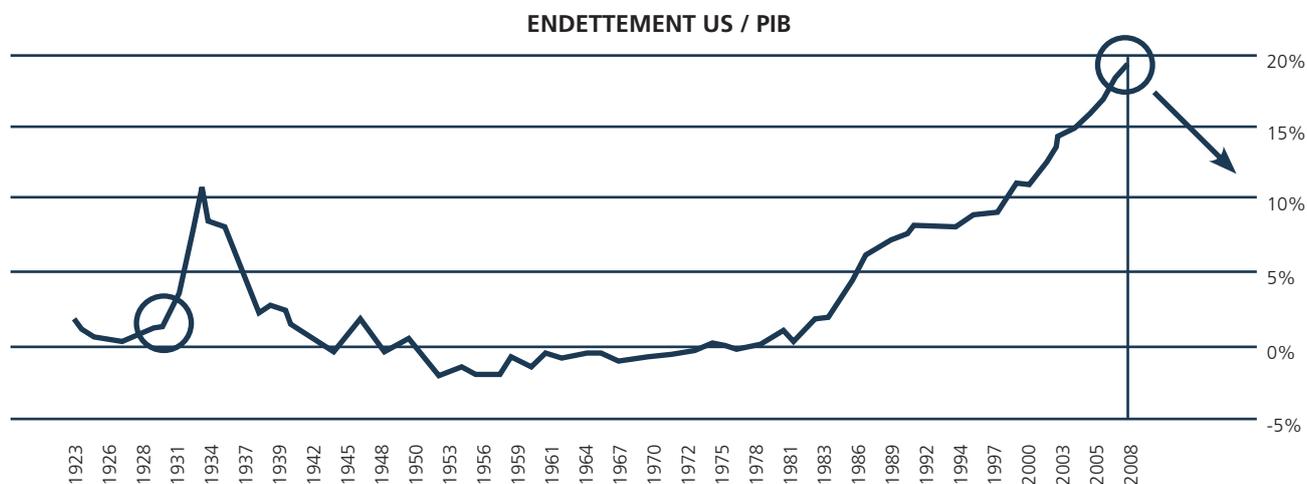
PREVISIONS COURANT 2009 : CONTRACTION MAJEURE

L'année dernière, nous avons écrit qu'au cours de l'année 2008, nous serions témoin d'un changement radical de tendance. A nos yeux, cette tendance a pris ses racines en 1980, année marquée par les financements par la dette. En résumé, tout problème économique était réglé par des taux d'intérêt toujours plus bas et donc des crédits encore plus abondants pour le système financier.

Nous pensons que le crédit facile a provoqué un boom spéculatif sans précédent et que les prix des actifs étaient si peu corrélés avec la réalité que même les banques commerciales, qui représentaient la source principale des crédits pour l'économie réelle, ne voulaient plus augmenter ses prêts. Le fait que les banques centrales aient commencé à baisser les taux fin 2007 et que les marchés monétaires n'aient pas réagi en laissant chuter les taux interbancaires, fut le premier vrai signal que le système financier était saturé par le niveau trop élevé de risque.

Pour être honnête, nous avons été pessimistes durant toute la reprise économique amorcée en 2003 (il vous suffit de lire nos prévisions depuis 2004). Notre sentiment était que le système financier n'avait jamais été réellement remis à plat et que l'environnement économique créé par les faibles taux d'intérêt a entraîné des excès spéculatifs bien pires que les excès de la bulle internet. Dans notre prévision de 2008, nous étions parmi les plus pessimistes concernant le marché des actions - annonçant une perte de 25% pour le S&P 500 et 40% pour le Shanghai Composite. Les événements de 2008 ont démontré que nos prévisions étaient plus que correctes. Toutefois, nous devons admettre avoir été surpris par la vitesse à laquelle certaines valeurs se sont effondrées.

L'année 2008 a donc prouvé que nos analyses étaient correctes et nous persévérons pour 2009: les tendances baissières sur les marchés vont encore se poursuivre, pour atteindre des niveaux très critiques. Ne vous y trompez pas, nous avons à faire à une situation comparable à celle de 1929. En effet, mesurée sur l'endettement US par rapport à son PIB, la bulle qui ne commence que maintenant à dégonfler est environ deux fois plus importante qu'en 1929.



Source: Bloomberg, Saxo Bank.

Cela signifie bien qu'il n'y a pas d'issue: les actifs font face à une très forte pression déflationniste. Les seuls actifs qui pourront survivre dans les deux années à venir sont les bons du Trésor, même s'ils seront quand même menacés par l'hyperinflation qui risque de survenir du fait de la trop forte abondance de liquidités dans le monde.

Actuellement, toutes les banques centrales souscrivent à certaines variantes du Keynésianisme (peu importe s'ils se font appeler monétaristes ou non) et cherchent absolument à baisser les taux dans le but d'éviter une déflation. Ainsi, les banques centrales continueront d'abaisser leurs taux en 2009 alors que l'activité économique et les prix à la consommation atteindront de nouveaux plus bas. Ces banques sont certainement déjà dépitées de voir leur incapacité à minimiser les effets causés par la chute des prix des actifs. L'emprunt a atteint un niveau presque nul, chose qui n'était envisageable que dans les pires cauchemars

SUIVEZ BEN BERNANKE (ENCORE UN AUTRE INFLATIONNISTE)

Ben Bernanke a été nommé à la tête de la FED en raison de son expérience à combattre la déflation. Il est souvent perçu comme étant " non conventionnel " dans sa manière d'approcher la crise financière actuelle. Jusqu'à présent, sa politique monétaire n'a aucune ressemblance avec celle de tel ou tel président de banque centrale, qui sont largement partisans des doctrines de Milton Friedman et de John Maynard Keynes. Cependant, 2009 sera pour lui un challenge qui nous permettra de voir s'il est vraiment conventionnel ou non.

Nous pensons que la politique de Bernanke incitera la plupart de ses homologues à appliquer une politique monétaire ultra expansive. Nous ne parlons pas seulement de la baisse des taux d'intérêt car en tentant de mettre un terme à la déflation, les banques centrales se verront elles-mêmes forcées d'entrer dans une franche monétisation de toute sorte d'actifs. En d'autres termes, la planche à billets va tourner à plein régime. Un bon nombre de choses seront tentées par les autorités et les banques centrales au bord du désespoir afin d'éviter les pressions déflationnistes :

1. Le revenu fixe gouvernemental sera monétisé pour deux raisons principales : A/ La première est d'aider les gouvernements à financer leurs efforts de stimulation de l'économie pour que les politiciens soient perçus comme proactifs face à la crise. B/ La seconde est d'abaisser la courbe des rendements à long terme pour que les coûts de financement soient plus faibles et que les marchés actions redémarrent. Les Etats-Unis et la zone euro ont tous les deux des finances publiques au plus bas, mais les pays de la zone euro ont des obligations légales et politiques pour rester au sein de l'union monétaire européenne, ce qui représente un obstacle pour la monétisation de la dette publique. Il est probable que ces conditions soient révisées rapidement afin d'encourager les dépenses publiques et stimuler la croissance mais ce sont surtout les Etats-Unis qui seront enclin à monétiser leur dette publique. Nous pensons que dans le but de stimuler l'économie actuellement en chute libre, l'administration Obama réduira les impôts et rééquilibrera le déficit budgétaire en injectant de nouvelles liquidités tout juste sorties de l'imprimerie.

2. Lorsqu'il sera évident que les banques commerciales ne sont pas prêtes à mettre à la disposition des consommateurs et des entreprises les crédits offerts par les banques centrales, ces dernières et les gouvernements agiront de plus en plus comme les prêteurs à la place des banques commerciales. Cela sera accompagné d'une régulation renforcée et de subventions afin d'encourager les banques à prêter de nouveau, et à " dégeler " le marché du crédit.

3. Lorsque les spreads des obligations adossées à des prêts à l'immobilier et des obligations d'entreprises s'élargiront de plus en plus et que les mesures 1 et 2 se seront révélées inefficaces, les banques centrales et les gouvernements commenceront simplement à monétiser ces bons afin d'abaisser les taux et " stimuler " l'économie.

4. Les standards de comptabilité seront eux aussi révisés. D'autres modèles seront autorisés afin de donner un prix aux actifs pourris et non liquides (CDOs, CLOs, MBSs, LBO...). Le problème majeur est que le système financier est en train de s'écrouler à une telle vitesse et avec une telle force que les collatéraux derrière ces actifs vont continuer de se détériorer. Autrement dit, les standards de comptabilité ne protégeront pas les détenteurs de ces actifs risqués face au risque de défaut des contreparties.

