



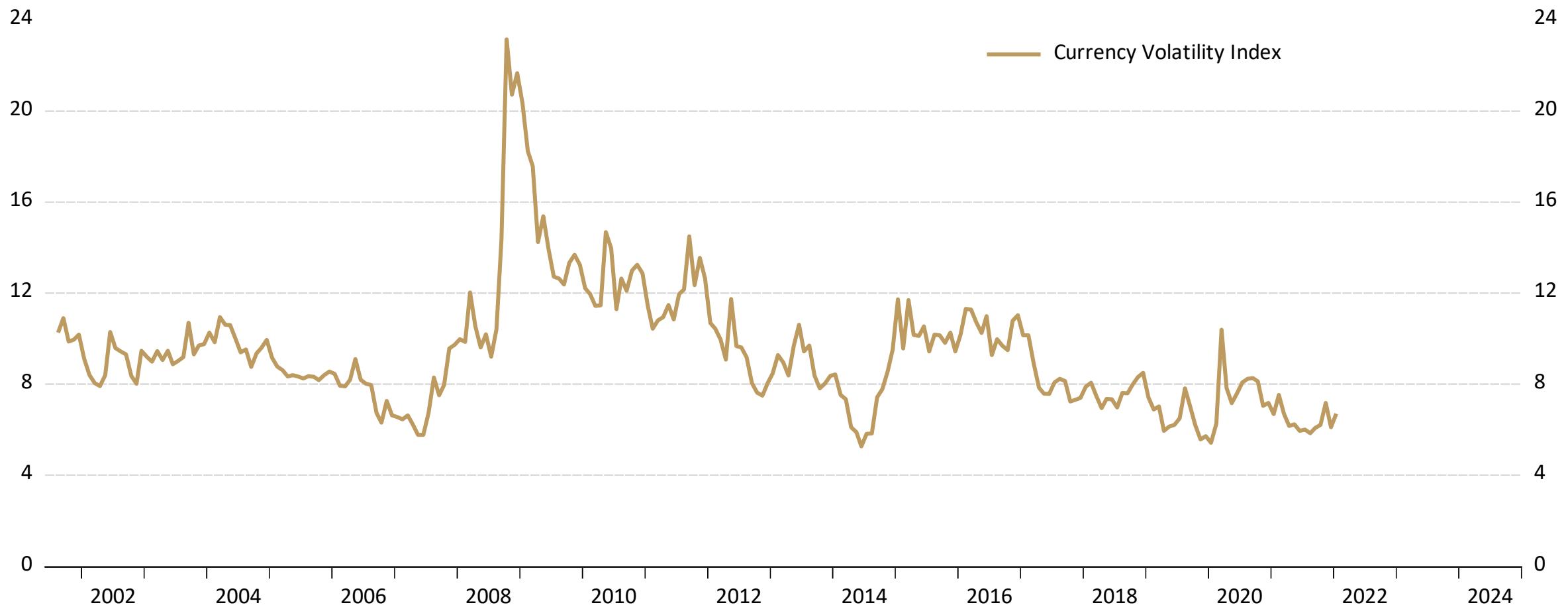
# ATLANTIC

FINANCIAL GROUP

Jeudi 3 Février 2022  
Bruno Jacquier

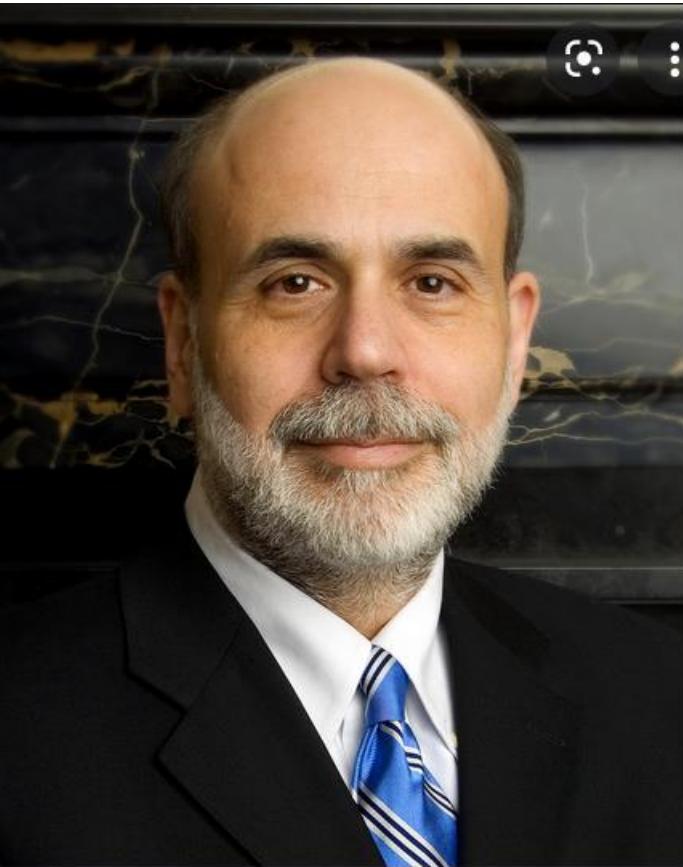


# VOLATILITÉ DU MARCHÉ DES DEVISES





# EXPLICATION DU QUANTITATIVE EASING PAR BEN BERNANKE



<https://www.bis.org/review/r021126d.pdf>

## Ben S Bernanke: Deflation - making sure "it" doesn't happen here

Speech by Mr Ben S Bernanke, Member of the Board of Governors of the US Federal Reserve System, before the National Economists Club, Washington, DC, 21 November 2002.

The references for the speech can be found on the website of the Board of Governors of the US Federal Reserve System.

Since World War II, inflation—the apparently inexorable rise in the prices of goods and services—has been the bane of central bankers. Economists of various stripes have argued that inflation is the inevitable result of (pick your favorite) the abandonment of metallic monetary standards, a lack of fiscal discipline, shocks to the price of oil and other commodities, struggles over the distribution of income, excessive money creation, self-confirming inflation expectations, an “inflation bias” in the policies of central banks, and still others. Despite widespread “inflation pessimism,” however, during the 1980s and 1990s most industrial-country central banks were able to cage, if not entirely tame, the inflation dragon. Although a number of factors converged to make this happy outcome possible, an essential element was the heightened understanding by central bankers and, equally as important, by political leaders and the public at large of the very high costs of allowing the economy to stray too far from price stability.

