

Les dettes publiques, source d'une nouvelle crise financière mondiale ? Quels leviers pour les régulateurs financiers ?

Frédéric Burguière

EIFR / Juillet 2018

LE CERCLE TURGOT

Sous la direction de FRÉDÉRIC BURGUIÈRE

Préface de MICHEL PÉBEREAU

Introduction de JEAN-LOUIS CHAMBON

JEAN BOISSINOT
JEAN-LUC BUCHALET
JEAN-CLAUDE GRUFFAT

ISABELLE JOB-BAZILLE
VIVIEN LEVY-GARBOUAT
GÉRARD MAAREK
JEAN-JACQUES PLUCHART

CHRISTOPHE PRAT
HUBERT RODARIE
BERNARD SCHWENGLER



LES DETTES PUBLIQUES À LA DÉRIVE

Anatomie d'un monde financièrement fragilisé

EYROLLES

Le thème de la Dette n'est pas nouveau

- Le cycle d'endettement public dans lequel nous vivons a débuté il y a plus de 40 ans avec les chocs pétroliers

- En Europe, la question du niveau critique de la dette a été au cœur des débats au moment la création de la zone Euro il y a 25 ans

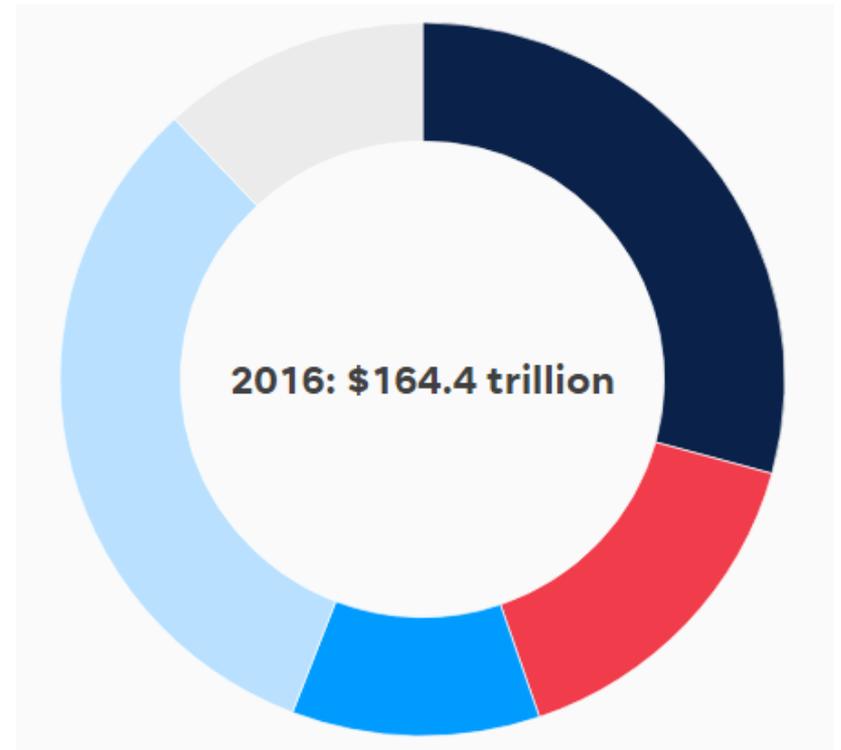
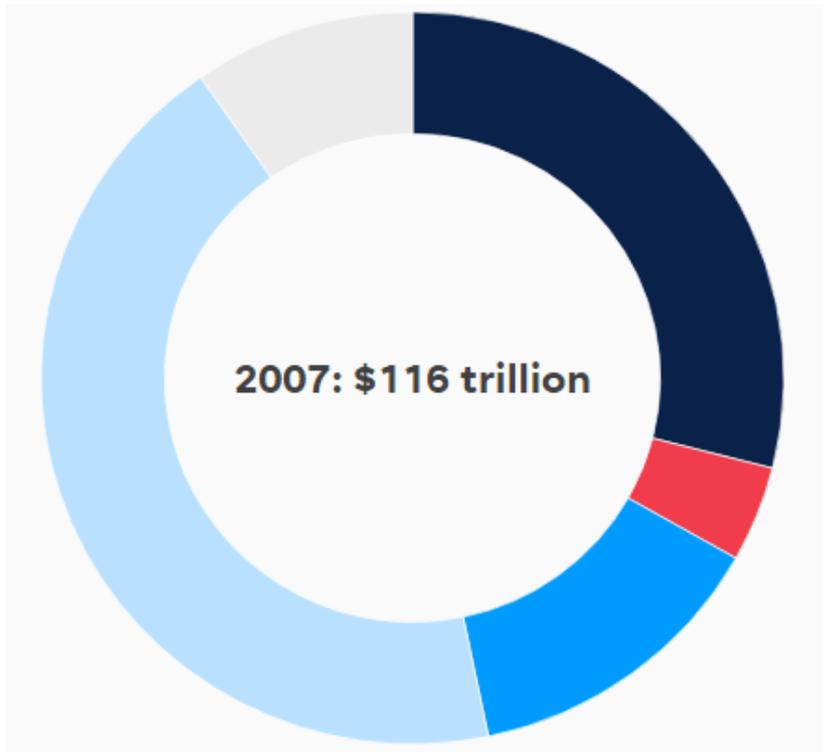
- Mais avec la crise de 2008, la nature du problème semble avoir totalement changé de dimension

La Dette : où en sommes-nous ?

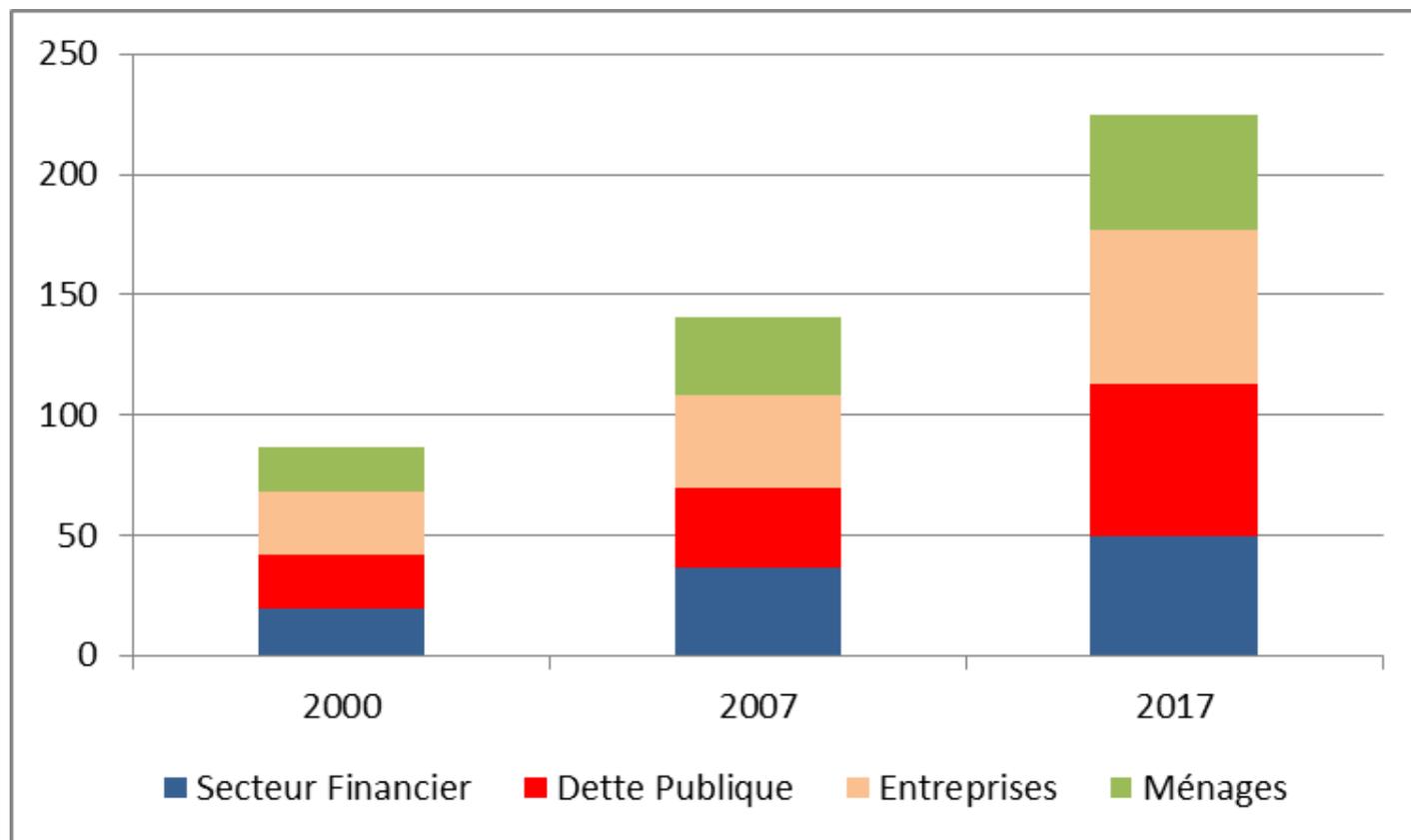
Une Dette énorme et en forte progression depuis dix ans

- Selon le FMI (avril 2018), la dette mondiale globale (privée et publique, hors secteur financier) atteint 164 000 milliards de dollars, soit 225% de la production de richesse annuelle
- Trois pays, les Etats-Unis, le Japon et la Chine concentrent plus de la moitié de cette Dette
- La somme des Dettes Publiques représente environ une année de production de richesse mondiale

La Chine représente à elle seule 43% de l'augmentation de la Dette mondiale sur les dix dernières années (hors secteur financier / FMI 2018)



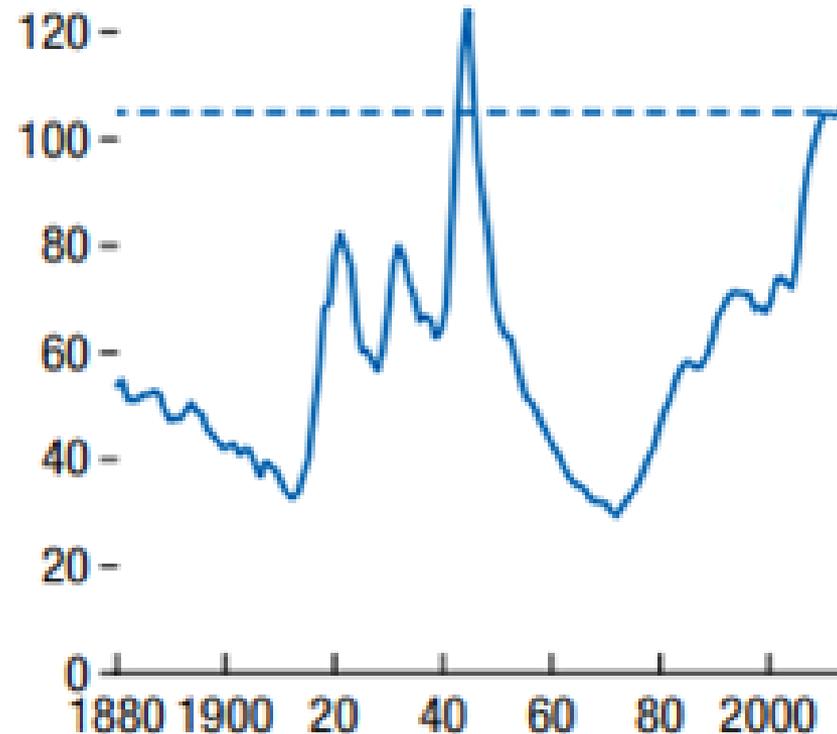
Evolution de la dette globale mondiale (en 1000 Mds de US\$)



Entre 2000 et 2017, la dette globale (hors secteur financier) a augmenté de 160% quand le « PIB » mondial nominal n'a progressé que de 60%

Entre 2008 et 2015, à l'échelle mondiale, le ratio Dette/PIB des Etats est passé de 59 à 94%, soit une progression identique à celle des trente années précédentes

La Dette Publique des pays avancés depuis 1880 (Source: FMI, 2018)

