

Les degrés croissants de perte de confiance dans les actifs en dollars

La mise en place aux Etats-Unis de politiques budgétaires et monétaires extrêmement expansionnistes conduit à s'interroger sur la nature et le degré de sévérité de la perte de confiance qu'elles peuvent entraîner. Il faut tenir compte de la situation particulière des Etats-Unis : la stabilisation du dollar impose aux Banques Centrales de beaucoup de pays d'accumuler des actifs en dollars si le déficit extérieur des Etats-Unis augmente :

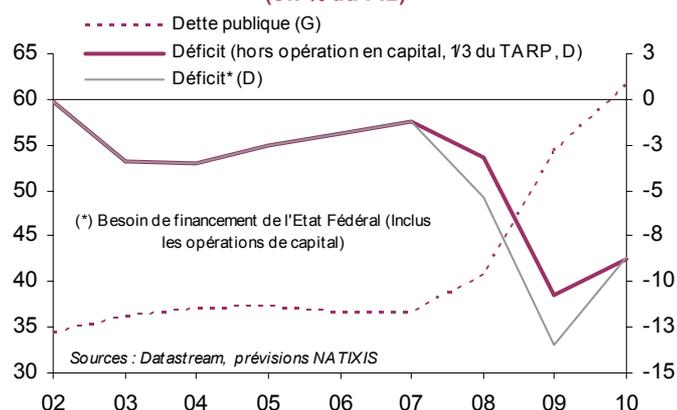
- *la dégradation de la qualité de la dette publique (déficits publics trop élevés, achats d'actifs risqués par le Trésor...) conduit les investisseurs à préférer de plus en plus les actifs privés aux actifs publics. Ceci ne pose pas de problème aux Banques Centrales : le soutien du dollar peut se faire par l'achat de titres privés en dollar. Le résultat de ce premier stade de la perte de confiance dans le dollar est une hausse des taux d'intérêt sur les dettes publiques par rapport aux dettes privées ;*
- *la dégradation de la qualité de l'actif de la Réserve Fédérale, avec les multiples programmes d'achats d'actifs risqués peut entraîner une perte de confiance d'une nature différente : dans la monnaie émise par la Réserve Fédérale. Ceci peut déclencher un phénomène de fuite devant la monnaie : les agents économiques se débarrassent de la monnaie et achètent des actifs réels (immobilier, entreprises, matières premières, biens durables...), ce qui déclenche une forte hausse des prix des actifs réels (qu'on peut appeler « hyper inflation »).*

S'il y a rejet de la monnaie dollar aussi par les Banques Centrales des pays excédentaires, alors la stabilité du taux de change du dollar ne peut plus être maintenue. Dans une première phase, si la fuite devant la monnaie dollar ne concerne que les agents économiques privés, la détention d'actifs en dollars par les Banques Centrales doit considérablement augmenter.

Le contexte de politique économique aux Etats-Unis

La question de la **qualité des actifs en dollars** se pose en raison des **politiques économiques extrêmement expansionnistes** menées aux Etats-Unis (déficits publics, **graphique 1**, croissance très rapide de la politique monétaire, **graphique 2**), et parce que ces politiques ont **dégradé la qualité des actifs détenus** à la fois par le Trésor et par la Réserve Fédérale (**tableaux 1/2a/2b**).

Graphique 1
Etats-Unis : déficit et dette publique (en % du PIB)



Graphique 2
Etats-Unis : base monétaire (GA en %)