CHANGEMENT CULTUREL, MAIS PAS CELUI PROMIS PAR OBAMA

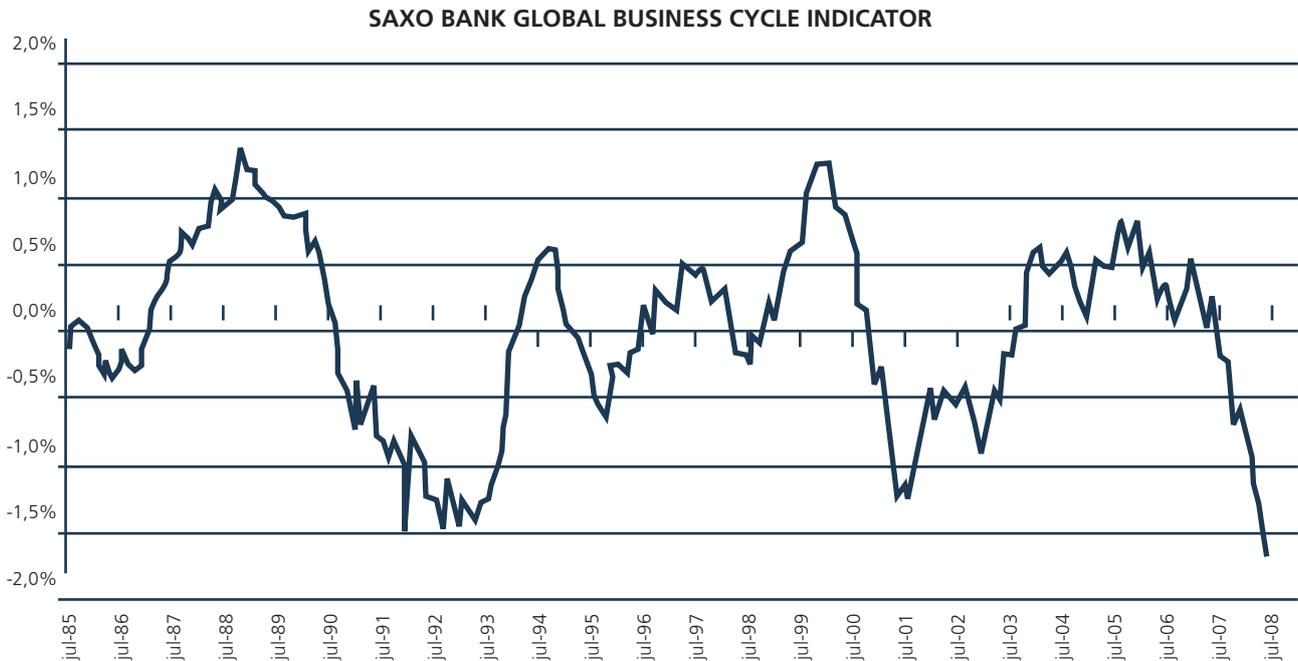
Tout au long de sa campagne présidentielle, Obama a beaucoup parlé de " changement ". Il n'y a pas de doute que le changement arrive. Dans nos prévisions pour 2008, nous annonçons un violent retournement de la tendance au financement par la dette. Les dettes sont devenues si colossales que leur coût de financement étouffe la consommation nécessaire au maintien des investissements. C'est pour cette même raison que le schéma de Ponzi refait aujourd'hui surface. Il est évident que nous pouvons déjà apercevoir les premiers changements.

Aucun investisseur ne peut envisager aujourd'hui pouvoir aller chez son banquier et lui demander un prêt à taux faible. Aucune banque ne peut envisager prêter de grosses sommes d'argent à un particulier sans prendre de risques.

Le changement de culture arrive et sera basé sur la façon dont l'économie est perçue. Dans les entreprises, la croissance interne s'imposera face à la croissance financée par la dette. Ainsi, le changement culturel s'opérera et nous passerons de " nous ne payons aucun dividende, parce que nous croyons trop en notre propre business " à " nous payons des dividendes, parce que nous avons le flux de trésorerie pour le faire " .

LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE

L'économie mondiale connaît aujourd'hui sa pire contraction depuis le début des années 80. Tout au long de l'année 2008, l'activité économique mondiale a été en chute libre, et nous pensons que l'année 2009 ne sera aucunement différente. Notre Indicateur du Cycle Economique Global montre la pire et la plus rapide baisse depuis sa création (voir graphique ci-dessous).



Etant donné que la récession actuelle est bien plus importante et d'une magnitude bien plus grande – aussi bien sur le plan géographique qu'au niveau des classes d'actifs touchées par la crise – nous pensons que notre indicateur continuera encore de chuter en 2009, mais à une vitesse plus modérée. Comme en 1992-1993, nous allons probablement assister à deux ou trois ans de ralentissement économique.

Nombreux sont les pays qui sont déjà rentrés en récession – soit parce que la situation économique parle d'elle-même soit par définition (deux trimestres consécutifs de contraction du PIB). Leur nombre va augmenter et le commerce international va s'affaiblir puisque de plus en plus de consommateurs vont freiner leurs dépenses.

Pour cette raison, nous pensons que la majorité des pays dans le monde connaîtront une récession en 2009. Puisque le secteur financier est à l'origine de cette crise, les pays ayant de larges déficits de compte courant devront faire face à des problèmes financiers d'envergure. Nous restons particulièrement attentifs aux pays baltiques et à l'Europe de l'est, et nous nous attendons à une récession sévère et profonde dans ces pays. Les pays dépendant de l'exportation de leur pétrole tels que la Russie, le Venezuela, et l'Iran feront aussi partie des plus vulnérables

LES TAUX D'INTÉRÊT EN 2009 : DÉFLATION OU INFLATION ?

Il n'y a pas de doute dans notre esprit: les taux seront baissés et de manière significative dans certains pays en 2009. Des pays comme le Royaume-Uni commencent à parler ouvertement d'adopter une politique de taux à 0%, comme l'avait fait le Japon après la crise de 1990. La BCE et la BNS (Banque Nationale Suisse) seront elles aussi forcées d'abaisser leur taux en raison d'une implosion des économies d'Europe de l'Est qui ne parviennent pas à refinancer leurs emprunts.

Mais la véritable question aujourd'hui est de savoir si nous serons confrontés à un phénomène de déflation ou d'inflation ? Afin de pouvoir répondre à cette question, il est nécessaire de bien comprendre notre système monétaire. Auparavant, avec la conversion en Or et les limites à l'augmentation des liquidités, la déflation semblait être l'option la plus probable étant donné que le capital a été détruit et que le prix réel de la dette a explosé. Cependant cette fois, il n'existe aucune limite à l'augmentation des liquidités. Aux Etats-Unis, le M1 Money supply a déjà augmenté de près de 10% après avoir virtuellement stagné pendant 4 ans. Partout dans le monde, les banques centrales feront pareil : imprimer et dépenser les nouvelles liquidités. Nous pensons que 2009 sera alors une année de déflation, mais que l'explosion des liquidités empêchera les prix de chuter pour encore longtemps, augmentant ainsi les risques inflationnistes pour 2010

RISQUE VS VALEUR REFUGE : LES SPREADS SUR LE POINT D'EXPLOSER

Cependant, cela sera uniquement le cas pour les pays les plus développés ayant le statut de refuge pour les investissements. Les autres pays des marchés émergents ou ceux possédant des déficits courants insoutenables ne seront pas en mesure de baisser leurs taux. En réalité, les pays des économies émergentes devront augmenter leurs taux afin d'attirer les investissements, ou du moins pour empêcher les fuites de capitaux vers l'étranger. Autrement dit, les primes de risque qui atteignent déjà des niveaux record atteindront des niveaux encore plus élevés. Les spreads entre les revenus fixes gouvernementaux et ceux des entreprises, entre les économies émergentes et les membres du G10, entre les revenus fixes long terme et ceux à court terme et entre les organismes et états notés AAA et les plus mauvais élèves continueront de s'élargir.

Depuis que l'économie mondiale connaît la pire contraction économique depuis plusieurs décennies, sinon depuis toujours, d'importantes pressions déflationnistes s'accumulent. Oui, les banques centrales injecteront de nouvelles liquidités comme jamais auparavant, mais nous ne pensons pas qu'elles parviendront à contourner les pressions déflationnistes de 2009 (en général il y a une période de 9 mois entre l'application des changements de politiques monétaires et leurs effets sur l'économie réelle et les prix). Peut-être qu'elles y parviendront en 2010, mais pour la première moitié de 2009, les revenus fixes gouvernementaux devraient surperformer toute autre classe d'actifs. A partir du second semestre 2009, nous verrons le spread entre les bons du Trésor américain à 10 ans et 2 ans entamer un long mouvement haussier. Le marché des obligations gouvernementales est la dernière bulle qui a besoin d'éclater.

LES MARCHÉS ACTIONS EN 2009

Avec une économie mondiale frappée de plein fouet par la crise financière et plusieurs économies entrainées dans la spirale désinflationniste, il est très difficile d'envisager un renversement de tendance pour les marchés actions. L'histoire nous montre clairement que les performances des valeurs actions en période de désinflation sont négatives. Au début des années 30, le marché actions américain a affiché son pire rendement du XXème siècle. Au cours de cette même période, le S&P500 a perdu 84% de sa valeur nominale. Cette situation est encore plus évidente pour le Japon des années 90 : en 10 ans, le marché a perdu 65% de sa valeur. En d'autres termes, dans une économie où la désinflation règne, il semble plus prudent d'éviter les marchés actions ou alors de recommander la prise de positions vendeuses.

Nous prévoyons que les marchés actions toucheront de nouveaux plus bas au cours du premier semestre 2009, avant un éventuel rebond au cours du second semestre. Cependant, les événements pourraient prendre une toute autre tournure si un fort rallye baissier se confirme dans les tous premiers mois de 2009 puis qu'une nouvelle phase de vente agressive se matérialise au deuxième semestre sur la base de révisions à la baisse des profits des entreprises et de perspectives assombries pour 2010. Globalement, nous anticipons pour 2009 de nouveaux plus bas sur les marchés actions.

Pour 2009, sur les marchés actions américains, nous nous attendons à un retour sur investissement de -15.5% (-17% sur la capitalisation boursière et +1.5% de dividendes). Celui attendu pour l'Europe est de -17.9% (-20% sur la capitalisation boursière et 2.1% de dividendes). Enfin au Japon, nous prévoyons un rendement de -19.9% (-21% sur la capitalisation boursière et 1.1% de dividendes). Tout cela n'est pas très attractif, particulièrement lorsqu'on les compare aux obligations gouvernementales comme les Bunds à longue échéance qui offrent actuellement un rendement de 3.5%.

La crise du crédit a déjà eu un impact très négatif sur les profits des entreprises et la révision à la baisse de leurs résultats n'en finit pas. Bien que la valorisation de ces entreprises semble de plus en plus intéressante, nous nous attendons à de nouvelles baisses sur les profits. En Europe, nous prévoyons un déclin de 36% pour les résultats de 2009 (institutions financières non comprises) et une réduction moyenne de 28% de l'EBIT (Résultat d'exploitation). En ce qui concerne les Etats-Unis et le Japon, nous prévoyons respectivement une baisse de 30% et 41% pour les résultats de 2009 (institutions financières non comprises) et un déclin de 20% et 35% de l'EBIT.

La bonne nouvelle est que les marchés actions ont déjà intégré cette sévère contraction du résultat des entreprises pour 2009. La plupart des indicateurs, qu'ils soient basés sur des anticipations, des observations historiques ou sur les PER (cours d'une action sur le bénéfice par action) cycliquement ajustés, montrent que les actions sont actuellement sous évaluées ou à leur juste valeur. Cependant, l'histoire ne nous offre aucun point de référence dans la mesure où cette crise du crédit n'a pas d'équivalent historique. Aux niveaux actuels, les marchés actions ne sont pas encore très attrayants et le risque de poursuite de la tendance baissière est encore considérable. En effet, les marchés ont tendance à corriger à la baisse d'autant plus fortement lorsqu'ils ont connu auparavant une période de forte hausse. Nous sommes à l'heure actuelle dans cette situation.

