

La cause :

De tous temps, le taux de change a été une arme politique et monétaire pour le souverain destinée à favoriser la vente des produits agricoles ou manufacturés de ses propres citoyens sur les marchés extérieurs. Dans le monde moderne chaque pays dispose d'une monnaie constitutionnelle d'usage qui est obligatoirement acceptée à l'intérieur du territoire. C'est le cas du dollar pour les Etats-Unis, de l'euro pour la zone Euro de l'Union Européenne, de la livre sterling au Royaume Unis, du Renminbi en Chine Populaire, du Yen au Japon, du franc Suisse dans la confédération suisse. Dans ces pays les coûts de revient s'expriment bien dans leur devise respective. Une variation du taux de change entre ces devises fait monter ou descendre le prix du produit vendu exprimé pour l'échange entre deux zones monétaires. Evidemment, si un coût est fixe dans une monnaie, il peut ou non, s'il y a modification du change, monter ou descendre quand il est exprimé dans une autre monnaie. Pour la facilité de l'explication on va oublier les devises autres, même de grands pays comme l'Inde, liée pour ce qui la concerne au coût de la main d'œuvre ou du Brésil, liée à la situation politique et plus encore au cours des matières premières.

On peut faire cela car une étude de M. Hyun Song Shin, le Chief Economiste de la BRI nous montre que 95 % des échanges interbancaires s'expriment en dollar, euro et renminbi et que donc le solde, de l'usage international d'autres devises est marginal. De plus, l'usage monétaire contractuel éventuellement implicite, (c'est-à-dire que ne sera pas débouclé en dollar) va dépasser les frontières territoriales de la souveraineté des nations. Des commerces essentiellement internationaux, comme par exemple le commerce pétrolier, ne s'expriment qu'en dollar.

Tableau 1 : du 85^{ème} rapport annuel BIR page 85

Selected indicators for the international use of key currencies						
As a percentage of world total						Table V.2
	US dollar	Euro	Pound sterling	Yen	Renminbi	Total (USD tm)
Forex market turnover, ¹ daily, April 2013	87.0	33.4	11.8	23.0	2.2	5.3
Foreign exchange reserves, ² Q4 2014	62.9	22.2	3.8	4.0	1 ³	11.6
International bank deposits by non-banks, ⁴ Q4 2014	57.3	22.7	5.2	2.9	1.9 ⁵	9.8
Outstanding international debt securities, ⁴ Q4 2014	40.4	40.9	9.6	2.0	0.6	21.9
International trade invoicing/settlement, 2010–12	50.3	37.3	1.4	...

¹ The shares sum to 200% because each transaction involves two currencies. ² Shares are based on allocated data from IMF COFER. ³ Rough BIS estimate based in part on People's Bank of China, *Report on renminbi internationalisation* (in Chinese), June 2015. ⁴ Broad measure, including intra-euro area outstandings. ⁵ Minimum share based on renminbi-denominated international bank deposits reported by a subset of BIS reporting countries.

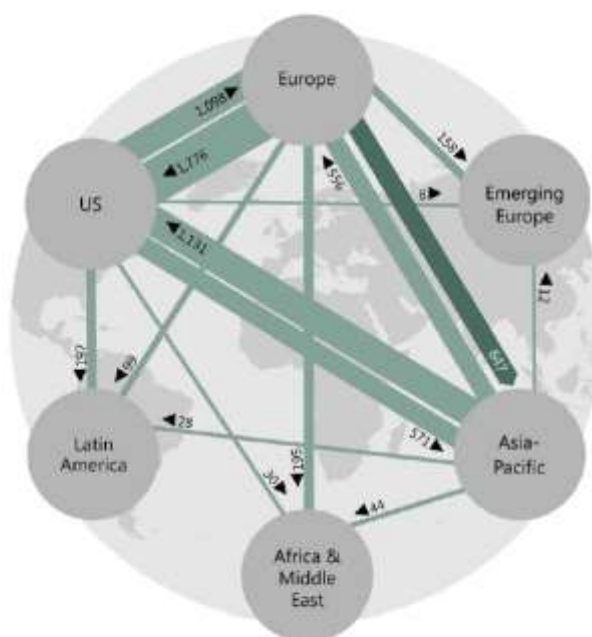
Sources: H Ito and M Chinn, "The rise of the 'redback' and the People's Republic of China's capital account liberalization: an empirical analysis of the determinants of invoicing currencies", *ADB Working Paper*, no 473, April 2014; IMF; BIS international banking statistics and international debt securities statistics; BIS calculations.

Tableau 2 : du rapport BIR Hyun Song Shin

US dollar-denominated cross-border bank claims

In USD billions

2014



Source: BIS locational banking statistics by residence.



23

Selon qu'il s'agit de matières premières ou de produits manufacturés, le taux de change pour l'exportateur va favoriser son travail donc l'emploi de sa main-d'œuvre et notamment par la vente de matières premières, également sa richesse soit par un effet volume s'il dispose de moyens disponibles (main d'œuvre et usines) soit par un effet prix. S'il peut vendre plus chers dans sa monnaie dévaluée par rapport à un prix marché fixe dans un pays dominant, des produits dont le prix de revient est très rigide, il est plus riche dans sa monnaie.

De là naît l'incitation pour les autorités à influencer sur les taux de change cela d'autant plus qu'aucune monnaie (sauf à ma connaissance le franc suisse) n'a de valeur de référence, le poids d'or, depuis le 15 août 1971 date de l'abandon officiel de l'étalon or par les Etats-Unis.

Evidemment, un accord international pris au sein du FMI (accords de la Jamaïque) a prévu qu'aucun pays n'interviendrait sur le marché des changes pour en modifier le fonctionnement naturel sensé refléter l'offre et la demande de ces instruments financiers que sont les devises et dont l'ajustement serait optimisé par la loi du marché.

L'importance du sujet :

Avec 8 milliards d'habitants dont il faut satisfaire les besoins et donc qu'il faut faire travailler pour ceux qui sont en état et en âge de le faire, donc vendre la production donc le travail, le

sujet, dans un monde développé, passe avant tout autre. Il prévaut sur tout, militaire ou diplomatique car il s'agit de la paix sociale ou d'une réélection et souvent des deux. Consciemment, notamment depuis la mise en place de l'OMC (Organisation Mondiale du commerce ou WTO en anglais) en 1995 visant depuis l'accord dit « GAAT » à supprimer les barrières tarifaires et juridiques dans un volume d'échanges internationaux de produits manufacturés s'élevant à 14.243 milliards de \$ US en 2014 (source WTO site internet table II.25 voir page 4) se rapportant à un PIB mondial de 57 trillions, le régime des changes entre monnaies dans lesquelles s'expriment les prix est fondamental puisque il va affecter par les prix les volumes et que ses régulateurs anciens, Banques Centrales ou FMI ont officiellement disparu de la scène du FOREX (acronyme pour Foreign Exchange).