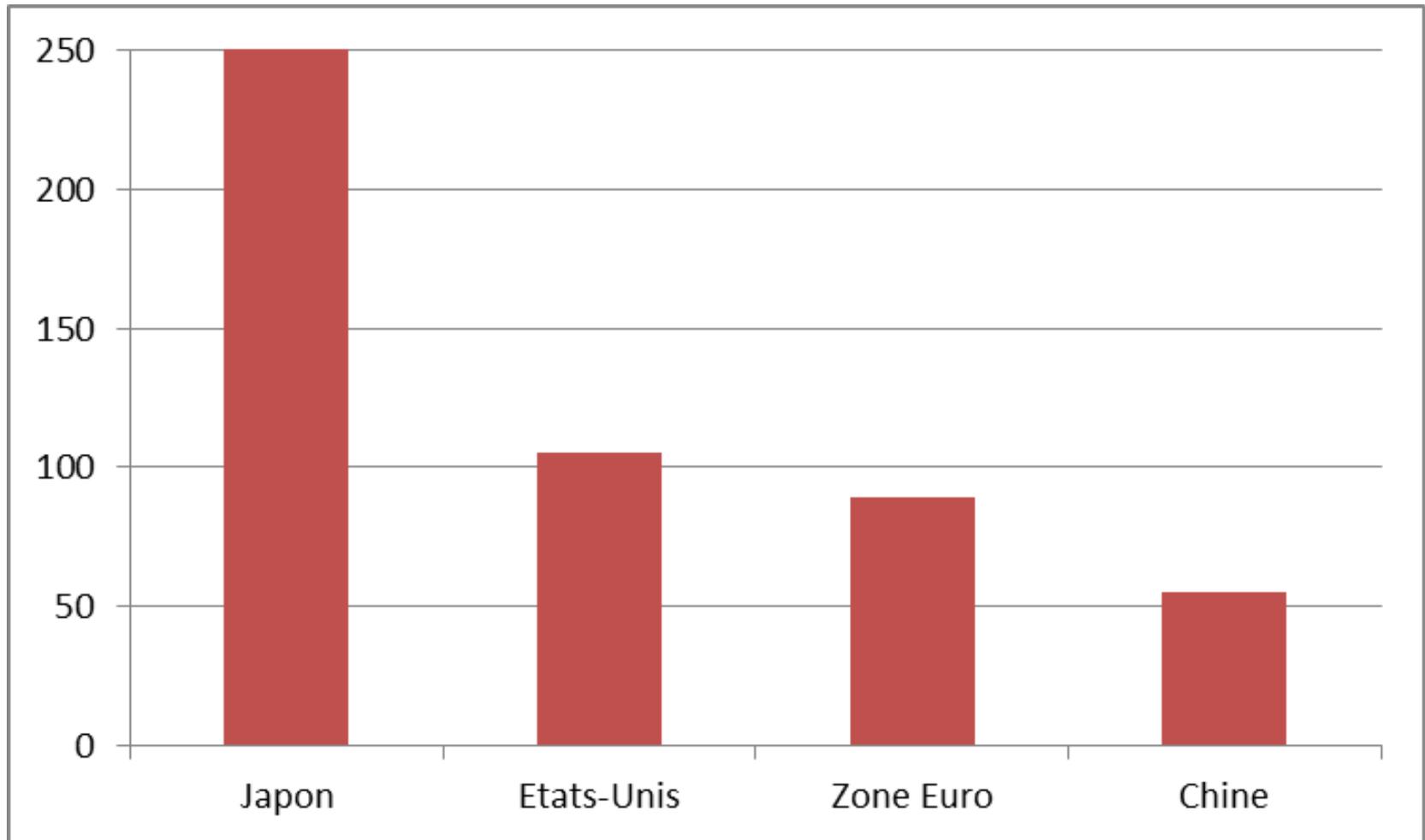


Le niveau des dettes publiques n'a jamais été aussi élevé depuis la seconde guerre mondiale (en % du PIB)

Quels sont les pays « contaminés » par la dette ?

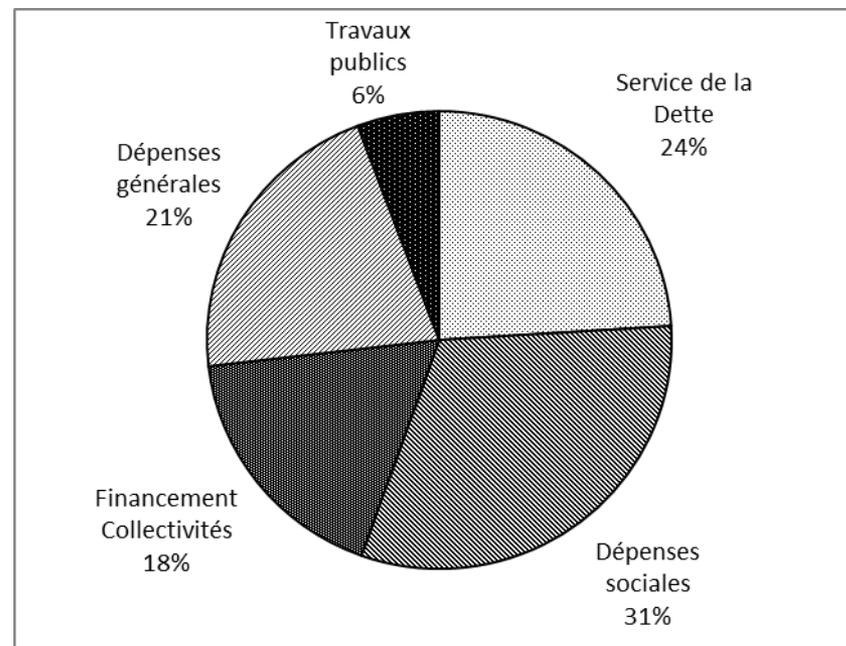
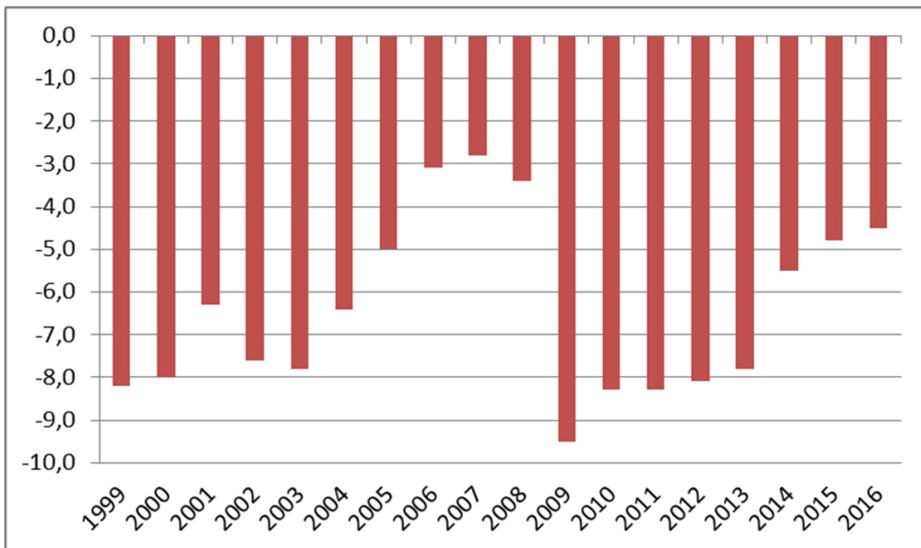
Est-il possible d'inverser la tendance ?

Dettes Publiques Nettes en % du PIB



Source: OCDE, 2016

Le Japon: une dérive désormais assumée

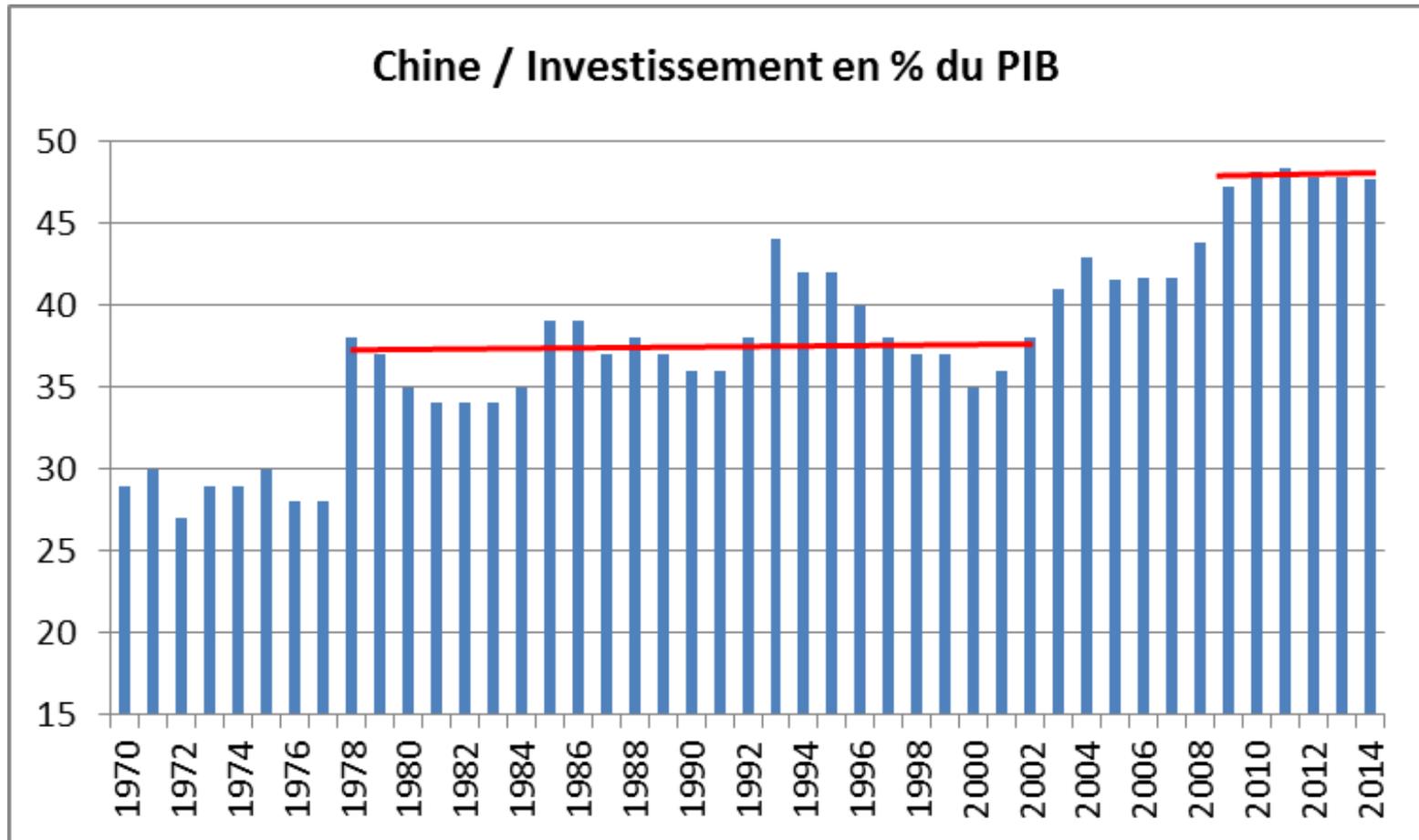


Les Etats-Unis: pas de consensus pour réduire la Dette

In the United States, “fiscal stimulus is happening when the economy is close to full employment, keeping overall deficits above \$1 trillion (5% of GDP) over the next three years”. (FMI, 2018)

- Pour que la Dette Publique baisse aux Etats-Unis, il faudrait un projet consensuel ou une politique volontariste (type choc Volcker de 1980)
- Difficile d’imaginer un tel scénario alors que Donald Trump fait de la relance budgétaire en haut de cycle
- Le camp Républicain est par ailleurs très divisé en matière de politique budgétaire et peu enclin à prendre des initiatives

La part de l'investissement est anormalement élevée après trente années de croissance

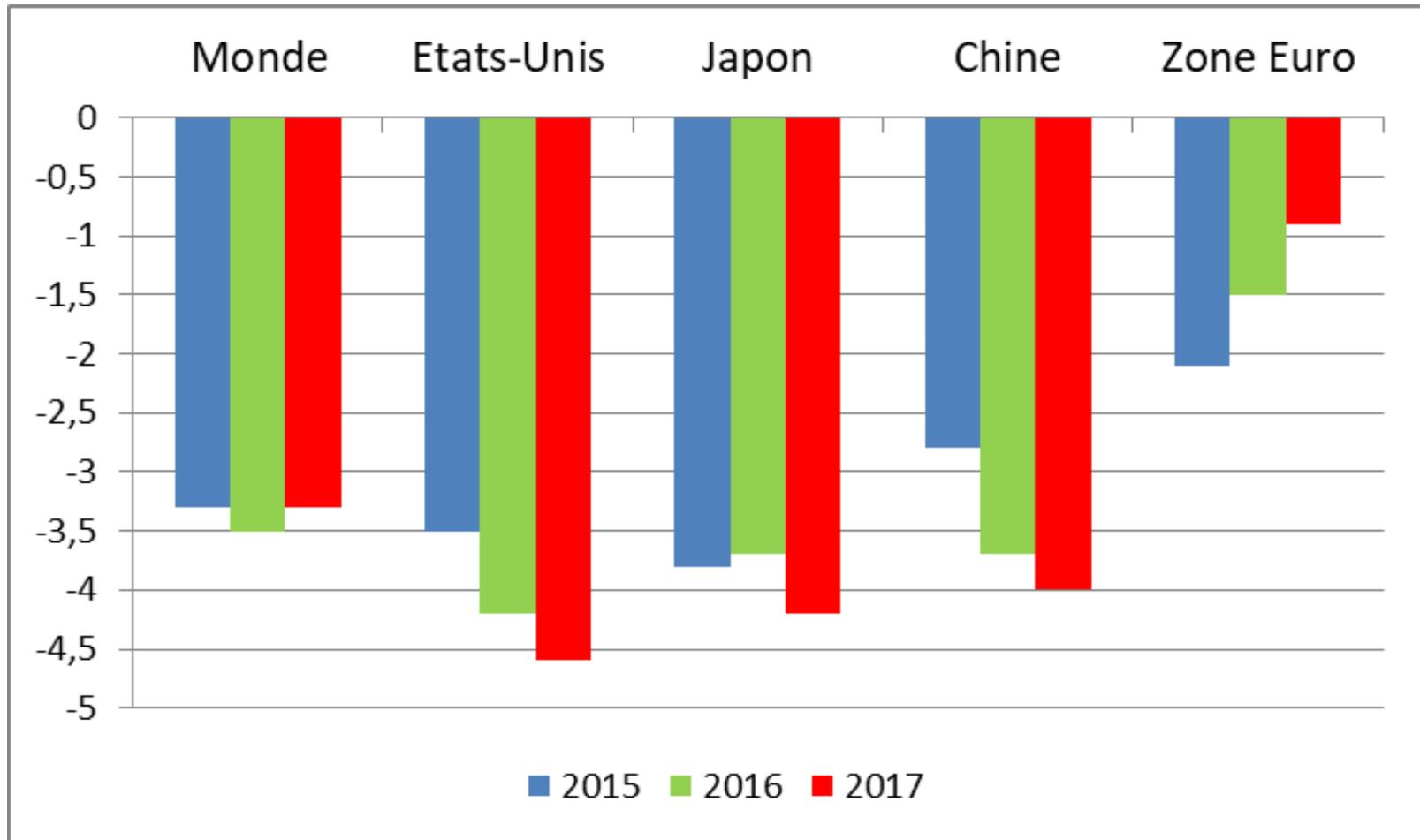


La Chine: une hausse annoncée de la dette de l'Etat Central

- En Chine, le ratio d'endettement des agents non financiers est passé de 141% à 256% du PIB entre 2008 et 2016
- Le niveau d'endettement des entreprises a progressé de façon inquiétante (de 95 à 170% du PIB en 8 ans)
- La part occupée par le secteur de la construction dans le PIB indique que nous sommes en situation de bulle immobilière
- La dette publique, encore « modérée » (55% du PIB en incluant les régions) va mécaniquement augmenter dès lors qu'il faudra résorber une partie de la dette privée