ESTIMATION DES REVENUS POUR LES DIFFÉRENTS MARCHÉS

Estimer les revenus de 2009 est une tâche quasiment impossible. Les probabilités liées aux divers scénarios macro-économiques varient de manières quasi quotidiennes à mesure que l'on annonce de nouvelles politiques monétaire ou fiscale. Cependant, dans de tels moments d'instabilité, il est d'autant plus important de se concentrer sur les grands indicateurs de tendance des marchés actions : les revenus futurs des entreprises et la valorisation de ces revenus.

Avant tout, nous estimons qu'il est encore trop tôt pour se positionner à la hausse en anticipant une reprise de l'économie mondiale. Historiquement, une reprise s'annonce lorsque les marchés actions connaissent une période de hausse de 4 à 6 mois. Notre équipe d'économistes ne prévoit pas de reprise avant le début/mi-2010. Dans un tel scénario, la fin 2009 semble être la période la plus intéressante pour initier des positions à l'achat sur les actions. Le tableau ci-dessous montre nos prévisions de revenus pour l'Europe, les Etats-Unis et le Japon.

Figure 1 : Ventes, EBIT, Estimations de Revenus (ex. financiers) pour 2009.

	Europe	US	Japon
Ventes	-5%	-4%	-6%
EBIT	-28%	-20%	-35%
Croissance attendue des revenus (ex. Financiers)	-36%	-30%	-41%

Source: Thomson DataStream, Saxo Bank Research

Afin de rendre nos prévisions les plus justes possibles, nous avons volontairement exclu le résultat des établissements financiers car leurs revenus sont lourdement biaisés par les plans de relance et autres liquidités injectées par les gouvernements.

Les prévisions de revenus intègrent des ventes négatives pour tous les marchés associées aux conséquences de la désinflation dans un contexte de croissance négative. De telles prévisions ne semblent pas être assez négatives pour justifier, à elles seules, la forte baisse des profits.

L'anticipation de ventes négatives pour le Japon, les Etats-Unis et l'Europe est au cœur de nos prévisions de croissance des revenus pour 2009. Nous justifions cette anticipation par la récession attendue, cette dernière amenant à une croissance négative du PIB réel. Or, cet indicateur est le vecteur de la croissance des ventes sur le secteur des entreprises. Notre équipe d'économiste prévoit une croissance de -1.5% en Europe, -2% au Japon et -1.5% aux Etats-Unis.

Il est probable que l'année prochaine les coûts de production dépassent le revenu des ventes, amenant ainsi à la première contraction globale des marges sur les marchés depuis la dernière récession. L'inflation actuelle sur les salaires ne montre aucun signe de ralentissement et elle ne devrait s'estomper que bien plus tard au vu du ralentissement de l'activité économique. Nos estimations annoncent une contraction des résultats d'exploitation allant de -20 % à -35%.

En se basant sur nos hypothèses, nous estimons une croissance des revenus pour 2009 de -36 % pour le DJ STOXX 600, -30% pour le S&P500 et -41% pour le Nikkei 225 (institutions financières exclues).

DANS QUELLE MESURE CES INFORMATIONS SONT ELLES DÉJÀ INTÉGRÉES DANS LES COURS DES ACTIONS ?

La bonne nouvelle est qu'une grande partie de ces prévisions négatives est déjà prise en compte dans les prix actuels des actions. Cependant, la principale question est de savoir dans quelle mesure ? Nous ne sommes pas en mesure de fournir une réponse exacte, mais nous pouvons obtenir une bonne estimation en comparant les valorisations actuelles des titres avec des valorisations normalisées pour ces marchés.

La meilleure approche pour répondre à cette question, est d'utiliser le PER. Afin de pouvoir séparer chacun des facteurs de manière analytique, il est nécessaire de revoir le modèle de croissance de Gordon. Dernièrement, nous avons pu témoigner de la baisse du PER. Une partie de cette baisse est imputable à l'augmentation de l'aversion pour le risque sur les marchés, amenant les investisseurs à exiger une prime de risque plus élevée pour la détention d'actions. Une autre explication de cette baisse est que les investisseurs revoient actuellement leurs prévisions de revenus à la baisse.

Afin de déterminer la part de la baisse des revenus attendus qui est déjà intégrée dans le prix des actions, nous avons calculé le PER moyen d'un marché baissier après quoi nous l'avons comparé au forward à 12 mois du PER (en excluant les établissements financiers) de chacun des marchés. Les résultats sont affichés dans le tableau ci-dessous.

Figure 2 : Premium/Discount d'un P/E de marché normal baissier

	Europe	US	Japon
PER moyen d'un marché baissier (ex. Financier)	11	11	19
PER à 12 mois (ex. Financier)	9	10	15
% de la baisse des revenus attendus déjà intégré aux cours.	-20%	-9%	-21%

Source: Bloomberg, Thomson DataStream, Saxo Bank Research

L'Europe a déjà intégré une baisse de 20% dans les cours, ce qui est bien loin des 36% que nous attendons. La situation est à peu près identique aux Etats-Unis et au Japon, dans la mesure où il y a encore du chemin à parcourir avant que notre anticipation de baisse des revenus attendus soit complètement intégrée dans le marché. En assumant que nos prévisions soient correctes, nous prévoyons donc une poursuite de la baisse du marché actions puisque la baisse des revenus attendus n'a pas encore été totalement intégrée aux prix des actions.

QUE POUVONS-NOUS ATTENDRE DU COTÉ DES DIVIDENDES ?

Comme nous l'avons vu à la section précédente, les revenus des entreprises sont sous pression et, bien évidemment, la question qui se pose maintenant est de savoir ce que cela signifie au niveau du paiement des dividendes. Lors des deux dernières récessions de 1991 et 2001, les revenus ont chuté en moyenne de 50%, alors que les dividendes ont seulement baissé de 6% en moyenne pour le marché actions européen.

Certaines entreprises et secteurs sont bien plus exposés aux risques de diminution des dividendes à la suite de résultats en baisse. L'exemple le plus flagrant est sans aucun doute le secteur financier, où les problèmes de solvabilité, les augmentations de capital et les nationalisations partielles provoquent une très forte réduction du montant des dividendes versés. Dans de nombreux cas, aucun dividende ne sera payé en 2010. Les banques ont toujours été le plus gros contributeur sur le montant total des dividendes versés et la disparition de cette source de rendement entrainera certainement une forte réduction globale des dividendes.

En partant du principe que le taux de distribution pour 2009 sera inférieur aux moyennes actuelles, (taux de distribution de 50% en cas de marché haussier, et de 30 % en cas de marché baissier), nous pouvons en déduire le rendement attendu des dividendes pour 2009 :

Figure 3 : Rendement attendu des dividendes pour 2009.

	Europe	US	Japon
Rendement attendu des dividendes	2.1%	1.5%	1.1%

Source: Thomson DataStream, Saxo Bank Research

VALORISATIONS CIBLES POUR LES INDICES

Les actions, qu'elles soient américaines, européennes ou japonaises semblent très peu chères lorsqu'elles sont comparées avec les données historiques récentes. Le problème avec ces données, c'est qu'elles n'ont aucune signification dans le contexte économique actuel. Ainsi, il est plus intéressant de se concentrer sur les indicateurs de valorisation à long-terme qui intègrent des périodes d'inflation, de récession, de désinflation ou même de crise. La valorisation des marchés actions US sur les 100 dernières années représente donc un élément de comparaison utile. Bien que la corrélation entre les actions européennes, japonaises et américaines ne soit pas parfaite, il est peu probable que les marchés divergent complètement dans un monde globalisé. Le graphique suivant montre le PER cycliquement ajusté (CAPE) du marché américain basé sur la somme des bénéfices par action sur 10 ans.

Figure 4 : S&P500 CAPE basé sur la somme des bénéfices par action (BPA) sur 10 ans. (1881-2008)



Source: Prof. Shiller, Saxo Bank Research

Les conclusions que nous tirons de ce graphique ne sont pas rassurantes. Les actions américaines ont atteint la valeur moyenne à long terme mais l'histoire nous a appris que les marchés ont tendance à sous-performer en période de crise. La chute actuelle sur sa moyenne à 16, indique un potentiel de poursuite de la baisse du CAPE sur des plus bas tel que nous l'avons vu en période de marché baissier notamment en 1921, 1932, 1974 ou en 1982.

Quel en sera l'impact sur les marchés européens et japonais ? Le CAPE européen basé sur la somme des BPA sur 10 ans est toujours à 25, bien au dessus du CAPE US qui se situe à 16. Même constat pour le CAPE Japonais basé sur la somme des BPA sur 5 ans, celui-ci affichant 28. Les CAPE européen et japonais plutôt élevés indiquent qu'il y a certainement plus de valeurs attractives sur le marché actions américain que sur les marchés européen et japonais.

Les conclusions que nous tirons de ce graphique ne sont pas rassurantes. Les actions américaines ont atteint la valeur moyenne à long terme mais l'histoire nous a appris que les marchés ont tendance à sous-performer en période de crise. La chute actuelle sur sa moyenne à 16, indique un potentiel de poursuite de la baisse du CAPE sur des plus bas tel que nous l'avons vu en période de marché baissier notamment en 1921, 1932, 1974 ou en 1982.

Quel en sera l'impact sur les marchés européens et japonais ? Le CAPE européen basé sur la somme des BPA sur 10 ans est toujours à 25, bien au dessus du CAPE US qui se situe à 16. Même constat pour le CAPE Japonais basé sur la somme des BPA sur 5 ans, celui-ci affichant 28. Les CAPE européen et japonais plutôt élevés indiquent qu'il y a certainement plus de valeurs attractives sur le marché actions américain que sur les marchés européen et japonais.

	19. Dec. 2008	Plus bas de 2009 basés sur les évaluations DDM
DJ Stoxx600	197	130
S&P500	885	610
Nikkei225	8667	5350

Source: Bloomberg, Saxo Bank Research

Ces résultats montrent que le DJ Stoxx600 devrait retracer de 35 % par rapport à son niveau actuel, que le S&P500 devrait chuter de 31 % et que le Nikkei225 chutera de 38 %. Avec un tel déclin des prix anticipés, nous ne recommandons évidemment pas de jouer la hausse du marché action avant un retournement de celui-ci que nous anticipons pour fin 2009.

