

Interrogations sur le système dollar

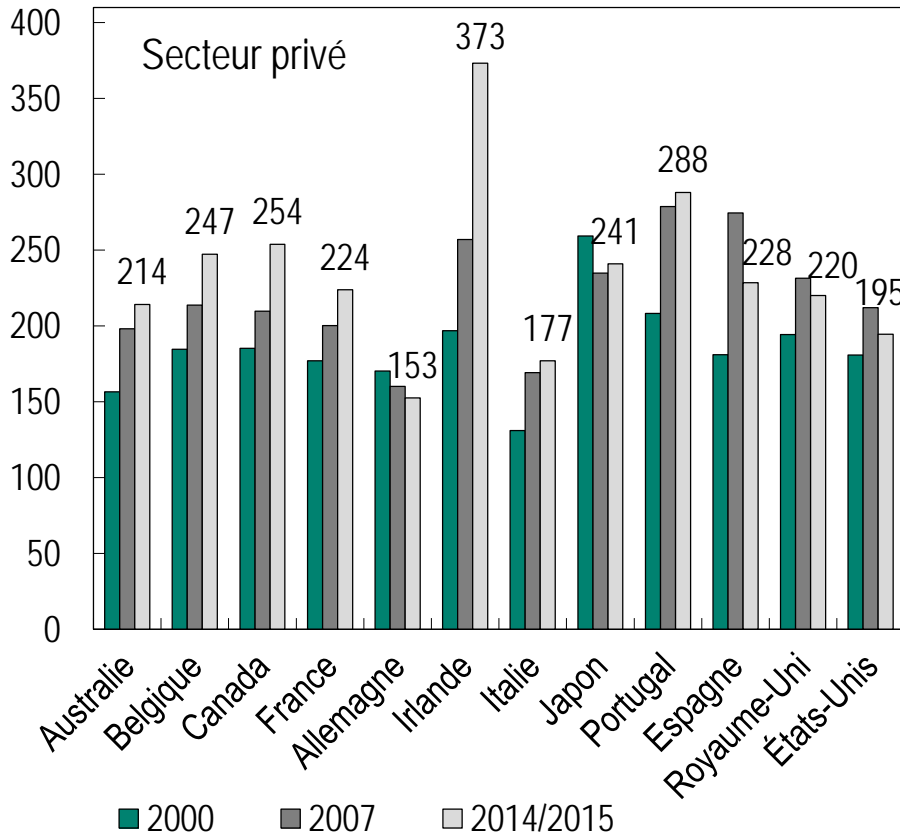
Michel Aglietta, *CEPII et France Stratégie*

Virginie Coudert, *Banque de France, Université de Paris-Ouest Nanterre et CEPII*