La situation budgétaire très dégradée de la plupart des Etats après neuf années de reprise économique laisse peu d'espoirs de voir les dettes publiques diminuer

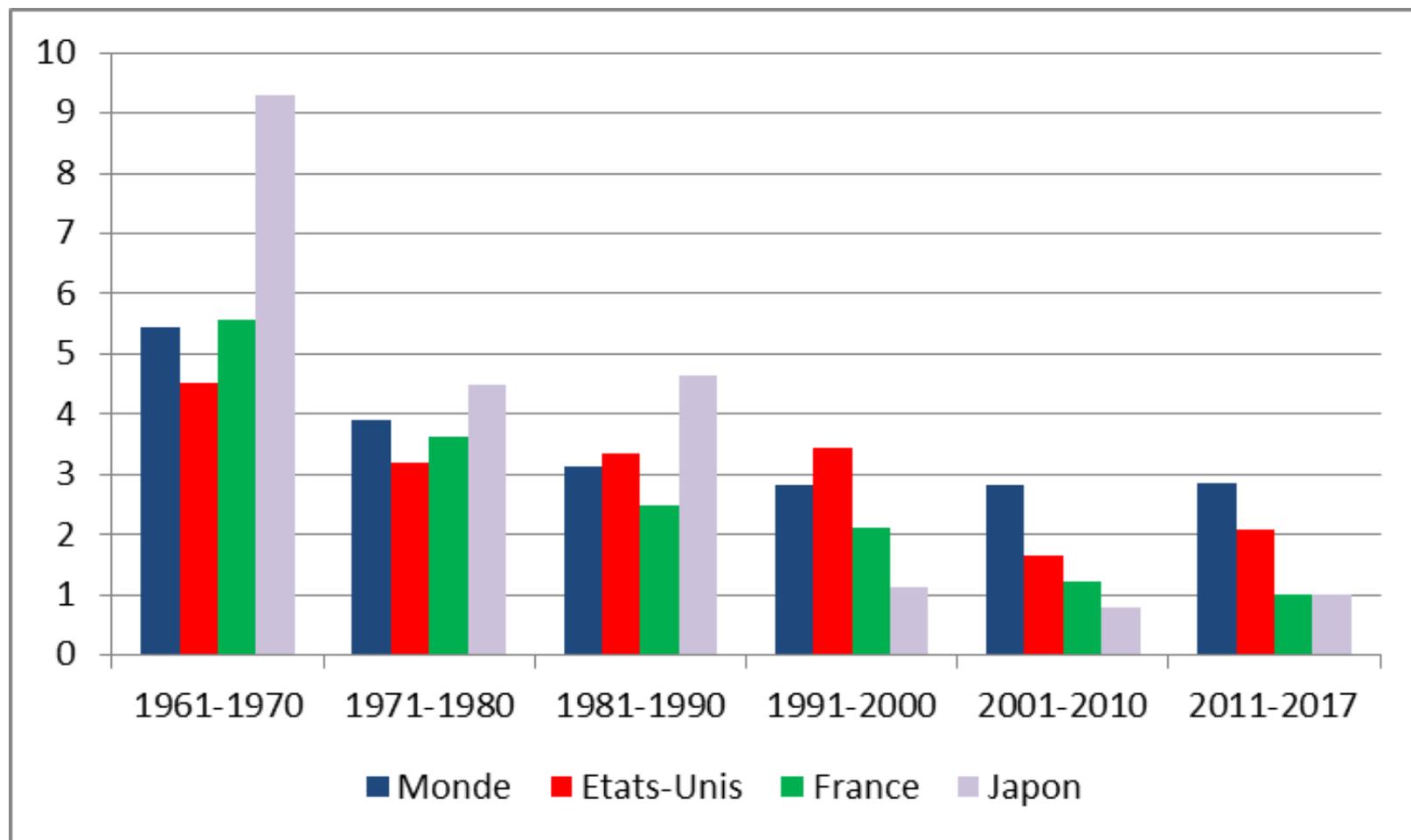
Alors que nous sommes en haut de cycle, les déficits restent très élevés



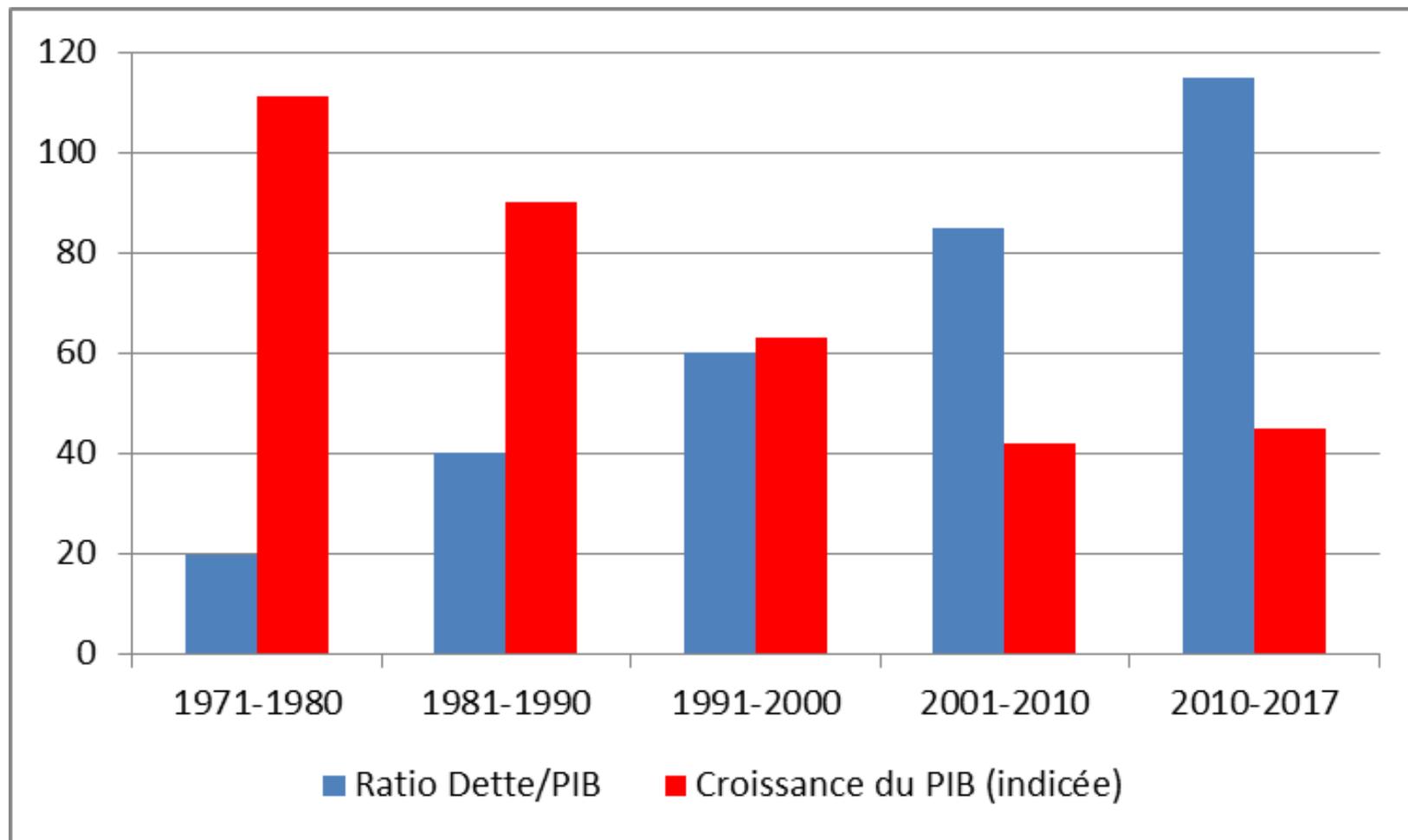
Déficits budgétaires en % du PIB, Source: FMI, Avril 2018

L'endettement augmente pour une
efficacité en terme de croissance
économique de plus en plus faible

Evolution de la croissance du PIB (en %)



Pour les pays riches, la corrélation est impressionnante



La Dette publique a été multiplié par cinq, la croissance économique divisée par trois

La dérive des Dettes Publiques peut durer très longtemps

Au cours des 40 dernières années, le niveau observé du ratio dette/PIB au moment du déclenchement d'un défaut se situe dans une fourchette de 350 et 450%.

avec une forte dispersion aux extrêmes (125% aux Philippines en 1983, et 628% au Bangladesh en 1998). Source: Reinhart & Rogoff

Première conclusion:

la dérive des dettes va se poursuivre jusqu'au moment (dans 10 ou 15 ans ?) où se posera la question de leur effacement

Mais, cette dérive à des conséquences importantes sur le fonctionnement des circuits financiers

Deux éléments ont été nécessaires à la stabilité du système

- L'utilisation d'un « nouvel » outil, que l'on a appelé « politiques non conventionnelles » (ou *Quantitative Easing*)
- Et la forte dynamique économique de la Chine et de sa zone d'influence qui ont assuré depuis quinze ans pratiquement la moitié de la croissance mondiale

Les effets positifs du *Quantitative Easing*

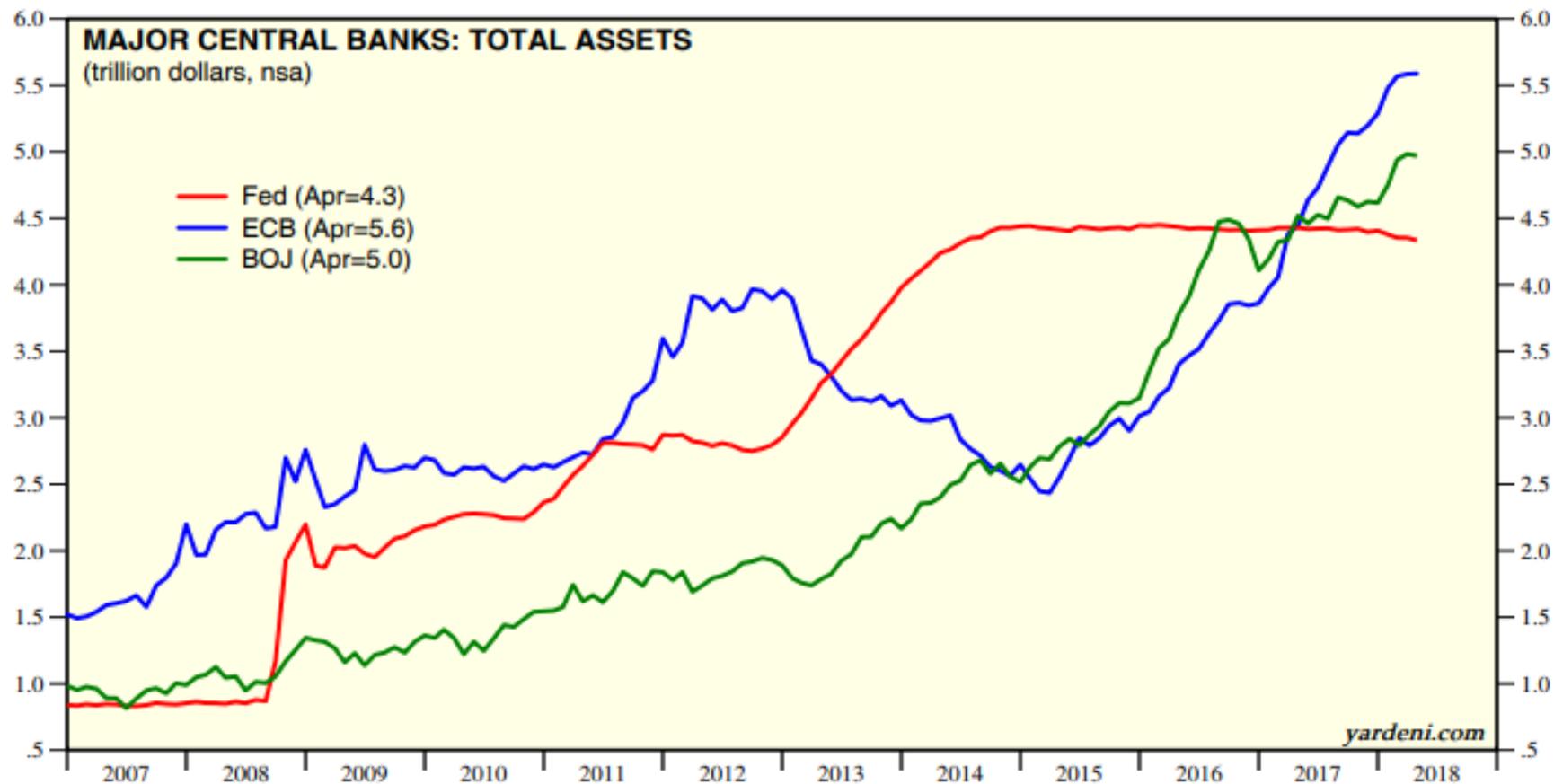
- Le *Quantitative Easing* consiste à faire acheter la Dette Publique par la banque centrale ce qui permet de guider les taux d'intérêt vers un niveau extrêmement bas
- Cette politique a un double effet positif:
- Elle garantit le financement de la Dette et réduit la pression exercée par les marchés en cas de dérive budgétaire
- Elle élimine le risque de défaut de l'Etat puisque la Banque centrale est prête à acheter massivement la Dette