RECOMMANDATIONS PAR INDUSTRIE / PAR ACTION

Lorsque l'on entre dans une période de désinflation, l'un des éléments essentiels à prendre en compte avant d'investir dans une entreprise ou son secteur est d'observer l'utilisation de son recours à la dette. Toute dette est une dette de trop et les entreprises basant leurs investissements sur la contraction de crédits verront le remboursement des intérêts affecter leur résultat. Dans certains cas, elles pourraient même avoir du mal à rembourser ces intérêts car les profits diminuent fortement. De fait, les secteurs où les entreprises ont régulièrement recours à l'investissement par la dette sont les plus risqués. Ici, le risque de voir les revenus s'effondrer est important car nous entrons en période de désinflation et la récession économique rend particulièrement difficile le fait de justifier et de maintenir un niveau d'endettement élevé.

Le second élément qu'il est souhaitable d'éviter dans cet environnement désinflationniste est la dépendance aux cycles d'investissements. Comme vu précédemment, la désinflation crée un cercle économique vicieux : la chute des prix motive les consommateurs à retarder leurs acquisitions et incite les entreprises à repousser leurs investissements. Ce comportement pousse les prix vers le bas et se renouvelle sans cesse.

Les dépenses publiques sont le troisième élément décisionnaire. En effet, une entreprise tirant profit des dépenses de l'état voit son cours de bourse beaucoup moins volatile et parfois même à l'inverse des cycles d'évolution. Même si l'on est encore loin des circonstances de la Grande Dépression, les politiques du monde entier ont déjà émis l'idée d'augmenter les dépenses publiques pour maintenir l'emploi et soutenir l'économie.

Le dernier élément à éviter dans un environnement désinflationniste est l'utilisation d'un levier d'exploitation trop important, surtout s'il s'accompagne de faibles marges. Avec la chute des prix, habituellement accompagnée d'une chute des volumes de ventes, le CA des entreprises va lui-même se retrouver sous pression dans ce contexte désinflationniste. Ainsi, de nombreuses entreprises seront dans l'obligation d'atteindre les volumes de ventes requis pour maintenir leurs marges.

Nous avons noté chaque industrie selon les critères ci-dessus en attribuant -1, 0 ou 1. Notre point de départ, est que nous recherchons les industries qui seront les plus résistantes à un contexte désinflationniste. Donc, si l'industrie est résistante elle recevra un score de +1, si elle est neutre un score de 0 et si elle est fragile un score -1. Les résultats sont indiqués dans le tableau ci-dessous :

Figure 6 : Notation de la performance attendue par industrie dans un environnement désinflationniste.

Sector	Financial leverage	Cyclical vs. Non-cyclical	Government exposure	Operational lev. + low margins	Total Score
Cons. Disc.	-1	-1	0	-1	-3
Cons. Staples	0	+1	0	+1	2
Energy	-1	-1	0	+1	-1
Financials	0	-1	0	+1	0
Health care	+1	+1	+1	+1	4
Industrials	-1	-1	+1	-1	-2
Info. Technology	-1	-1	0	0	-2
Materials	0	-1	0	-1	-2
Telecom	0	+1	0	+1	2
Utilities	-1	+1	0	+1	1

Si l'industrie reçoit une note située entre -4 et -1, nous nous attendons à ce qu'elle sous-performe par rapport au marché global. Si l'industrie est notée 0, nous restons neutres et si elle obtient un score entre 1 et 4, nous prévoyons qu'elle surperforme par rapport au marché global.

Puisque nous sommes plutôt baissiers sur les actions en 2009 nous conseillons de conserver des positions vendeuses jusqu'à ce que le marché redémarre, peut-être au deuxième semestre 2009. Nous avons appliqué les mêmes critères de notation pour les actions seules et n'avons retenu que celles affichant un score situé entre -3 et -4 afin de pouvoir se placer court sur ces valeurs. Ainsi, nous vous conseillons de vendre les valeurs suivantes : Valeo, TUI Travel, OMV (Energie), Kuehne + Nagel (Industriels), Sage Group (Technologie Information).

LES MATIÈRES PREMIÈRES EN 2009

Plusieurs facteurs ont provoqué la chute du cours des matières premières au cours du second semestre 2008. Nous nous attendons à ce que ces facteurs continuent à faire pression sur le prix des matières premières courant 2009.

Avant tout, le renforcement du dollar a été un facteur important car la plupart des matières premières sont cotées face au dollar. Au moins la moitié de la baisse de 60% de leur valeur peut être imputée à cet événement.

Les mouvements de spéculation sont aussi à prendre en compte. Les fonds de pension et les hedge funds ont tous investi massivement dans les matières premières, les considérant comme des produits permettant de diminuer la volatilité de leur retour sur investissement. Par le biais de contrats à terme, ils croyaient pouvoir à la fois profiter du " Roll yield " (Rendement obtenu de l'écart de prix entre un contrat à terme à échéance proche et un contrat à terme à échéance plus éloignée) et réduire le risque global de leur portefeuille. Le problème a bien évidemment été que :

1/ De trop nombreux acteurs l'ont fait en même temps de sorte que les marchés de matières premières sont entrés dans une phase de backwardation massif (situation où le prix des contrats à long terme est inférieur à celui des contrats à court terme et notamment du prix spot).

2/ Puisque tout le monde achetait des matières premières pour réduire le risque des portefeuilles en actions, la corrélation s'est faite en sens unique et notamment lorsque le prix des matières premières s'est effondré l'année passée.

Enfin, après avoir analysé les statistiques de l'offre et de la demande, nous pensons que les données officielles ont été manipulées afin de créer un vent de panique du côté de la demande et de pousser à des achats massifs. L'émergence de fonds, dont le seul objectif est de se procurer du métal avec livraison physique, a provoqué la disparition de certaines quantités de métaux des tables de calcul, biaisant ainsi les statistiques pour montrer que la demande estimée surpassait l'offre. Ainsi, des stocks cachés semblent avoir été constitué au cours des quatre ou cinq dernières années et ces mêmes stocks sont très probablement reversés actuellement sur le marché.

Après une forte appréciation du prix des matières premières, nous entrons dans une décennie où les cours très élevés ont détruit la demande pour les dix ans à venir au moins. La demande globale s'effondre et là où la demande est encore présente, des moyens de substitution font leur apparition dans les industries clé. Même pour le pétrole, nous observons désormais une baisse du kilométrage total aux Etats-Unis, un indice que l'on considérait auparavant comme complètement inélastique. Avec le ralentissement sévère attendu pour la Chine, la consommation globale de matières premières devrait afficher un net recul en 2009.

Nous nous attendons à ce que tous les métaux industriels continuent à évoluer sur des niveaux très bas en 2009. L'or devrait afficher des performances supérieures à l'argent puisque ce dernier est utilisé dans l'industrie et que l'or est généralement perçu comme un moyen plus sûr et plus traditionnel pour se couvrir en temps de crise, d'inflation ou de dévaluation (du dollar). Les coûts seront réduits dans tout le circuit des matières premières et les cours des matières premières pourraient en réalité être inférieurs aux coûts marginaux de production. Globalement, cela signifie que les métaux de base pourraient probablement voir leur valeur réduite de 50% par rapport à leurs cours actuels. Nous nous attendons à ce que le cuivre baisse de 70 cents par livre et que le zinc tombe à 600 \$ par tonne.

Les actions liées aux matières premières continueront de souffrir en 2009. De nombreuses entreprises ont augmenté leurs investissements en réponse aux prix élevés. Des coûts fixes élevés et des marges négatives entraîneront l'abandon massif de projets de développement et beaucoup d'entreprises feront faillite (reportez-vous à la section sur les actions pour en savoir plus).

LA CHINE EN 2008 = LES ETATS-UNIS EN 1929 ?

La Chine, la Chine, la Chine. La Chine a été LA grande aventure de ces cinq dernières années. Qui ne s'intéresserait pas à un pays avec un minimum de 10% de croissance annuelle, avec une consommation en forte croissance, des milliers de nouveaux millionnaires et un appétit sans limite pour les matières premières ? Tout le monde dépend de la Chine, à la fois pour faire des profits et pour expliquer comment la croissance mondiale pourrait continuer à progresser. Tout le monde voulait aller en Chine, que ce soit physiquement ou par le biais d'investissements.

Finalement, n'est-ce pas exactement la façon dont étaient perçus les Etats-Unis en 1929 ? (Même si la croissance aux Etats-Unis était autour de 4% avant 1929, elle était tout de même supérieure aux taux de croissance dans le reste du monde).

Il existe d'autres ressemblances : La Chine et les Etats-Unis de 1929 ont connu des taux de croissance extrêmement forts pendant presque 10 ans, ce qui a complètement aveuglé les observateurs. Les deux ont affiché des taux d'épargne et d'investissement parmi les plus élevés dans le monde durant leurs périodes fastes. Toutes deux ont dû gérer des comptes courant excédentaires (La Chine en achetant des bons du trésor américain, les Etats-Unis en achetant de l'or). Toutes deux ont tenté de soutenir les pegs à des actifs douteux ou défaillants : les Etats-Unis en essayant de maintenir la Livre à un taux ridiculement élevé après la mise en place du Gold Standard qui visait à lutter contre l'inflation galopante survenue après la 1^{ère} guerre mondiale. La Chine, quant à elle, essaie désormais de se péger au dollar US, qui malgré une relative force retrouvée, évolue toujours à la baisse sur le long terme ; cela pourrait se terminer de façon catastrophique.

Pour ces deux pays, tout au long de leur période respective de miracle économique, leur politique monétaire a été extrêmement expansive alors que les prix à la consommation restaient stables ou n'augmentaient que très peu, ce qui poussa certains observateurs à en conclure, à tort, que la politique monétaire était " neutre ". Par conséquent, de grosses bulles spéculatives ont pu se former pour éclater par la suite.

