



OÙ VA LE MONDE ET COMMENT « SURVIVRE AUX CRISES® » ?

Depuis 2000, les pays du G7 sont  
déstabilisés par le protectionnisme  
monétaire de la Chine

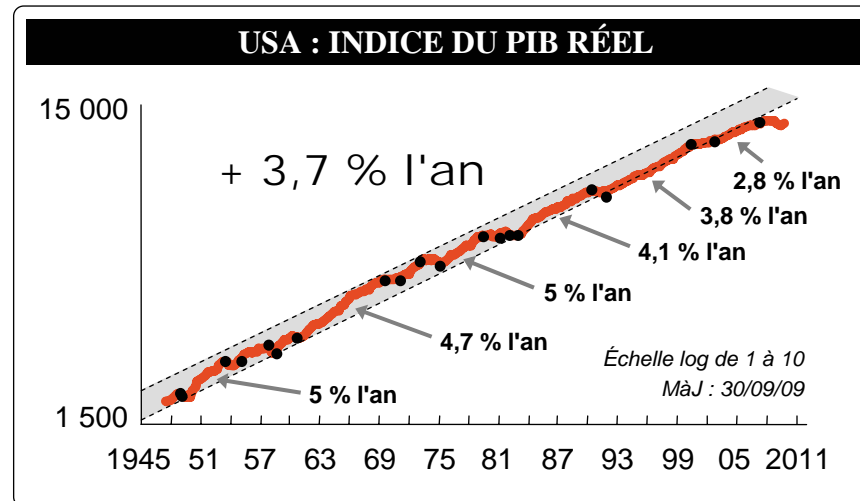
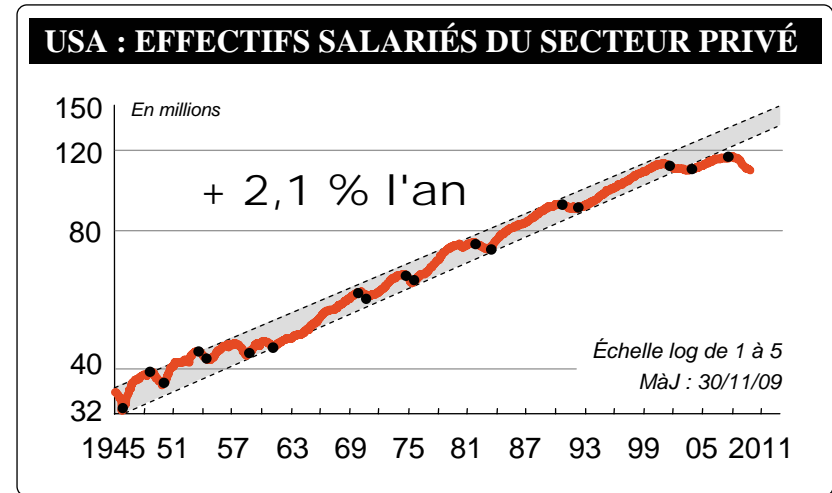
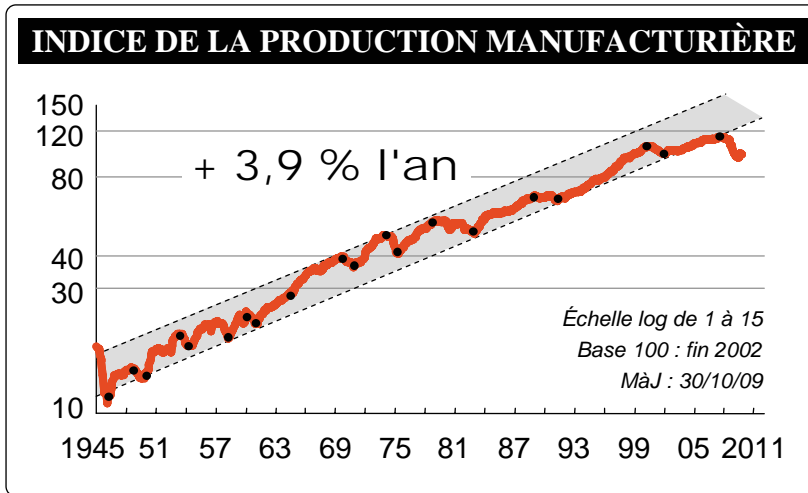
▶ Antoine Brunet  
*Président*



**AB MARCHES**

# Depuis 2000, les USA sont déstabilisés

Ils ont quitté par le bas le trend qui avait prévalu entre 1945-2000



Source : Bloomberg

# Depuis 2000, les USA sont déstabilisés

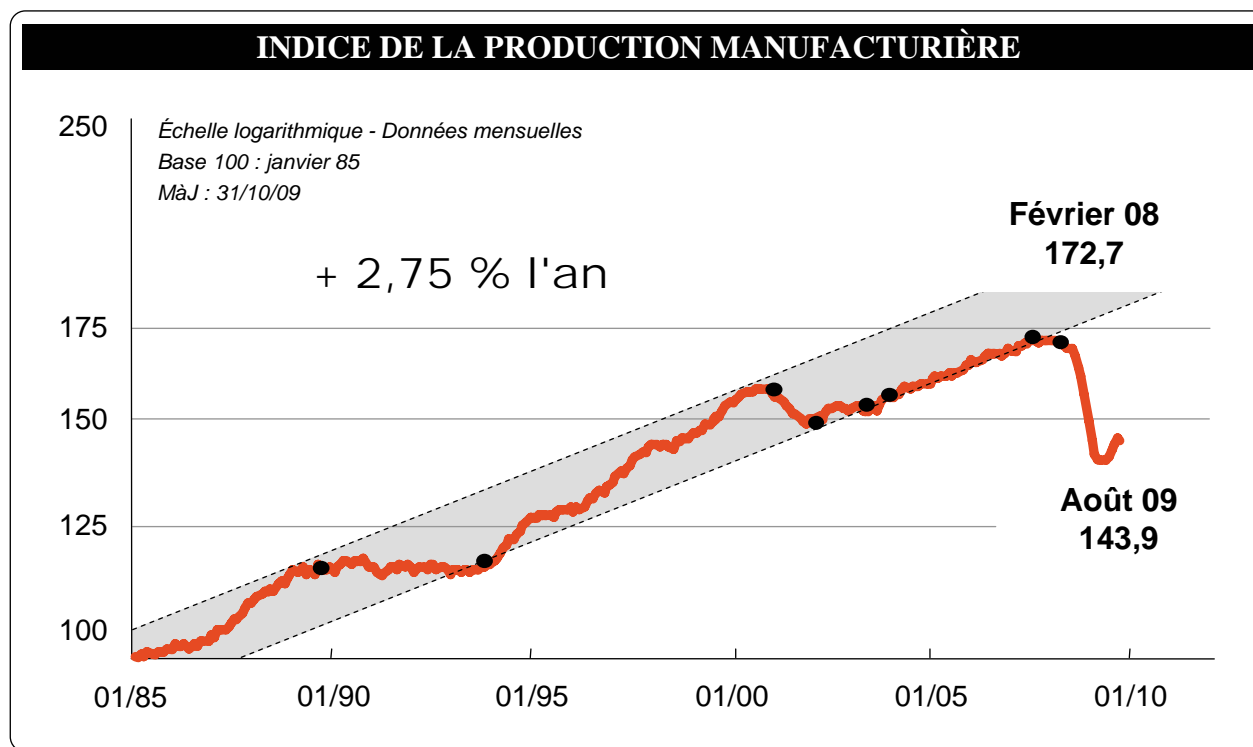
Ils ont quitté par le bas le trend qui avait prévalu entre 1945-2000

---

- ▶▶ Depuis 2000, deux récessions franches, prolongées et rapprochées.
- ▶▶ Croissance de 2,8 % seulement entre fin 2002 et fin 2007.
- ▶▶ Le décrochage du PIB s'est accompagné d'un décrochage de l'emploi *(et d'une explosion du chômage)* qui viendra accentuer l'écart du PIB à son trend antérieur *(3,7 % l'an entre 1945 et 2000)*.
- ▶▶ Le retour du PIB à son trend antérieur paraît désormais inaccessible.