Les effets pervers du *Quantitative Easing*

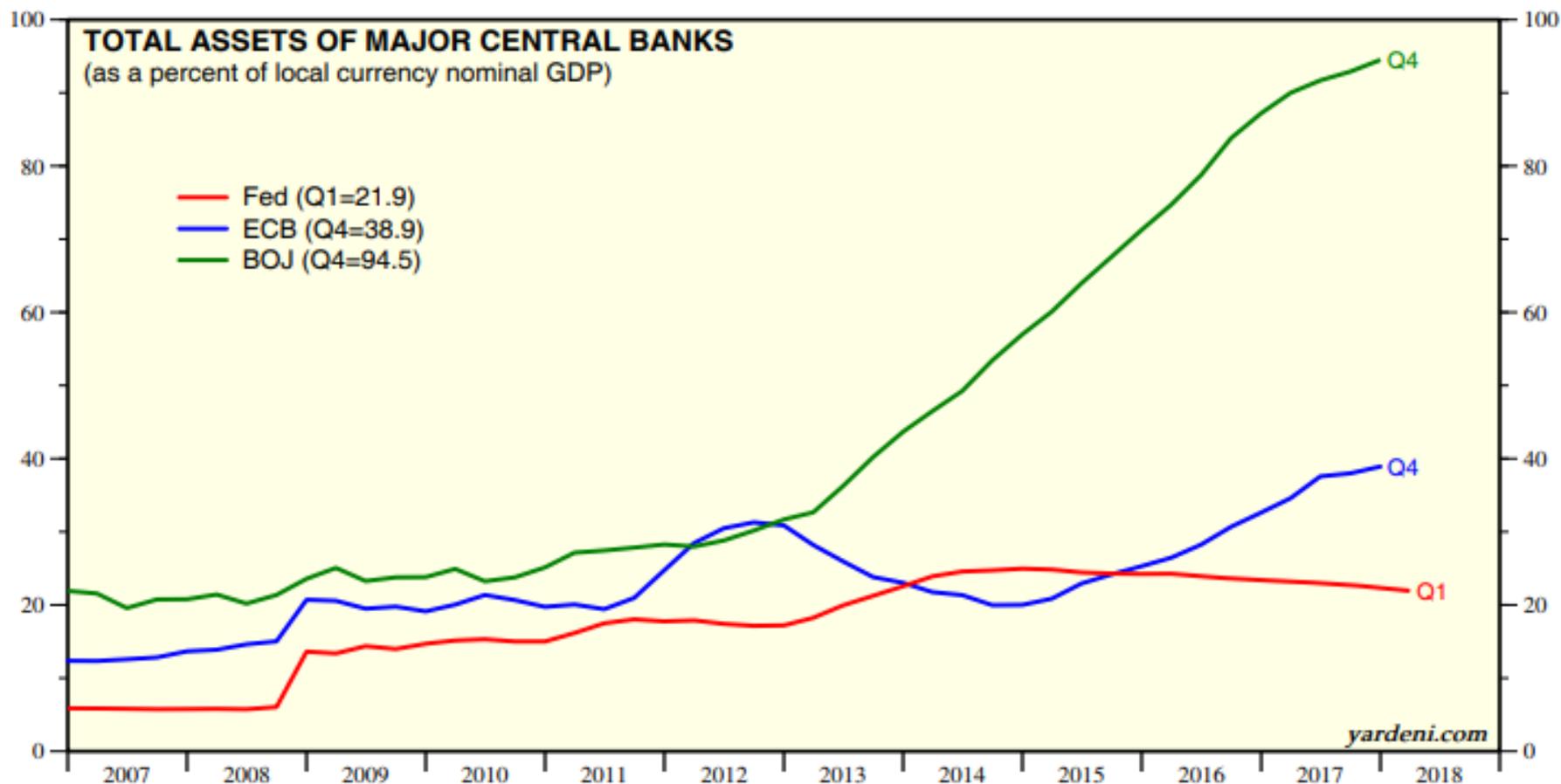
- Mais le *Quantitative Easing* a également des effets pervers que l'on mesure désormais assez bien:
- Il n'a qu'un effet très limité sur la relance de l'investissement privé dans un contexte de faible demande / les banques, confrontées à leurs propres contraintes n'ont pas développé l'offre de crédit
- C'est un outil aux effets asymétriques / faible soutien à la croissance en période de relance – effet dévastateur en terme de remontée des taux en période de resserrement monétaire
- Il provoque un écrasement de toute la hiérarchie des rémunérations des risques qui incite à une réallocation des portefeuilles d'actifs
- Il contribue au développement du *shadow banking* et à la formation de bulles financières

Le *Quantitative Easing* depuis 10 ans

Evolution des bilans des banques centrales depuis 2007



Le Japon a été le plus gros acheteur de dettes publiques depuis 2012



En relatif (% du PIB) on comprend mieux la politique menée au Japon depuis 2012

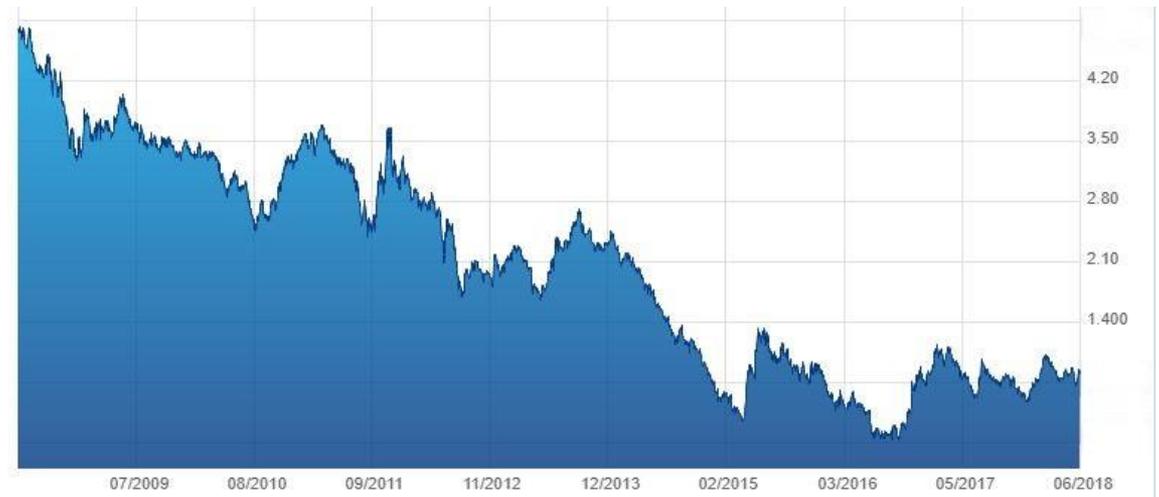
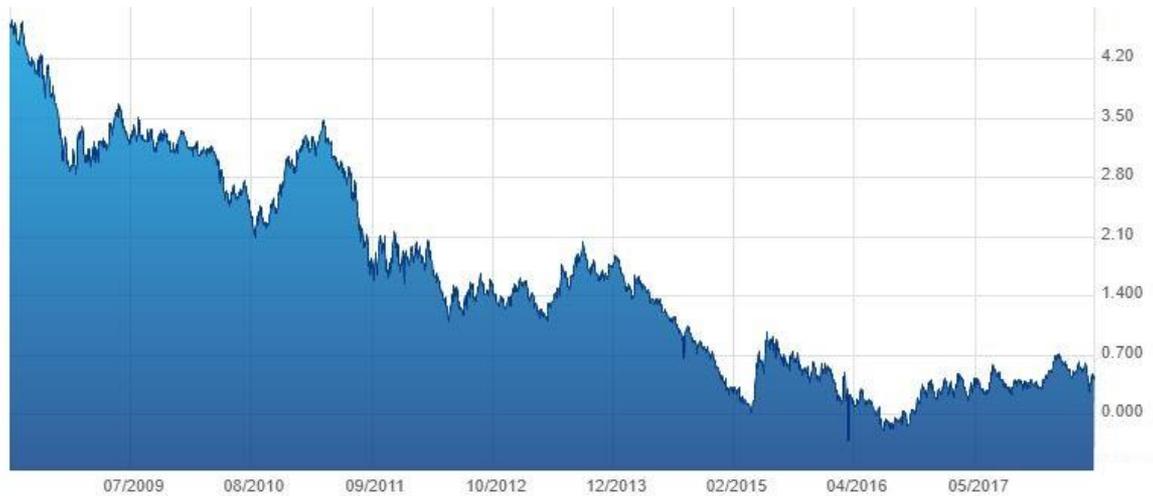
La Banque du Japon détient désormais plus de 40% de l'encours de dette de l'Etat japonais, la FED environ 15% de la Dette Fédérale américaine, et la BCE 25% de l'encours de Dette des pays de la zone Euro

La principale conséquence du QE est de neutraliser le rôle de régulateur des marchés des taux d'intérêt

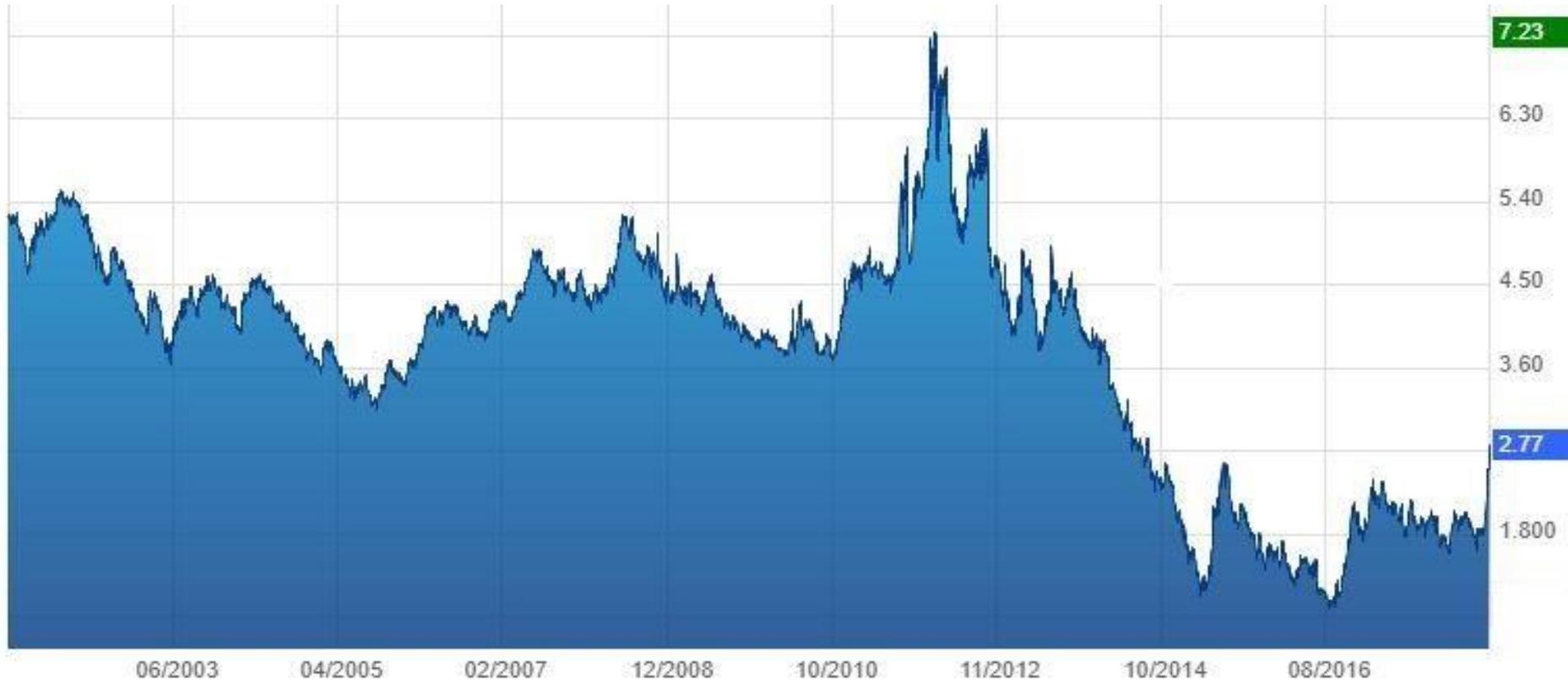
Au Japon, le niveau des taux des obligations d'Etat à dix ans est inférieur à 2% depuis vingt ans