Dans les années 30, les Etats-Unis ont été une des économies les plus durement touchées par la crise car leur politique monétaire fut poussée à l'extrême. La politique monétaire chinoise a été constamment la plus extrême parmi les pays du G20. Au cours des dix dernières années, la croissance de la masse monétaire annuelle (M2 Money Supply) a avoisiné les 16% en Chine. Cela devrait effrayer ceux qui pensent que la croissance chinoise est éternelle. Selon nous, la Chine ressemble à une très grosse bulle. Toute l'économie est devenue bien trop dépendante de la consommation américaine financée par la dette, consommation qui s'est brutalement ralentie. Et les chinois n'ont pas de plan de secours.

La Chine est déjà en train de fermer des milliers d'usines qui employaient des travailleurs venant de zones rurales à des salaires presque trois fois supérieurs à ceux auxquels ils pouvaient prétendre en campagne. Ces fermetures vont se poursuivre en 2009 du fait de la chute des exportations. Comme au cours des dernières années de l'empire romain, la population se tournera vers les campagnes afin d'être capable de subvenir à ses besoins primaires. La Chine va certainement connaître une de ses pires périodes de transition économique. La grande question est de savoir si le système financier de l'économie mixte sera un avantage pour l'économie chinoise ou s'il représentera un frein. Le besoin de flexibilité indique que cela sera un frein.

Comme nous l'indiquons dans la section sur le marché actions, nous ne recommanderons certainement pas d'acheter des actions en 2009 mais s'il s'avère que ne le faisons, les actions chinoises font définitivement partie des candidates les moins probables.

DÉPRÉCIATIONS TOTALES DE FIN DE CYCLE ET ÉVENTUELS SIGNES DE REPRISE

À la fin de 2008, les dépréciations de crédit s'établissent autour de 700 milliards de dollars, la majorité de ces dépréciations provenant des Etats-Unis (70%). Après révision, nous devrions obtenir un montant global de 750 milliards de dollars pour la seule année 2008. Les dépréciations totales depuis le deuxième trimestre 2007 s'établissent à presque 1 trilliard de dollars. Nous avons auparavant indiqué que nous anticipions un total de 2 trilliards mais nous arrivons à la conclusion qu'il est plus réaliste d'envisager 2,5 voire 3 trilliards de dollars avant que cette crise ne se termine.

Avec des crédits hypothécaires commerciaux valorisés à presque 1 trilliard de dollars, des obligations à haut risque plus vulgairement appelées " obligations pourries " et des LBO valorisés 3 trilliards de dollars, des prêts hypothécaires à risque de plus de 8 trilliards de dollars, des prêts à la consommation et des prêts contre garantie immobilière de 2 trilliards, des prêts au premier logement à hauteur de 3 trilliards, nous obtenons un total de 17 trilliards d'actifs qui présentent à différents niveaux un risque de défaut. Beaucoup de ces actifs sont directement corrélés avec le marché immobilier, ce qui signifie qu'une baisse supplémentaire de 15 à 20% des prix de l'immobilier entraînerait une insolvabilité généralisée.

Les crédits hypothécaires appelés " subprimes " ont été dénoncé comme la cause de toutes ces dépréciations mais le problème est bien plus fondamental et global. Désormais, 7% de tous les crédits hypothécaires risquent de faire défaut. Le chiffre est de 4,34% pour les crédits hypothécaires à risque.

Comme nous l'avons argumenté dans la section sur les perspectives de croissance, nous pensons qu'il est probable que l'économie se détériore de façon continue pour les trois ans à venir. Ainsi, nous nous trouvons très certainement actuellement au tiers de la crise, que ce soit au niveau du montant des dépréciations accumulées qu'en termes d'horizon de temps.

A quoi devons-nous être attentifs pour capturer les premiers signes de reprise ? Voyons tout d'abord ce qu'il devrait se passer au niveau des principaux indicateurs :

- 1)** La consommation personnelle américaine restera en-dessous de zéro pour au moins les six trimestres à venir. Un signe de reprise serait de voir cet indicateur au-dessus de zéro pendant au moins deux trimestres consécutifs.
- 2)** Le ratio Crédit/PIB va très certainement grimper du fait d'une chute temporaire du PIB. Ce ratio évoluera à la baisse durant les vingt années à venir mais lorsqu'il se stabilisera au sein de cette tendance baissière, ce sera le signe d'une potentielle reprise.
- 3)** Les prêts et les baux vont diminuer dans les banques commerciales car les banques vont s'efforcer de restaurer la solvabilité. Il est clair que le système bancaire de détail a besoin de prêter à nouveau avant que nous assistions à une reprise durable.

LE FOREX EN 2009 : UN NOUVEAU RETOURNEMENT EN FAVEUR DU DOLLAR US ?

L'éclatement de la bulle du crédit en 2008 a provoqué des mouvements brutaux sur toutes les classes d'actifs. Les devises ont été au centre de ce tourbillon lorsque les marchés mondiaux ont commencé à se déstabiliser à la fin du premier semestre 2008 puis à s'effondrer en Septembre/Octobre. Voici quelques exemples du vent de panique qui a frappé le marché des devises en 2008 :

Le GBP/USD affichait une parité autour de 2.0000 début 2008. La paire a plongé de plus de 25% pour s'établir en-dessous des 1.5000 à la fin de l'automne. Début décembre, l'EUR/GBP avait grimpé de plus de 20% sur l'année.

Après avoir touché un plus haut depuis 10 ans, en évoluant au-dessus des 1.6800 en octobre 2007 alors que les marchés actions atteignaient des records, l'EURCHF fêtait les 1 an de ce record en affichant un plus bas jamais atteint en Octobre 2008.

L'AUD/JPY, la paire de référence pour le carry-trade parmi les devises du G7, du fait du large différentiel de taux entre les deux devises de cette paire, a vu son canal d'évolution des cours moyens à 20 jours passer de 100 pips (environ 1% du prix du spot) durant l'été à plus de 500 pips lors des jours de forte volatilité de fin octobre. 500% d'augmentation de la volatilité !

Le Rand Sud-africain a perdu plus de 40% de sa valeur contre le dollar après avoir connu une période de 7 ans de relative stabilité. La couronne islandaise, quant à elle, est devenue complètement inconvertible.

Donc, que nous réserve 2009 au niveau des devises majeures ? Notre première idée était que les premiers mois de 2009 pourraient ressembler aux derniers mois de 2008 : une nouvelle vague de débouclage des positions à risque combinée à un renforcement du dollar et du yen et une faiblesse des devises les plus corrélées avec les grands cycles économiques (AUD et CAD).

Mais juste avant la fin de l'année 2008, la FED a fait une déclaration de guerre totale contre la déflation, ce qui nécessitera l'émission d'une grande quantité de monnaie. C'est une position très agressive qui prend de cours nos anticipations et celles du marché. La BoE et la BoJ semblent plus ou moins prêtes à suivre le même chemin. Mais la BCE s'est élevée contre cette position et semble prendre le parti d'un ralentissement voire d'un arrêt des baisses de taux et a même critiqué la FED en l'avertissant sur les risques inflationnistes d'une telle attitude. La divergence de ces politiques monétaires et les tensions qu'elle génère est la garantie d'une forte volatilité de l'EUR/USD en 2009.

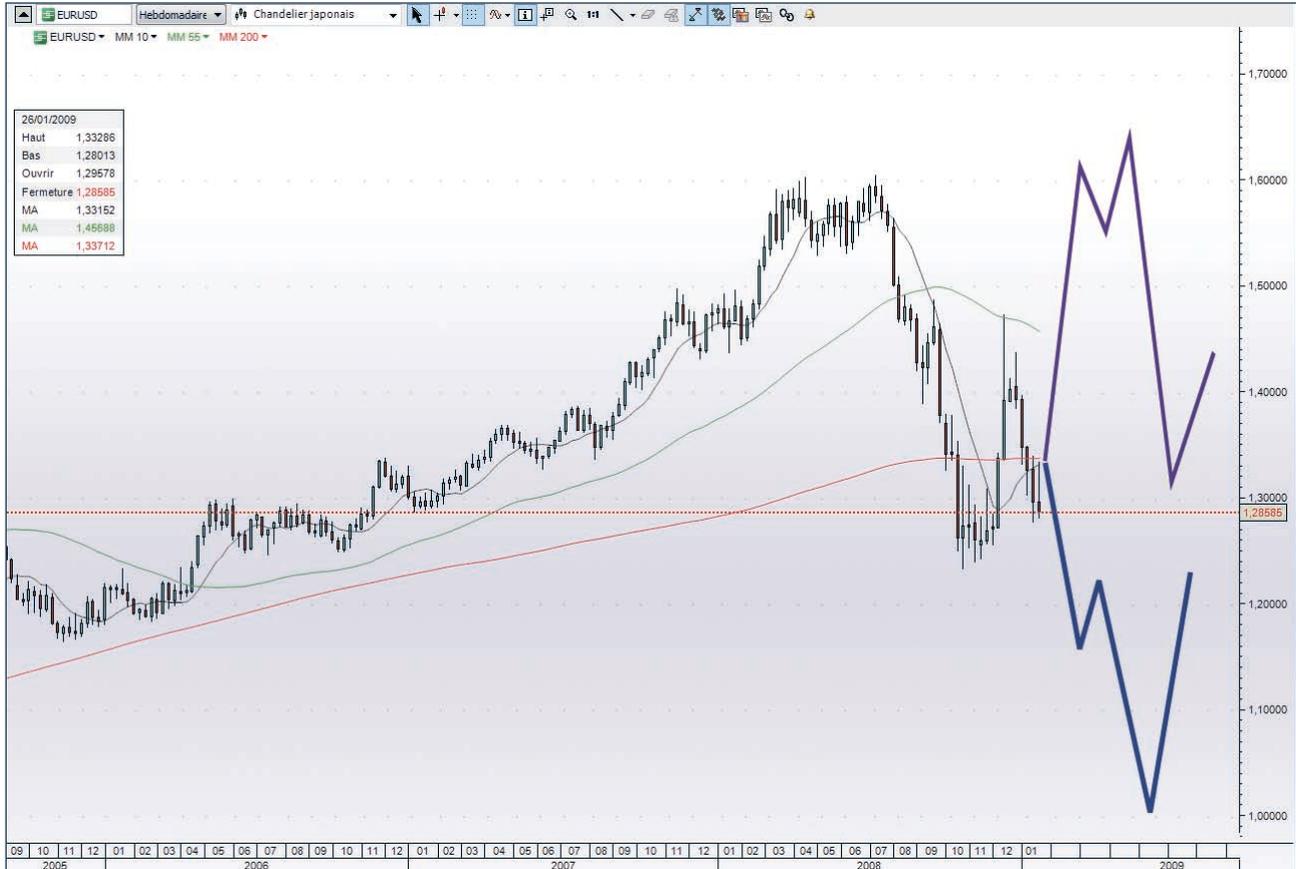
USD : UN NOUVEAU RENFORCEMENT DU BILLET VERT AVANT UN FORT REPLI.

