



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

Croissance et qualité dans la durée

▶ **Vincent Strauss**

Directeur Général



COMGEST

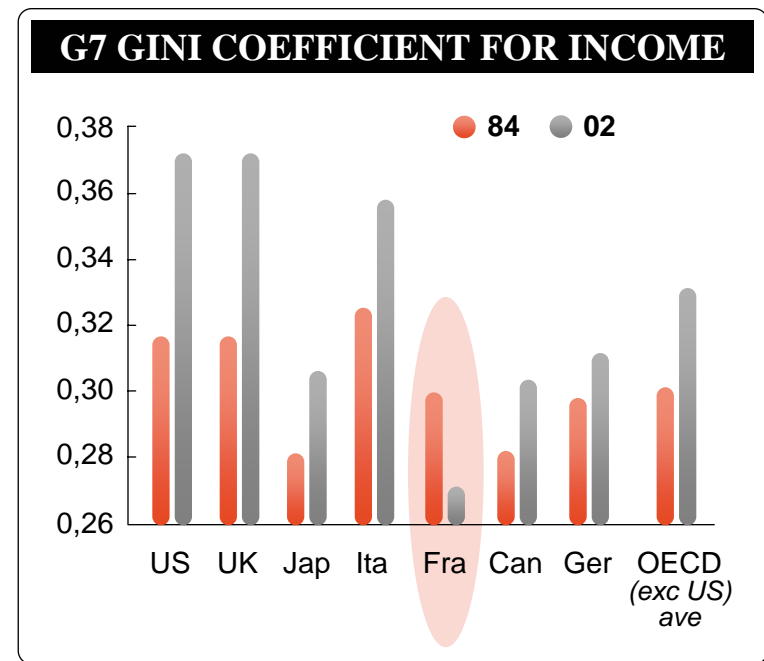
« Jamais dans l'histoire économique un si grand nombre d'hommes n'aura souffert de l'incompétence d'un si petit nombre » *(d'après Sir Winston Churchill)*

- ▶▶ **La crise actuelle va au-delà d'une crise de liquidités ou de solvabilité du système bancaire occidental.**
- ▶▶ **Les origines de la crise sont multiples et profondes.**
- ▶▶ **Elles traduisent une dérive progressive des fondements de l'économie de marché.**
 - Au niveau des échanges entre pays, le système du « Dollar Exchange Standard », qui s'est imposé depuis août 1971, est à l'agonie :
 - *les déficits ont été réglés par une création de dettes gigantesques ;*
 - *la contrepartie de ces dettes, ce sont des capitaux volatils et déstabilisateurs.*
 - Au niveau macroéconomique, on a assisté au dévoiement du capitalisme qui – par défaut – est le meilleur système pour créer de la richesse.

Essayons de comprendre l'environnement économique au travers d'un « conte indien » et de son panthéon de divinités...

La structure sociale du G7 a beaucoup changé ces 20 dernières années

- ▶▶ **La globalisation n'est pas le fruit du libre-échange** : les déséquilibres commerciaux sont payés en dette.
- ▶▶ **Les classes moyennes/inférieures ont énormément souffert** de la globalisation déstructurée/trop rapide (cf. graphique gini du G7).
- ▶▶ **La structure sociale s'est décomposée en castes**, dont :
 - une caste des Brahmanes (*dirigeants, cadres supérieurs, métiers à forte valeur ajoutée, propriétaires d'actifs...*) ;
 - une caste des intouchables (*cadres inférieurs, ouvriers, employés, métiers industriels à faible valeur ajoutée « délocalisables »*).



Source : Independent Strategy

- ▶▶▶ Pour compenser sa paupérisation, la caste des intouchables a été incitée à emprunter :
 - entre 2002 et 2007, les ménages américains ont emprunté 1 000 Mds\$ par an (7 % du PIB) ;
 - l'appauvrissement des « intouchables » a été masqué par le recours massif au crédit.

Lloyd Blankfein : le dieu des rapaces

Il a de nombreux avatars...



En toute simplicité, il confirme accomplir le travail de Dieu !