# Depuis 2000, les pays du G7 sont déstabilisés

Ils ont quitté par le bas le trend qui avait prévalu entre 1945-2000

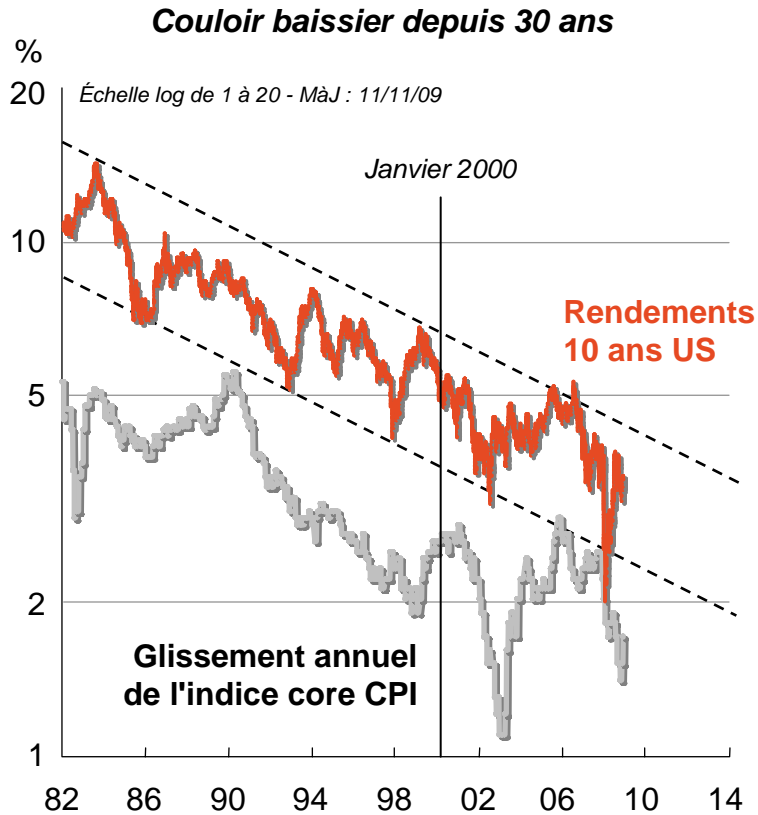


- ▶▶ Tout indique que, au niveau du G7 comme au niveau des États-Unis, s'est mis en place depuis 2000 un changement de trend à la baisse pour l'activité et pour l'emploi dans le G7.

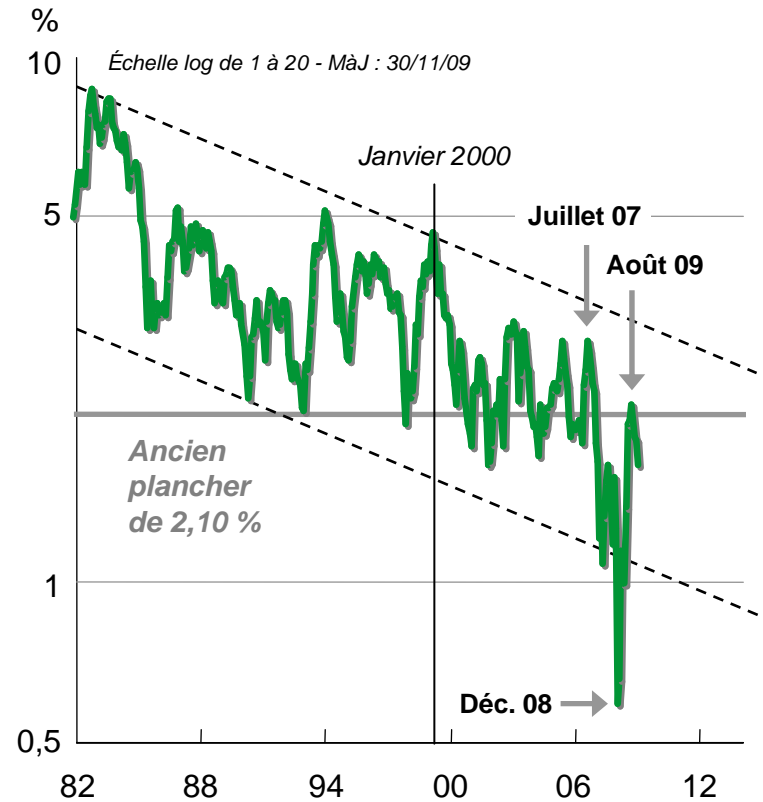
# Depuis 2000, les pays du G7 sont déstabilisés

L'arme des taux a été jouée mais s'avère insuffisante

## USA : RENDEMENT 10 ANS ET INFLATION SOUS-JACENTE



## USA : RENDEMENT 10 ANS HORS INFLATION SOUS-JACENTE



Source : Bloomberg

# Depuis 2000, les pays du G7 sont déstabilisés

L'arme des taux a été jouée mais s'avère insuffisante

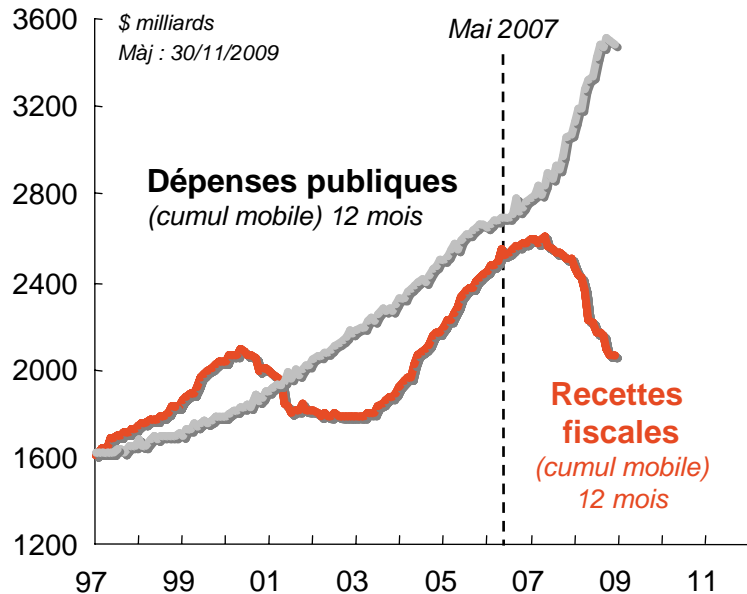
---

- ▶▶ De 1983 à 2000, la baisse des rendements 10 ans nominaux accompagne la désinflation.
- ▶▶ Depuis 2000, la baisse des rendements 10 ans nominaux se poursuit alors même que la désinflation s'est interrompue.
- ▶▶ Depuis 2000, l'ancien plancher de 2,10 % pour les rendements 10 ans réels est significativement franchi à la baisse
- ▶▶ La modification à la baisse du trend du PIB depuis 2000 s'est concrétisée EN DÉPIT MÊME d'une baisse, formidable et régulière, des taux d'intérêt, courts et longs, nominaux et réels, dans la zone G7.