With inflation rates now quite low in the United States, however, some have expressed concern that we may soon face a new problem—the danger of deflation, or falling prices. That this concern is not purely hypothetical is brought home to us whenever we read newspaper reports about Japan, where what seems to be a relatively moderate deflation—a decline in consumer prices of about 1 percent per year—has been associated with years of painfully slow growth, rising joblessness, and apparently intractable financial problems in the banking and corporate sectors. While it is difficult to sort out cause from effect, the consensus view is that deflation has been an important negative factor in Japanese slump.

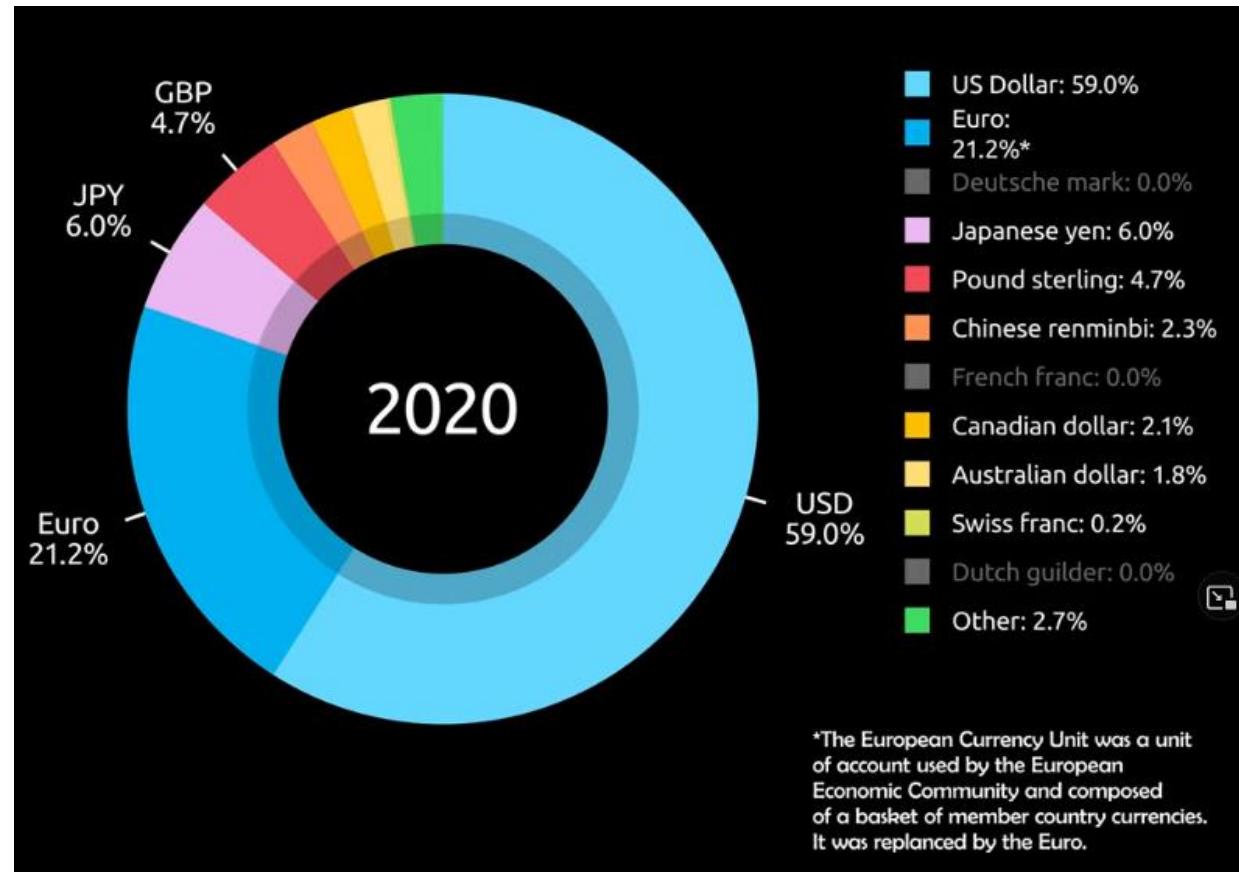
So, is deflation a threat to the economic health of the United States? Not to leave you in suspense, I believe that the chance of significant deflation in the United States in the foreseeable future is extremely small, for two principal reasons. The first is the resilience and structural stability of the U.S. economy itself. Over the years, the U.S. economy has shown a remarkable ability to absorb shocks of all kinds, to recover, and to continue to grow. Flexible and efficient markets for labor and capital, an entrepreneurial tradition, and a general willingness to tolerate and even embrace technological and economic change all contribute to this resiliency. A particularly important protective factor in the current environment is the strength of our financial system: Despite the adverse shocks of the past year, our banking system remains healthy and well-regulated, and firm and household balance sheets are for the most part in good shape. Also helpful is that inflation has recently been not only low but quite stable, with one result being that inflation expectations seem well anchored. For example, according to the University of Michigan survey that underlies the index of consumer sentiment, the median expected rate of inflation during the next five to ten years among those interviewed was 2.9 percent in October 2002, as compared with 2.7 percent a year earlier and 3.0 percent two years earlier—a stable record indeed.

The second bulwark against deflation in the United States, and the one that will be the focus of my remarks today, is the Federal Reserve System itself. The Congress has given the Fed the responsibility of preserving price stability (among other objectives), which most definitely implies avoiding deflation as well as inflation. I am confident that the Fed would take whatever means necessary to prevent significant deflation in the United States and, moreover, that the U.S. central bank, in cooperation with other parts of the government as needed, has sufficient policy instruments to ensure that any deflation that might occur would be both mild and brief.