- ▶▶ **Grâce à lui (et à ses confrères), les intouchables avec un revenu de 15 000 \$/an pensaient accéder à la caste des propriétaires immobiliers.**
- ▶▶ **Grands bénéficiaires de la déréglementation financière et de la titrisation :**
 - la nouvelle alchimie financière : des profits illusoires, $1 + 1 = 3$ - Je gagne donc 1 que je répartis entre actionnaires et employés ! Du Madoff en version légale.
- ▶▶ **La titrisation est un mythe qui laisse croire que les risques sont sortis du système bancaire :**
 - les risques sortent du bilan mais reviennent au travers de structures ad hoc, de financement de Hedge Funds et d'engagements hors bilan.

▶▶▶ ***L'auto-régulation des banques ne peut pas fonctionner.***

Greenspan : le dieu de la liquidité...

Aussi appelé "dieu des shadoks" ou "le maestro"



**Crise asiatique... Il imprime ! Crise LTCM... Il imprime !
Bulle Internet... Il imprime ! Y2K... Il imprime !**

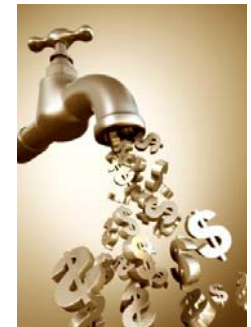
▶▶ **Il a aussi laissé les taux trop bas trop longtemps :**

- mauvaise allocation massive du capital,
- orgie d'endettement.

▶▶ **Il a encouragé l'explosion des produits dérivés.**

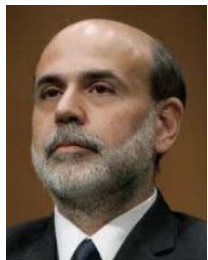
▶▶ **Entre 2000 et 2007, le PIB américain a progressé de 4,2 trillions de dollars...
les crédits à l'économie de 21,4 trillions de dollars (5x plus)**

▶▶▶ ***Le « Greenspan Put » a encouragé
une irresponsabilité collective
sur les marchés financiers.***



Bernanke : le dieu des nains de jardin

Il accomplit des miracles !



**Il a sauvé et ressuscité l'équipage du Titanic
(dirigeants bancaires - caste des invirables)**

►► Équation de Fisher :

- Pour contrecarrer l'effondrement de la vélocité de la monnaie (V), il a noyé le marché de liquidités (*injections + garanties + hors bilan : total évalué à 6,8 trillions \$*) ;
 - Les autres banquiers centraux en ont fait autant sinon plus (*Trichet / BCE*).
- Pour Bernanke, la crise de 29 et la crise japonaise viennent d'un déficit de la demande... pas du tout d'un excès de crédit ou du surendettement !
- La garantie des dépôts des banques d'investissement/casinos est une faute lourde.

Économie
financière

Économie
réelle

$$MV = PQ$$



*Les Banques Centrales n'ont fait que **gagner du temps**.*



Les dieux protecteurs des irresponsables

- ▶▶ **Ils ont accepté/toléré que les banques publient des faux bilans** (*SIV, structures Ad Hoc, hors bilans*).
- ▶▶ Ils avaient la possibilité de **sauvegarder les intérêts des contribuables en nationalisant massivement les banques en septembre 2008** :
 - il fallait nationaliser les actifs ET les passifs ;
 - en ne reprenant que les actifs pourris, on a nationalisé les pertes et privatisé les profits.
- ▶▶ **Ils ont encouragé le « Too Big to Fail » par des fusions « commandées »** :
 - Too Big to Fail → Too Big to Exist!
- ▶▶ **En n'obligeant pas les banques à reconnaître leurs pertes, on organise une « japonisation » du système bancaire et la survie de « Banques Zombies ».**
- ▶▶ **La collusion entre « Wall Street » et le secrétariat au Trésor/Congrès est plus que dérangeante et ne permet pas de résoudre les problèmes fondamentaux.**

▶▶▶ *Il faut revenir à une forme de Glass-Steagall Act et séparer les Banques de Dépôts des Casinos.*

Le dieu dollar



**Il a rendu fou bien des humains,
mais aussi des États :**

- ▶▶ **Les réserves de change de la Chine en 10 ans sont passées de 146 à 2 300 Mds\$.**
 - Dans le même temps, la consommation des ménages est passée de 46 % du PIB à 36 % seulement.
- ▶▶ **Les États-Unis ont usé et abusé du privilège du dollar-monnaie de réserve.**
 - « *We can print dollars at virtually no cost* » (Bernanke novembre 2002)



Équation de Fisher revisitée :

$$\text{\$} = \text{\text{€}} = \text{PQ}$$



- ▶▶ **La dévalorisation du papier-monnaie va devenir un sujet crucial.**
 - Pour s'en protéger, la Chine achète massivement des biens réels : réserves de matières premières dans le monde entier.
 - Warren Buffet / Berkshire Hathaway joue le même concept avec Burlington Northern Santa Fe Pacific.