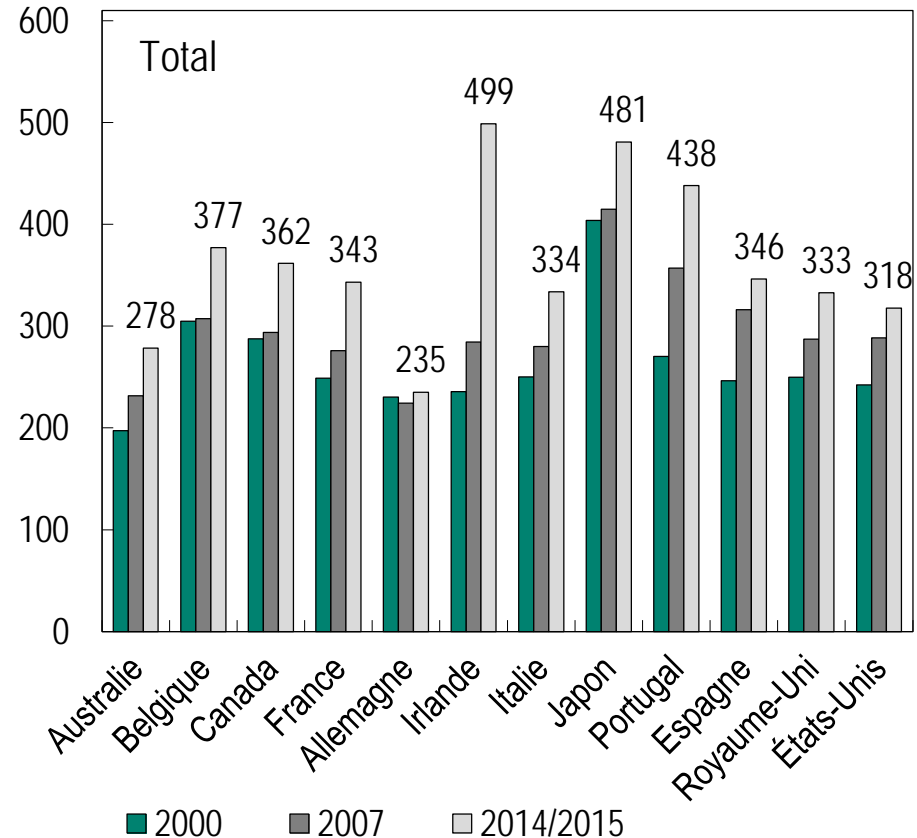


Globalisation financière hors contrôle : Anciens et nouveaux déséquilibres

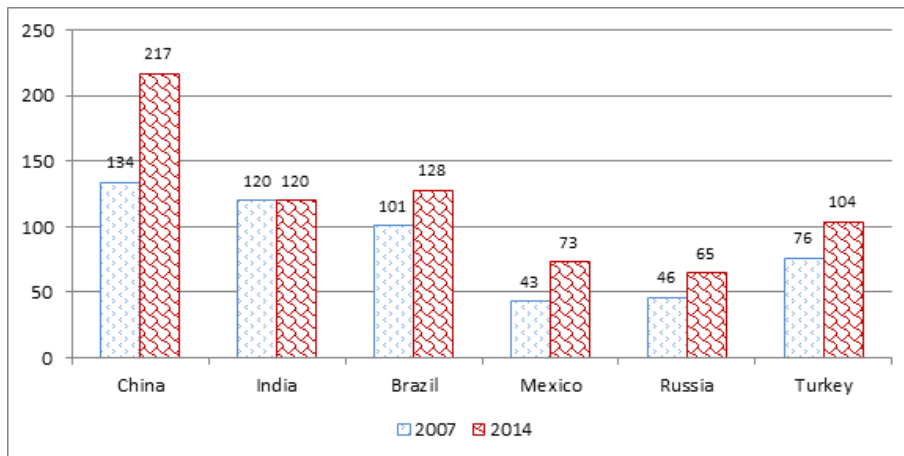
Dette du secteur privé non financier
en % du PIB, source OCDE



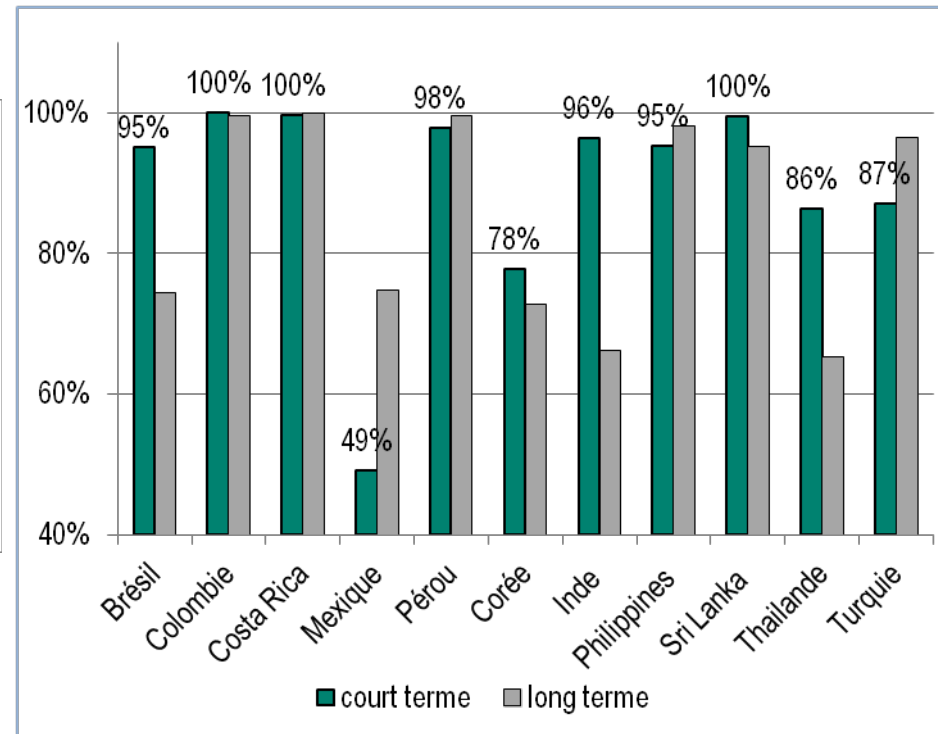
Dette totale des agents non financiers, privés et publics
en % du PIB, source OCDE