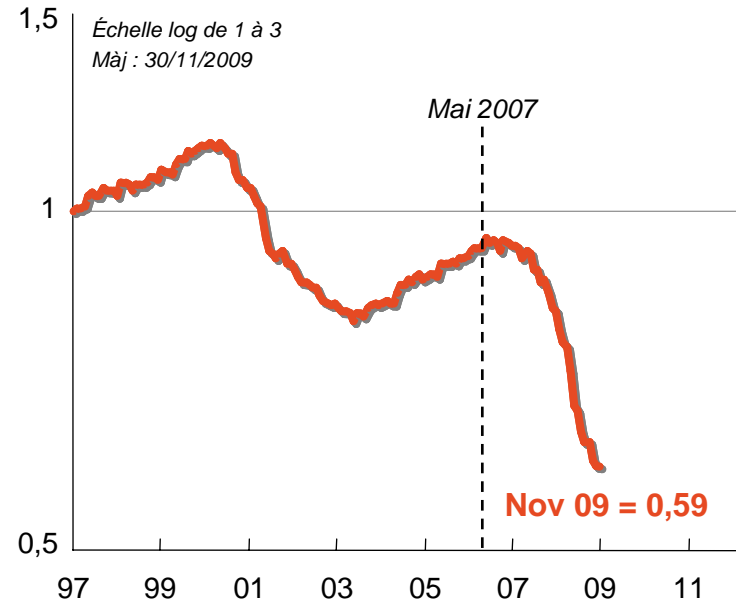
# Depuis 2000, les pays du G7 sont déstabilisés

L'arme budgétaire vient d'être jouée mais ne peut l'être indéfiniment

**USA : RECETTES FISCALES ET DÉPENSES PUBLIQUES** (cumul mobile 12 mois)



**USA : RAPPORT RECETTES FISCALES / DÉPENSES PUBLIQUES** (cumul mobile 12 mois)



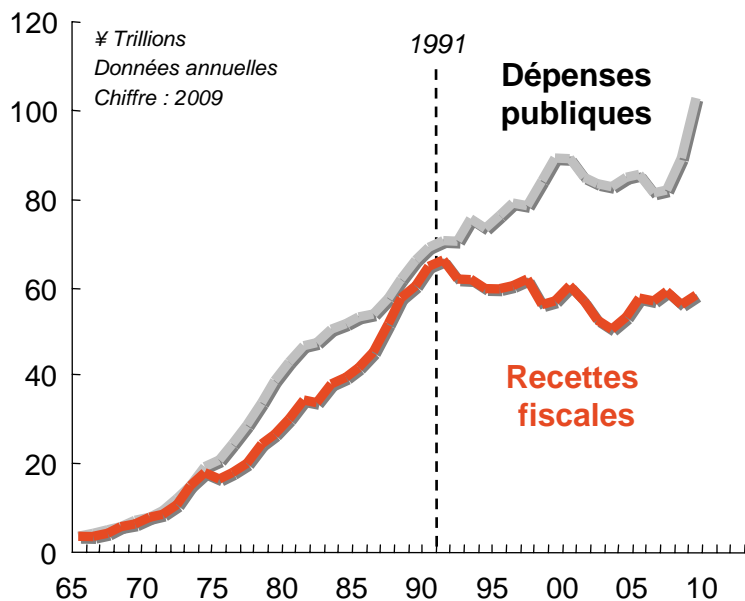
- ▶ La modification à la baisse du trend du PIB depuis 2000 s'est concrétisée EN DÉPIT MÊME d'une dérive de plus en plus prononcée sur les finances publiques.

Source : Bloomberg

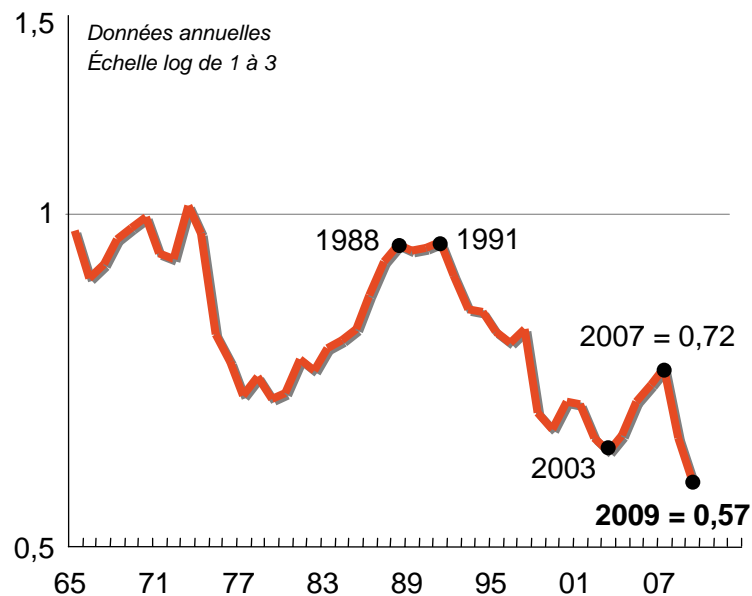
# Depuis 2000, les pays du G7 sont déstabilisés

L'arme budgétaire vient d'être jouée mais ne peut l'être indéfiniment

## JAPON : RECETTES FISCALES ET DÉPENSES PUBLIQUES (données annuelles)



## JAPON : RAPPORT RECETTES FISCALES / DÉPENSES PUBLIQUES (données annuelles)



- La modification à la baisse du trend du PIB depuis 2000 s'est concrétisée EN DÉPIT MÊME d'une dérive de plus en plus prononcée sur les finances publiques.

Source : Bloomberg

# Depuis 2000, les pays du G7 sont déstabilisés

Les binômes « Bulle + Krach » s'avèrent dévastateurs

Cela complique l'équation de la croissance dans la zone G7

---

<i>Binôme « Bulle + Krach »</i>	<b>Bulle</b>	<b>Krach</b>
<b>Bourses</b>	1996-2000	2000-2002
<b>Immobilier</b>	2002-2006	2006-2009

- ▶▶ Contrairement à ce que pensaient naïvement MM. Greenspan et Bernanke, **les bulles ne tardent pas à être sanctionnées par des krachs.**
- ▶▶ Contrairement à ce que pensaient naïvement MM. Greenspan et Bernanke, **le bilan global de chaque binôme « Bulle + Krach » s'avère dévastateur,** tant sur le plan financier que sur le plan économique.
- ▶▶ Les deux derniers binômes « Bulle + Krach » ont été allumés par **des taux d'intérêt réels qui sont restés trop longtemps trop bas.**
- ▶▶ Désormais, phénomène nouveau, il y a une appréhension légitime chez les **Banques Centrales à jouer à fond l'arme des taux d'intérêt bas.**

# Quelle évolution majeure s'est donc amorcée en 2000 ?

---

- ▶▶ **Fin 1993** - Rappel : en dévaluant le yuan de 5,82 à 8,28 yuans pour 1 \$, la Chine se dotait d'un yuan de combat qui, sans tarder, déstabilisa les autres pays d'Asie (*crise de change en Corée du Sud et dans les pays de l'ASEAN en 1997-1998 et prolongation de la récession au Japon (jusqu'en 2002)*).
- ▶▶ **Fin 1999** - M. Clinton donne le feu vert des États-Unis à l'entrée de la Chine dans l'OMC, sans aucune exigence sur le régime de change du yuan. La Chine entre effectivement fin 2001 à l'OMC avec un yuan verrouillé à 8,28 yuans pour 1 \$.
- ▶▶ **2000** - Les grands groupes internationaux réalisent qu'ils vont pouvoir s'approvisionner en Chine 80 fois moins cher que dans le G7 sans avoir à acquitter jamais de taxes à l'importation.
  - Les entreprises du G7 délocalisent massivement leurs approvisionnements de la zone G7 et du reste du monde vers la Chine.
  - Montée de la part de la Chine dans les exportations mondiales.
  - Creusement brutal du déficit extérieur des États-Unis et des pays du G7 à l'égard de la Chine.
  - La Chine est le seul pays émergent à réaliser une telle performance. Le rapport 1 à 80 des coûts salariaux horaires entre Chine et G7 se compare à un rapport sans doute de 1 à 30 entre Inde et G7 ou entre Brésil et G7. L'Inde et le Brésil accusent d'ailleurs un déficit extérieur croissant à l'égard de la Chine.