Plus encore, l'on sait que les échanges financiers en volume et en prix se déterminent d'une manière très autonome par rapport aux échanges réels de biens et services et que rentrent dans leur réalité, image, spéculation et temps qui s'écoule. Gérées par des êtres humains et leurs ordinateurs l'image que se font les opérateurs devenus par leur réunion, « marché » et les anticipations qu'ils s'en font, sont des déterminants et non plus la réalité de l'échange contractuel primaire (la vraie vente d'un produit ou d'un service). La paix ou la guerre fondent aussi les flux. (Or de notre propos est ici de traiter plus largement du sujet des lois de marché en matière financière dont on a largement comme d'autres auteurs rappelé dans nos ouvrages antérieurs qu'elles sont dé-corrélées des échanges réels sous-jacents, s'il en existe).

La guerre et les déséquilibres qu'elle entraîne a pour effet de chasser la monnaie scripturale de son émetteur, la paix et la sécurité de l'attirer.

Le marché des changes, intégré au plan mondial, le FOREX, représente 5,3 trillions (2014 BRI par construction du fait qu'un échange implique deux parties ce volume représente le double de l'échange) par jour soit 8 % du PIB mondial annuel. Il est digital.

Dans un environnement pour le moins dépressif depuis 2007 et maintenant déflationniste, car de crise financière (les subprimes) à économie réelle et d'économie réelle à crise financière, les Etats ont inventé les paquets de soutien par des émissions provenant de déficits budgétaires et de rachats de titres de dette publique voire d'actions (Japon) pour maintenir les taux d'intérêts au plus bas dans l'espoir de relancer leur propre machine économique dans l'espoir de les positionner en dessous du taux d'inflation et en sanctionnant les dépôts purement monétaires. En réalité, il s'est agît de créer de la monnaie pour la distribuer – de faire tourner la monnaie et en même temps de baisser les taux d'emprunts pour favoriser l'investissement. Le résultat n'est pas au rendez-vous. Pour compléter l'objectif suivi l'idée des initiateurs a été de laisser le taux de change baisser afin de pousser l'exportation par l'effet prix afin de favoriser la production intérieure, ainsi l'emploi ou tout du moins les entités exportatrices qui présentent des comptes sur le territoire.

Y a-t-il un lien entre taux de change et politique monétaire ?

Oui certainement, mais lequel ?

Tableau II.6

Part des produits manufacturés dans le commerce total de marchandises, par région, 2014

(En pourcentage)

	Exportations	Importations
Part dans le total des marchandises		
Monde	66,2	66,2
Amérique du Nord	67,6	75,0
Amérique du Sud et Centrale	25,5	65,3
Europe	74,8	68,5
Communauté d'États indépendants (CEI)	22,4	75,6
Afrique	21,3	63,6
Moyen-Orient	20,7	72,1
Asie	80,0	59,9

Note: Les parts des importations proviennent de la matrice du commerce mondial des marchandises par produit et par région établie par le Secrétariat.

Tableau II.25

Exportations de produits manufacturés des régions, par destination, 2014

(En milliards de dollars et en pourcentage)

	Valeur	Part dans les exportations de la région		Part dans les exportations mondiales		Variation annuelle en pourcentage		
		2014	2010	2014	2010	2014	2010-14	2013
Monde	12243	100,0	100,0	100,0	100,0	5	3	4
Europe								
Monde	5096	100,0	100,0	43,1	41,6	4	4	4
Europe	3423	69,1	67,2	29,8	28,0	4	4	5
Asie	573	10,5	11,2	4,5	4,7	6	3	4
Amérique du Nord	461	8,0	9,1	3,5	3,8	8	3	8
Communauté d'États indépendants (CEI)	185	3,5	3,6	1,5	1,5	5	2	-13
Moyen-Orient	177	3,3	3,5	1,4	1,4	6	6	5
Afrique	155	3,0	3,0	1,3	1,3	4	5	1
Amérique du Sud et Centrale	103	2,0	2,0	0,9	0,8	5	4	-7
Asie								
Monde	4735	100,0	100,0	37,3	38,7	6	3	4
Asie	2246	48,0	47,4	17,9	18,3	6	3	2
Amérique du Nord	985	19,8	20,8	7,4	8,0	8	4	6
Europe	803	18,9	17,0	7,0	6,6	3	1	7
Moyen-Orient	246	4,4	5,2	1,6	2,0	11	2	14
Amérique du Sud et Centrale	160	3,3	3,4	1,2	1,3	6	0	-3
Afrique	158	2,7	3,3	1,0	1,3	12	7	11
Communauté d'États indépendants (CEI)	117	2,1	2,5	0,8	1,0	11	6	-1
Amérique du Nord								
Monde	1685	100,0	100,0	13,5	13,8	6	2	4
Amérique du Nord	852	48,8	50,6	6,6	7,0	7	3	5
Asie	328	20,2	19,5	2,7	2,7	5	3	4
Europe	265	17,1	15,7	2,3	2,2	3	1	6
Amérique du Sud et Centrale	131	8,6	7,8	1,2	1,1	3	-3	-6
Moyen-Orient	66	3,1	3,9	0,4	0,5	11	3	3
Afrique	27	1,5	1,6	0,2	0,2	8	-1	16
Communauté d'États indépendants (CEI)	15	0,6	0,9	0,1	0,1	16	10	-2
Moyen-Orient								
Monde	266	100,0	100,0	2,0	2,2	7	3	2
Asie	92	33,9	34,6	0,7	0,8	8	1	0
Moyen-Orient	58	21,8	21,7	0,4	0,5	7	0	5
Europe	46	16,8	17,2	0,3	0,4	8	-1	16
Amérique du Nord	26	11,5	9,9	0,2	0,2	3	-2	5
Afrique	15	5,9	5,7	0,1	0,1	7	5	2
Communauté d'États indépendants (CEI)	6	1,7	2,1	0,0	0,0	12	2	29
Amérique du Sud et Centrale	4	1,6	1,3	0,0	0,0	3	0	-4
Amérique du Sud et Centrale								
Monde	177	100,0	100,0	1,6	1,4	2	1	-8
Amérique du Sud et Centrale	80	48,4	45,2	0,8	0,7	0	0	-13
Amérique du Nord	55	27,5	30,9	0,5	0,4	5	1	2
Europe	21	12,8	12,0	0,2	0,2	0	-4	-9
Asie	15	7,7	8,4	0,1	0,1	4	-10	6
Afrique	4	2,1	2,1	0,0	0,0	1	-8	-5
Moyen-Orient	2	0,9	0,9	0,0	0,0	2	-9	28
Communauté d'États indépendants (CEI)	1	0,2	0,3	0,0	0,0	16	1	-29
Communauté d'États indépendants (CEI)								
Monde	165	100,0	100,0	1,4	1,3	3	-9	-3
Communauté d'États indépendants (CEI)	64	40,3	38,8	0,6	0,5	2	1	-21
Europe	54	27,9	32,8	0,4	0,4	8	-19	21
Asie	17	13,3	10,2	0,2	0,1	-3	-13	-11
Amérique du Nord	9	4,8	5,7	0,1	0,1	8	-9	23
Moyen-Orient	7	5,7	4,3	0,1	0,1	-4	-20	12
Amérique du Sud et Centrale	5	2,9	2,8	0,0	0,0	3	-15	-1
Afrique	5	2,1	3,1	0,0	0,0	13	9	13
Afrique								
Monde	118	100,0	100,0	1,0	1,0	4	7	2
Europe	42	39,2	35,5	0,4	0,3	2	2	-1
Afrique	42	33,8	35,5	0,3	0,3	6	19	-2
Asie	14	10,9	11,7	0,1	0,1	6	1	22
Amérique du Nord	8	7,9	6,7	0,1	0,1	0	-9	0
Moyen-Orient	8	5,0	6,7	0,0	0,1	12	14	24
Amérique du Sud et Centrale	3	2,2	2,3	0,0	0,0	6	-1	-1
Communauté d'États indépendants (CEI)	0	0,2	0,3	0,0	0,0	19	-11	-10