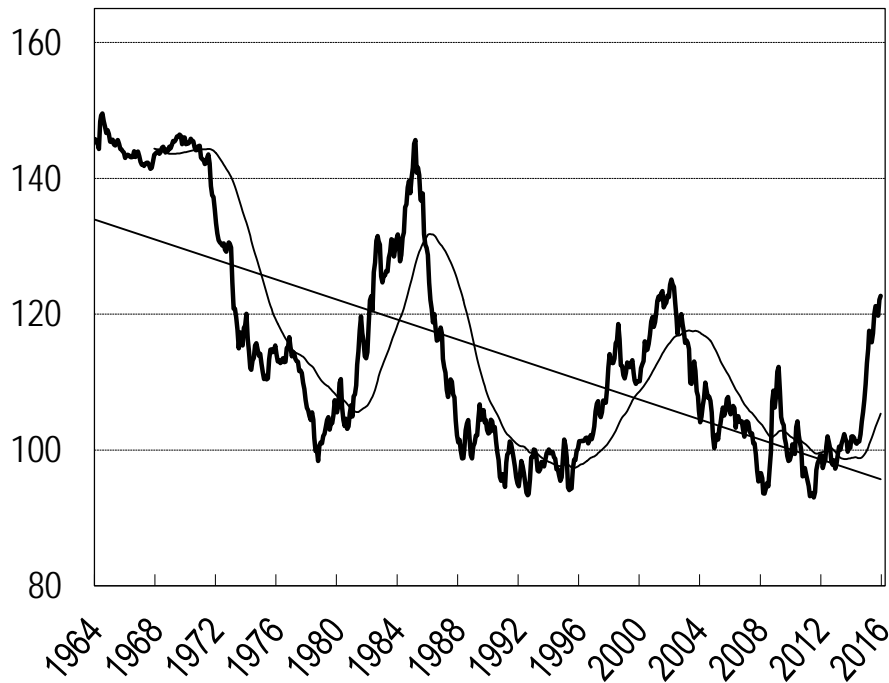
Dette totale des agents non financiers, privés et publics, en % du PIB



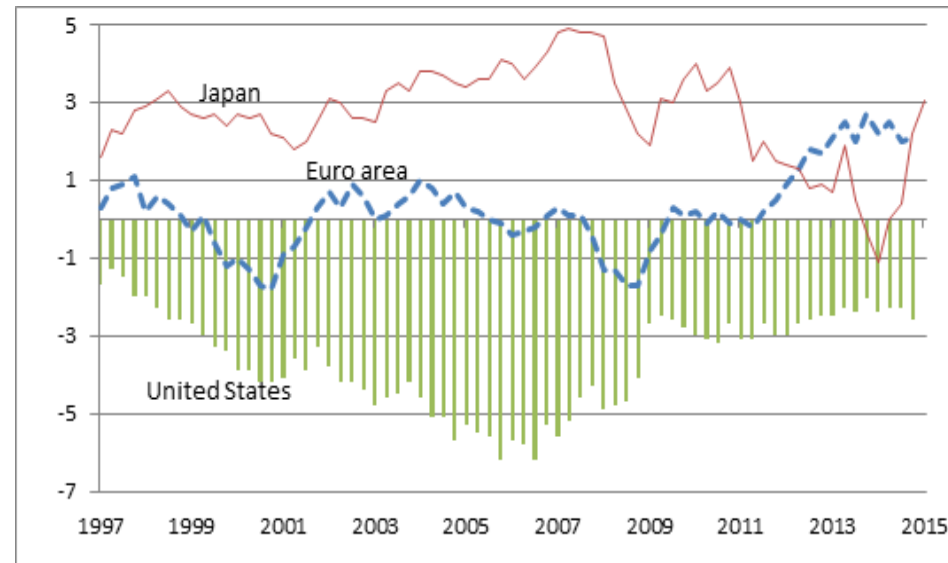
Part de la dette en devises dans la dette extérieure brute, fin 2015