# Le solde extérieur est le paramètre majeur pour déterminer la croissance

$$\begin{array}{lcl} \text{PIB}_n & = & \text{DIT}_n + \text{S.EXT}_n \\ \text{PIB}_n - \text{PIB}_{n-1} & = & (\text{DIT}_n - \text{PIB}_{n-1}) + \text{S.EXT}_n \\ (\text{PIB}_n - \text{PIB}_{n-1}) / \text{PIB}_{n-1} & = & (\text{DIT}_n - \text{PIB}_{n-1}) / \text{PIB}_{n-1} + \text{S.EXT}_n / \text{PIB}_{n-1} \end{array}$$

Croissance  
du PIB

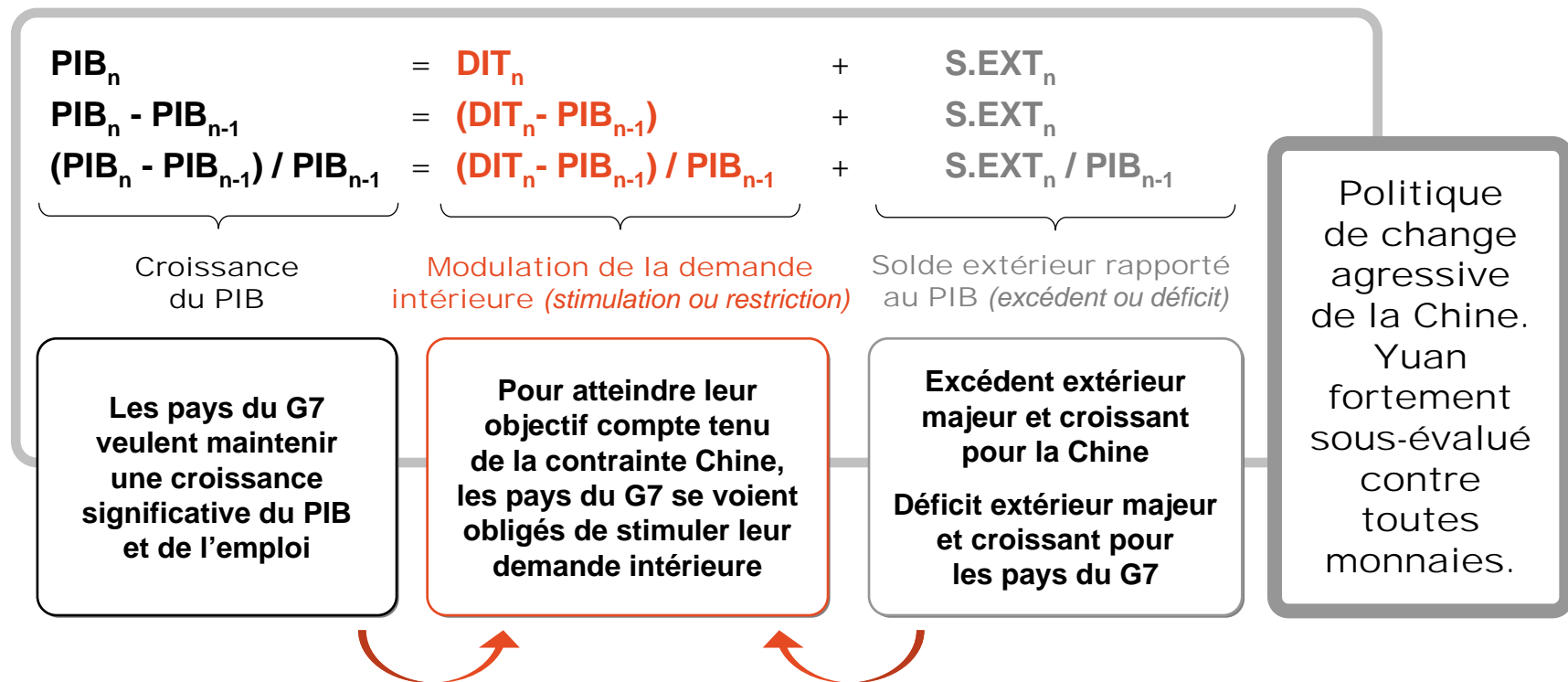
Modulation de la  
demande intérieure  
(*stimulation ou restriction*)

Solde extérieur  
rapporté au PIB  
(*excédent ou déficit*)

- ▶▶ **Un excédent extérieur** renouvelé contribue puissamment à renouveler une croissance forte du PIB.
- ▶▶ **Un déficit extérieur** renouvelé handicape constamment la croissance du PIB.
- ▶▶ **Le seul contrepoison** à un déficit extérieur renouvelé, c'est une stimulation renouvelée de la demande intérieure, c'est-à-dire une configuration où le flux d'endettement des agents intérieurs reste chaque trimestre supérieur à leur flux d'épargne.

# Depuis 2000, les pays du G7 ont cherché à compenser leur déficit extérieur...

... à l'égard de la Chine par une stimulation majeure et renouvelée de leur demande intérieure



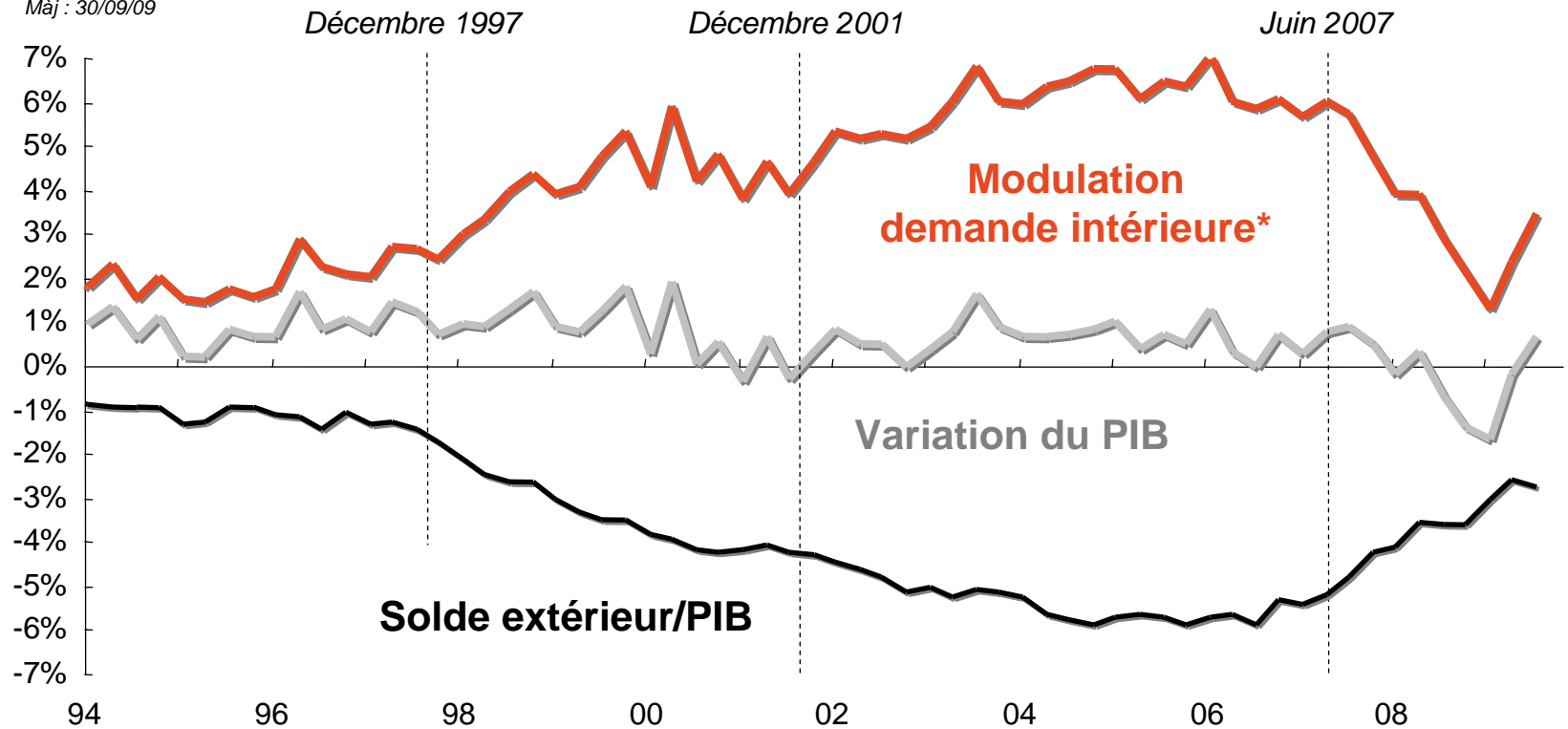
►► **Cette stimulation n'est pas reconductible indéfiniment** : elle suppose que chaque trimestre le flux d'endettement excède le flux d'épargne. Ce qui n'est pas évident du tout à obtenir.