La Guerre, le terrain, l'armement et la stratégie.

Du fait de l'accord de paix monétaire de la Jamaïque qui a suivi la rupture du lien entre le dollar et l'or, l'intervention des Etats ou de leur banque centrale sur le marché des changes est proscrit et s'agissant d'institutions sérieuses, inexistante – à l'apparence.

Il n'est pas nécessaire aux Banques Centrales d'intervenir réellement sur les marchés de change si encore les volumes échangés dans certaines devises, ce qui n'est pas selon nous le cas, le permettraient, pour orienter les marchés. Les marchés financiers, et le marché des changes est l'un d'entre eux, répondent à leurs propres déterminants. La liquidité y est mesurée par rapport aux besoins exprimés, la réalité de l'échangeabilité de la devise connue, enfin l'image qu'en ont les opérateurs et qu'ils ont entre eux définie tant pour la devise d'Etat que pour les dettes souveraines.

Ce n'est pas pour les Etats violer leurs engagements que d'intervenir sur ces facteurs indirects et cela d'autant moins que c'est l'idée qui a présidé à l'accord pour cette liberté. Un Etat qui a une bonne gestion budgétaire et une dette maîtrisée verra le prix de son CDS (garantie de recouvrement ou de taux) d'autant plus baisser. Là, la situation n'est évidemment pas égale selon la réalité de la domination et les volumes émis ou servant de référence (dollars).

Un point sur la rotation et la liquidité.

Une devise peu disponible n'incite pas à l'intervention car son échangeabilité pourra être réduite et une accumulation dangereuse pour le détenteur si elle excède les besoins de l'économie concernée. Un exemple est le dollar de Singapour. Tout en étant totalement libre d'échange, c'est la devise d'un pays extrêmement stable de 10 millions d'habitants qui avec un budget équilibré n'émet pas de dette au sein d'un univers de 800 millions (Asean) ou 4 milliards d'habitants si l'on inclut la Chine, l'Inde et le Japon (qu'on ne sait où placer en Asie mais qui fait avec l'Asean 80% de ses échanges).

A l'inverse, certains pays totalement instables à divers titres ne peuvent émettre dans leur devise c'est-à-dire dans une dette qui puisse être admise par des intervenants. C'est l'exemple de l'Argentine. A l'autre bout du spectre se trouve le dollar US, monnaie d'un pays réputé stable et dominant militairement mais dont, en plus, la monnaie sert d'étalon au monde dans une proportion indépendante de la taille de l'économie de son émetteur (15% du monde)

On voit par ces exemples un lien entre l'émission de dettes et la liquidité, c'est-à-dire l'échangeabilité. L'image est fondamentale. Si tous les facteurs sont factuels ils ont un degré de volatilité différent sur lequel l'intervention est d'autant limitée.

L'image est l'élément virtuel le plus facile à manipuler à court terme.

C'est l'arme de la fin du 20^{ème} siècle et surtout du 21^{ème} siècle.