Taux de change effectif réel du dollar
Janv-1964 à juillet 2016, 2010=100, source BRI



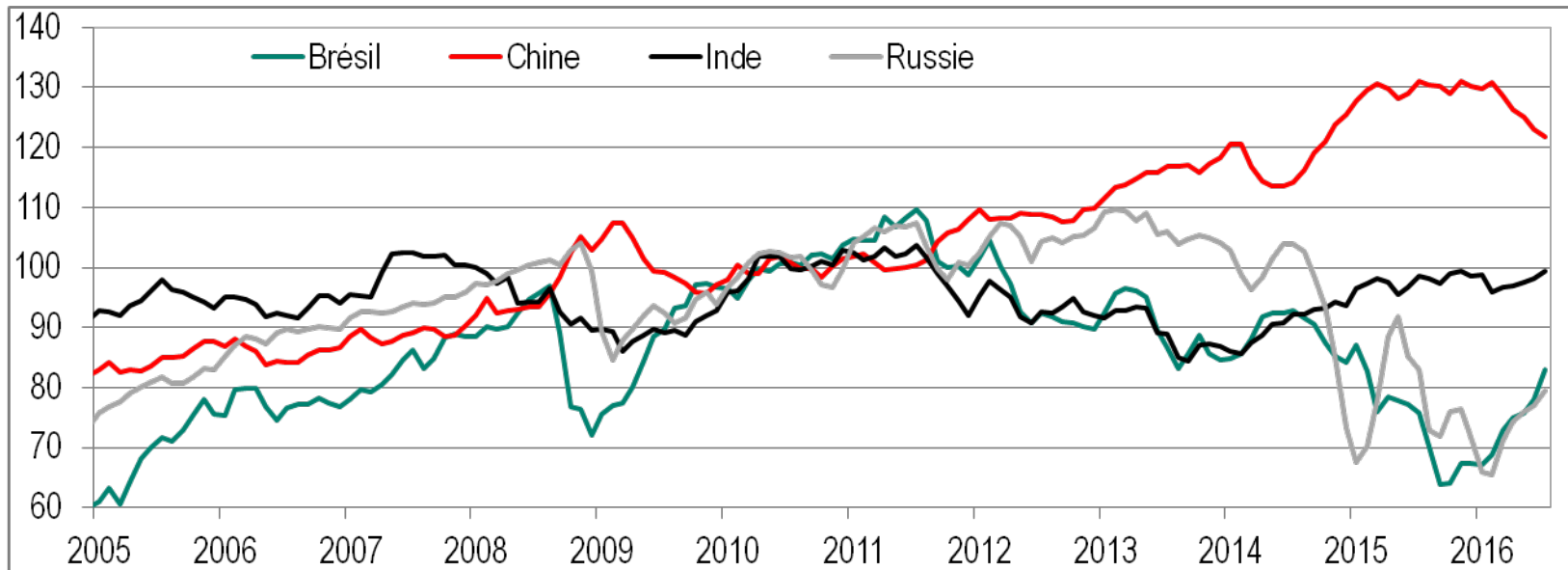
Solde courant, en % du PIB
source OCDE



- Généralisation aux pays émergents de la logique financière qui a mené à la crise :
 - Fed QE injecte \$4trn liquidités → cascade de leviers par carry trade : \$7trn financent entreprises émergentes (crédits + obligs) à partir de 2009.
 - Dette totale pays émergents > dette des pays avancé avant la crise financière. FMI estime \$3trn de surendettement corporate. Niveau alarmant parce que la rentabilité ↓ avec déflation des prix à la production liée à la stagnation séculaire : *excès d'offre en Asie et défaut de demande en Europe*.
- Détérioration des conditions de crédit :
 - Mismatch d'échéances lorsque les prêteurs initiaux retirent leurs capitaux avec \$ ↑ → chaîne de risques de contreparties parce que des capitaux espérés liquides en collatéraux des prêts (ETFs) ne le sont plus lorsque leur valeur de marché ↓.
 - Flux sortants → ↑ coûts et détérioration des conditions d'emprunt en émergents → ↓ devises/\$ → ↑ taux d'intérêt → ↑ mismatch sur dettes en \$ et ↑ coût des dettes en monnaie nationale
- Instabilité dans les marchés d'actifs :
 - Corrélation instantanée élevée dans les marchés d'actifs entre US Europe et émergents: 70 % contre 80 % au paroxysme de la crise et 35 % en moyenne sur 1997-2007
 - À cause de surliquidités, concentration et interconnexion de l'*asset management*, manque de *market making* (banques d'invest – actives) et usage immodéré des dérivés.