# Depuis 2000, le schéma de croissance des USA

... est devenu très hasardeux à cause du choc prolongé de commerce extérieur prolongé que lui inflige la Chine

## USA : MODULATION DE LA DEMANDE INTÉRIEURE, COMMERCE EXTÉRIEUR ET PIB

Maj : 30/09/09



\* (DITn-PIBn-1)/PIBn-1

Source : Bloomberg

# Depuis 2000, le schéma de croissance des USA

... est devenu très hasardeux à cause du choc prolongé de commerce extérieur prolongé que lui inflige la Chine

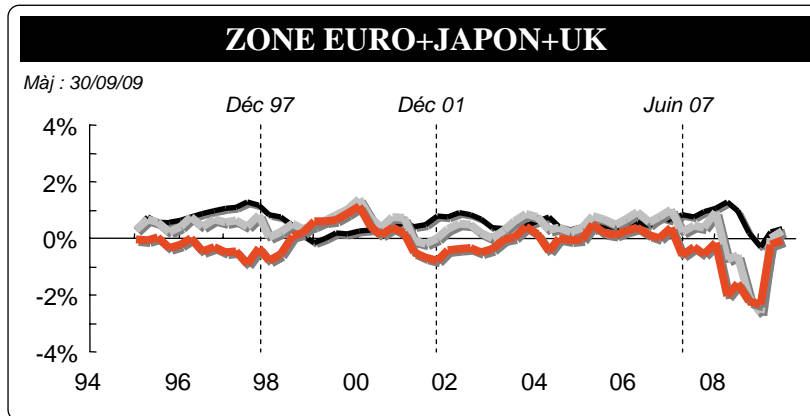
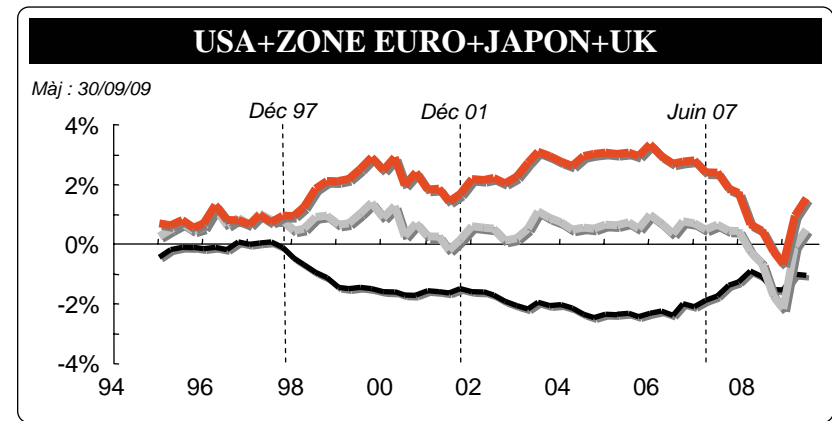
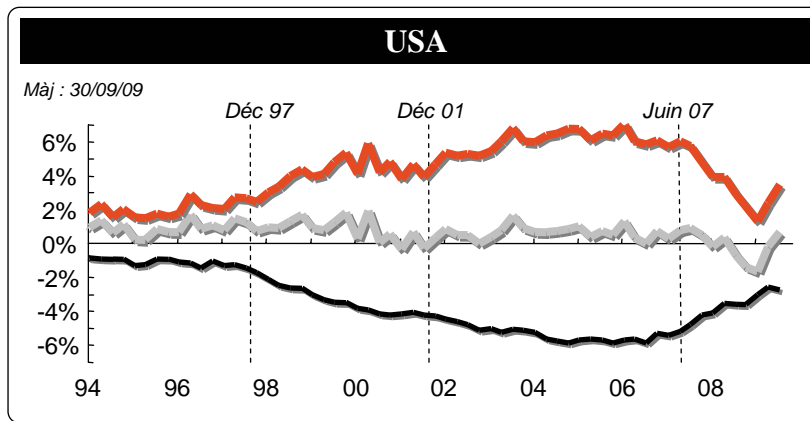
---

- ▶▶ **Entre fin 1997 et fin 2006, le déficit extérieur US passe de - 1 % du PIB à - 6 % du PIB !**
- ▶▶ **Les États-Unis, en réaction, font passer la stimulation intérieure de + 2 % du PIB à + 7 % du PIB !**
- ▶▶ **Au total la croissance du PIB se maintient à presque 1 % par trimestre mais devient toujours plus vulnérable.**
- ▶▶ Elle est basée sur un artifice non reconductible.
- ▶▶ **À partir de juin 2007, crise conjuguée aux États-Unis de l'endettement des ménages et du système bancaire.**
- ▶▶ **La stimulation de la demande intérieure s'amoindrit.**  
Récession franche et brutale.

# Depuis 2000, le schéma de croissance des pays du G7

... est devenu très hasardeux à cause du choc prolongé de commerce extérieur que leur inflige la Chine

## MODULATION DE LA DEMANDE INTÉRIEURE, COMMERCE EXTÉRIEUR ET PIB



- Modulation demande intérieure\*
- Variation du PIB
- Solde extérieur/PIB

\* (DITn-PIBn-1)/PIBn-1

Source : Bloomberg

# Depuis 2000, le schéma de croissance des pays du G7

... est devenu très hasardeux à cause du choc prolongé de commerce extérieur que leur inflige la Chine

---

- ▶▶ **Entre fin 1997 et fin 2006, le déficit extérieur du G7 passe de 0 % à - 2,5 % du PIB.**
- ▶▶ **Entre fin 1997 et fin 2006, la stimulation de la demande intérieure passe de 1 % à 3 % du PIB.**
- ▶▶ **Entre fin 1997 et fin 2006, la croissance trimestrielle du PIB revient de 1 % (= + 1 % - 0 %) à 0,5 % (= + 3 % - 2,5 %).**
- ▶▶ Et ce résultat médiocre est artificiel parce que basé sur une stimulation non reconductible.
- ▶▶ À partir de juin 2007, la stimulation de la demande intérieure s'amointrit quand le déficit extérieur demeure. Récession franche et brutale.

# En réalité, le recours à l'endettement intérieur

... pour compenser une perte significative des marchés extérieurs n'est pas une solution reconductible

---

Pour que le flux d'endettement excède chaque trimestre le flux d'épargne, deux schémas sont possibles.

►► **Soit le flux d'endettement intérieur privé se maintient à un rythme élevé.**

*Cela rencontre 3 limites :*

- Un appétit renouvelé des emprunteurs à emprunter
- Un appétit renouvelé des banques à prêter
- Une capacité renouvelée des banques à prêter

►► **Soit le flux d'endettement intérieur public se maintient à un rythme élevé.**

*Cela rencontre une limite : la capacité des États à financer valablement leur dette publique colossale et croissante*

- Le recours aux créanciers étrangers (*Chine*) ? Il mène à la subordination à la Chine.
- Le recours à la création monétaire par l'État (« *Quantitative Easing* ») ? Il mène à une crise de confiance du public dans la signature de l'État.