L'armement moderne : les Abenomics et les QE

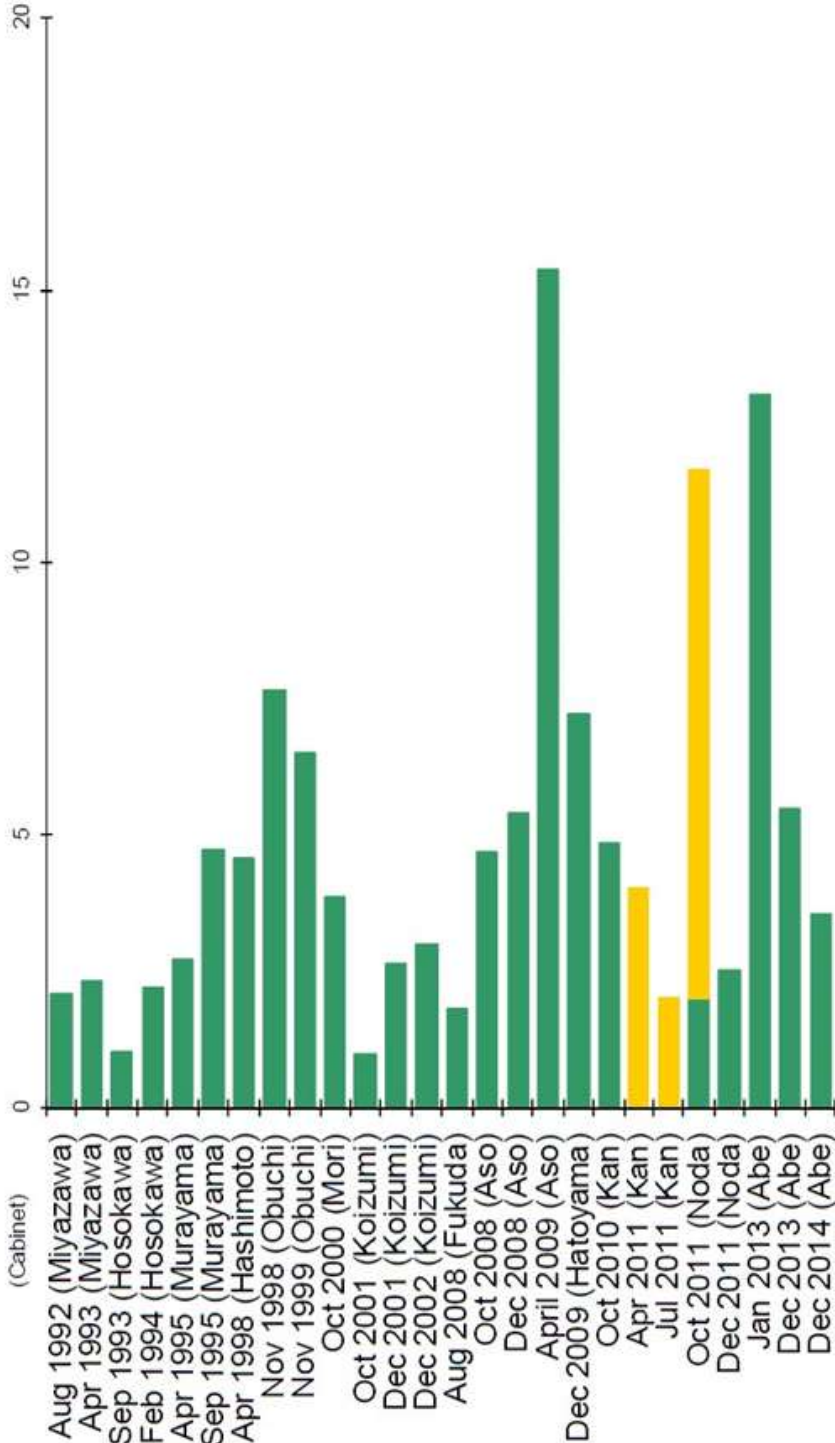
Tableau des plans :

ABENOMICS

Tableau 3 : rapport Avril « Economic Support Packages since 1990 in JPY ».

FLEXIBLE FISCAL POLICY

Economic support packages since 1990 (Gov. expenditure basis, JPY tnlhon)



Source: MOF, Cabinet Office, BNP Paribas



BNP PARIBAS | The bank for a changing world

Tableau 4 : La croissance des bilans des Banques Centrales

(trillions of national currency)				
	2008	2011	2014	up to mid 2015
Bank of Japan	1,1	1,4	2	2,8
PBOC	2,2	3,7	4	5,5
FED	0,9	2,3	4,7	4,6
ECB	2,2	2,8	3	4,3
Total in US \$	5,5	9,5	14	14,5

Toute déclaration d'un plan ou d'un banquier central disposant d'une devise dite « de réserve » au sujet des taux et des volumes de liquidité mis à disposition va modifier le marché par effet d'image avant même qu'une réalité existe.

Comme le changement de vitesse pour un vélo les effets de ces déclarations seront différents selon le contexte de vitesse mais, toute chose égale par ailleurs, sur la conjoncture laquelle amène l'opérateur à anticiper les déclarations.

On peut en faire un tableau des règles théorique du jeu d'anticipation de premier rang:

	Hausse de la devise	Baisse de la devise
Déclaration de QE	selon	Oui
Déclaration de Hausse des taux	Oui	Non
Déclaration de Baisse des Taux	Non	Oui

Les marchés et plutôt leurs analystes du seul fait de devoir justifier de leur existence veulent rationaliser leurs analyses d'où l'importance des déclarations en conférence de presse des Dirigeants de Banque Centrale.

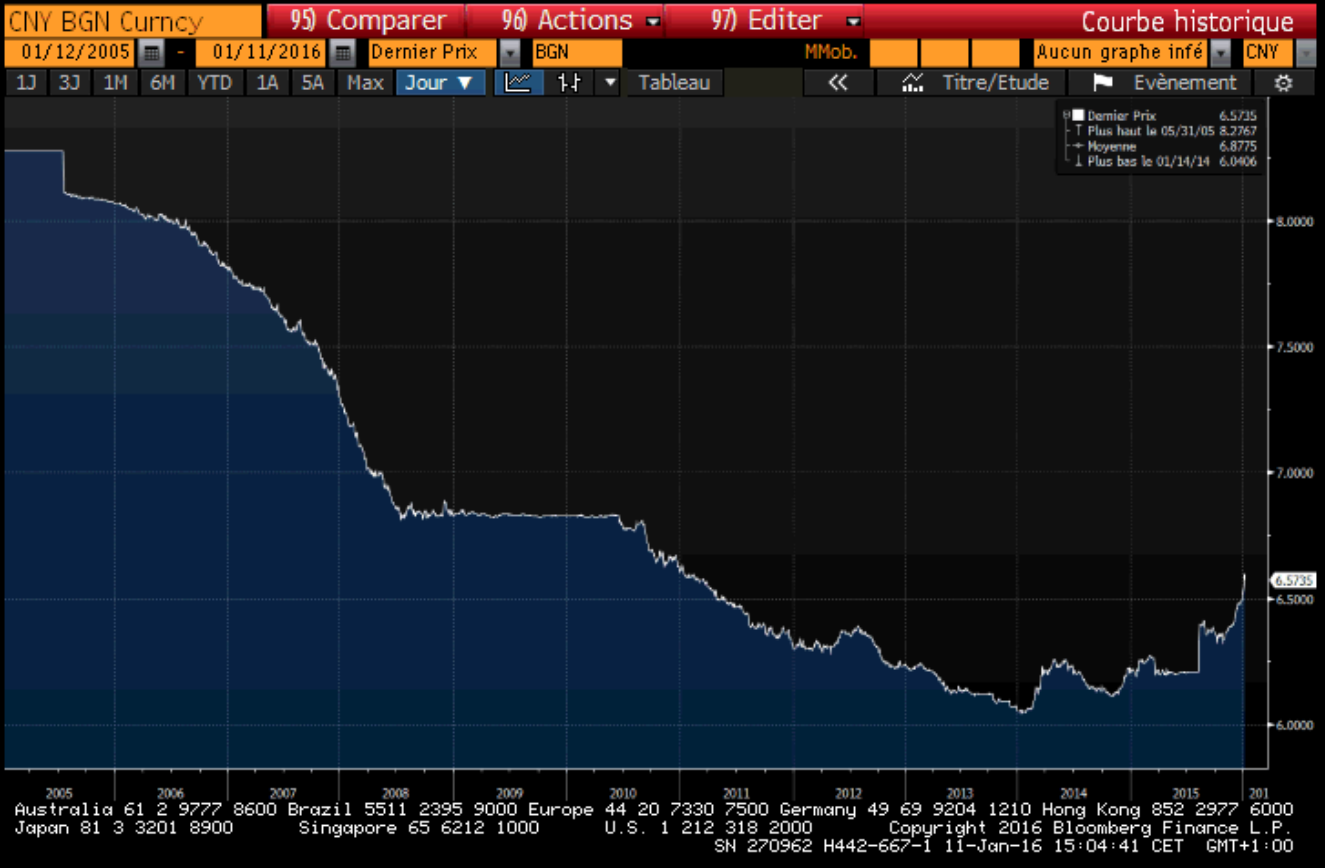
On voit un lien instantané entre les déclarations de QE ou Abenomics et une hausse ou baisse des taux en raison du seul niveau illimité (dans un premier temps) des interventions possibles dès les questions constitutionnelles de licéité résolues. , Toutefois, selon la situation économique du pays concerné (rapport BRI page 4) les effets vont être différents et souvent