Les Taux allemands et français à dix ans suivent une tendance similaire

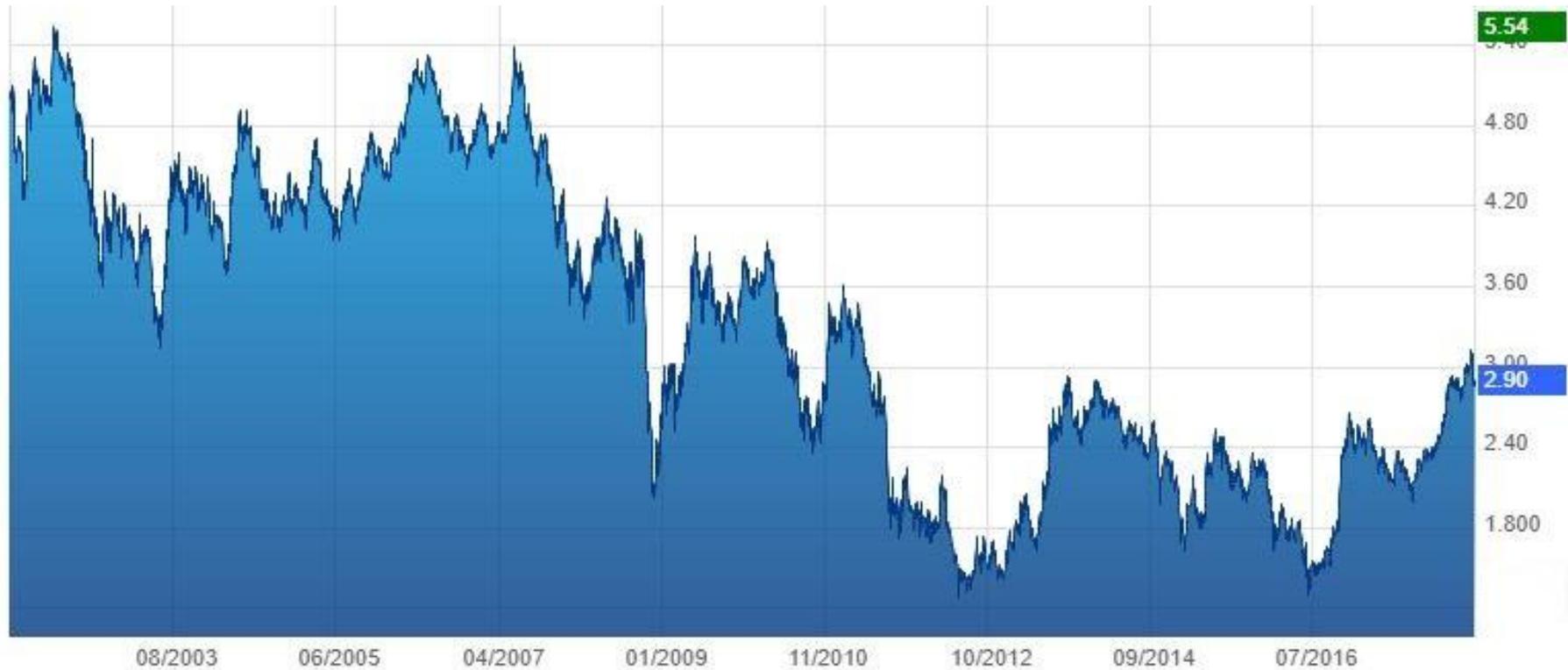


La « prime de risque politique » italienne reste très faible



Taux des obligations d'Etat italiennes à dix ans

C'est aux Etats-Unis que la prime semble la plus élevée



Mais la FED a procédé à un resserrement de sa politique monétaire

Le nouvel environnement que nous venons
de décrire génère de sérieuses
perturbations des circuits financiers et pose
de nombreux problèmes de régulation

Des politiques non conventionnelles à la Monétisation de la Dette

La monétisation pose une question sur le
moyen terme :

Comment effacer « proprement » une dette
publique qui serait totalement détenue par la
Banque Centrale ?

Au-delà de l'aspect technique de
l'effacement, c'est bien entendu l'alea moral
lié au non remboursement qui pose problème

Les conséquences déjà visibles du nouvel environnement sur les circuits financiers

L'environnement nouveau a trois conséquences principales

- Les banques doivent redéfinir leur modèle économique, sous une contrainte de besoin en fonds propres beaucoup plus exigeante
- Les fonds de pension sont condamnées à augmenter le niveau de risque de leurs allocations de portefeuille
- Le *shadow banking* s'impose comme une alternative au système bancaire, mais au prix d'innovations financières non encadrées

- Ce questionnement des circuits financiers remet en cause le mode de régulation auquel nous étions habitué

Quels problèmes pose la disparition de l'« actif sans risque » pour les banques ?

Les banques sont à la recherche d'un nouveau modèle économique

- Il y a trente ans, les banques abaissaient le niveau de risque de leur bilan en fin de cycle en réduisant la taille de leur portefeuille de crédit au profit d'investissements en obligations d'Etat
- C'est en s'inspirant de cette pratique qu'a été progressivement créé un système de ratios prudentiels calibrant le besoin en fonds propres des banques en se référant à un actif considéré comme sans risque
- La monétisation de la dette entraîne un double changement pour les banques: d'une part la rémunération des obligations d'Etat devient proche de zéro; d'autre part, l'actif sans risque devient rare et risque même de disparaître
- Mécaniquement, à taille de bilan identique, le besoin en fonds propres d'une banque a tendance à augmenter et son modèle de rentabilité est remis en cause

La problématique de la disparition de l'« actif sans risque » pour les investisseurs institutionnels

L'obligation d'Etat, actif « sans risque »

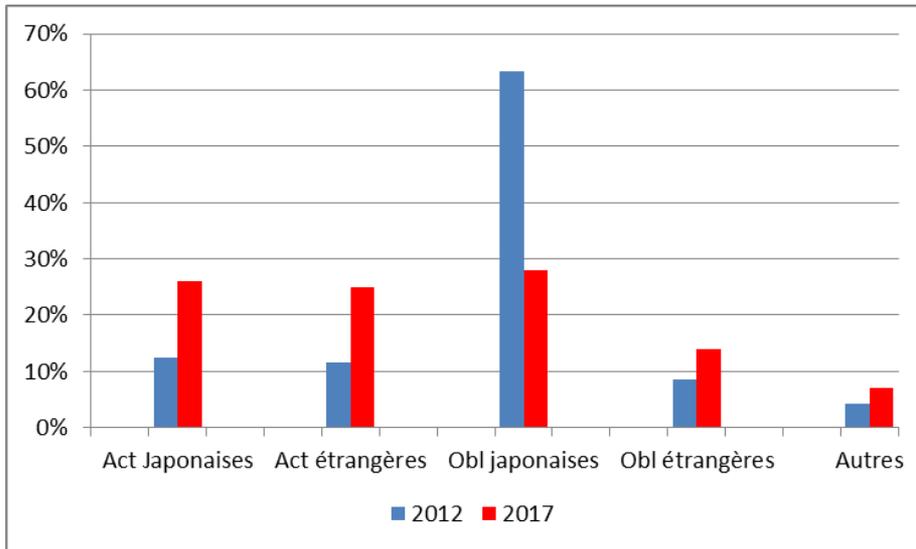
- Lorsque la dette publique a commencé à augmenter, l'introduction de critères de détention d'obligations d'Etat dans les produits d'épargne (Sicav Monory, Contrats d'Assurance Vie...) ou dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels a été un très bon moyen pour l'Etat de faire financer sa dette et de cadrer le risque
- Pour les épargnants, cette approche a constitué un amortisseur de volatilité et un moteur de performance élevé puisque l'inflation a été orientée à la baisse depuis le début des années 80
- Mais, cela a eu un effet catastrophique sur la sensibilité au risque des investisseurs (à l'opposé des américains, les japonais ou les français ont une aversion au risque très élevée en matière d'investissement qui a été renforcée par cette situation)
- La potentielle disparition de l' « actif sans risque » constitue donc un problème majeur pour la gestion de portefeuille

L'« euthanasie des rentiers »

(expression utilisée par Keynes dans la Théorie Générale)

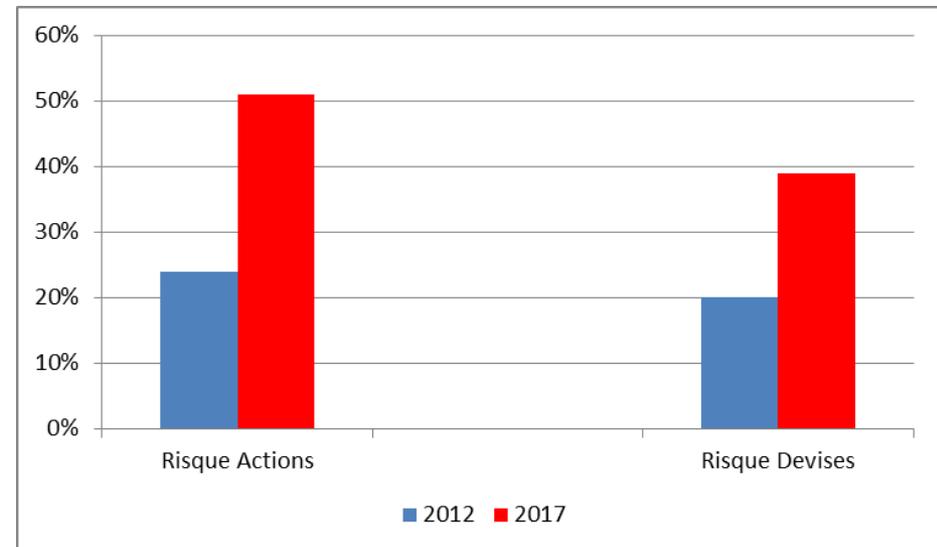
L'élimination de la rareté du capital entraîne
un effondrement des primes de risque et
une forte dégradation de la rémunération
des portefeuilles d'actifs

L'allocation de portefeuille du *Government Pension Investment Fund* japonais



GPIF
1500 Mds de \$
d'actifs sous gestion

Le gouvernement japonais a décidé de modifier les guidelines en 2012



Les risques du nouveau cadre de gestion

- On assiste à un déplacement par défaut des allocations du « non risque » vers le risque, dans un contexte de vieillissement de la population, d'absence de croissance et de primes de risque faibles
- C'est-à-dire que l'on est dans un processus d'ajustement qui est en contradiction avec les principes de la gestion d'un fonds de pension: contrainte actif/passif, étape du cycle et niveau des primes de risques
- Si les primes de risque deviennent structurellement basses, l'Etat sera obligé de garantir certains placements (projets d'infrastructures)
- Ce qui ne ferait qu'accroître sa dette et la nécessité d'une accentuation du processus de monétisation

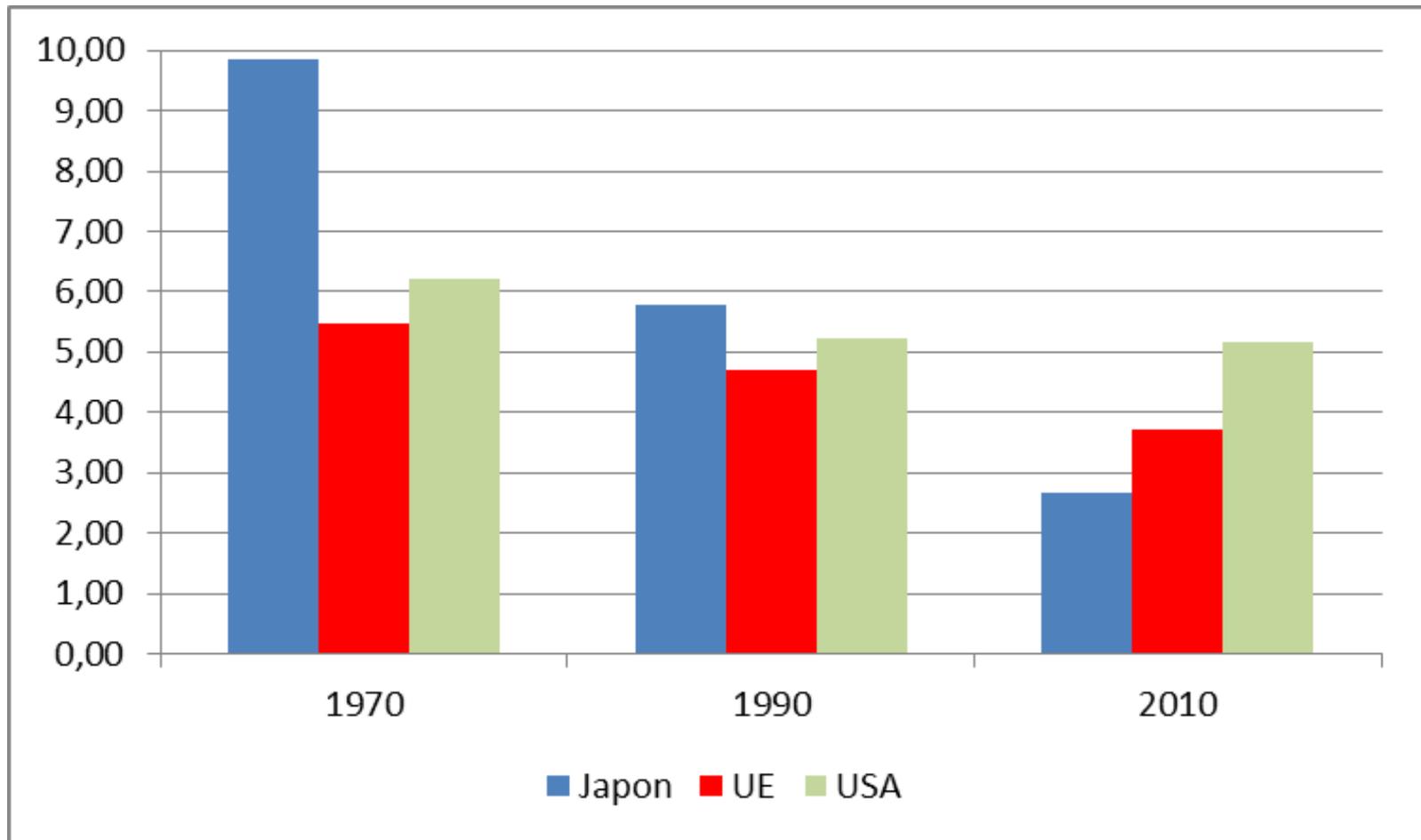
La rentabilité des portefeuilles d'actifs
diversifiés va fortement baisser