Au début de 2008, le dollar américain s'affaiblissait à cause de la perte de confiance des investisseurs dans la capacité de l'économie américaine à rebondir face aux problèmes des subprimes et à l'éclatement global de la bulle du crédit. La FED avait déjà lancé une campagne agressive de baisse des taux alors que les pressions inflationnistes augmentaient dans le reste du monde. Les investisseurs ont réagi en initiant d'importantes positions vendeuses sur le dollar durant le premier semestre 2008 sur la base de ces décorrélations. Mais lorsque la crise du crédit est devenue globale, une vague de débouclage de positions à risque s'est opérée sur les marchés, faisant ainsi reprendre des couleurs au billet vert et faisant grimper le dollar index de plus de 20%. Les paires USD/devises émergentes ont été les grandes gagnantes car les positions vendeur USD/Acheteur devises émergentes et vendeur actions américaines/ acheteur actions des marchés émergents ont été les plus largement suivies par les investisseurs et ce, même par les investisseurs américains qui avaient depuis longtemps boudés les actions de leur marché domestique et qui investissaient à l'étranger comme ils ne l'avaient jamais fait auparavant... Au moment où nous entamons l'année 2009, cette hausse de l'USD a fortement corrigée du fait des déclarations de Ben Bernanke à propos de la guerre ouverte contre la déflation. Nous voyons deux scénarios possibles pour le dollar en 2009. Il y a toujours une chance pour que l'on assiste à une nouvelle phase de débouclage des positions à risque et de liquidation d'actifs, ce qui renforcerait le dollar face à la plupart des devises. Sur un horizon de temps plus éloigné, la politique super-expansive de la FED est le signal fort d'une volonté de dévaluation du dollar afin d'éviter une déflation de la dette. Au final, M. Bernanke devrait y parvenir.

Trade 2009 : Vendez l'EUR/USD au-dessus de 1.6000 avec un objectif à 1.2000 / Achetez l'EUR/USD à 1.0000, ce qui devrait se produire en premier. Achetez l'USD/CAD avec un objectif à 1.4500.

L'EUR/USD en 2009 :

un scénario binaire : si nous assistons à un rallye haussier, c'est une très belle opportunité pour vendre. S'il tombe sur des plus bas, c'est un achat cyclique basé sur une probable dévaluation du dollar.



EUR : UNE VALEUR SÛRE OU UN INCIDENT À PRÉVOIR ?

Dans les dernières semaines de 2008, l'euro s'est fortement apprécié face aux devises du G-7 étant donné que la BCE a pris la position claire de ne pas se joindre au jeu de la dévaluation appliqué par la FED et la BoE. Bien que cette politique d'austérité et les craintes des conséquences inflationnistes de la dévaluation soient admirables, cette position a brutalement accéléré la hausse de l'euro – une tendance qui ne sera pas durable durant 2009. Cette tendance garantit un atterrissage très dur pour l'économie de la zone euro et risque de provoquer la pire déflation dans le monde tant que la BCE et les pays de la zone euro refuseront de faire marcher de façon massive la planche à billets comme le fait le reste du monde. Nous ne serions pas étonnés que les circonstances actuelles et que les différends au sein des pays de l'UE forcent la BCE à baisser ses taux à un niveau proche de zéro. L'euro semble incroyablement cher alors que nous entamons 2009 et nous nous attendons à ce que des menaces s'accumulent au-dessus de la monnaie unique au cours de l'année, avec la possibilité qu'un ou plusieurs pays de l'union menace de quitter la zone euro, comme l'Italie ou la Grèce, du fait des effets contraignants et dévastateurs de l'euro fort sur leur économie. Notez que la dette gouvernementale à 10 ans de l'Italie, de la Grèce et d'autres pays de la zone euro encore, offre déjà un rendement largement supérieur à celui de la dette allemande – plus de 130 points de bases en ce qui concerne la dette italienne à 10 ans à mi-décembre. Toute menace pesant sur l'intégrité de l'union européenne aurait des effets désastreux sur la devise unique car les responsables des réserves mondiales pourraient être tentés de diversifier leur exposition à l'euro. Nous sommes également très inquiets au sujet des banques européennes et de leur grande exposition aux économies de la Communauté Economique Européenne du fait des risques potentiels de défaut de paiement sur les prêts accordés à l'étranger durant les années de la bulle.

Trade 2009 : Vendez l'EUR/USD s'il atteint 1.6000. Vendez l'EUR/JPY pour un test des 95.0000. Vendez l'EUR/AUD et l'EUR/NZD lorsque les indices action majeurs atteignent de nouveaux plus bas.

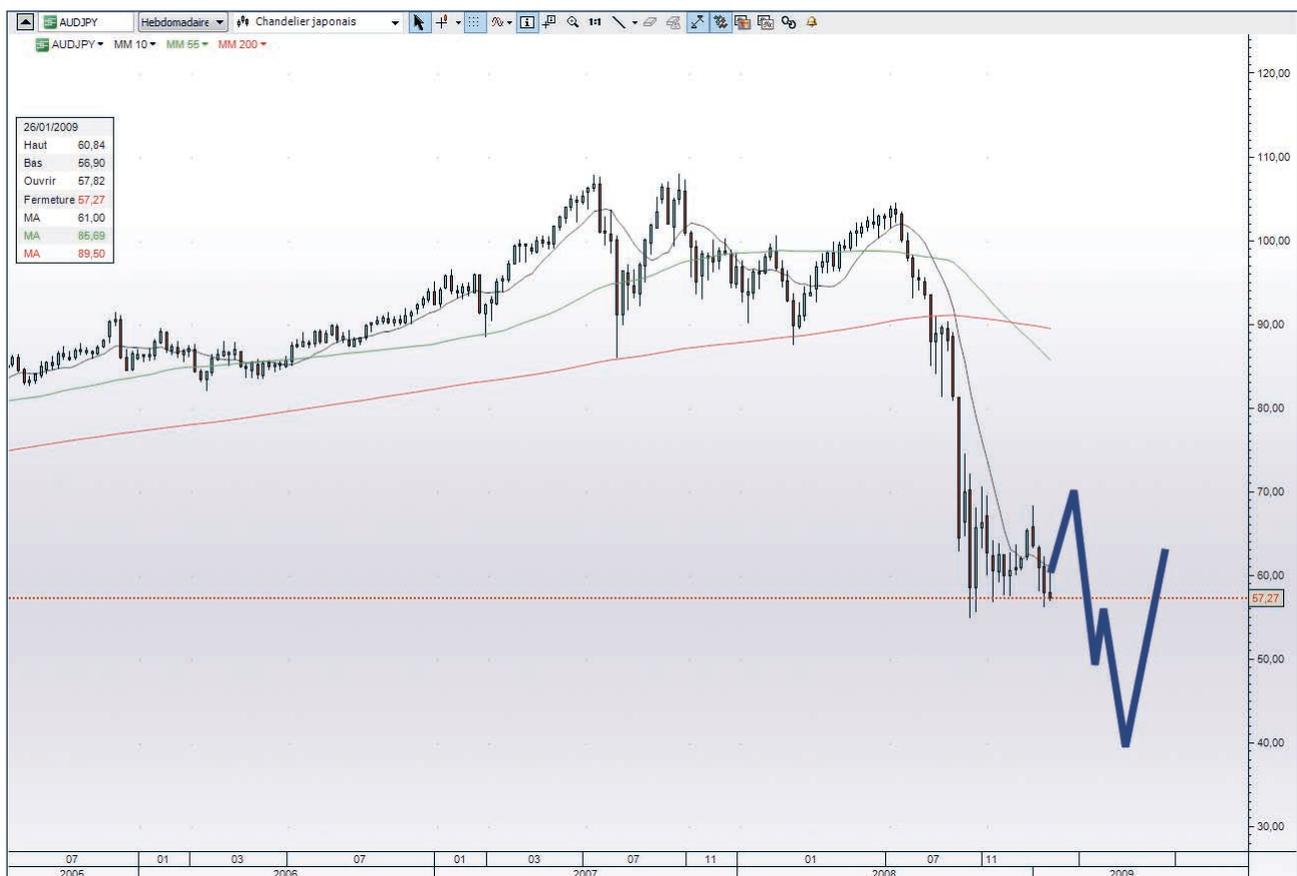
JPY : UNE ROUTE CABOSSÉE POUR 2009 ALORS QUE LE JAPON SE BAT CONTRE UNE TROP FORTE APPRÉCIATION DU YEN

Le carry trade sur le JPY a pris fin brutalement en 2008 et le yen qui a longtemps été survendu a subi une réévaluation rapide mais juste. Ce phénomène n'est pas encore arrivé à son terme alors que nous entamons l'année 2009 mais le chemin vers un yen plus fort pourrait être bien plus chaotique dans les mois à venir. Plus le yen se renforce et plus cela provoque des dommages sur l'économie japonaise qui est fortement dépendante de ses exportations. La BoJ devrait commencer à intervenir sur les marchés pour lutter contre un yen trop fort comme elle en a déjà fait la demande explicite auprès des autres pays membres du G-7. Donc, même si nous sommes haussiers sur le yen sur le premier semestre 2009, ce trade est difficile à recommander si l'on tient compte du ratio risque/gain. Puisque nous ne nous attendons pas à une reprise de l'économie en 2009, nous pensons que le carry trade restera un concept mort dans un futur proche. Aussi, dans une économie mondiale où tant de pays se noient dans des dettes sans fin, il est difficile de parier contre une nation dont la population possède une épargne dépassant 100% du PIB américain.

Trade 2009 : Vendez l'EUR/JPY avec 95.00 pour objectif. Vendez le CAD/JPY en visant 65.00 ou plus bas. Vendez l'AUD/JPY pour un test des 45.00.