imprévisible du seul fait de l'absence d'outil statistiques (M5 et M6) pour connaître des effets des volumes injectés et des dispositifs (prudentiels et fiscaux) pour en réduire la volatilité.

Les graphes d'évolution sur 10 ans des taux de change montrent autre chose que les effets théoriques premiers ci-dessus pronostiqués. L'ambiance, puisqu'il n'y a pas de statistiques d'échange et de localisation, ce que les économistes appellent « l'analyse intuitive » montrant leur manque totale d'analyse, le marché qui la remplace, peuvent y voir une incitation économique attirante (dollar très souvent) poussant selon à la hausse ou une baisse. C'est le règne de la croyance qui explique que sans crainte n'importe qu'elle grande institution bancaire peut annoncer une parité dollar/euro par baisse de l'euro ou son strict inverse sans pouvoir être critiquée

Tableaux 5 : Graphiques Renmimbi/Yen page suivante



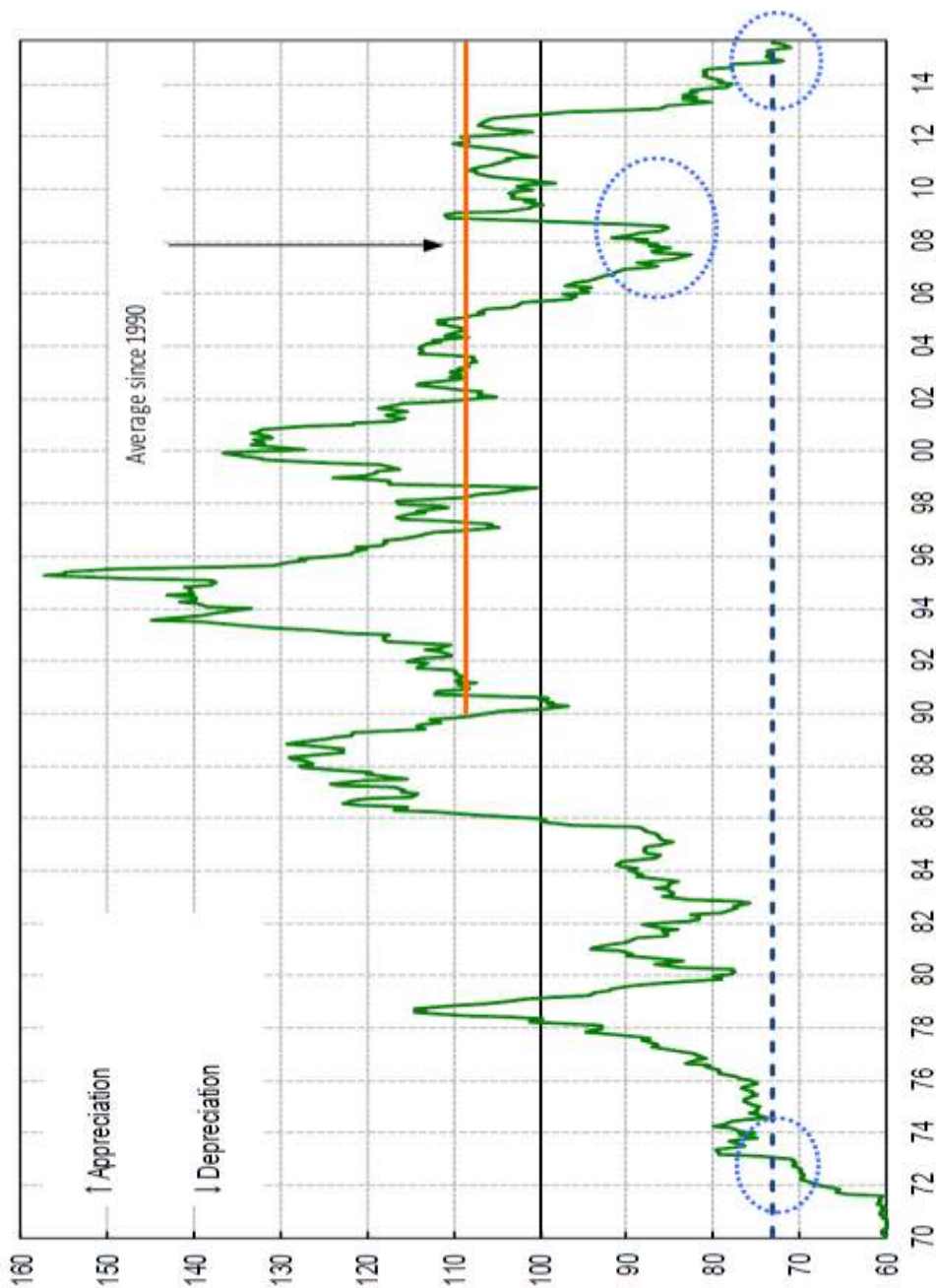


L'on voit en revanche l'absence de lien direct dans le graphique suivant :

Tableau 6: (Avril « Real Effective rate (JPY (Jan.1986=100) page suivante

WEAK YEN: REAL EFFECTIVE EXCHANGE RATE

Real effective exchange rate ~JPY- (Jan.1986=100)



Mais, la réalité apparaît dans les variations Euro/dollar.