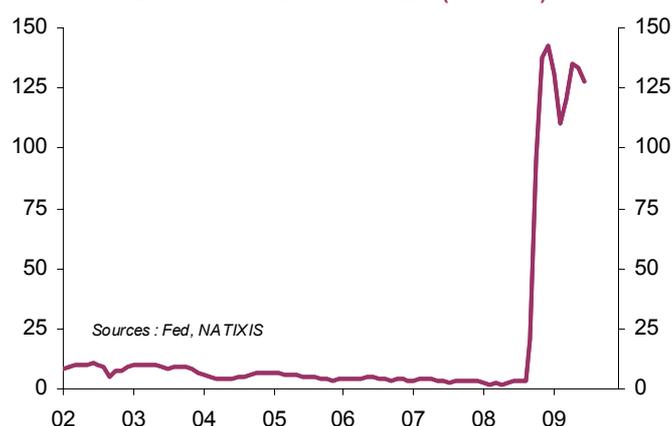


Tableau 1
Etats-Unis

Tableau a
Programme de stabilisation financière du Trésor

Programme	Description	Montants
CAP	Programme d'assistance en capital, annoncé le 10 février pour un démarrage le 25. Les banques participantes sont soumises à un « stress-test » évaluant les besoins en capital selon deux scénarii. Les banques ayant échoué au « stress-test » émettent des actions préférentielles convertibles au Trésor pour financer leur besoin en capital. Les « stress-tests » doivent finir fin avril.	750 Md\$
PPIP	Création de fonds public-privés pour l'achat et la gestion des actifs toxiques des banques. Deux programmes distincts (l'un pour les prêts simples l'autre pour les prêts structurés) devant générer 500Md\$ à 1000Md\$ pour l'achat de ces actifs.	75/100 Md\$
Making Home Affordable	Annoncé le 18 février, le but du plan est de permettre aux propriétaires de refinancer leur prêt immobilier (prêts standards garantis ou possédés par Fannie Mae ou Freddie Mac) afin de profiter de la baisse des taux hypothécaires, même si leur dette excède la valeur de leur logement. Egalement les prêteurs reçoivent une incitation (1000\$) à modifier les prêts des emprunteurs risqués de façon à ce que les paiements ne dépassent pas 38% du revenu de l'emprunteur.	75Md\$
TALF	Programme en collaboration avec la Fed, visant à supporter le marché des ABS adossés aux prêts auto, étudiants, SBA et credit cards. Le Trésor finance les achats d'actifs à hauteur de 100Md\$ (20Md\$ à l'origine). Le programme a une limite de 1000Md\$ (200Md\$ à l'origine). Les premiers fonds ont été déboursés le 25 mars (4,7Md\$ par la Fed).	20 étendus à 1000Md\$

Source: US Treasury, Natixis

Tableau b
Utilisation des fonds du TARP

	Déboursé	Engagé non-déboursé	Annoncé	Total
Recapitalisation des institutions financières	245			245
Citigroup	50			
BoA	45			
JP Morgan Chase	25			
Wells Fargo	25			
Goldman Sachs	10			
Morgan Stanley	10			
Autres	80			

Tableau b (suite)
Utilisation des fonds du TARP

	Déboursé	Engagé non-déboursé	Annoncé	Total
Sauvetage AIG (02/03/2009)	40	30		70
Aide au secteur automobile	23			28
GM	14			
GMAC	5			
Chrysler	4			
Sous-traitants (19/03/2009)		5		
TALF	20	80		100
Aide aux propriétaires (18/02/2009)		75		75
Achat prêt SBA (16/03/2009)		15		15
PPIP			100	100
Total				633
Fonds du TARP	328	205		700
Reste				67

En Mds de \$, Source : US Treasury

Tableau c
Programme d'Investissement Public-Privé (PPIP)

<i>Programme legacy loans</i>	Création de fonds d'investissement public-privé (PPIF) pour l'achat de prêts, capitalisés à 50/50 par le Trésor et par des investisseurs privés (fonds de pension, compagnies d'assurance et autres investisseurs à long-terme). Le FDIC garantit la dette pour un montant maximal de six fois la valeur du capital.
<i>Programme legacy securities</i>	- Partenariat public-privé pour l'achat de MBS et d'ABS émis avant 2009 avec un rating AAA au moment de l'émission. Le Trésor choisit cinq gérants d'actifs pour lever des capitaux privés qui reçoivent un montant équivalent de fonds du Trésor. Le Trésor pourra en outre fournir un prêt à hauteur de 50 voire 100% du capital de départ. - Utilisation du TALF (prêt sans-recours de la Fed) pour permettre aux investisseurs privés d'acheter des titres RMBS (hors agences) notés AAA à l'origine, des CMBS et ABS notés AAA.

Source : US Treasury

Tableau d
Structure de financement des PPIFs (en Mds de \$)

	Titres	Prêts
Capital	100	100
Dont Trésor (TARP)	50	50
Dont investisseurs privés	50	50
Prêt garanti FDIC ou prêt Trésor	100	600
Ratio Max Dette/Capital	1	6
Montant pour achats	200	700
TALF	1000	
Montant max (y compris TALF)	1200	700

Source : Département du Trésor, Fed

Tableau 2a
Programme d'achats d'obligations des agences et des RMBS par la Fed

- Achats de 1250Md\$ de RMBS d'agences
- Achats de 200Md\$ de titres d'agences
- Achats de titres du Trésor à hauteur de 300Md\$

TALF : programme de financement des ABS (student loans, car loans, consumer credit)

- Financement jusqu'à 1 trillion pour aider les émetteurs d'ABS

Tableau 2b
Actifs détenus par la Réserve Fédérale (Mds de \$)