L'AUD/JPY en 2009 :

La poursuite de la réduction des niveaux d'endettement à différents niveaux renforcera les pressions déjà existantes sur les carry trades mais si les actions atteignent un plus bas, il y aura aussi de belles opportunités d'achat.



GBP : LA PLUS GROSSE PARTIE DE LA BAISSÉ DÉJÀ PRICÉE DANS LES COURS ?

Le GBP a sombré vers des nouveaux plus bas à mi-décembre 2008 alors que l'économie britannique était de loin la plus vulnérable des économies européennes face à la crise du crédit. Premièrement, les services financiers représentent la seule réelle exportation majeure du Royaume-Uni et c'est le secteur le plus touché par la crise. Deuxièmement, les banques anglaises ont contracté énormément de dettes à l'étranger pour un montant s'élevant à plusieurs fois le PIB du Royaume-Uni. Troisièmement, la Livre était surévaluée et lorsque la BoE a commencé sa politique agressive de baisse des taux d'intérêt, son rendement traditionnel n'était plus là pour justifier l'intérêt porté par les investisseurs à la Livre dans une perspective de carry trade. Enfin, le Royaume-Uni présentait une bulle immobilière peut-être pire que la bulle immobilière américaine et le consommateur britannique est l'un des plus endettés du monde. La bonne nouvelle ? Le trade " short GBP " était l'un des plus évidents et a été largement suivi par de nombreux investisseurs. Le marché a déjà intégré dans les cours un grand lot de problèmes pour le Royaume-Uni et nous pensons que la Livre pourrait connaître une forte correction haussière courant 2009, au moins face aux devises européennes, et ce, même si la BoE a semblé satisfaite de voir la Livre continuer de se déprécier jusqu'à maintenant.

Trade 2009 : Vendez l'EUR/GBP pour un test des 0.8000 et achetez le GBP/CHF sur des plus bas pour un test des 1.9500.

CHF : PERTE DE SON STATUT DE VALEUR REFUGE ?

Le franc suisse a changé du tout au tout en 2008 alors que la crise du crédit faisait rage sur les marchés. Au début, le franc suisse s'est renforcé parallèlement à la forte contraction de l'appétit au risque sur les marchés, comme il l'a presque toujours fait dans le passé. L'hypothèse était que le CHF avait été beaucoup utilisé comme devise privilégiée pour le carry trade et que tout ce qui a trait au carry trade pouvait se retourner. Cependant, après avoir atteint des plus-hauts, notamment contre l'EUR, le CHF a soudain commencé à s'affaiblir contre l'EUR et les autres devises plus tard dans l'année quand les traders et les investisseurs macro ont observé son exposition au secteur financier. Bien qu'il soit devenu extrêmement populaire, notamment pour les prêts à l'immobilier en Europe Centrale et en Europe de l'est, d'emprunter du franc suisse pour des investissements effectués en dehors de Suisse, les banques et les investisseurs suisse investissaient également à l'étranger pour des montants équivalents à plusieurs fois le PIB du pays. Les problèmes survenus entre la Suisse et les autorités allemandes et US liées au statut de paradis fiscal de la Suisse a également terni la capacité de la Suisse à attirer des capitaux étrangers. Nous sommes neutres sur le CHF en ce début d'année 2009. Pourtant, le CHF pourrait bien s'apprécier face à l'EUR courant 2009.

Trade 2009 : Achetez le GBP/CHF pour un test des 2.0000. Vendez l'EUR/CHF pour un retour sur 1.4800.

AUD : TOUJOURS SOUS PRESSION ?

Le dollar australien a été pris dans la double bulle des matières premières et des devises émergentes et est resté fort jusqu'à ce que ces deux marchés aient touché des plus-hauts à la mi-été 2008. Dès lors, sa chute a été vertigineuse et sans-doute grandement accentuée par le débouclage d'énormes positions de carry trade accumulées au fil des années. Les prévisions pour l'AUD restent très pessimistes tant que les perspectives de croissance mondiale restent faibles, ce à quoi nous nous attendons pour 2009. L'économie australienne peine à combler ses faiblesses et a donc beaucoup de retard à rattraper en 2009. L'AUD sera particulièrement sensible à tout ralentissement en Chine qui serait pire qu'anticipé, en raison des exportations essentielles vers ce pays, en particulier le fer et le charbon. Ce risque lié à la Chine est d'une ampleur inconnue du fait de l'opacité des performances réelles de l'économie chinoise.

Trade 2009 : Vendez l'AUDUSD pour un test à 0.5000. Vendez l'AUDJPY pour un test à 45.00. Achetez l'AUD si le S&P500 atteint les 500.

CAD : UN HAS-BEEN JUSQU'EN 2010 ?

Le dollar canadien a mis du temps à s'affaiblir comparé aux autres devises fortement corrélées au marché des matières premières, mais lorsque que le prix du pétrole s'est effondré, son destin était scellé et l'USDCAD est passé de la parité à 1.3000 en l'espace d'un mois. L'économie canadienne a toujours été très liée à l'économie des Etats-Unis. Ceci dit, le Canada a fait preuve d'une résistance surprenante jusqu'aux derniers mois de l'année, lorsqu'il était clairement apparu que la crise du crédit était d'ampleur mondiale. Le Loonie va continuer à souffrir en 2009, du fait principalement de la chute du coût des matières premières associée à une faible croissance mondiale. Les problèmes que rencontre le secteur automobile US sont également à prendre en compte, les pièces automobiles constituant une part non négligeable des exportations du Canada. Il semblerait que la série de mauvais chiffres au Canada n'en est qu'à ses débuts et que le pire est à venir, le Canada aura donc fort à faire. Ceci dit, nous ne nous attendons pas à un désastre : le Canada a été un des pays les plus responsables au niveau fiscal ces dernières années et est plutôt bien placé pour se sortir de cette pagaille par rapport à d'autres économies majeures.

Trades 2009 : Achetez de l'USDCAD pour un test des 1.4500. Vendez du CADJPY pour un test des 65.00 ou moins.

NZD : POURSUITE DE LA CHUTE A PRÉVOIR...

La place du NZD en tant que maillon faible des devises du G10 en 2008 était justifiée. L'économie du pays a commencé à s'affaiblir bien avant celle de la plupart des autres pays à cause de sa propre bulle du crédit/logement. Maintenant la banque centrale abaisse les taux de manière agressive pour combattre le ralentissement économique et l'effondrement de la bulle de ses actifs domestiques. Malgré cela, la Nouvelle-Zélande a du chemin à faire pour équilibrer son économie, notamment à cause de son énorme déficit du compte courant qui nécessite d'importants financements externes difficiles à lever. De plus, la détérioration des prix des produits agricoles diminue les revenus issus de l'exportation. Heureusement pour le pays, le gouvernement a bien réussi à équilibrer son budget jusqu'à maintenant et la Nouvelle-Zélande pourrait donc représenter un intérêt une fois que le réajustement nécessaire au rééquilibre de l'économie aura été opéré.

Trade 2009 : Vendez du NZDUSD pour un test à 45.00. Achetez le NZD face aux autres devises si le S&P500 atteint les 500 pour un rally haussier de 10%.

NOK ET SEK : UN INTÉRÊT POTENTIEL POUR 2009 ?

Les devises scandinaves se sont soudainement affaiblies en 2008 pour de bonnes raisons. Dans le cas de la Norvège, la corrélation traditionnelle avec le prix du pétrole se traduit presque inévitablement par l'affaiblissement du NOK. Outre la corrélation avec les prix du pétrole, le NOK était devenu une devise populaire pour les carry trade en raison de l'augmentation agressive des taux par Norges Bank atteignant 5,75% à la mi-année. Hélas, son exposition aux matières premières, sa faible liquidité, l'explosion de la bulle immobilière, à quoi s'ajoute actuellement la diminution rapide du différentiel de taux entre le NOK et les autres devises, font que l'EURNOK se traite à des plus-hauts non vus depuis des années. Courant 2009, cependant, nous pensons que le NOK pourrait revêtir un intérêt à l'achat d'autant plus que l'EUR court un réel risque de forte correction baissière.

Le SEK s'est radicalement affaibli avec des exportations qui s'effondrent et un secteur bancaire en danger en raison d'investissements gigantesques et déraisonnables contractés auprès des pires économies émergentes d'Europe de l'Est – les pays baltes. Alors que le débouclage des positions à risque et les tensions économiques continuent de sévir, cela pourrait peser sur la couronne, mais nous pensons que sa valeur face à l'Euro est déjà très faible en ce début 2009, surtout si l'on considère le fait que la Suède affiche toujours un surplus au niveau de son compte courant et qu'elle a réussi à dégager des excédents budgétaires jusqu'à cette année. La Suède semble certainement bien mieux armée que beaucoup d'autres pays membres de la Zone Euro pour combattre cette récession. De plus, en décembre, le bureau de la dette nationale suédoise est intervenu efficacement lorsque l'EURSEK a dépassé les 11,00.

Trade 2009 : Vendez de l'EURNOK quand le prix du pétrole aura chuté en dessous de \$40 le baril pour un test à 8.50 et vendez de l'EURSEK pour un test en dessous de 9.50

L'EURSEK en 2009 :

Les devises scandinaves sont sous-évaluées et l'EUR fort ressemble à une bulle : Le gouvernement suédois a commencé à intervenir et cette paire pourrait sérieusement chuter en 2009.



L'ÉNERGIE EN 2009 : LA CHUTE DU PRIX DU PÉTROLE, UN ÉNORME RISQUE GÉOPOLITIQUE

Le ralentissement économique mondial déclenché par le dégonflement rapide de la bulle du crédit a fait grimper le prix du pétrole à un sommet à la mi-été 2008. En l'espace de quelques mois, le brusque renversement des prix a mis à mal les économies des principaux pays exportateurs de pétrole. Malheureusement pour la plupart de ces pétro-États, leurs dirigeants ont particulièrement mal géré l'activité économique pendant les années de prospérité : ils ont gaspillé les revenus qu'ils ont tiré du pétrole en subventions internes superflues et ont permis l'apparition de grosses bulles inflationnistes d'actifs locaux en raison de régimes de devises péggés de manière inappropriée. Maintenant, avec le déclin de la demande globale qui a devancé toute tentative des pétro-États de réduire leur production et exportations, ces pays pourraient faire face à une nouvelle chute du prix du pétrole en 2009.