Le dieu chinois sauveur du monde ??



« China can save itself but not the world »

- ▶▶ La Chine ne peut pas être la locomotive de la croissance mondiale.
- ▶▶ Le point de vue officiel chinois est clair.
- ▶▶ La poursuite de la politique mercantiliste du gouvernement chinois n'a aucun sens.
- ▶▶ En figeant la parité de change dollar/renminbi, la Chine a une vision à court terme :
 - elle continue à « subventionner » ses exportateurs au détriment de ses consommateurs ;
 - elle accepte de facto une pression inflationniste interne ;
 - hausse des prix alimentaires + hausse du prix des actifs immobiliers = danger social.
- ▶▶ Historiquement, les booms expansionnistes sont suivis de violentes contractions baissières.



Heureusement, la Chine n'est pas encore une économie de marché !



Le démon du Mistigri

- ▶▶ Une partie seulement des pertes des banques a été comptabilisée.

- ▶▶ Le reste se trouve :
 - encore au bilan des banques mais caché (*assouplissement des normes comptables, retour au « marked to model »*) ;
 - au niveau des Banques Centrales... qui ont eu l'extrême gentillesse de racheter aux banques des papiers baroques qui valaient souvent moins de 50 cts du nominal et payés « au pair ».

- ▶▶ Il est beaucoup trop tôt pour parler de stratégie de sortie de crise.
 - Les Banques Centrales doivent maintenir la baudruche du prix des actifs... sinon elles mettent en danger leurs propres bilans.
 - Retirer des liquidités aux marchés revient à imaginer que les banques vont racheter aux Banques Centrales leurs émissions pourries « au pair » ! C'est peu probable...

Début 2010 : rien n'est résolu, on a juste gagné du temps !!

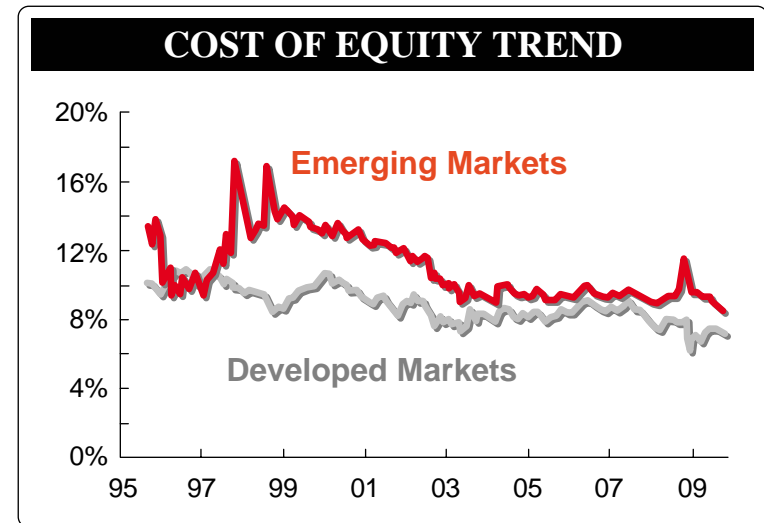
- ▶▶ **Le couple infernal « chimérique » a repris sa danse comme s'il ne s'était rien passé.**
 - Les US ne peuvent produire ce qu'ils consomment... La Chine ne peut consommer ce qu'elle produit !
 - On ne parle plus d'un nouveau Bretton Woods... c'est dommage.
- ▶▶ **L'inaction des gouvernements du G7 face aux lobbys bancaires et à l'opacité des Banques Centrales est hallucinante :**
 - Soit ils comprennent ce qui se passe et c'est de la lâcheté ;
 - Soit ils ne le comprennent pas et c'est de l'incompétence !
- ▶▶ **La création monétaire est un sujet trop sérieux pour être laissée à des dirigeants bancaires incompetents (*un pléonasme ?*).**
- ▶▶ **Pour sauver « Wall Street », on a effectivement ruiné « Main Street » - les classes moyennes.**
 - Dans les pays du G7, la consommation des classes moyennes représente l'essentiel du PIB.
- ▶▶ **La déstructuration de l'économie de marché risque de provoquer une mauvaise allocation massive des investissements.**
- ▶▶ **Une crise de la dette est à redouter : quand les taux longs monteront, les budgets des États sauteront !**

Comment investir en 2010 ?