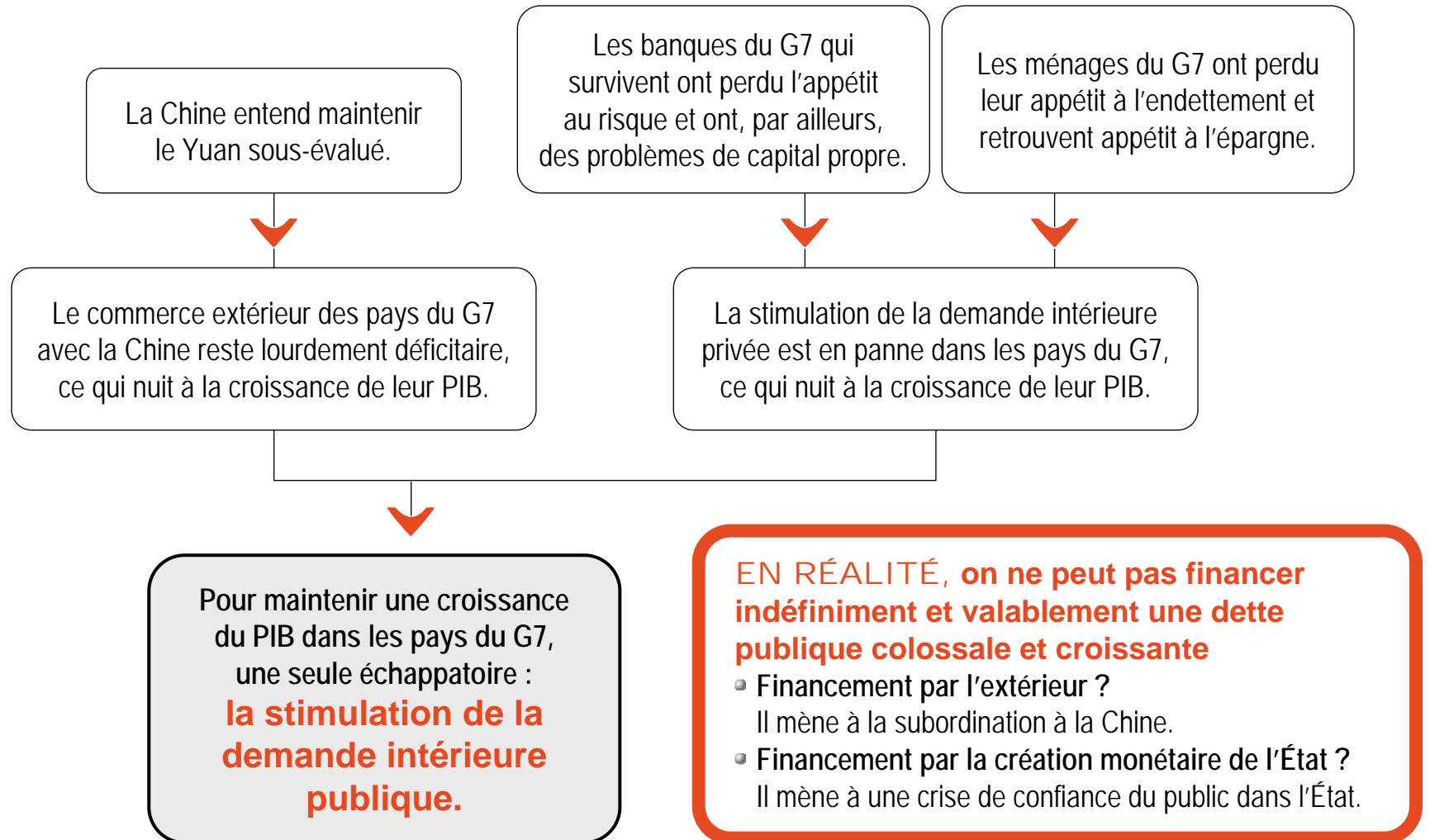
# En tout état de cause,

... le recours à l'endettement intérieur suppose de maintenir les taux très longtemps très bas, ce qui est porteur de nouveaux binômes « Bulle + Krach »

---

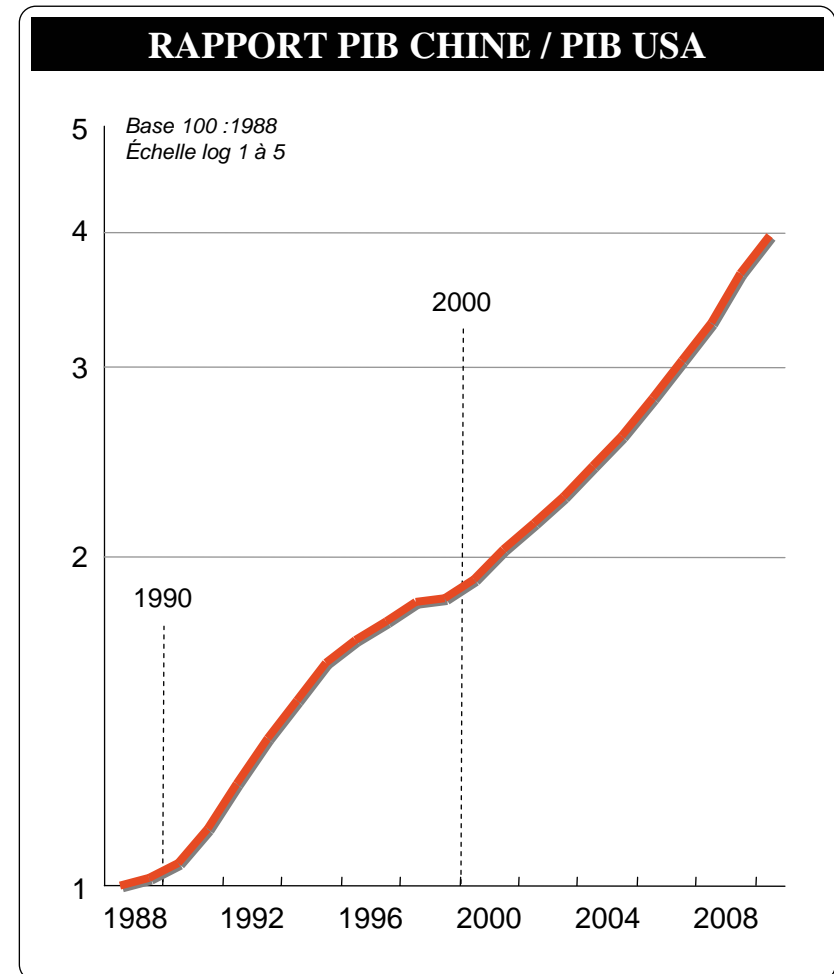
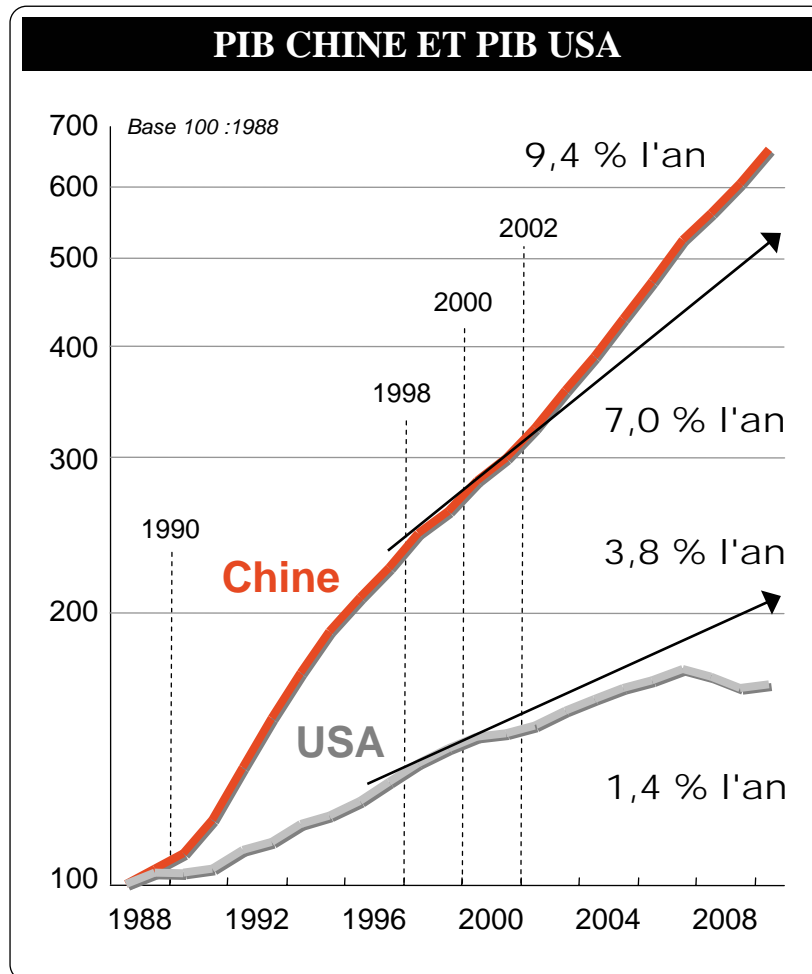
- ▶▶ **Qu'il s'agisse de stimuler l'endettement privé ou de permettre l'endettement public, le recours à l'endettement intérieur nécessite aussi de maintenir bas le niveau des taux d'intérêt.**
- ▶▶ **Or ce sont des taux trop longtemps trop bas qui ont engendré les deux derniers binômes « Bulle + Krach ».**
- ▶▶ **Le PCC, lui-même, a tiré les leçons de l'expérience désastreuse du Japon (*double bulle de 1985 à 1989 suivie d'un double krach en 1990/1991 et d'une crise bancaire de 1992 à 2002*).**  
Le PCC se montre très vigilant sur le risque de bulle en Chine.  
À juste titre, le PCC est beaucoup plus vigilant sur les bulles que ne le sont les milieux dirigeants occidentaux eux-mêmes.  
Le PCC a trop bien compris qu'un pays peut être déstabilisé par une répétition de binômes « Bulle + Krach ».