- Le cycle du dollar draine d'énormes flux de capitaux dans/ hors des pays émergents. Les impacts sur les monnaies émergentes (\uparrow puis \downarrow) sont accentués sur les producteurs de matières premières par la relation < 0 entre la variation du dollar et les prix de ces produits.
- Les monnaies émergentes : mouvement commun avec \downarrow dollar (2009-début 2013) et divergent avec \uparrow dollar (mi 2013- juillet 2016) \rightarrow surévaluation du yuan.

Taux de change effectif réel des grands émergents,
janvier 2005 à juillet 2016, 2010=100, source BRI.



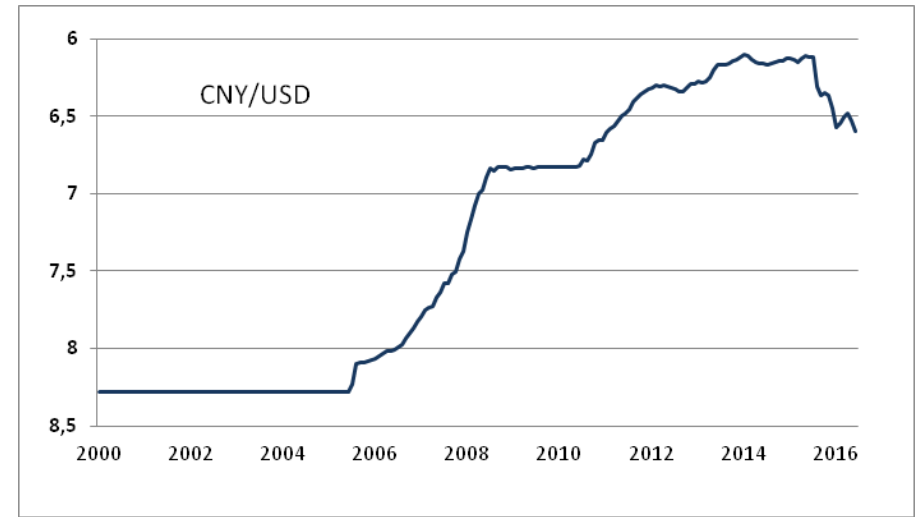
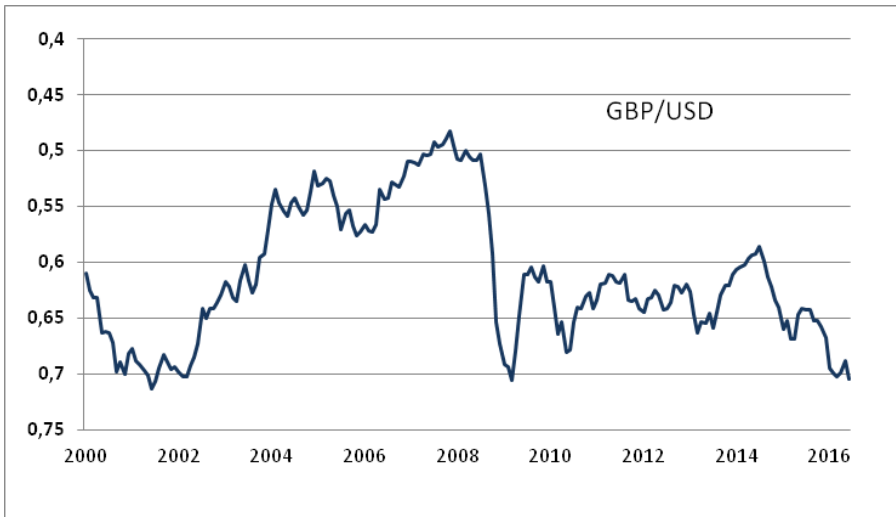
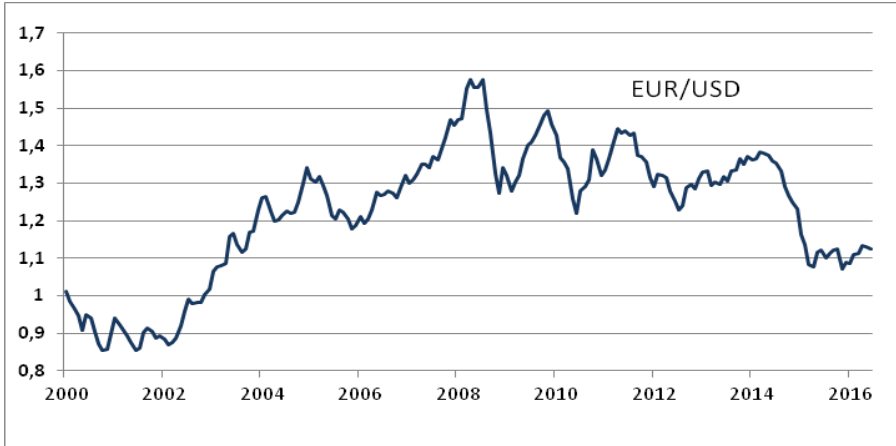