Of course, we must take care lest confidence become over-confidence. Deflationary episodes are rare, and generalization about them is difficult. Indeed, a recent Federal Reserve study of the Japanese experience concluded that the deflation there was almost entirely unexpected, by both foreign and Japanese observers alike (Ahearn et al., 2002). So, having said that deflation in the United States is highly unlikely, I would be imprudent to rule out the possibility altogether. Accordingly, I want to turn to a further exploration of the causes of deflation, its economic effects, and the policy instruments that can be deployed against it. Before going further I should say that my comments today



# ÉVOLUTION DES DEVISES DE RÉSERVES INTERNATIONALES



<https://www.youtube.com/watch?v=Fsc3mLrEclo>

Aujourd’hui, le Dollar américain est l’actif de réserve de référence. Mais il n’en a pas toujours été ainsi :

- La Livre sterling, a perdu ce statut dans les années 70, après deux guerres mondiales et une crise du SMI.
- Le Mark allemand a disparu au début des années 20 après son désastre hyperinflationniste, avant d’émerger à nouveau dans les années 60.
- L’union monétaire européenne, puis l’Euro, ont créé une alternative crédible au dollar.
- Désormais, c'est le Yuan chinois (Renminbi) qui monte en puissance.



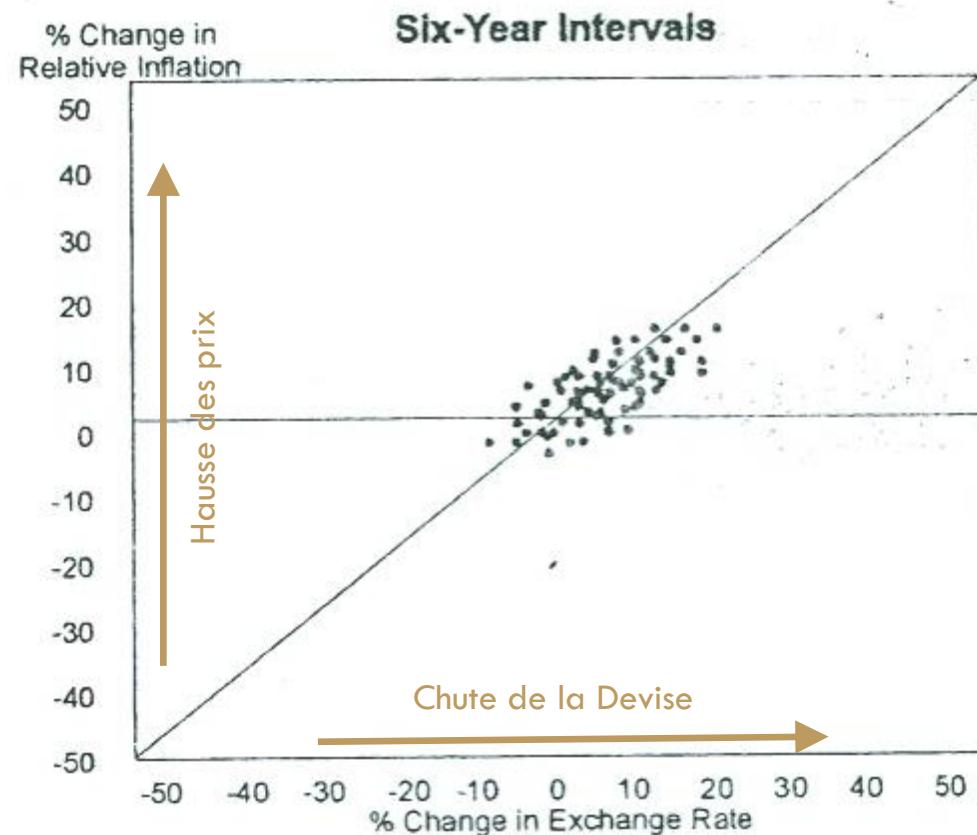
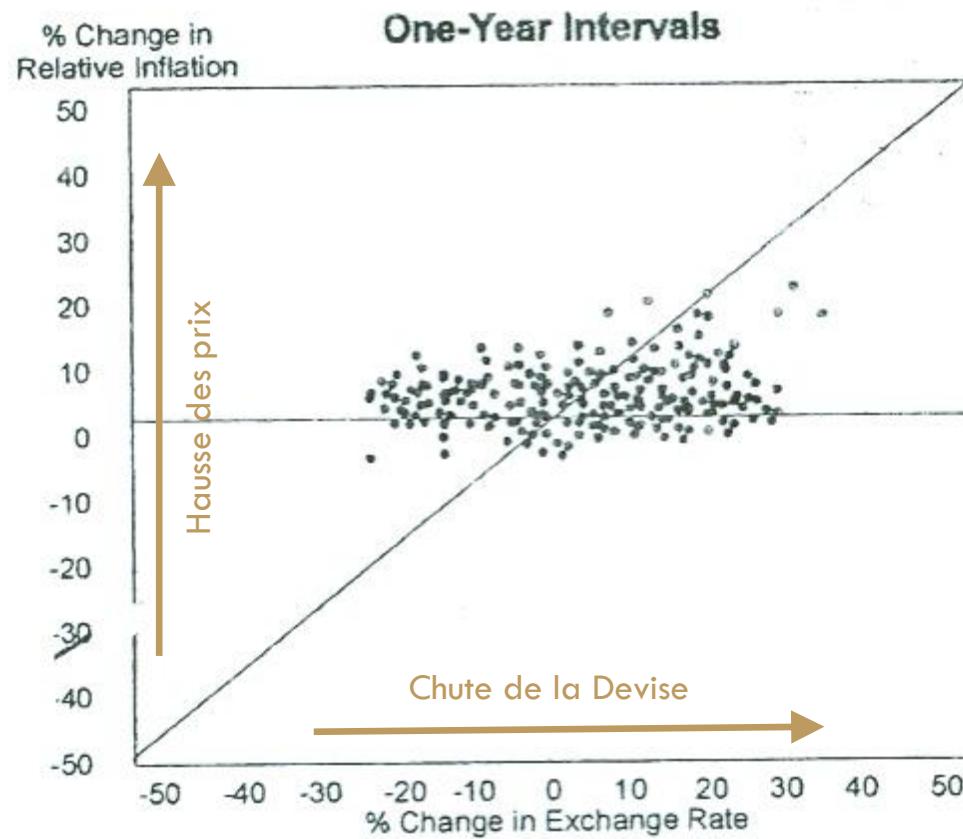
# PARITÉ DES POUVOIRS D'ACHAT : THÉORIE SIMPLIFIÉ