Faute de rendement, les épargnants vont
devoir « consommer » leur patrimoine

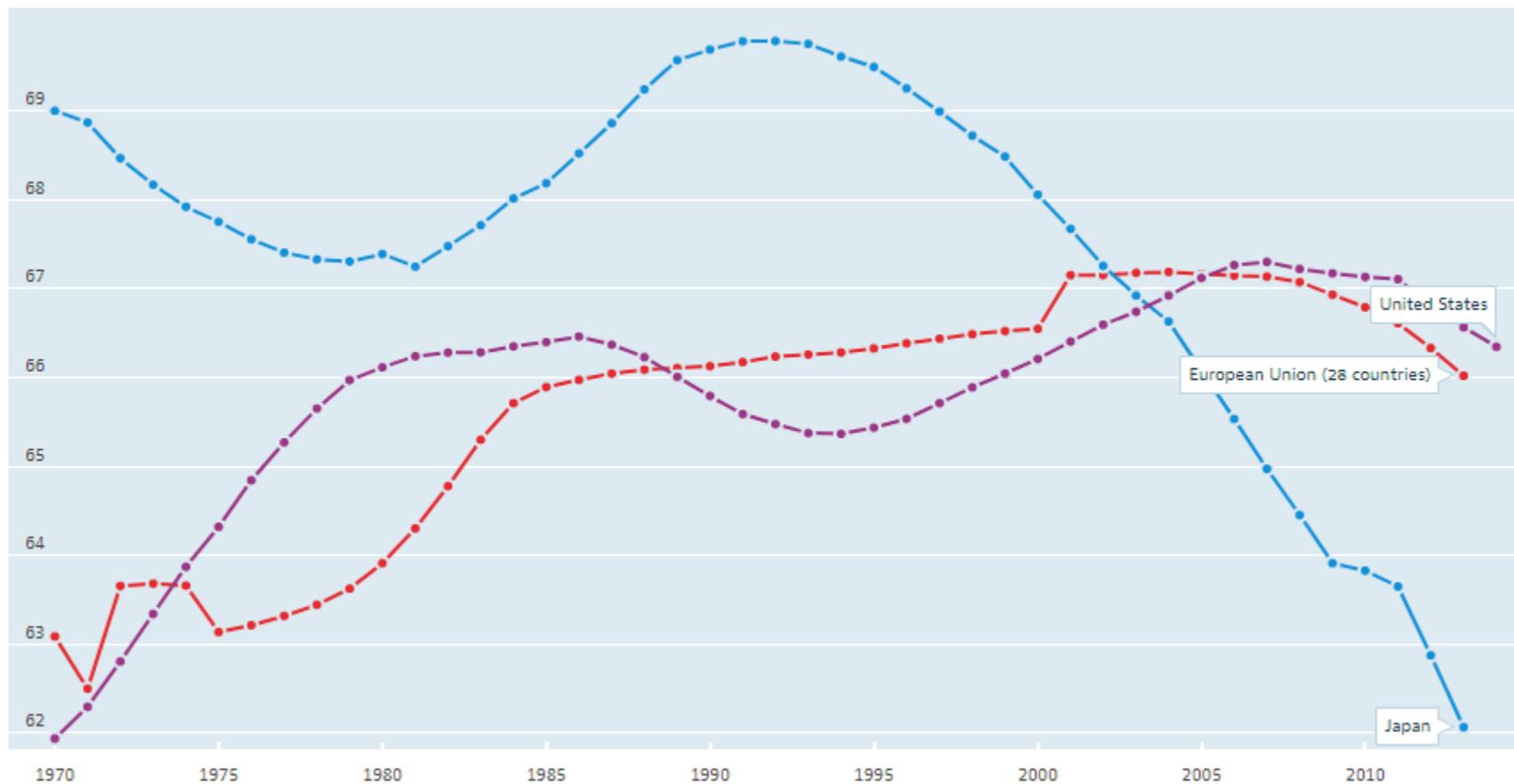
C'est ce que Keynes a appelé l'euthanasie
des rentiers

Ce type d'ajustement rencontre une
problématique de redistribution
intergénérationnelle

Rapport entre la population de 15 à 64 ans et la population de plus de 65 ans



Part des 15-64 ans dans la population (source: OCDE)



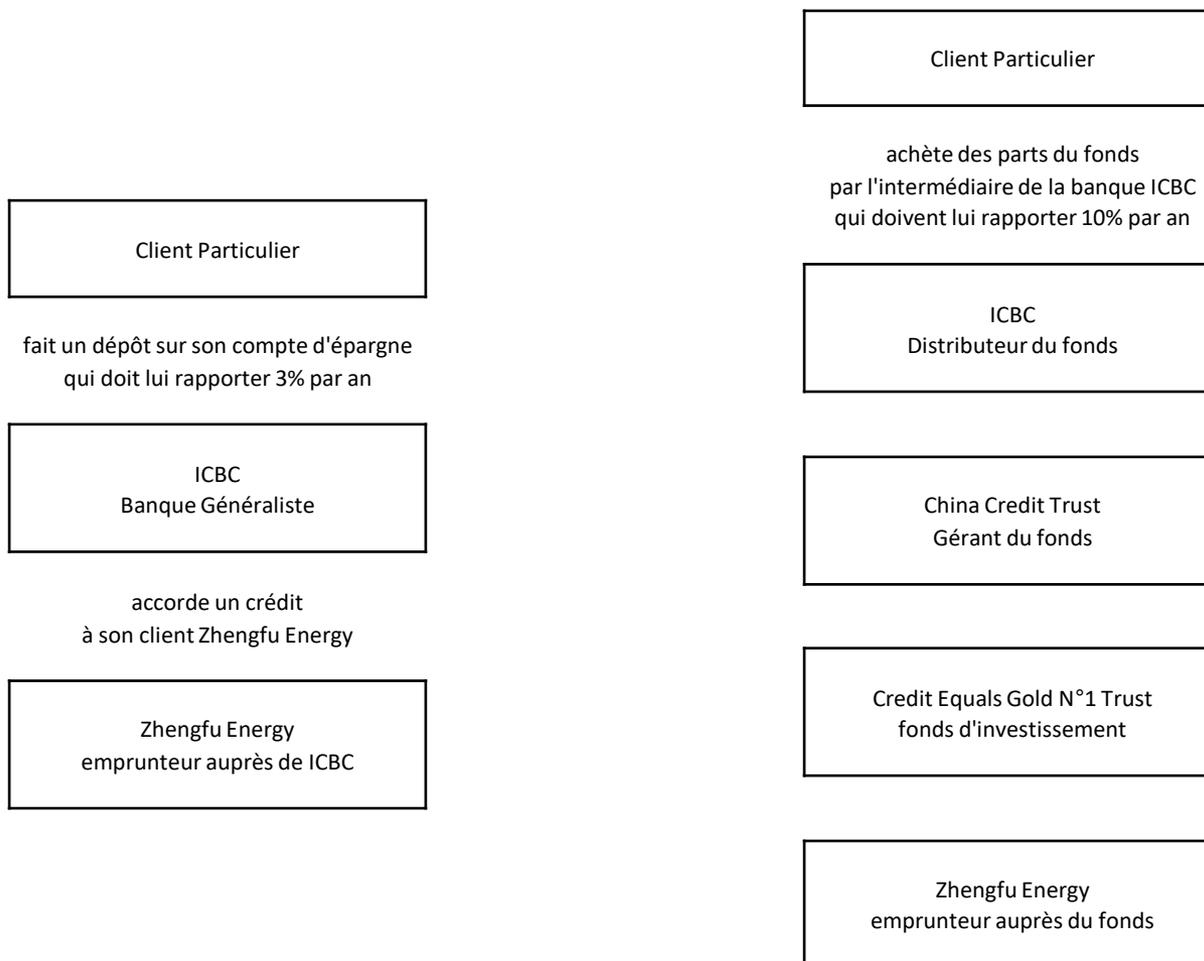
Le shadow banking

Le cadre incertain et risqué du *shadow banking*

- Le *shadow banking* ce sont toutes les opérations d'intermédiation financière réalisées en dehors du cadre du système bancaire
- Certaines relèvent d'opérations de marchés connues et encadrées
- D'autres sont au contraire des innovations financières récentes pas encore réglementées et souvent mal définies

- Le *shadow banking* attire des investisseurs peu expérimentés en matière de gestion des risques de marchés
- Et la quasi-totalité des investisseurs sous-estime la faiblesse des primes de risque

La question de la responsabilité des distributeurs de produits financiers



Le cas de China Credit Trust et ICBC en Chine

- En janvier 2014, China Credit Trust, annonce que le fonds CEGT ne sera pas en mesure de s'acquitter d'une échéance de 3 Mds RMB
- Cela met en difficultés le distributeur du fonds, à savoir l'une des plus grandes banques chinoises ICBC, qui avait placé ce fonds auprès d'environ 700 de ses clients en 2010
- Le fonds avait prêté les capitaux récoltés à la société Zhengfu Energy qui opère dans la région du Shanxi. Mais ce groupe minier spécialisé dans le charbon n'a jamais obtenu les permis nécessaires pour exercer ses activités et son propriétaire a été interpellé en 2012 pour malversations. Dans le cas présent, il y a un double problème de mauvaise gestion mais aussi de détournement de capitaux
- "ICBC et Credit China Trust ont creusé un trou, l'ont dissimulé avec une couche de paille et nous ont demandé de sauter dessus", ironise un des investisseurs
- ICBC assure n'avoir aucune responsabilité directe dans le produit incriminé. "Les investisseurs peuvent tirer des leçons de cet incident. La prochaine fois qu'ils investiront (dans des produits financiers), ils devront être mieux conscients du risque", a commenté son président Jiang Jianqing
- La responsabilité directe incombe à China Credit Trust qui a souhaité gérer ce dossier à l'amiable et au cas par cas avec les investisseurs, mais ce dossier pose clairement la question de la chaîne de responsabilité et des risques globaux potentiels

Le développement du prêt direct est plus rapide en Chine qu'ailleurs

Peer-to-peer lending is only \$29 billion in 2014

\$ billion, latest available year

Country	Estimated market size	Key players ¹
China	 ~17	<ul style="list-style-type: none">▪ ppdai.com▪ Lufax.com▪ gkkxd.com
United States ²	 ~10	<ul style="list-style-type: none">▪ Lending Club▪ Prosper▪ Kiva
United Kingdom	 ~2	<ul style="list-style-type: none">▪ Zopa▪ Funding Circle▪ RateSetter
Germany	 0.2	<ul style="list-style-type: none">▪ Auxmoney▪ Smava
Spain	 <0.1	<ul style="list-style-type: none">▪ Comunitae.com▪ Lubbus

¹ Latest available data for Lending Club, Prosper, Kiva.

SOURCE: Nesta; Wangdalzhija; press research; McKinsey Global Institute analysis

Comment réguler les crypto monnaies ?

Les « crypto monnaies » posent trois types de problèmes aux régulateurs

- On ne sait pas encore si l'on est face à un instrument spéculatif destiné à disparaître lors de la prochaine crise ou face à une innovation durable
- On ne sait pas non plus si l'on doit considérer les « crypto monnaies » comme des monnaies ou comme des instruments financiers dont l'objet reste à définir
- Nous sommes dans un environnement transnational qui permet aux utilisateurs de mettre en concurrence les Etats
- Les régulateurs doivent agir vite dans un environnement incertain en étant soumis à un jeu de contraintes complexe

La position de la Banque de France dans un rapport de mars 2018

- Les crypto-actifs ne sont pas des monnaies
- Les prix des crypto-actifs font l'objet d'une bulle spéculative
- Les usages des crypto-actifs se diversifient et exposent les investisseurs à des risques de perte financière accrus
- Les crypto-actifs sont également vecteurs de risques de cyber-attaques, de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme, tout en ayant un coût environnemental
- La Banque de France préconise donc un élargissement de l'encadrement des prestations de service associées aux crypto-actifs
- https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/focus-16_2018_03_05_fr.pdf

Le Bitcoin est-il une monnaie ? Le dilemme des régulateurs

- La position de la Banque de France est très claire: le Bitcoin n'est pas une monnaie car il ne remplit pas les fonctions d'une monnaie
- La position de l'AMF est plus difficile à comprendre. Fin mai 2018, suite à la promotion des crypto monnaies par une personnalité sportive, l'AMF adopte la position suivante dans un tweet:
"Plus facile de gagner des matchs à RolandGarros que de gagner de l'argent en tradant des crypto-actifs ? L'AMF rappelle à @Gael_Monfils que c'est au mieux très risqué, au pire une arnaque"
- Pour autant, les services fiscaux ne peuvent se désintéresser du fait que la réalisation de plus-values sur des ventes de Bitcoins par des résidents français peut constituer une source de taxation
- Et toutes les instances de régulation en France comme ailleurs dans le monde sont très actives pour tenter d'apporter des réponses aux questions que se posent les investisseurs et les émetteurs

- **La SEC estime que Bitcoin et Ether ne sont pas des valeurs mobilières**
- La SEC justifie sa position en considérant qu'un réseau de crypto monnaie est suffisamment décentralisé et que les utilisateurs ne s'attendent pas à la gestion de celui-ci par un tiers
- Les deux plus grosses crypto monnaies ne feront donc pas l'objet d'un suivi réglementaire par le gendarme boursier américain
- Les ICO, par contre, relèvent bien de la compétence de la SEC

La BRI s'inquiète des problèmes technologiques liés aux crypto monnaies

- La Banque des Règlements Internationaux multiplie les mises en garde à l'égard des crypto monnaies et recommande aux banques centrales de les réguler
- Selon l'institution, les devises numériques ne sont pas adaptées aux paiements quotidiens en raison des calculs et des échanges de données volumineux que chaque transaction génère
- Ceux-ci pourraient assez rapidement saturer la capacité des serveurs informatiques

Toutes les possibilités sont recherchées pour pouvoir intervenir

Communiqués de presse

AMF : 2018

L'AMF considère que l'offre de dérivés sur crypto-monnaies nécessite un agrément et est interdite à la publicité par voie électronique

Publié le 22 février 2018

Au terme d'une analyse sur la qualification juridique des produits dérivés sur crypto-monnaies, l'Autorité des marchés financiers conclut que les plateformes offrant ces produits doivent se conformer à des règles d'agrément, de bonne conduite et que ces produits ne doivent pas faire l'objet d'une publicité par voie électronique.

L'engouement autour des crypto-monnaies a conduit de nombreux sites de trading, ces derniers mois, à proposer des options binaires, des contrats avec paiement d'un différentiel (CFD) ou encore des contrats de change ayant une échéance en fin de journée (*Rolling Spot Forex*) sur crypto-monnaies. Ces contrats permettent de parier sur la hausse ou la baisse d'une crypto-monnaie sans détenir ce sous-jacent.