Politiques monétaires et instabilité financière globale

- Les marchés obligataires souverains sont régulés par les banques centrales à des taux ≈ 0 . La recherche de sécurité des investisseurs \rightarrow propagation de ces taux à une vaste gamme de marchés \rightarrow *dysfonctionnement du marché du crédit/évaluation du risque*.
- La répercussion des chocs macro sur le risque financier se déplace sur les marchés des changes et sur les marchés d'actions. Amplification à la suite de l'ouverture financière de la Chine à partir de la mi-2014.
- Principaux mécanismes financiers de transmission mondiale :
 - Si le change \downarrow fortement (ou est anticipé \downarrow) dans un pays les investisseurs qui subissent les pertes (craignent des pertes) réduisent leurs investissements et liquident de actifs dans d'autres pays.
 - Sous-estimation du risque \rightarrow primes de risque insuffisante. Une \downarrow non anticipée sur un seul marché \rightarrow réévaluation du risque sur une gamme de marchés « similaires ».
- Conséquence : *covariation des prix d'actifs sur un ensemble de marchés*.

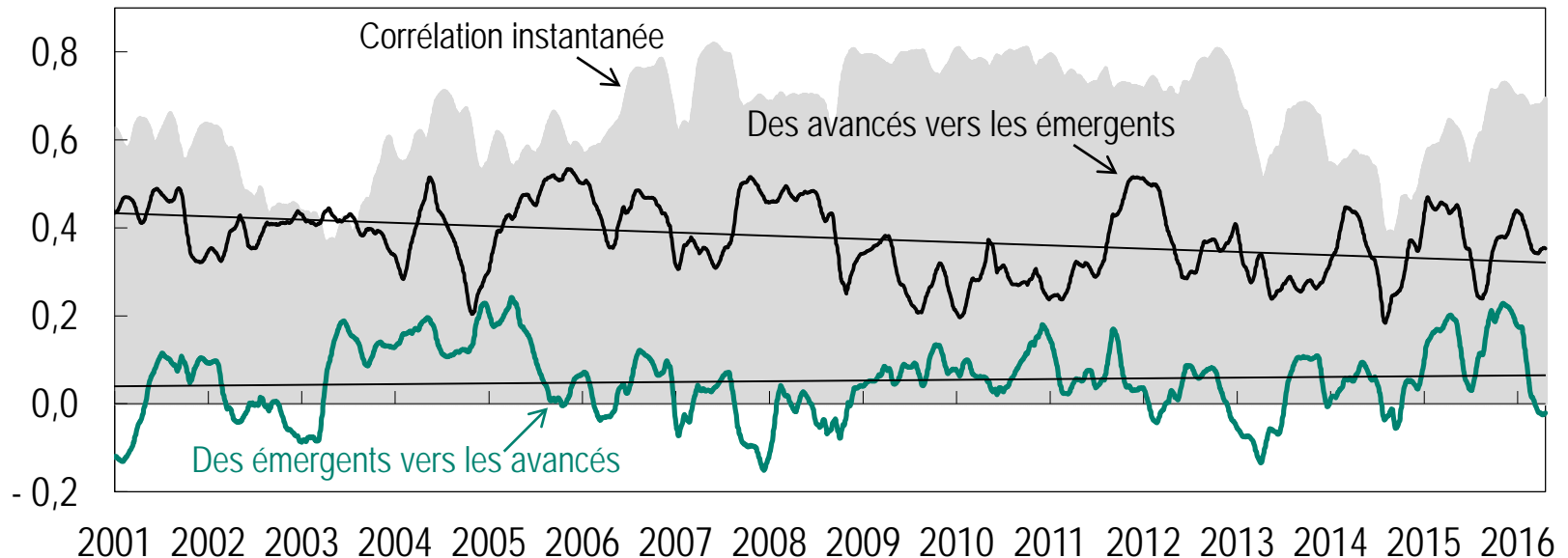
Le cycle du dollar entraîne une évolution conjointe des taux de change nominaux des autres grandes devises