# PARITÉ DES POUVOIRS D'ACHAT : APPLICATION DE LA THÉORIE

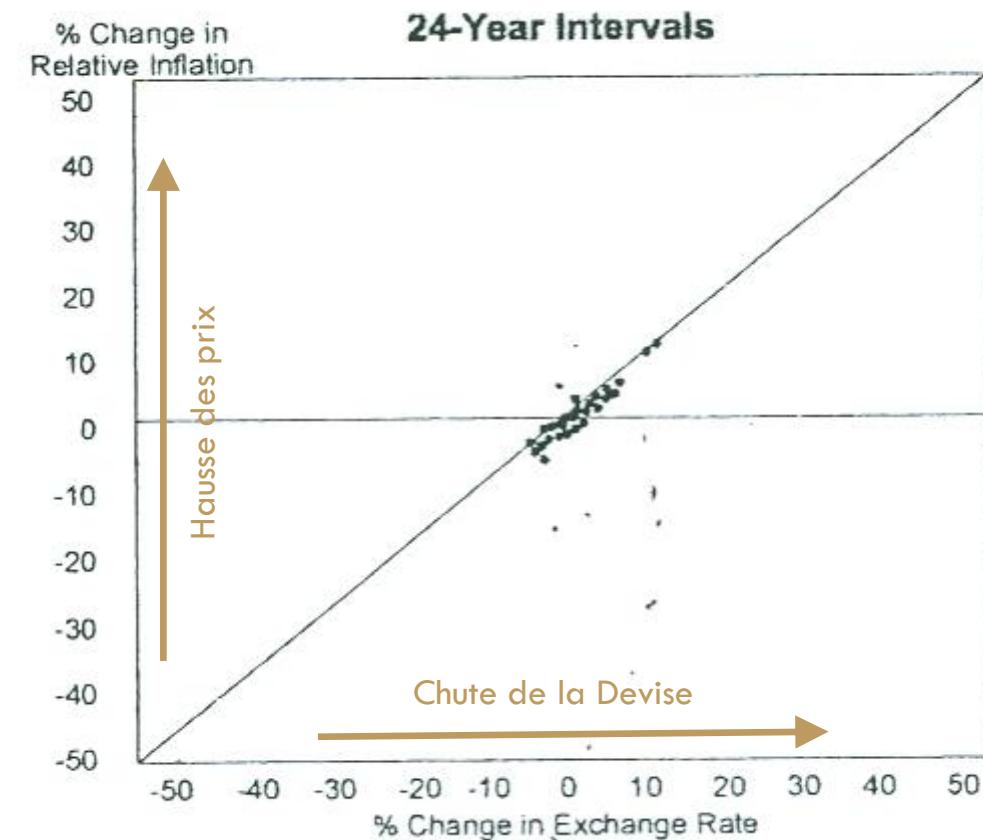
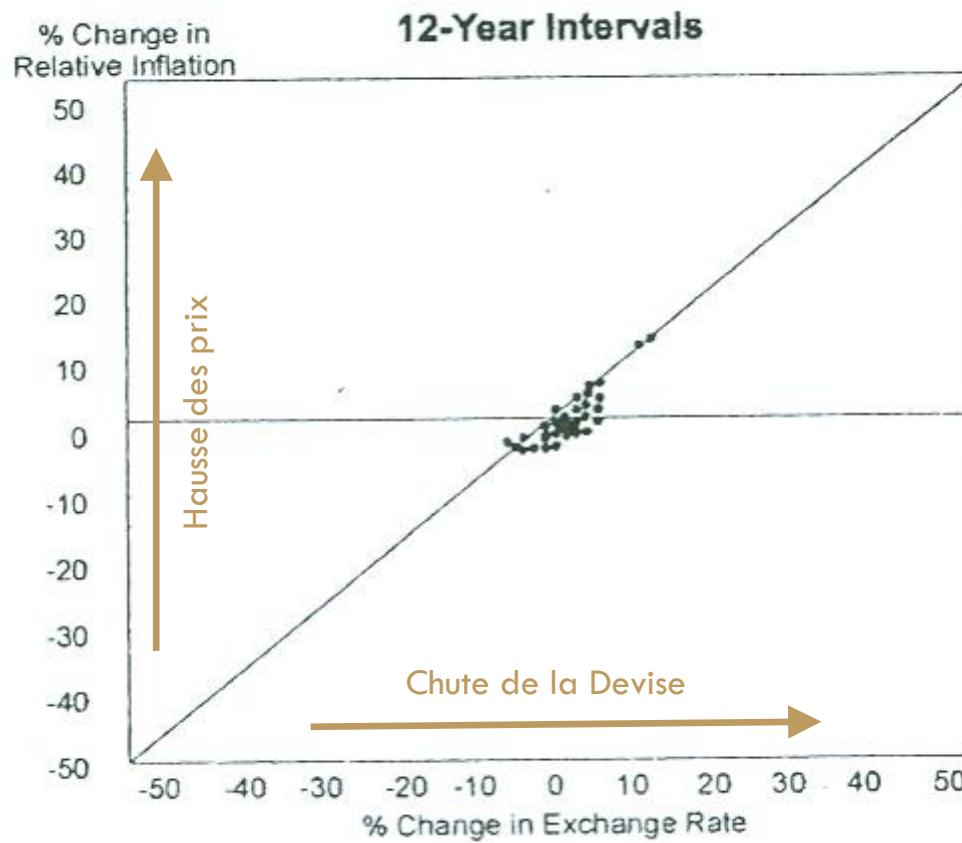
Hausse des Prix = Chute de la Devise





# PARITÉ DES POUVOIRS D'ACHAT : APPLICATION DE LA THÉORIE

La théorie fonctionne à très très très long terme !