L'AMF a réalisé une analyse juridique de ces produits dérivés sur crypto-monnaies. Elle a procédé à un double exercice : qualifier juridiquement ce qu'il faut entendre par produit dérivé et apprécier si une crypto-monnaie peut être considérée comme un sous-jacent éligible au regard des textes. La notion de produit dérivé n'est pas définie en tant que telle en droit européen. Les législateurs se sont limités à dresser, dans le cadre de la directive Marchés d'instruments financiers, une typologie des contrats (contrat à terme ferme, contrat d'option ou contrat d'échange), puis une liste des sous-jacents éligibles.

Au terme de son analyse, le régulateur estime qu'un tel contrat sur crypto-monnaies se dénouant par un règlement en espèces peut être considéré comme un contrat financier, sans qu'il soit nécessaire de qualifier juridiquement les crypto-monnaies.

En conséquence, les plateformes qui proposent des produits dérivés sur crypto-monnaies dénoués en espèces doivent se conformer à la réglementation applicable aux instruments financiers, en particulier aux règles en matière d'agrément, de bonne conduite, de déclaration des transactions à un référentiel central dans le cadre du règlement européen EMIR. Surtout, ces produits relèvent du dispositif d'interdiction de la publicité instaurée en France sur certains contrats financiers par la loi Sapin 2.

Mise en garde de l'AMF à l'égard d'un certain nombre d'acteurs

L'Autorité des marchés financiers met en garde le public à l'encontre d'acteurs proposant d'investir dans des crypto-actifs sans disposer des autorisations nécessaires

Publié le 15 mars 2018

Diamants, terres rares, vin, mais aussi crypto-actifs : les biens divers peuvent concerner de multiples acteurs. Le régulateur annonçait en juillet 2017 la mise à disposition d'une liste d'acteurs proposant des diamants d'investissement sans respecter la réglementation. Le 1er décembre, l'AMF élargissait cette liste pour y intégrer d'autres intermédiaires en biens divers. Désormais, des sociétés proposant d'investir dans des crypto-actifs, dont certains sont présentés comme des crypto-monnaies, figureront également à ce titre sur la liste noire.

La loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite loi « Sapin II ») a modifié la législation sur le régime de l'intermédiation en biens divers.

Les sociétés qui proposent sur le territoire français d'acquérir des droits sur des biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement ou son équivalent économique sont soumises au régime de l'intermédiation en biens divers et à ce titre, leur offre doit disposer d'un numéro d'enregistrement délivré par l'AMF.

Or, bien qu'alertées par l'AMF des nouvelles obligations qui s'imposent à elles, ces sociétés continuent à communiquer et/ou démarcher le public en France sans que leur offre ne soit enregistrée auprès de l'AMF.

La mise en garde de l'AMF vise les sites internet suivants :

<http://akj-crypto.com/>

<http://bank-crypto.com/>

<https://bcoin-bank.com/>

<https://bit-crypto.net/>

<https://boursebitcoin.com/>

<https://www.crypteo.io/>

<https://cryptobankweb.com/>

<http://crypto-major.com/>

<https://cryptopartnersinvest.com/>

<http://crypto2.bnd-group.com/>

<http://crypto.private-finances.com/>

<http://ecs-solutions.net>

<http://ether-invest.com/>

<https://krakenaccess.com/>

<http://www.minedecrypto.com>

Le cas particulier des ICO (Initial Coins Offering)

Bitcoin et ICO / Parle t-on de la même chose ?

- Le terme générique de crypto monnaie semble désormais utilisé pour parler de réalités assez différentes
- Le langage commun considère une ICO comme une levée de fonds, mais on est très loin du cadre habituel utilisé pour une telle opération
- De ce fait certains pays (Chine, Corée) ont préféré interdire les ICO
- D'autres sont beaucoup plus ouverts; les Etats-Unis et le Japon sont les principaux pays d'accueil des opérations récentes
- L'enregistrement comptable d'une ICO reste encore à définir dans de nombreux pays

Comment traiter comptablement une « levée de fonds » via une ICO ?

- Une ICO (Initial Coin Offering) est, dans la pratique, une méthode de levée de fonds, mais qui ne concerne d'un point de vue comptable ni les fonds propres, ni la dette long terme
- Les « Jetons » souscrits lors de l'ICO représentent, le plus souvent, un droit d'usage du service qui sera développé par la société émettrice
- Dun point de vue comptable, les fonds levés lors d'une ICO seraient donc considérés comme un chiffre d'affaires, avec les problèmes de fiscalité que cela entraîne (TVA en particulier)

« Une start-up israélienne veut payer ses salariés en bitcoins »

- Le réseau social Spot.IM a engagé des négociations avec le centre des finances publiques israélien pour obtenir l'autorisation de payer ses salariés en bitcoins
- Les employés auront le choix de recevoir une partie ou l'intégralité de leur salaire en crypto monnaie. Seul le salaire net sera versé de la sorte, les cotisations étant prélevées en amont
- Le cours du bitcoin étant très volatil, l'entreprise entend baser les salaires sur la moyenne de sa valeur un jour défini du mois

Conclusion:

La régulation devient un exercice très difficile quand les grandes variables régulatrices des marchés sont neutralisées

Les deux grandes variables de marché sont
de fait « neutralisées »:

Les taux de change depuis trente ans

Les taux d'intérêt depuis cinq à dix ans

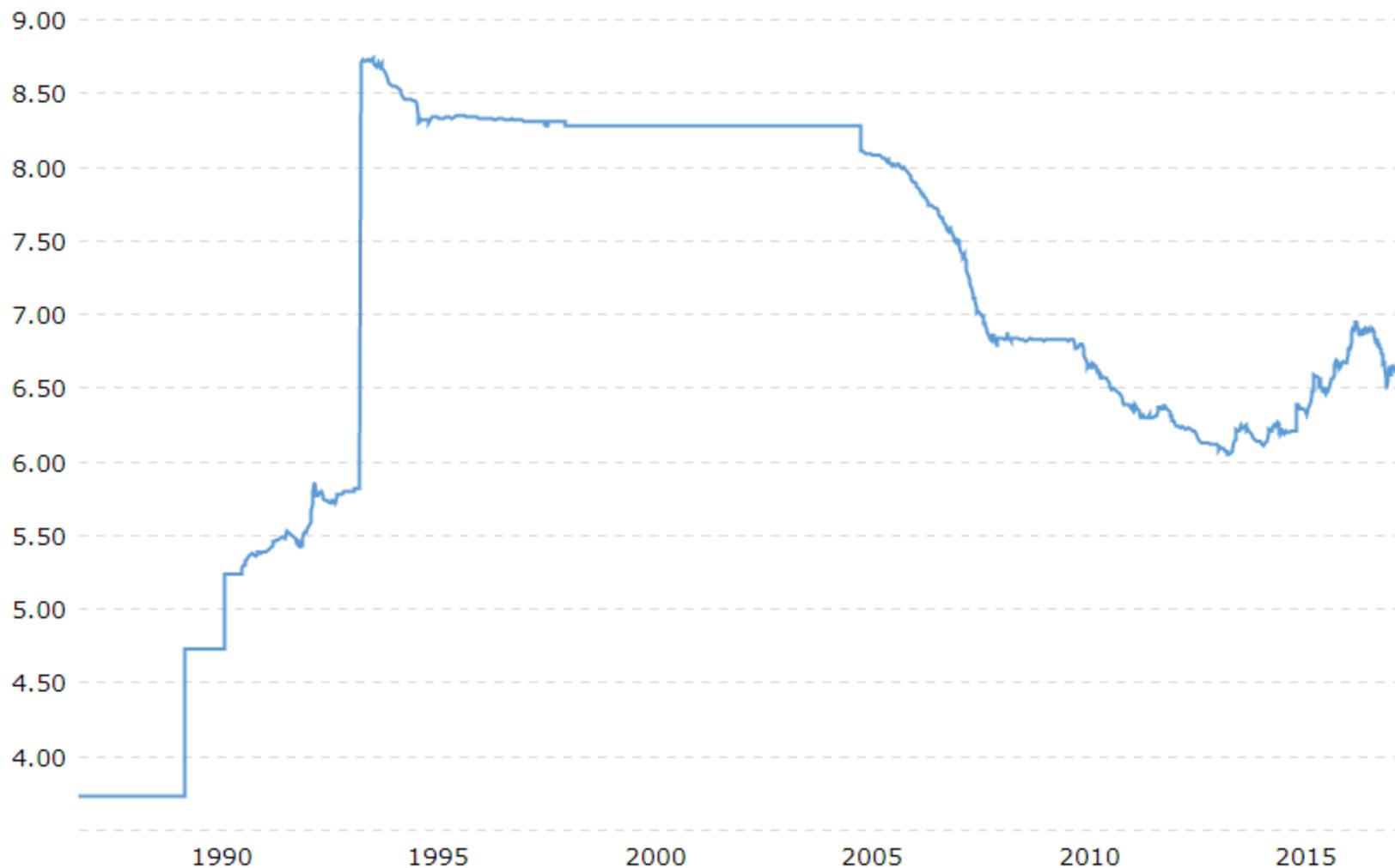
Il est assez peu probable que cette double
neutralisation soit tenable à moyen terme

La neutralisation de la variable change

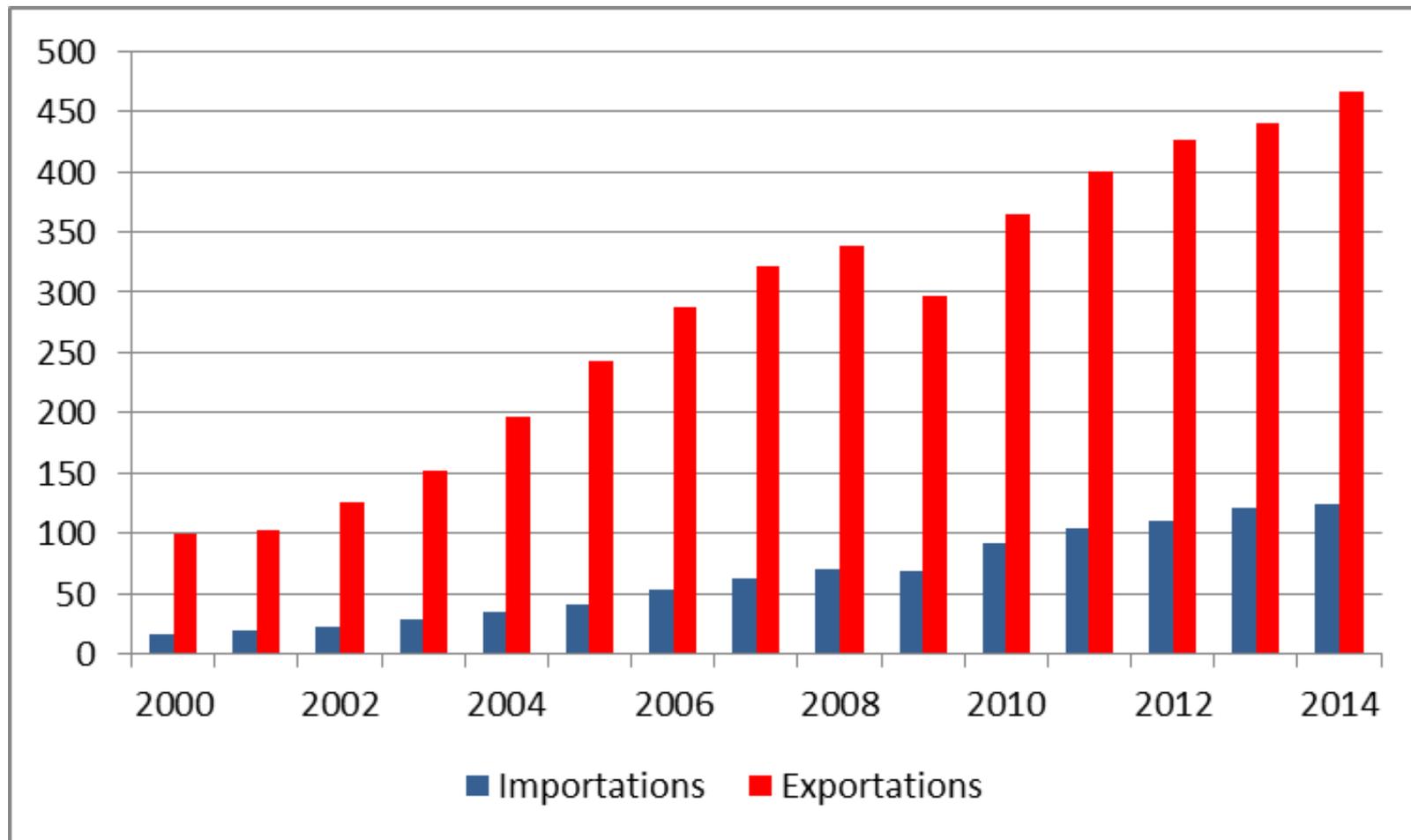
Depuis trente ans, le Yen n'a quasiment pas évolué face au Dollar



Et le Yuan chinois s'est même déprécié face au Dollar



Commerce de la Chine avec les Etats-Unis (en Mds de US\$)



Le QE reste le seul outil à la disposition des Etats en matière de politique économique et ils vont continuer à l'utiliser.