Le temps n'est pas homogène selon les facteurs réputés lesquels peuvent être hiérarchisés :

Stabilité politique :

Masses et nature des masses émises

Ralentisseurs et stabilisateurs (exigences prudentielles pour le système bancaire et fonds de retraite du shadow banking)

Tableau

Tableau 7



La conclusion se trouve dans le raccordement des graphes à 10 ans (les seuls que nous présentons). Les effets d'image s'oublent et la variation du change est liée d'abord à l'émission monétaire et probablement selon nous à l'évolution de la productivité.

La digitalisation conjuguée avec le décrochement des étalons de tout référentiel a en outre permis aux échanges devises de croître d'une manière illimitée en même temps que les mouvements sont devenus quasi instantanés.

A long terme, les effets des stabilisateurs épuisés et la question de la souveraineté politique et monétaire liée à la taille et à la puissance militaire mise à part, la devise baisse relativement au volume émis, soit en change soit en neutralisation par l'impôt ou l'inflation. En l'absence d'inflation, c'est une contraction de valeur qui s'opère qui affectera la répartition dans le temps des montants comptabilisés.

C'est ce que nous vivons en ce début 2016.

La question d'aujourd'hui c'est l'autonomie des politiques nationales et la possibilité d'un enchaînement guerrier au plan monétaire comme celui qui a précédé la deuxième guerre mondiale.

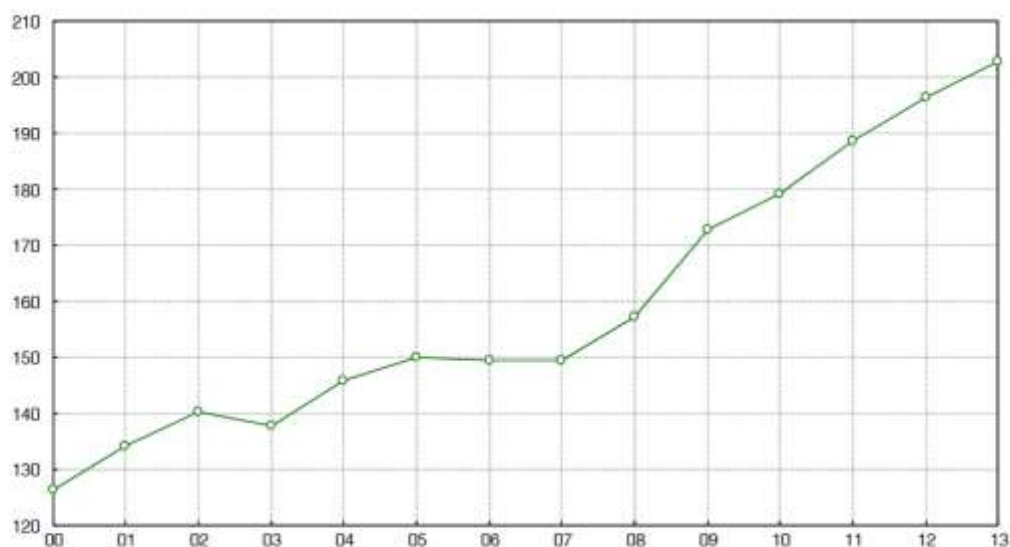
La Liberté des Politiques

Le mécanisme ne peut que se poursuivre ne serait-ce que parce que la fragmentation des mécanismes d'épargne et leur caractère forcé tant au plan fiscal (exonération des municipal bonds ou l'absence de retenue à la source sur les instruments de dettes souveraines) que social et prudentiel (fonds de pension et autres mécanismes de retraite – valorisation des dettes souveraines dans les bilans des institutions financières) assure la stabilité de leur dette et permet à chaque Etat d'être plus ou moins, mais de plus en plus, indépendant dans sa politique monétaire. On comprend dès lors pourquoi grevé d'une dette extrême (200% du PIB).

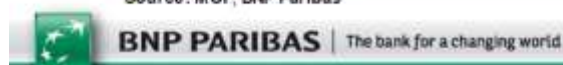
Tableau 8 : présentation M Avril BNP page suivante

Tableau 8

FUNDAMENTAL ISSUE 2? PUBLIC DEBT



Source: MOF, BNP Paribas



L'enchaînement fatal

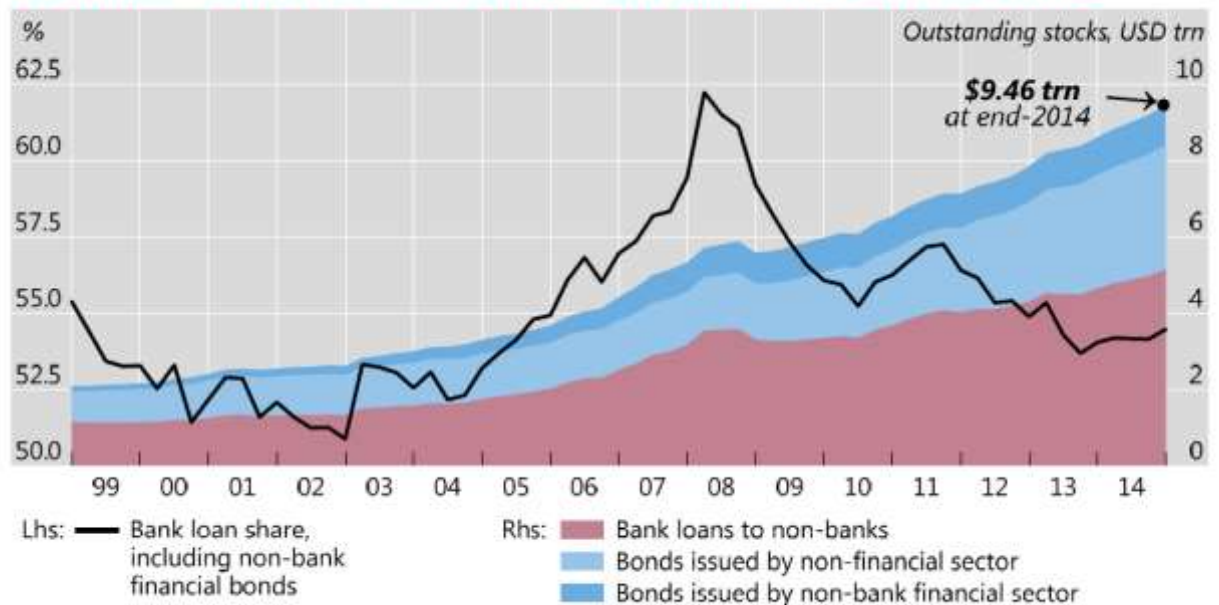
Le Japon ait été le premier pays à mener une politique de QE car sa dette est détenue par ses résidents donc insensible au taux de change. Du fait de leur attractivité politique et militaire les Etats-Unis ont emboité le pas. Comme chaque zone est de plus en plus importante en taille de sorte qu'elle devient pour ses prix intérieurs et sa dette de moins en moins sensible au taux de change des prix importés leur volume diminuant y compris pour ces matières internationales que sont les énergies fossiles, la liberté du change devient une réalité qui n'est plus contrainte que par le besoins de l'industrie d'exporter. Dès lors que l'emploi manufacturier n'est plus déterminant de la situation sociale, dès lors la liberté devient de laisser monter la devise.