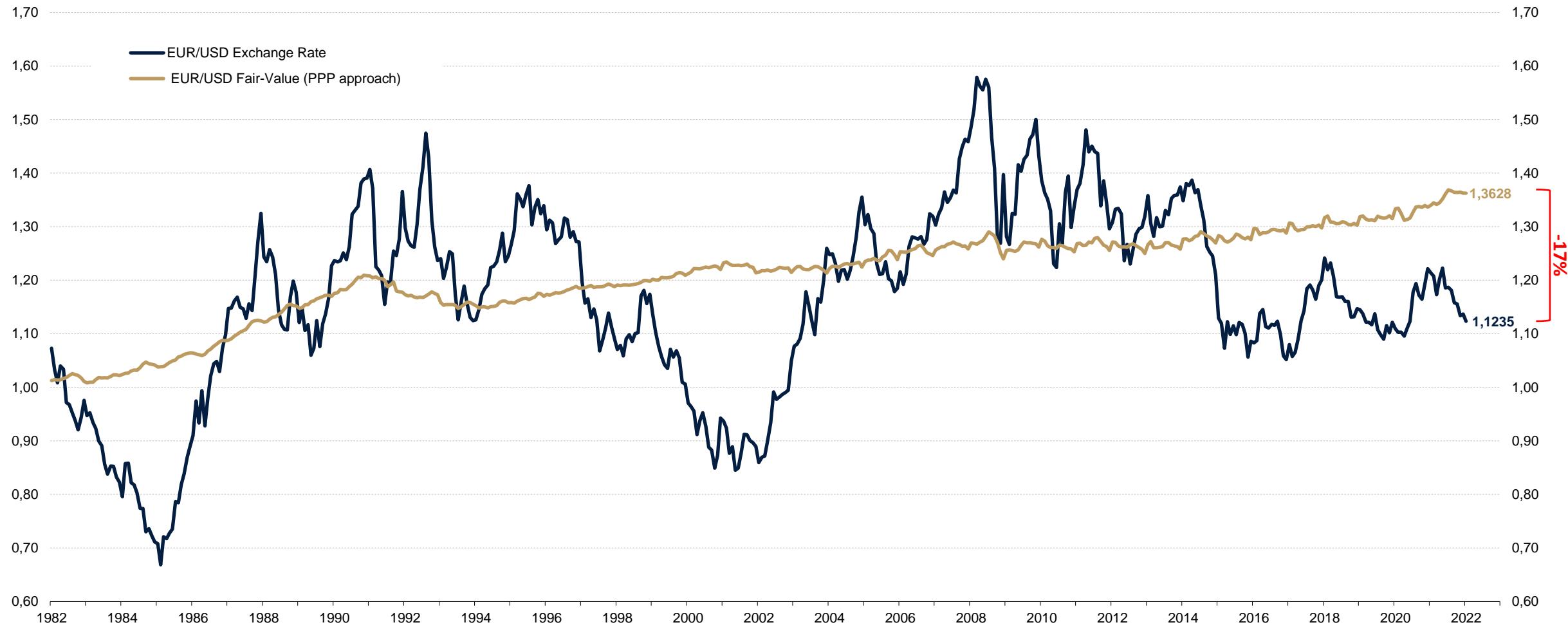


# PARITÉ DES POUVOIRS D'ACHAT : EUROPE VS ÉTATS-UNIS





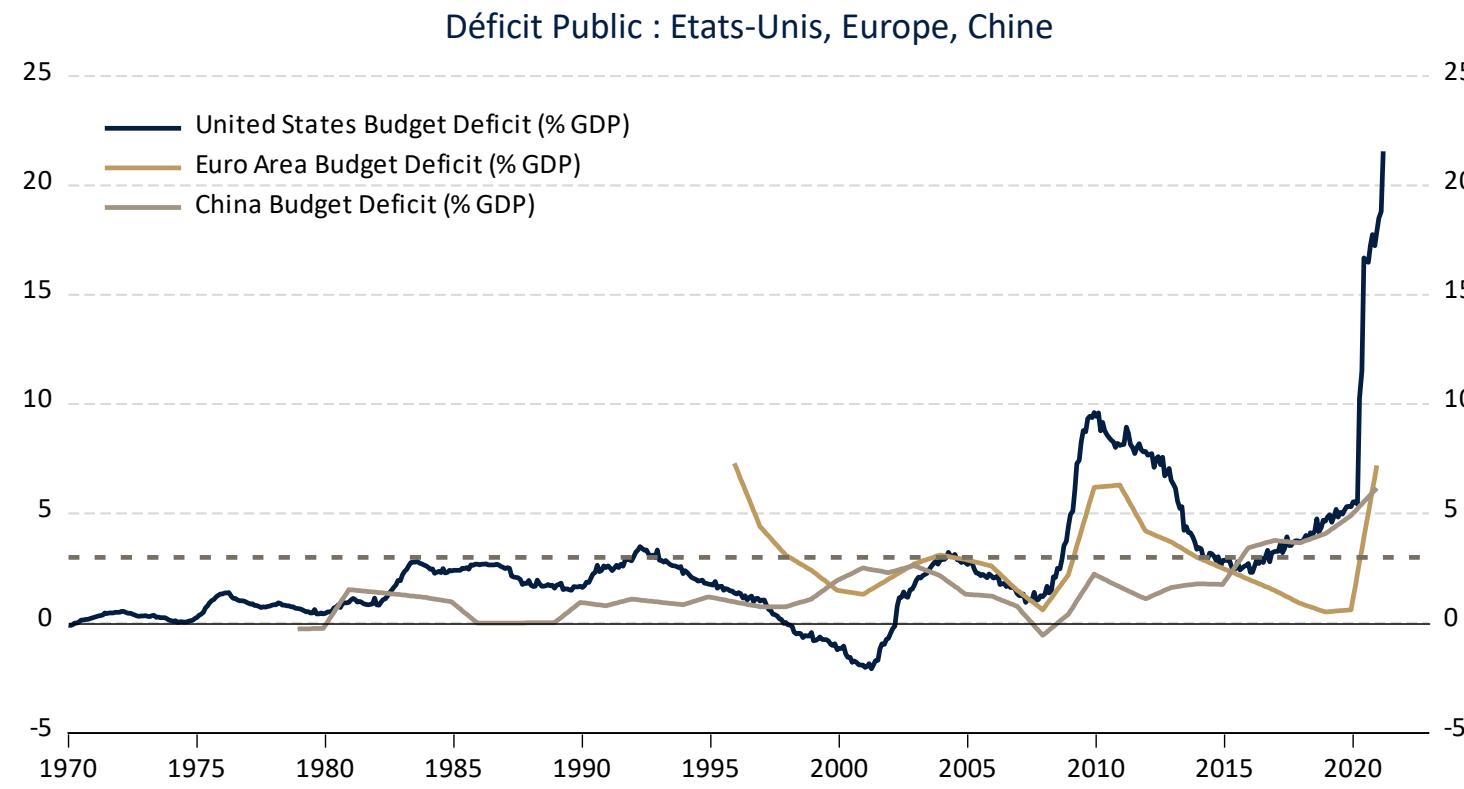
# PARITÉ DES POUVOIRS D'ACHAT : EURO VS DOLLAR





# INTERVENTION DES ETATS

Durant la pandémie de Covid-19, l'appareil productif des entreprises et le pouvoir d'achat des ménages ont été préservés grâce au soutien budgétaire "exceptionnel" des Etats.