Taux de change contre dollar,
une augmentation montre une appréciation de la devise contre dollar (échelle inversée pour le JPY, le GBP et le CNY)



- La taille relative \uparrow des marchés émergents et l'exposition \uparrow des gérants d'actifs sur ces pays \rightarrow une \uparrow des corrélations des pays émergents vers les pays avancés.
- La corrélation instantanée s'approche des sommets de la crise de 2008 et des années 2010-12. les corrélations successives (du jour au lendemain) montrent un trend \downarrow (avancés \rightarrow émergents) et un trend \uparrow (émergents \rightarrow avancés).

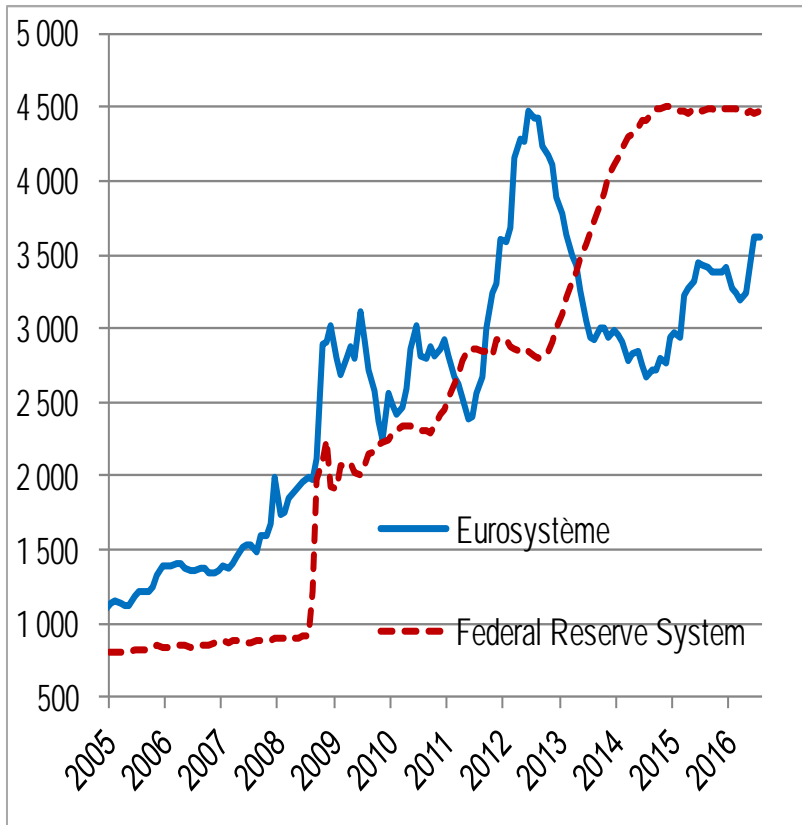
Corrélations entre les indices boursiers des pays avancés et des pays émergents



Note : MSCI World et MSCI Emerging Markets. Corrélations entre les variations log de cours quotidiens sur 6 mois lissées sur 1 mois. Instantanée : le même jour ; des avancés (émergents) vers les émergents (avancés) : les variations des émergents (avancés) sont prises le jour suivant.