# Les pays du G7 sont maintenant exposés à la déstabilisation...



# ... tandis que la Chine continue à prospérer

... et à monter en puissance jusqu'à menacer l'hégémonie des États-Unis



Sources : Bloomberg, AB Marchés

# ... tandis que la Chine continue à prospérer

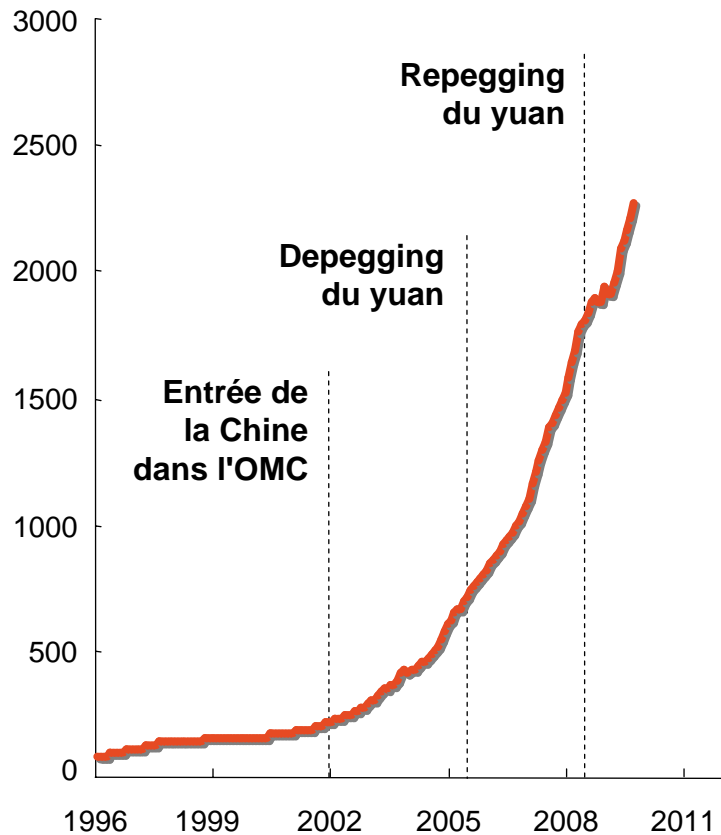
... et à monter en puissance jusqu'à menacer l'hégémonie des États-Unis

---

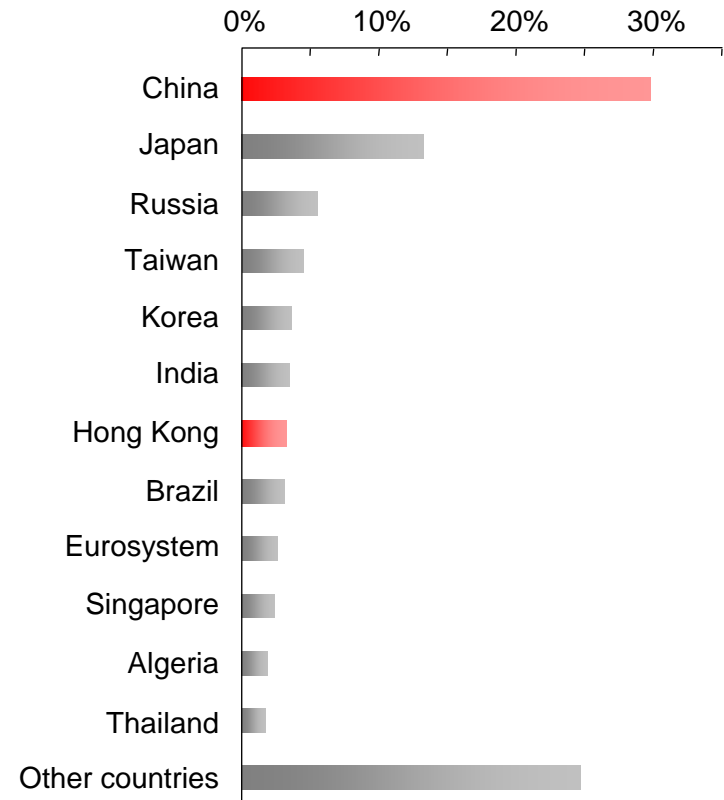
- ▶▶ **Grâce à son entrée à l'OMC avec un yuan de combat, la Chine a accentué en 2002 son rythme tendanciel de croissance : elle est passée de + 7,0 % l'an entre 1998 et 2002 à + 9,4 % l'an entre 2002 et 2010 et ce malgré la crise du G7 de 2008-2009.**
- ▶▶ **Au contraire, les États-Unis, atteints par l'entrée de la Chine à l'OMC, ont vu leur rythme tendanciel de croissance se réduire soudainement à partir de 2000.** Ils sont passés de + 3,8 % l'an entre 1991 et 2000 à seulement + 1,4 % l'an depuis 2000.
- ▶▶ En 22 ans, le poids relatif PIB Chine / PIB USA a été multiplié par 4.

# Un problème de change appelle une réponse de change

## CHINE : RÉSERVES DE CHANGE (Mds\$)



## RÉSERVES DE CHANGE AU NIVEAU MONDIAL



Source : Bloomberg; Pourcentage: octobre 2009

# Un problème de change appelle une réponse de change

---

- M. Trichet « Le principal déséquilibre de l'économie mondiale, c'est le déséquilibre avec la Chine ».
- Le FMI considère que le cours équilibrant dollar/yuan serait de 3,40 contre 6,83 actuellement.
- La Chine verrouille la sous-évaluation du yuan plus efficacement encore que le Japon n'avait verrouillé le yen (1960-1985).
- Une réévaluation significative du yuan vient d'être réclamée à Pékin par Obama/Geithner/Bernanke puis par Trichet/Juncker/Almunia. Elle a été refusée par Pékin et par le PCC.
- Il est maintenant clairement établi que la performance commerciale, économique et financière de la Chine repose sur un protectionnisme monétaire éhonté.
- **Face au protectionnisme monétaire d'un grand pays, il n'y a qu'une seule arme efficace, c'est le protectionnisme douanier contre ce grand pays.**
- Des sanctions douanières à la fois feraient contrepoids à la sous-évaluation du yuan et feraient pression sur les autorités chinoises pour une réévaluation du yuan.
- Si les États-Unis et le G7 n'osent pas jouer l'arme du protectionnisme douanier, la Chine transformera sa victoire économique actuelle en une victoire géopolitique.

# Un affrontement Chine/G7 semble tôt ou tard inévitable

---

- ▶▶ Depuis 1994, la Chine considère que les États-Unis sont devenus leur principal adversaire.
  