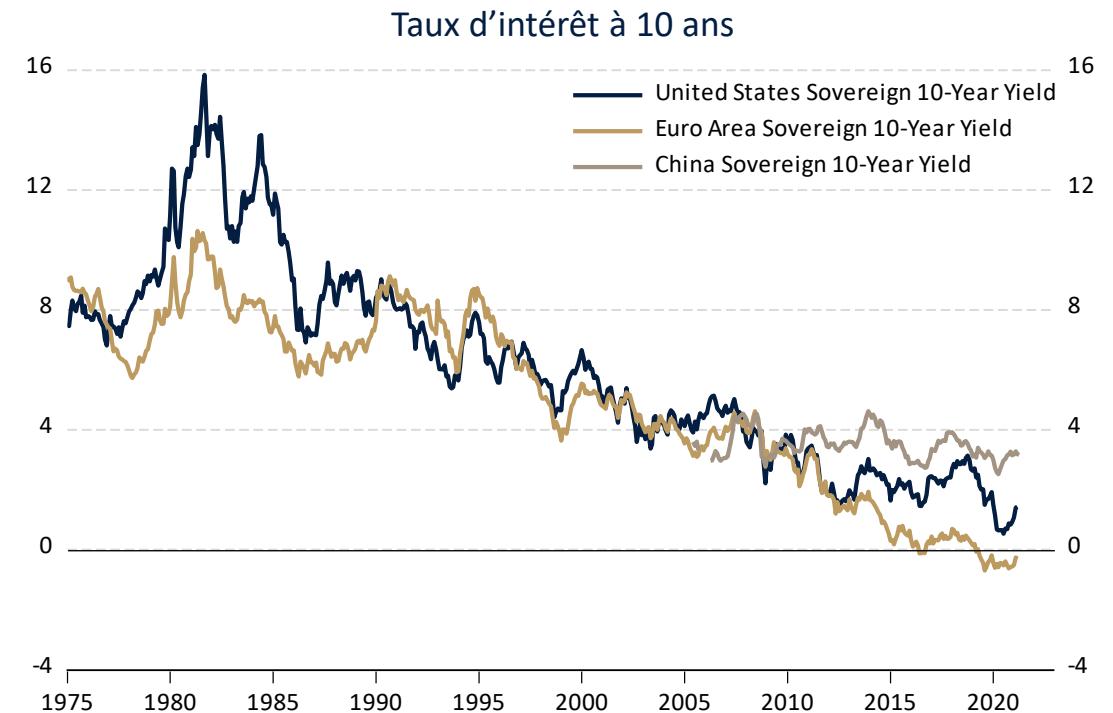
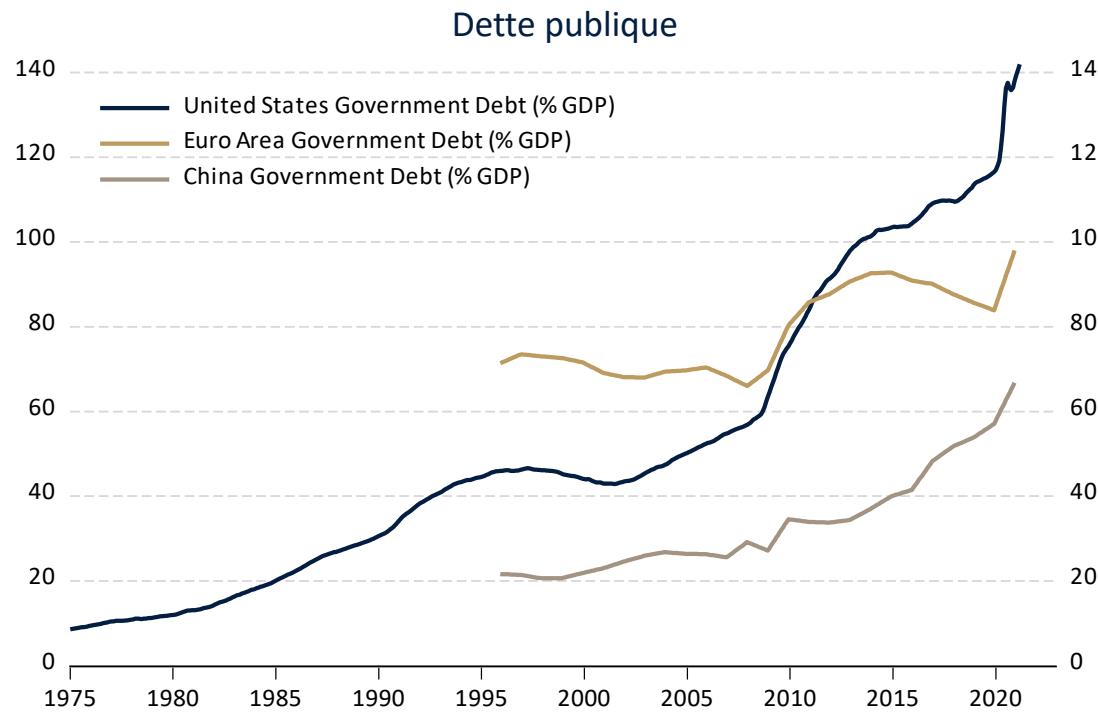




# QUOIQU'IL EN COÛTE

La solvabilité de la dette dépend des déficits et des intérêts mais aussi de l'activité économique et des prix :

- $Dette_t = Déficit_t + Dette_{t-1} \times (1 + Taux\ Intérêt)$
- $PIB_t = PIB_{t-1} \times (1 + Taux\ Croissance\ Réel) \times (1 + Taux\ Inflation)$





# FAUT-IL ANNULER LA DETTE ?

Lorsqu'un pays est surendetté, il ne dispose que de quatre solutions pour éviter le défaut de paiement :