Le plus grand risque lié aux événements qui se déroulent sur le marché mondial de l'énergie est que les prix chutent si bas et si rapidement qu'ils déstabilisent fortement un ou plusieurs des pétro-régimes déjà fragiles. Et, ironiquement, plus la chute des prix du pétrole est forte, plus le risque d'une future crise de l'offre est grand. Une crise de l'offre pourrait se produire à court terme par la chute d'un régime pétrolier, comme en 1979 en Iran. La gestion de la chute du prix du pétrole représente un vrai défi car elle pourrait entraîner des déstabilisations politiques, économiques et géopolitiques en 2009. Et de toutes les grandes puissances exportatrices de pétrole, l'Iran est sans doute la plus susceptible de connaître de tels troubles.

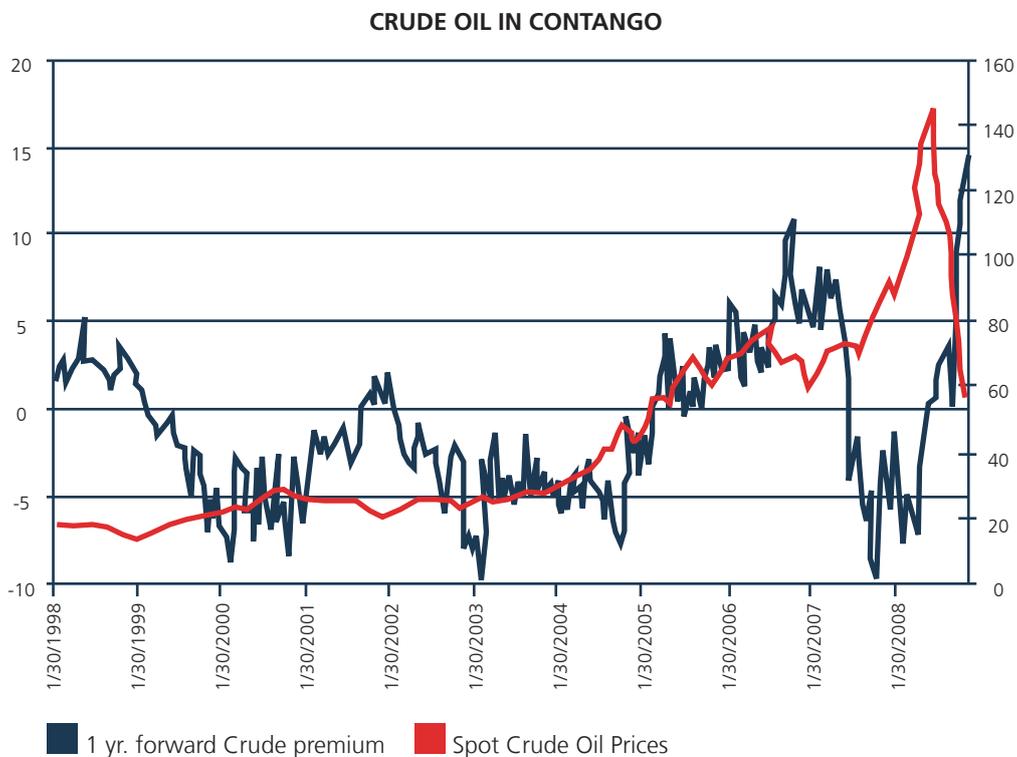
Le pétrole a atteint plus de 145\$ le baril cet été. Ce prix élevé aurait amené la production mondiale annuelle à quelques 4,5 trilliards de dollars. Maintenant, le prix du baril a chuté de plus de 100\$ et cette brusque dépréciation a mis à mal l'ensemble des pétro-états qui ne s'attendaient pas à voir une telle baisse de leurs revenus à court terme. Alors que nous entamons 2009, le boom inflationniste généralisé qui s'annonçait s'est transformé en spirale déflationniste en l'espace de quelques mois. La Russie, la plus grande puissance pétrolière après l'Arabie Saoudite, n'a pu qu'assister, impuissante, à l'effondrement du rouble et au dépouillement de ses milliardaires oligarques de la majeure partie de leurs actifs par le marché. Dubaï, la tentative des EAU de créer un spot financier au Moyen-Orient, ne peut que contempler ses grattes ciels vides qui témoignent de l'implosion de la bulle immobilière de la ville. Au Venezuela, le populiste Chavez semble de plus en plus acculé sur le plan politique. Cependant, de tous les exportateurs de pétrole, la situation la plus critique est très certainement pour l'Iran.

L'Iran fait face à des pressions qui sont peut-être les plus fortes de tous les majeurs exportateurs de pétrole, au fur et à mesure que le prix du pétrole chute car les dépenses du gouvernement ont augmenté parallèlement à la hausse du prix du pétrole et le brusque renversement de tendance créé une énorme pression sur le modèle économique actuel du pays. Au lieu d'accumuler des réserves financières lorsque les temps étaient prospères, le régime Iranien a opté pour une politique désastreuse de subventions massives, visant à consolider l'adhésion du peuple au régime. Le manque de rigueur de ces dernières années a maintenu le prix du gaz à un cours ridiculement bas de 11 cents par litre. Incroyable mais vrai, l'Iran est le second plus gros importateur de gaz après les Etats-Unis. L'importation de gaz est devenue tellement expansive en 2008, qu'Ahmadinejad a été forcé d'adopter des mesures très impopulaires de rationnement du gaz. Selon les experts, les revenus issus du pétrole représentent 80% des revenus réalisés par l'Iran à l'étranger. Différentes estimations indiquent que l'Iran a besoin d'un prix du baril autour de 80 – 90 dollars pour financer son budget actuel. Avec un financement à l'international rendu quasi impossible du fait de son isolement et des prix du pétrole qui évoluent autour de 45 dollars le baril, l'Iran est en train d'épuiser ses réserves de devises étrangères afin de maintenir sa politique de subventions généreuses en espérant un rebond rapide des prix du pétrole.

De plus, en 2009, le gouvernement sera forcé de couper les subventions de façon significative, une mesure qui érodera inévitablement l'adhésion au régime en place. Des élections doivent avoir lieu en juin prochain alors que le pays souffre d'une inflation à 30% et entre en récession. L'évolution de la situation en Iran en 2009 est très certainement la question géopolitique la plus importante pour 2009. Les élections à venir, la déstabilisation et l'impopularité croissante du régime alors que les prix du pétrole s'effondrent et le problème encore non-résolu des ambitions nucléaires de l'Iran, représentent une combinaison d'événements très dangereuse. Ajoutez à cela les tensions entre l'Iran et l'Ouest, sa position conflictuelle envers Israël et son importance en tant qu'exportateur de pétrole vers les économies asiatiques, il est alors clair que les implications d'une déstabilisation de l'économie et du régime iranien sont globales. L'Iran est définitivement un baril de poudre pour 2009.

Offre et demande et l'incroyable courbe du pétrole

La caractéristique la plus étrange du marché du pétrole alors que nous entamons 2009 est que les prix se situent dans une situation de contango extrême où les prix spot sont extrêmement bas comparés aux prix des forwards. Comme le montre le graphique ci-dessous, le contango du forward à 1 an a atteint pas moins de 15 dollars fin 2008 alors que la demande s'effondrait. Le contango nous indique que la demande au comptant est extrêmement basse en ce moment à cause de la récession économique mondiale. Les prix bien plus élevés plus loin sur la courbe signifient que le marché s'attend à ce que ces prix extrêmement bas ne durent pas. Mais est-ce la bonne hypothèse ? La demande en pétrole s'effondre dans le monde. Les analystes ont longtemps supposés que la demande ne pouvait qu'augmenter pour le pétrole, mais ils oublient des exemples historiques pertinents. Par exemple, de 1978 à 1983, la demande en pétrole a baissé de 20% aux Etats-Unis et n'a pas retrouvée son niveau de 1978 avant 1998. Après la crise asiatique en 1997, la demande de la Corée du Sud s'est rétrécie de près de 15%.



Voici une autre conséquence de la situation : Avec un contango aux niveaux actuels, quiconque a les capacités de stocker d'importantes quantités de pétrole est certain de faire des bénéfices : on peut acheter du pétrole maintenant, le stocker pendant un an et en tirer un profit en bloquant les prix à 1 an par le biais d'un forward à 1 an acheté dès maintenant. Dans l'environnement actuel de marché, il y a très peu de trades comparables, et cette opportunité devrait disparaître progressivement au fur et à mesure que nous approchons de la fin 2009 - soit parce que le spot va grimper face au forward soit parce que le forward va baisser face au spot ou les deux. Nous pensons que la pression sera plus forte sur les prix du forward. En écartant toute crise de l'offre due à une déstabilisation d'un quelconque pays pétrolier, le marché du pétrole devrait rester bien approvisionné en 2009. Pourtant, sur le plus long terme, l'offre montre des signes de pic. Les efforts sur la production de pétrole ne se font pas sentir immédiatement, donc lorsque l'économie mondiale commencera à donner des signes de reprise, le marché de l'énergie aura un laps de temps très court pour réagir et s'adapter à la demande, ce qui devrait engendrer inévitablement une très forte hausse des prix. Une reprise de l'économie mondiale entraînée par la demande en pétrole n'est pas pour 2009.

Saxo Banque ne saurait être tenue responsable de toute perte découlant d'un investissement fondé sur toute recommandation, prévision ou autre information apparaissant sur les présentes . Le contenu de cette publication ne saurait être considéré comme une promesse explicite ou implicite, ou encore comme une garantie ou un engagement de Saxo Banque que les clients tireront des bénéfices des stratégies décrites ou que les pertes découlant de la mise en œuvre desdites stratégies pourront ou seront limitées. Les transactions réalisées conformément aux recommandations contenues dans une analyse, et en particulier les investissements sur marge comme la négociation de devises ou l'investissement dans des produits dérivés, peuvent être très spéculatives et peuvent résulter en des pertes aussi bien que des profits, en particulier si les conditions envisagées dans l'analyse ne sont au final pas réunies. Vous pouvez consulter l'intégralité de ce disclaimer sur www.saxobanque.fr