- ▶▶ **Depuis 2000, la Chine ne cesse de marquer des points sur tous les plans face aux États-Unis.**
  - Sur le plan commercial : la Chine est, depuis 2009, le premier exportateur mondial devant l'Allemagne.
  - Sur le plan économique : différentiel moyen de croissance annuelle avec les États-Unis de 7,5 % entre 2000 et 2008
  - Sur le plan des finances extérieures : explosion des réserves de change de la Chine (*33 % des réserves de change mondiales*)
  - Sur le plan des finances publiques : dette publique / PIB : 30 % en Chine contre 90 % aux USA
  - Sur le plan social : stabilité sociale croissante en Chine ; déstabilisation sociale dans les pays du G7
  - Sur le plan géopolitique : hégémonie croissante de la Chine en Asie et hégémonie acquise de la Chine en Afrique
  - Sur le plan militaire : rattrapage rapide des États-Unis au niveau des sous-marins nucléaires et rattrapage technologique des États-Unis au niveau des missiles anti-satellites
  
- ▶▶ **Les États-Unis se doivent de reprendre l'initiative.**

# La Chine ne cache plus son agressivité à l'égard des États-Unis et du G7

---

## ▶▶ En pleine crise, la Chine a frappé les pays occidentaux à trois reprises :

- Entre mars et août 2008, la Chine a catalysé la crise des Agenciers en se retirant des Agenciers pour se concentrer sur les Treasuries et en le faisant savoir publiquement.
- En juillet 2008, la Chine interrompt brutalement et unilatéralement l'appréciation graduelle du yuan (+ 20 % contre dollar entre juillet 2005 et juillet 2008)
- En mars 2009, la Chine commence une double campagne de dénigrement du dollar et des Treasuries et de promotion de l'or. Elle accentue la surévaluation de l'euro contre dollar. Elle fait monter le prix du baril en dollar. Elle fait monter les rendements des obligations d'États à 10 ans.

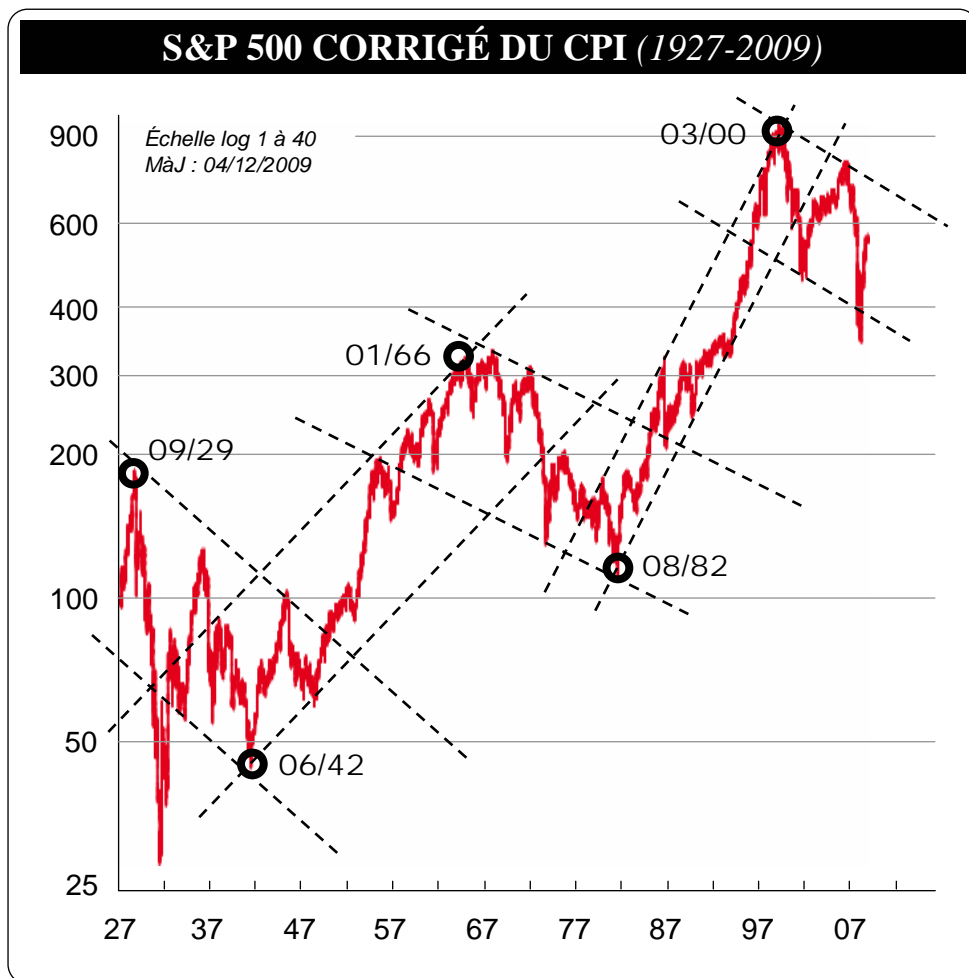
## ▶▶ Toutes ces initiatives de la Chine visent :

- à affaiblir financièrement les États-Unis et le G7 ;
- à limiter durablement la croissance aux États-Unis et dans le G7.

## ▶▶ Comme les géopolitologues le savent bien, renouveler un différentiel de croissance énorme vis-à-vis de la puissance dominante, c'est le meilleur moyen pour lui ravir l'hégémonie.

# Dans le passé, les périodes d'affrontement entre grandes puissances...

... se sont avérées négatives pour les indices boursiers



- 1929-1942 : affrontement économique des États-Unis avec l'Empire Britannique
- 1966-1982 : affrontement militaire de l'URSS avec les États-Unis (*Vietnam : 1960-1975 ; Afghanistan : 1979-1989*)
- Depuis 2000 : affrontement économique de la Chine avec les États-Unis

## TRENDS SUCCESSIFS

09/29 à 06/42	12 ans 9 mois	- 3,4 % l'an
06/42 à 01/66	23 ans 7 mois	+ 5,4 % l'an
01/66 à 08/82	16 ans 7 mois	- 1,9 % l'an
08/82 à 03/00	17 ans 7 mois	+ 9,1 % l'an
03/00 à now	9 ans 8 mois	- 2,4 % l'an

Source : Bloomberg, NBER

Les commentaires et analyses contenus dans cette présentation reflètent l'opinion des différents intervenants présents à la Conférence du Groupe OFI sur les marchés et leur évolution à la date de publication, en fonction des informations connues à ce jour. Toute modification demeure réservée. Les informations présentées dans ce document sont transmises à titre purement indicatif et ne sauraient constituer un engagement du Groupe OFI ou des sociétés intervenantes. En conséquence, ni le Groupe OFI ni un intervenant ne sauraient être tenus responsables d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des commentaires et/ou analyses présentés dans la présente publication. Ces informations ne constituent en aucun cas ni une sollicitation d'achat ou de vente, ni une recommandation d'achat ou de vente. Toute reproduction ou utilisation non autorisée de ces commentaires et analyses engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Les informations et les analyses proviennent de sources connues pour être fiables. Toutefois, le Groupe OFI ne garantit pas qu'elles soient exactes ou complètes et ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. L'attention des souscripteurs potentiels est attirée sur les OPCVM réservés à certains investisseurs tels que les Fonds Communs de Placement à Risques ou les OPCVM de fonds alternatifs dont les règles de souscription sont exposées dans le Livre IV, Titre Ier, Chapitre III du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers et qui peuvent être plus risqués. Toute souscription dans les OPCVM présentés dans cette publication doit se faire sur la base du Prospectus complet en vigueur, disponible, pour ce qui concerne les OPCVM du Groupe OFI, sur simple demande auprès d'OFI ASSET MANAGEMENT : 1, rue Vernier – 75017 Paris ou à l'adresse suivante : ofi.newsreport@ofi-am.fr. Les valeurs liquidatives des OPCVM peuvent varier à la hausse comme à la baisse. Le capital n'est pas garanti. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Le traitement fiscal propre à l'investissement en parts ou actions d'OPCVM dépend de la situation individuelle de chaque client et est susceptible d'être modifié.

**Pour plus d'information, veuillez contacter votre interlocuteur habituel chez OFI Asset Management  
ou visiter notre site Internet :**

**[www.ofi-am.fr](http://www.ofi-am.fr)**

OFI ASSET MANAGEMENT  
1 rue Vernier, 75017 Paris  
Société Anonyme au capital de EUR 9 878 530  
R.C.S. Paris B 384 940 342

Le porteur du présent document reconnaît avoir pris connaissance des clauses ci-dessus.  
Document non contractuel.