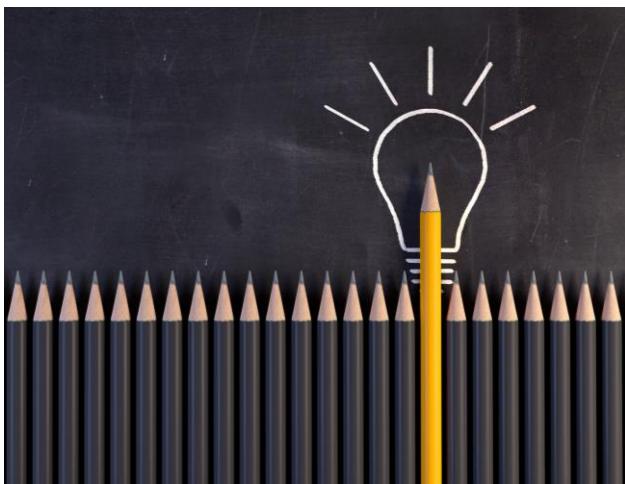
	OBJECTIF	MÉTHODE	RISQUE
Monétisation de la dette	▪ Dynamiser la croissance	Une révolution économique peut créer des emplois ou booster la productivité	Hors de portée
	▪ Réduire le déficit	L'austérité budgétaire en réduisant les dépenses de l'Etat et en augmentant les taxes	Déflation
	▪ Abaisser les taux	La répression financière en forçant les acteurs financiers à détenir de la dette souveraine	Politique
	▪ Importer de l'inflation	Dévaluation en faisant tourner la planche à billets	Défiance
	▪ Le défaut de paiement	Effacement partiel ou total de la dette	Systémique



# LA THÉORIE MONÉTAIRE MODERNE

Ce courant de pensée (soutenu par Stéphanie Kelton) défend l'idée que des plans de relance budgétaire massifs peuvent être financés par monétisation des dettes publiques. **Cette théorie n'a rien de vraiment moderne car la monétisation a été la règle durant des siècles, notamment à l'époque des monnaies privées.**

Ce n'est que très récemment que sont nées les banques centrales (fin XVII<sup>ème</sup>), qu'elles ont acquis le monopole d'émission (XIX<sup>ème</sup>) et leur indépendance du Trésor (fin XX<sup>ème</sup>)... seuls moyens de garantir la quantité de monnaie en circulation... d'éviter les dévaluations à répétition. **Ces évolutions ont permis de générer de la confiance et de garantir la stabilité des devises.**



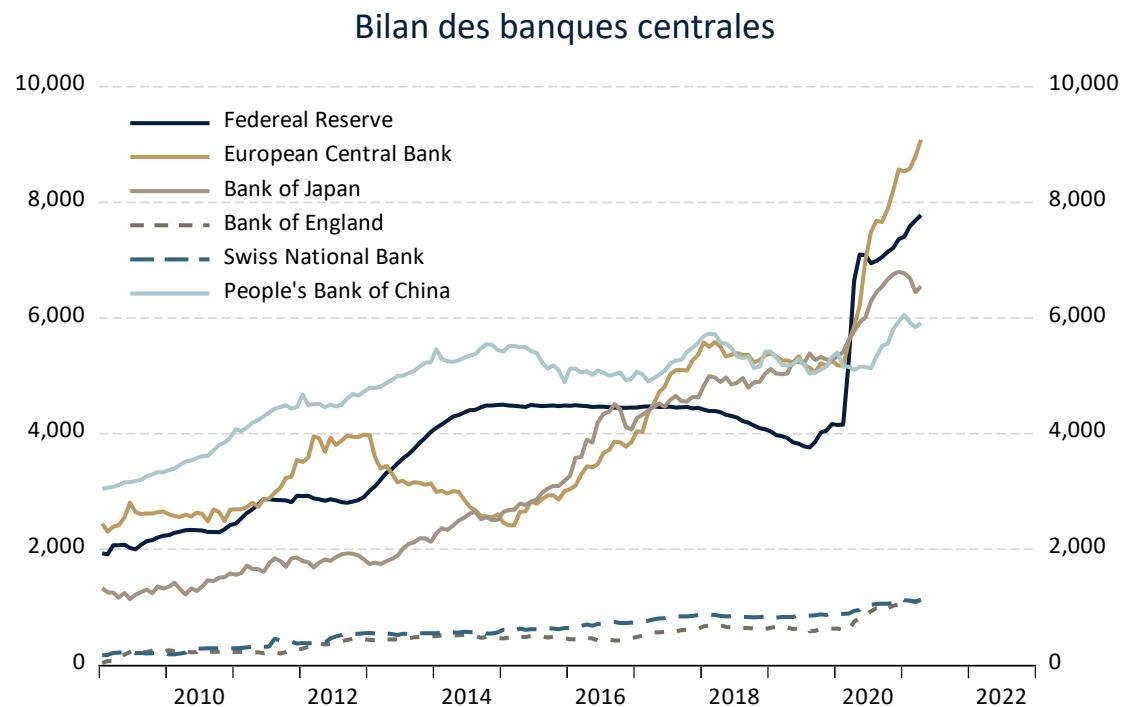
- **Durant la pandémie, les États ont opté pour une relance budgétaire massive**
- **N'ayant pas les moyens de leurs ambitions, ils se sont endettés au-delà des normes**
- **Désormais, les banques centrales n'ont que deux alternatives : imprimer de la monnaie pour acheter une partie de cette dette OU laisser grimper les taux d'intérêt**

**Ce choix n'en est pas un : les politiques monétaires ne sont plus indépendantes**



# LA CASA DE PAPEL

Pour contrôler le niveau des rendements obligataires (YCC), les banques centrales achètent des volumes colossaux de dette. Cette monétisation permet de soutenir l'activité économique, favoriser l'inflation et rendre la dette soutenable.