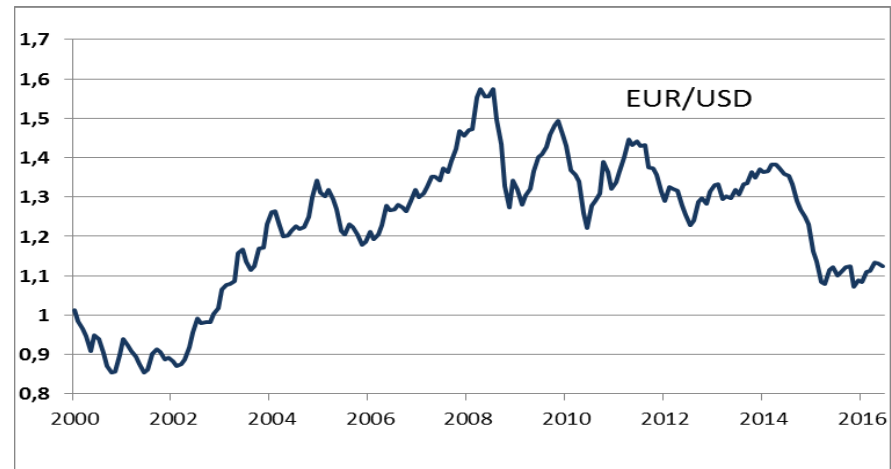
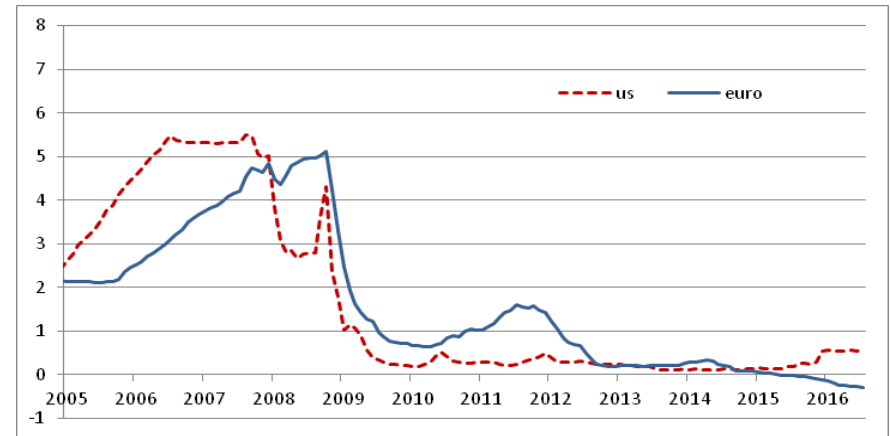
à CT: ↓ de la monnaie pour laquelle le bilan ↑ relativement à l'autre

Total de l'actif des banques centrales, zone euro et États-Unis
en mds de \$, source: Fred, Fed Bk of St Louis



Taux d'intérêt à court terme, zone euro et États-Unis et cours EUR/USD

Sources: OCDE, BCE.



- Devise clé \$ = indépendance de la politique monétaire US/ effets qu'elle induit sur le RDM : « *le dollar est notre monnaie, c'est votre problème* ».
- Le QE a injecté \$ 4trns de liquidités → gonflement dettes émergentes et intensification des flux de capitaux → interactions financières croisées ↑ avec l'ouverture financière chinoise.
- La politique de la Fed s'infléchit :
 - Les minutes du FOMC révèlent un clivage entre les membres du FOMC qui s'en tiennent aux indicateurs domestiques et ceux qui ont une préoccupation pour les tensions sur les marchés financiers globaux → hésitations à ↑ le taux des Fed funds en dépit de conditions internes qui le justifient.
 - Le cycle d'appréciation du \$ crée des pressions sur les prix qui freinent le retour de l'inflation vers la cible → interrogation sur la validité de la cible en contexte persistant de croissance molle et de pressions ↓ globales sur les prix.
- Avec des flux internationaux de capitaux complètement déconnectés du commerce international, la nature de la globalisation actuelle est en cause et *la coordination monétaire multilatérale est un enjeu qui se pose.*