L'Europe, premier pays manufacturier du monde, en excédent ne pouvait échapper à cette logique non réversible et laisser sa devise monter notamment avec un prix de l'énergie en baisse brutale.

Les zones monétaires étant d'essence démocratique il est possible de penser que leur gouvernement considéré en général mettra comme priorité l'emploi et la prospérité à court et moyen terme de leurs citoyens. Le fait que leurs entreprises ne soient plus à cet égard nationales mais globales, Ils n'échapperont donc pas, avec des démographies différentes et des internationalisations encore différentes, à la logique des guerres entre zones monétaires qui ne superposent pas Nations et monnaies, richesses et production. (Tableau rapport Hyun Song Shin page 25)

Tableau 9

US dollar credit to non-banks outside the United States



Bank loans include cross-border and locally extended loans to non-banks outside the United States. For China and Hong Kong SAR, locally extended loans are derived from national data on total local lending in foreign currencies on the assumption that 80% are denominated in US dollars. For other non-BIS reporting countries, local US dollar loans to non-banks are proxied by all BIS reporting banks' gross cross-border US dollar loans to banks in the country. Bonds issued by US national non-bank financial sector entities resident in the Cayman Islands have been excluded.

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; Datastream; BIS international debt statistics and locational banking statistics by residence; BIS calculations.



Reste en outre, le problème du déséquilibres des échanges entre la zone dollar et la zone Renmimbi. Il s'agit d'une véritable menace monétaire pour tous, le dollar n'étant la monnaie de personne mais toutefois celle des habitants des Etats-Unis et surtout celle dans laquelle se fait l'accumulation des dettes d'Etat dans les bilans des banques centrales.

CONCLUSION

Ces tableaux avec 32 trillions de dollars us et 20 trillions pour la seule dette du Trésor américain donnent une situation moyenne qui inclue celle du Japon dont la détention par les institutions financières tend à atteindre 50%.

Cette situation interdit toute hausse pourtant nécessaire des taux longs qui détruirait la valeur des titres détenus et sur le dollar aggraverait les échanges commerciaux américains déjà forts déficitaires à 40 milliards par mois.

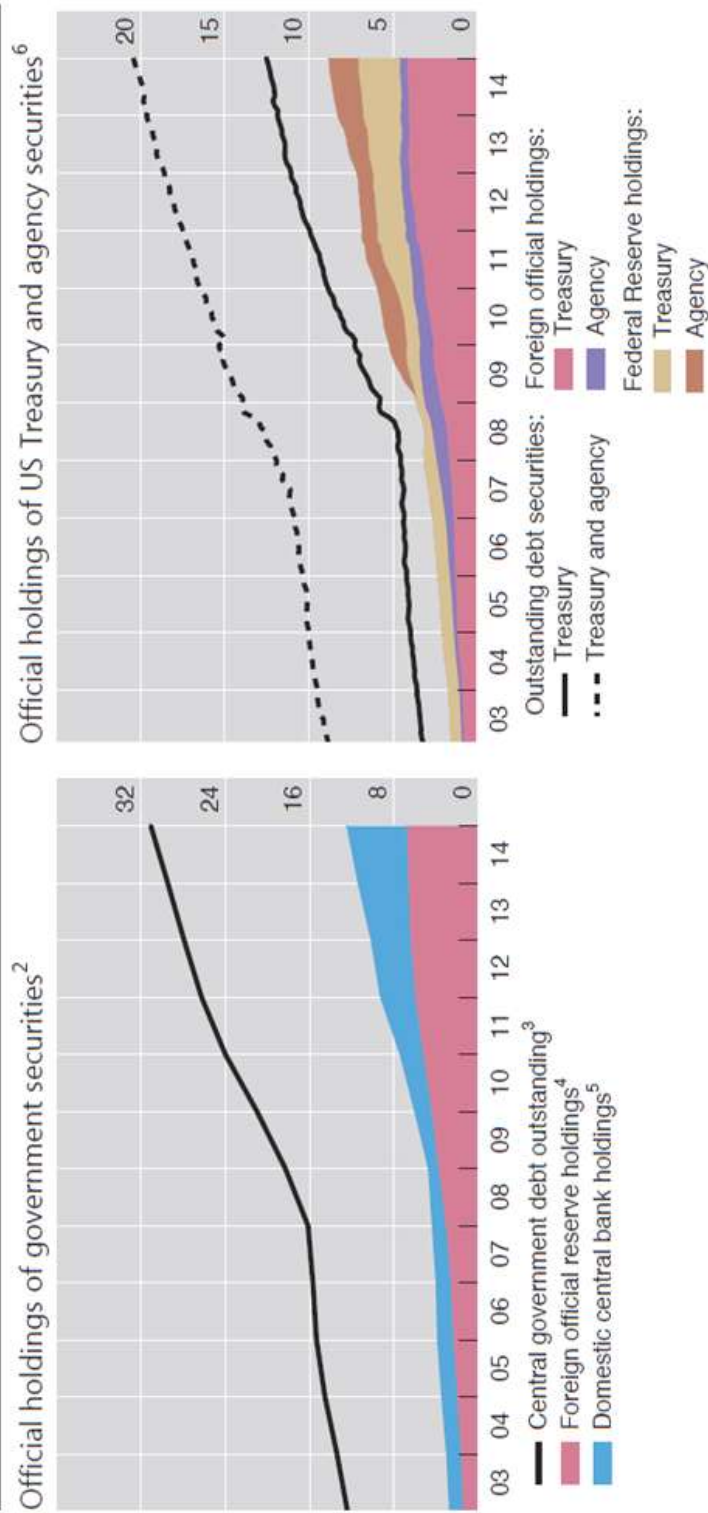
L'insensibilité du système depuis l'administration de QE et de taux zéro ou négative dérègle les mécanismes d'optimisation des choix d'investissement et d'allocation des ressources est très inquiétante et explique selon nous les très faibles croissances de PIB. Les dettes comptabilisées ne pourront pas être rémunérées ce qui est déjà un constat des taux 0. Les mécanismes de répartition destinés à servir notamment les retraites à ceux qui ne peuvent plus travailler ne pourront pas fonctionner éternellement d'autant que le système monétaire n'a plus d'étalon de mesure pour fixer les droits à répartition.