Source: Bloomberg, Atlantic Financial Group



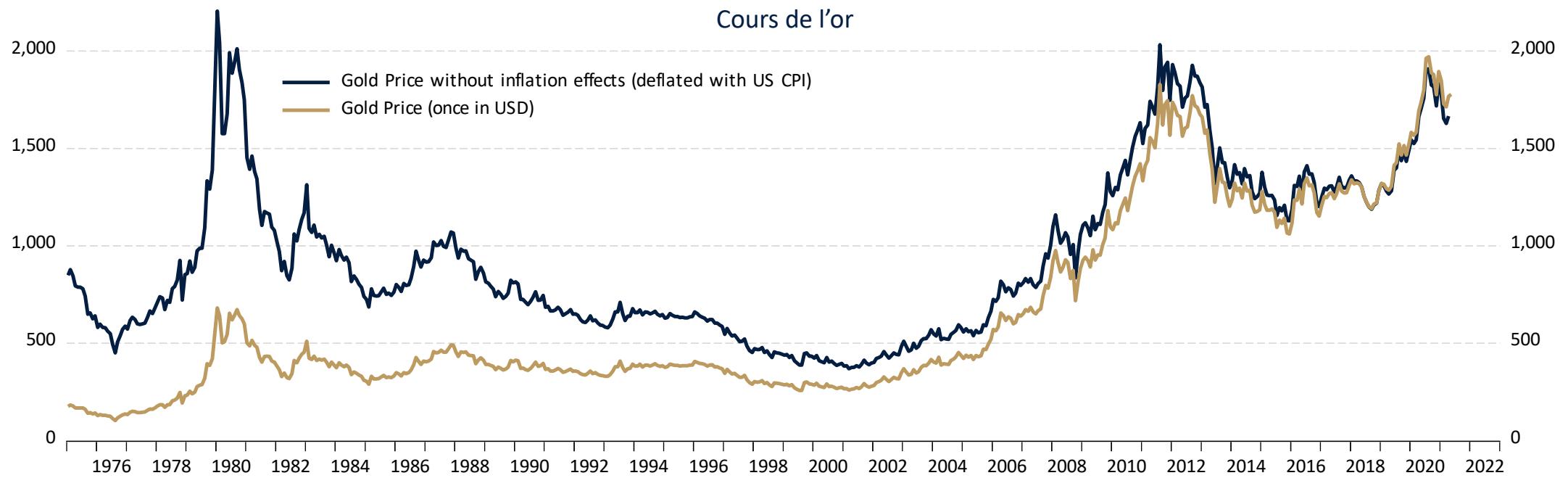
20% des dollars en circulation ont été créés depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2020



# APPRÉCIATION DES ACTIFS RÉELS

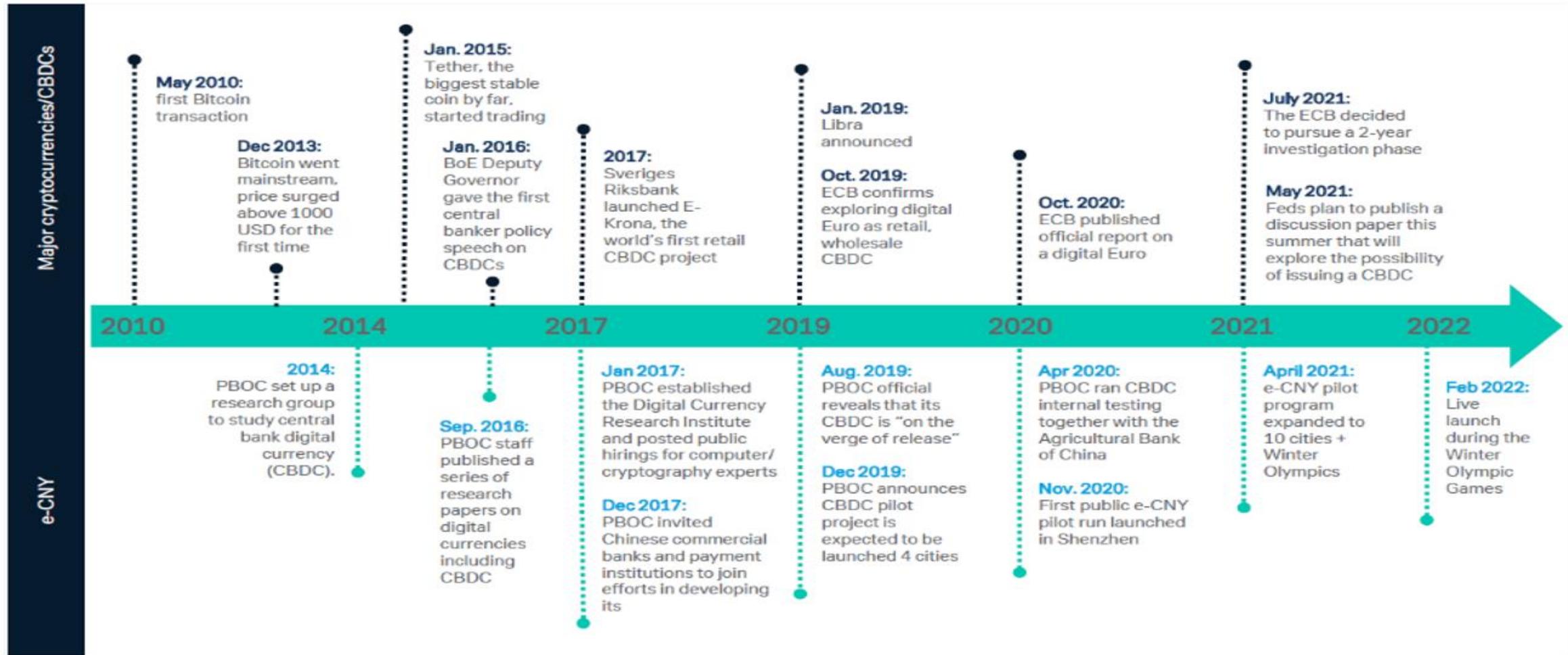
Comme tout bien échangeable, le prix d'une devise (son taux de change) est soumis à l'équilibre entre l'offre et la demande : il s'apprécie lorsque le bien est rare et chute s'il abonde. **Lorsqu'il existe plusieurs devises en circulation, la mauvaise monnaie chasse la bonne.**

Si cette course à la dévaluation est effectuée par plusieurs pays simultanément (coordination, sans guerre des devises), le seul moyen de s'en prémunir est de détenir des actifs "refuges" comme l'or (actif tangible), des terres agricoles (production alimentaire) ou, plus moderne, des cryptomonnaies (indépendantes des Etats).





# CRÉATION DES DEVISES DIGITALES : CHINE vs RESTE DU MONDE





# AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Financial Group (ci-après "Atlantic"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Atlantic, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Atlantic ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Atlantic ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Atlantic se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconvertis dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Atlantic peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Atlantic.