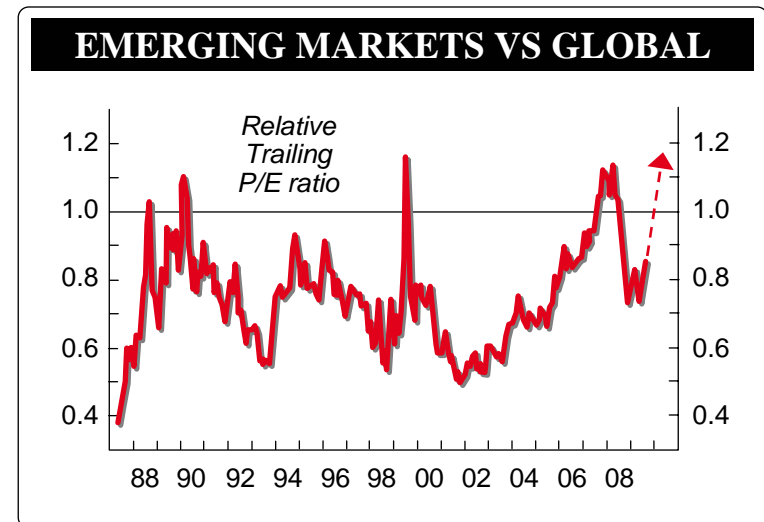
- ▶ **Entre 1981 et 2005**, on a assisté à une baisse continue des taux d'intérêts réels grâce à la courageuse action de Paul Adolph Volcker à la FED.
- ▶ **Pour les prochains 5/10 ans**, il est probable que les taux réels vont remonter.
- ▶ **Les obligations d'État** ne sont pas attractives.
- ▶ **Les obligations « Corporate » et indexées sur l'inflation** risquent de souffrir d'un effet duration négatif lié à la hausse des taux.
- ▶ **Les biens réels** (*immobiliers - matières premières*) **devraient offrir une bonne protection.**
- ▶ **À ce niveau du cycle, les actions – par défaut –** représentent, dans une certaine mesure, des biens réels et restent globalement attractives.
- ▶ **Les actions émergentes** pourraient connaître une revalorisation allant jusqu'à l'excès.

Vers un excès sur les pays émergents

- ▶ Depuis 15 ans, le coût du capital ne cesse de baisser dans les pays émergents.
- ▶ L'épargne mondiale se concentre de plus en plus dans les pays émergents (*États du Golfe, Chine, Taiwan, Brésil*).
- ▶ Les multiples de capitalisation dans les pays émergents vont probablement passer au-dessus des multiples des pays développés.
- ▶ Les excès spéculatifs se produisent quand deux éléments sont réunis, ce qui est le cas aujourd'hui :
 - des taux d'intérêts très bas (*pour sauver les banques*);
 - une « évidence absolue » qui s'impose à tous : la croissance des pays émergents va être supérieure à celle des pays développés.



Source : UBS



Source : MSCI Inc.

En conclusion

- ▶▶ **Les marchés actions ont été « vicieux » en 2009 et pourraient le rester en 2010.**
 - En 2009, les investisseurs avaient sous-estimé la puissance de la stimulation publique.
 - Pour 2010 et au-delà, la croissance réelle est probablement surestimée.

- ▶▶ **Les fondamentaux de l'économie mondiale ne sont pas sains.**

- ▶▶ **À moyen terme, la dévalorisation des papiers-monnaies aura un impact sur les modèles de valorisation des actions.**

- ▶▶▶ *La grande question existentielle : dans 5 ans, lors de sa prochaine réincarnation, Mister Alpha aura-t-il encore envie de renaître comme professionnel de la finance ?!*

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

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.