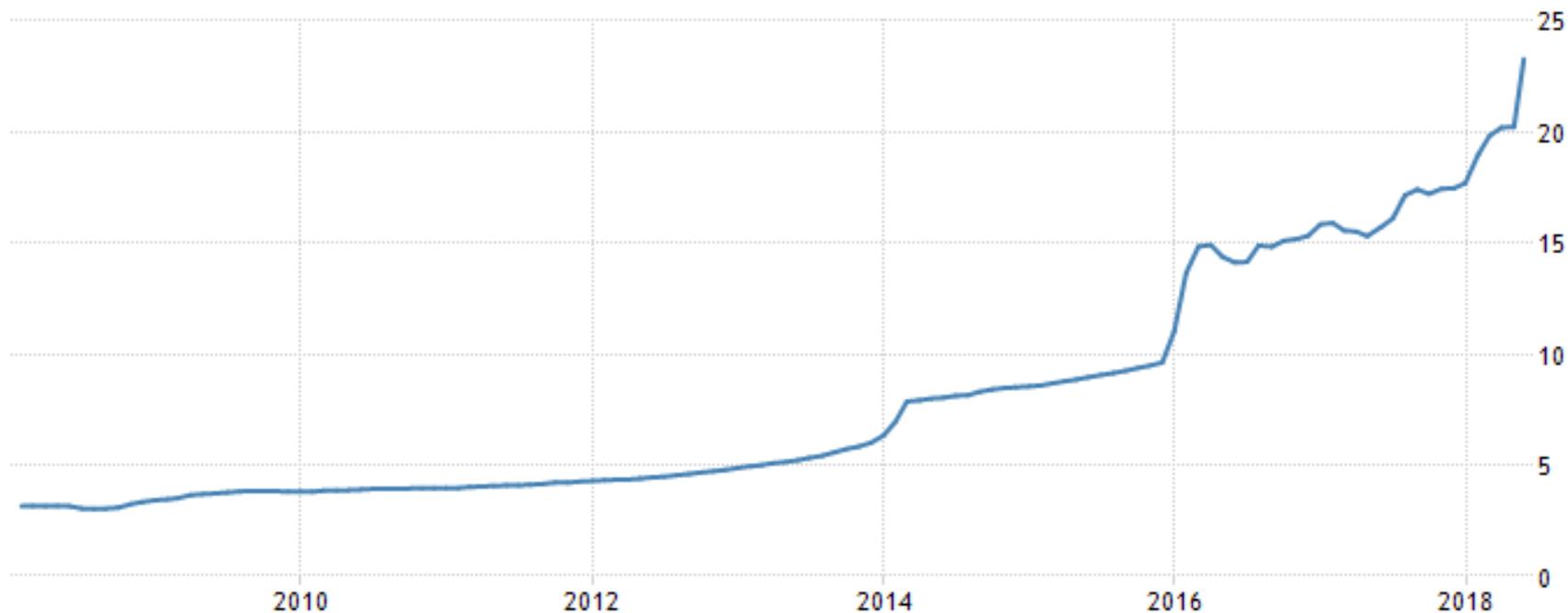
C'est donc sur les marchés des changes que l'on devrait assister au retour de comportements « fondamentaux ».

Quelle est la sanction « normale » d'une situation de surendettement et/ou d'absence de compétitivité ?

L'Argentine

Le destin des « petits » pays

Evolution de la parité US\$ / Peso Argentin



Le Peso a perdu plus de 85% de sa valeur par rapport au Dollar en dix ans

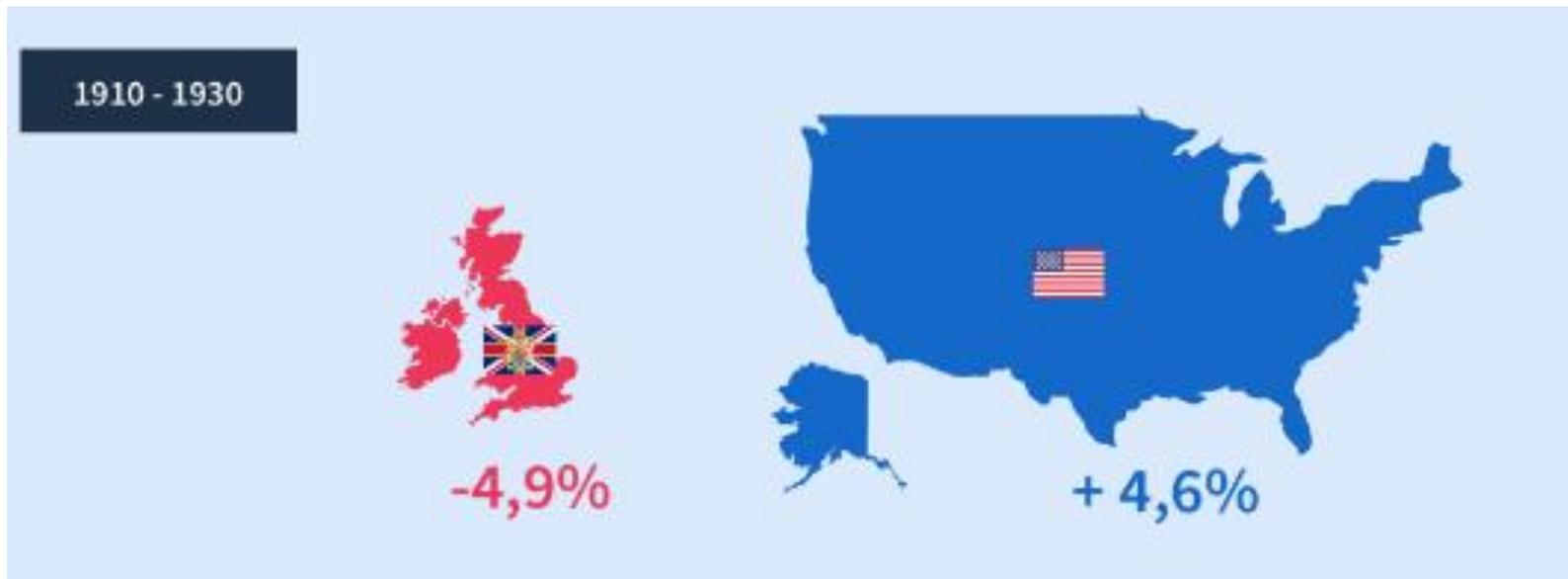
L'inflation est de façon récurrente supérieure à 20%



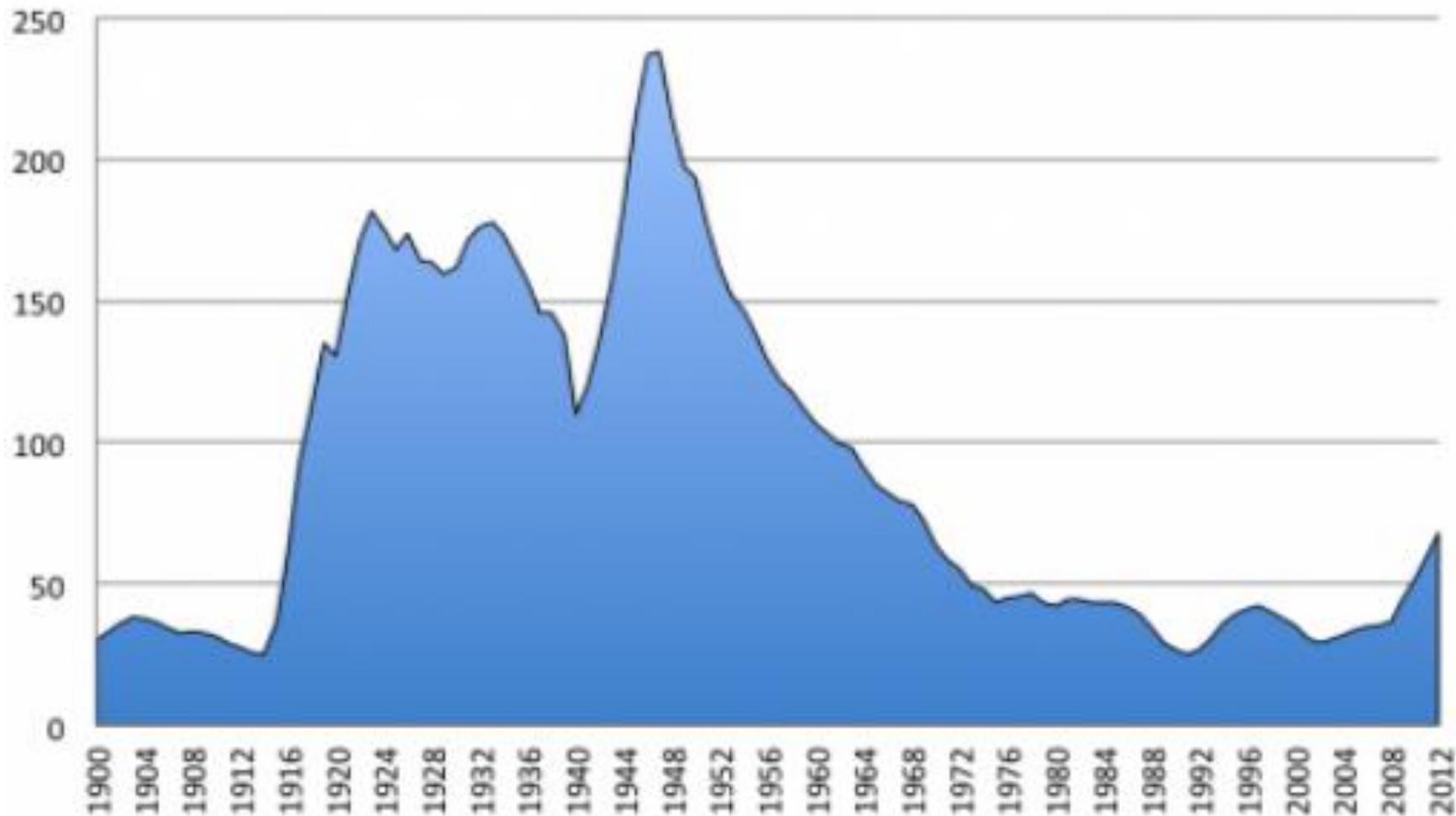
Le cas de la Grande-Bretagne

Le destin des grands empires en déclin

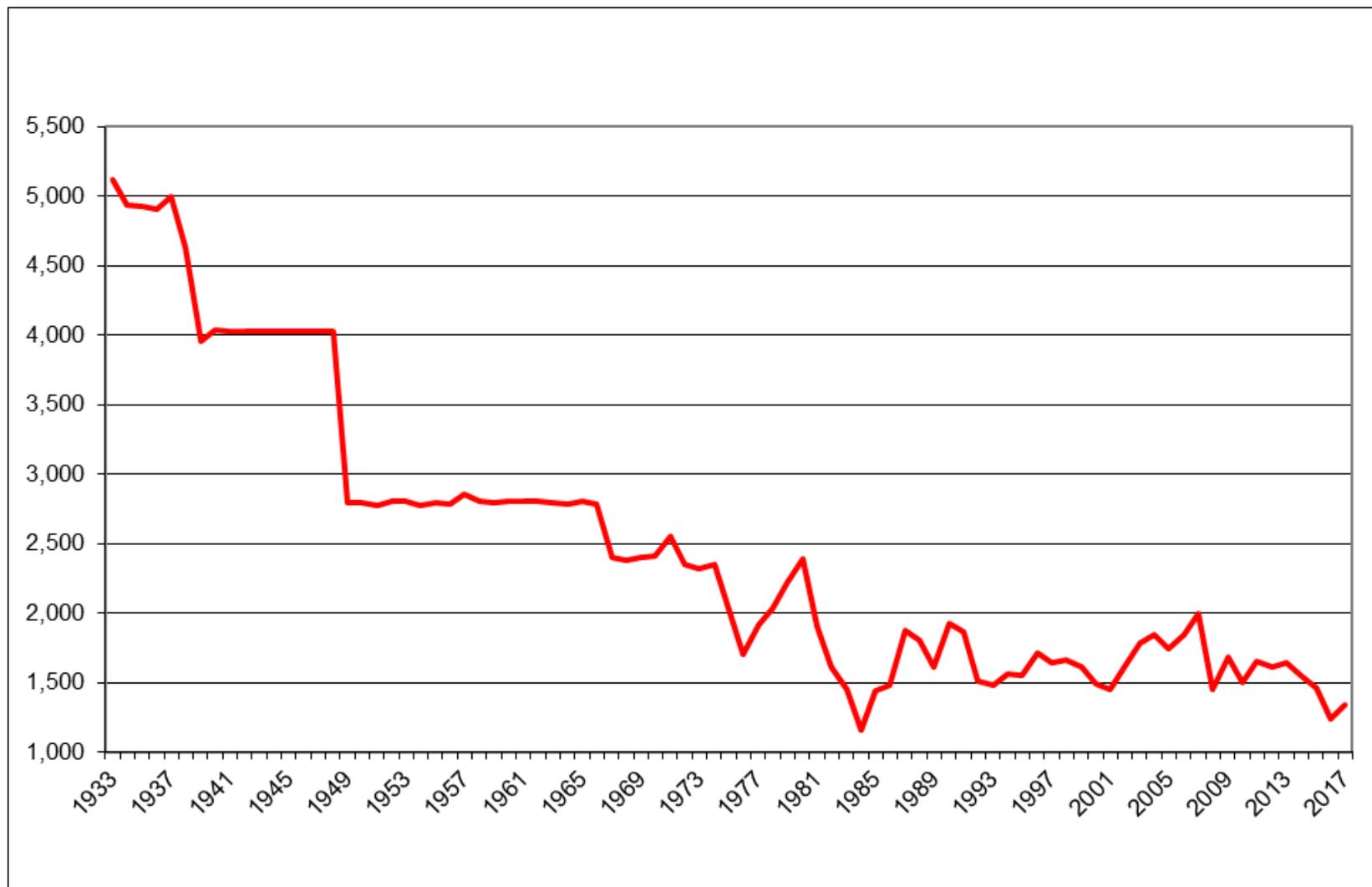
Vers un changement de leadership / Soldes commerciaux en % du PIB



Dettes publiques britanniques en % du PIB depuis 1900



Evolution de la Livre Sterling face au Dollar depuis 1930



Je vous remercie de votre attention