Tableau 10 : BIR 85^{ème} rapport annuel

Official holdings of government securities grow¹

In trillions of US dollars

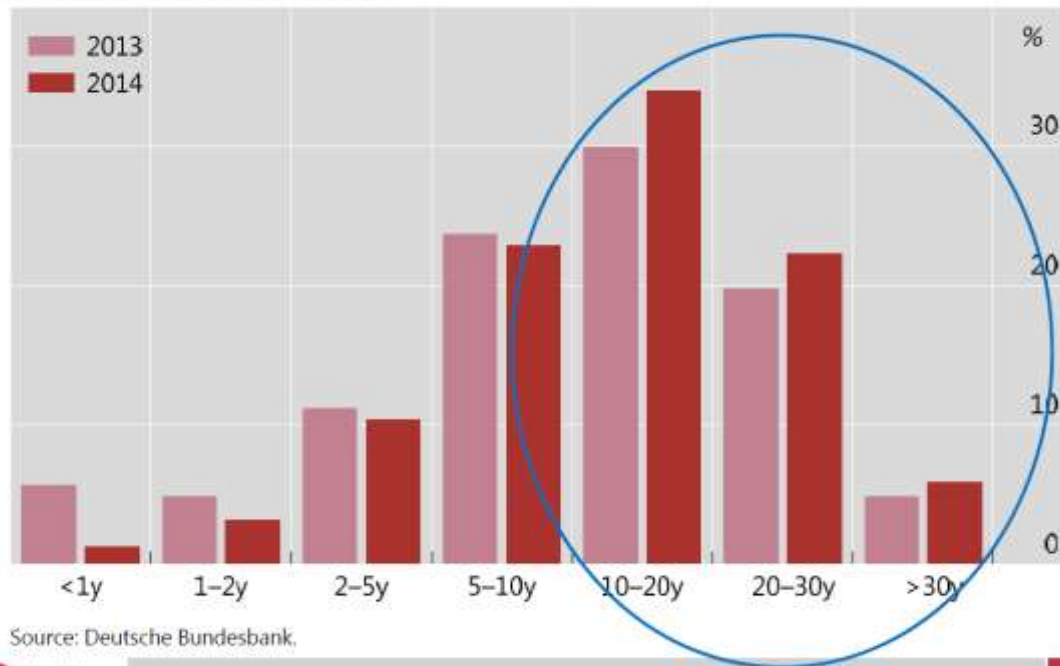
Graph II.9



¹ Different valuation methods based on source availability. ² Covers the euro area, Japan, the United Kingdom and the United States; for the euro area, Japan and the United Kingdom, converted into US dollars using end-2014 constant exchange rates. ³ For the United States, total marketable Treasury securities, excluding agency debt. ⁴ For euro- and yen-denominated reserves, 80% is assumed to be government debt securities; for dollar-denominated reserves, as reported by the US Treasury International Capital System; for sterling-denominated reserves, holdings by foreign central banks. ⁵ For the euro area, national central bank holdings of general government debt and ECB holdings under the Securities Market Programme. ⁶ Agency debt includes mortgage pools backed by agencies and government-sponsored enterprises (GSEs) as well as issues by GSEs; total outstanding Treasury securities are total marketable Treasury securities.

Sources: ECB; Bank of Japan flow of funds accounts; Federal Reserve flow of funds accounts; IMF, COFER; UK Debt Management Office; US Department of the Treasury; Datastream; national data; BIS calculations.

German insurance companies: holdings of OECD government bonds, shares in total



BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS

Ce dernier point pose le problème de l'étalon monétaire que d'aucuns croyaient disparu.

L'initiative populaire enregistrée le 24 décembre dernier par nos voisins et amis Suisses vise à redonner à la banque centrale le monopole de l'émission monétaire, c'est-à-dire à refuser à tout autre, banques ou non la capacité la capacité d'émettre de la dette sans contrôle de la BNS. Il ne s'agit probablement que d'un avertissement mais il révèle le problème de la perte de contrôle monétaire et notamment de la digitalisation en général et de celle en préparation de l'étalon monétaire qui comme le bitcoin ne pourra rester indépendant du besoin des échanges et d'un ordre international évitant les effondrements de valeur comme ceux qui ont conduits à la deuxième guerre mondiale.

Le désordre lié à des taux 0 peut être aussi imagé concrètement.

Destinés à favoriser l'investissement, ce sont eux qui ont permis les investissements dans le gaz de schiste (shell gaz). Il s'agit bien sûr d'investissements lourds dont l'économie libérale pas plus que l'économie centralisée (on le sait avec les modèles de WEFA) ne savent déterminer la durée à adopter pour en assurer le recouvrement (TRI). Erreur des comptables que de le chercher pour satisfaire les clients qui les paient, erreur des banquiers que de croire en avoir le pouvoir de le déterminer. Le banquier finance et trouve sa marge augmentée des taux zéro qu'il comptabilise au fil du temps et recouvre du seul fait d'un prix de vente supérieur à zéro. Si l'on fait abstraction, ce que l'on peut faire dans un premier temps, que c'est l'argent de personne qui a été émis, le banquier se satisfera de tout retour de sorte qu'en cas d'excédent d'offre physique, les prix de la matière, le financement du champ ayant été décaissé ex ante, les prix s'effondreront. La valeur des actifs baissera et comme celle des dettes et donc des créances de contrepartie chez le banquier. Le mécanisme de contagion s'installera. Ce n'est que la répartition future des droits monétaires (retraites...) qui sera affectée par non recouvrabilité des soldes. Le temps et la valeur sont non seulement des

variables mais des relativités. En attendant, l'évolution des PIB pourra être négative et le gâteau global plus réduit qu'un simple sujet de répartition.

Une négociation internationale devra avoir lieu.

JF Serval JP Tranié