	U.S. Treasury	Repurchase agreements	Term Auction Credit	Other Loans	Encours de commercial paper	Facteurs expliquant l'offre de réserves
30/1/2008	718,4	29,4	50,0	0,0	-	916,2
27/2/2008	713,4	42,9	60,0	0,2	-	918,3
26/3/2008	629,0	84,8	80,0	33,5	-	921,3
30/4/2008	548,7	107,5	100,0	30,2	-	917,0
28/5/2008	491,1	105,0	150,0	28,3	40,82	929,5
25/6/2008	478,8	121,7	150,0	20,9	226,01	926,4
30/7/2008	479,2	113,7	150,0	17,6	249,91	945,7
27/8/2008	479,6	103,4	150,0	18,6	265,69	938,4
24/9/2008	476,6	111,7	150,0	187,8	282,20	1186,2
31/10/2008	476,5	80,0	301,4	388,8	297,58	1924,9
28/11/2008	476,4	80,0	406,5	283,2	308,52	2144,4
19/12/2008	476,2	80,0	448,0	212,5	315,27	2277,7
26/12/2008	476,1	80,0	420,8	196,9	325,80	2232,6
2/1/2009	476,0	80,0	450,2	187,8	332,41	2270,4
9/1/2009	475,8	77,1	406,8	185,8	334,27	2211,8
16/1/2009	475,6	57,1	371,4	160,7	334,58	2109,5
23/1/2009	475,4	37,1	416,0	148,3	349,94	2096,0
30/1/2009	475,2	17,1	415,9	150,0	316,20	2044,8
6/2/2009	475,0	0,0	412,9	153,7	259,31	1896,2
13/2/2009	474,9	0,0	412,9	143,2	256,15	1885,7
20/2/2009	474,8	0,0	447,6	143,2	250,36	1962,7
27/2/2009	474,7	0,0	447,6	139,5	246,23	1955,6
6/3/2009	474,6	0,0	493,1	140,9	242,05	1946,9
13/3/2009	474,6	0,0	493,1	133,1	240,66	1933,1
20/3/2009	474,7	0,0	468,6	138,2	241,03	2096,9
27/3/2009	474,7	0,0	468,6	134,3	240,80	2106,5
3/4/2009	486,2	0,0	467,3	135,3	244,30	2101,7
10/4/2009	505,5	0,0	467,3	122,0	250,60	2127,6
17/4/2009	514,6	0,0	455,8	114,4	250,25	2154,3
24/4/2009	528,7	0,0	455,8	104,7	240,90	2224,7
1/5/2009	543,0	0,0	403,6	104,5	222,92	2143,1
8/5/2009	554,1	0,0	403,6	104,1	164,74	2096,9
15/5/2009	569,4	0,0	428,8	124,0	162,92	2172,1
22/5/2009	580,6	0,0	428,8	127,9	160,78	2220,7
29/5/2009	597,6	0,0	372,5	124,2	154,69	2130,1
5/6/2009	606,2	0,0	372,5	126,1	145,14	2121,9
12/6/2009	622,3	0,0	336,6	119,6	140,81	2081,4

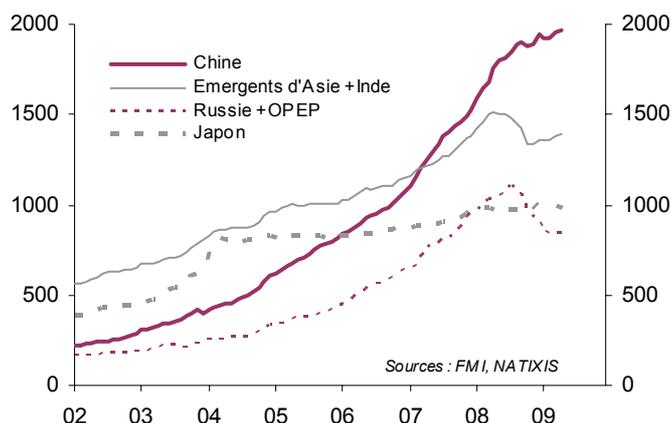
Sources : Federal Reserve, Datastream

Il peut donc se poser une double question :

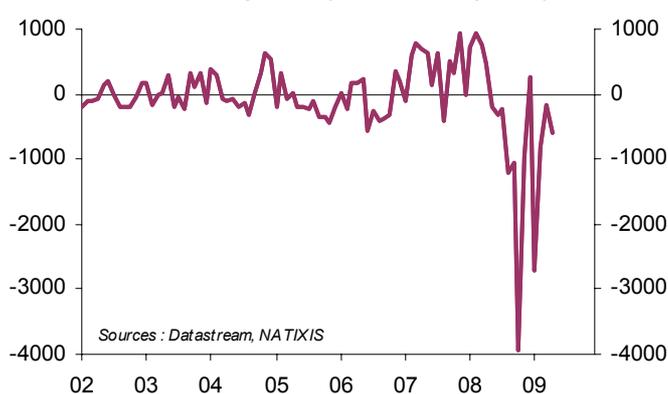
- celle de la qualité de la dette publique (avec sa taille et avec la détention d'actifs risqués par le Trésor) ;
- celle de la qualité de l'actif de la Réserve Fédérale, donc de la qualité de la monnaie-dollar.

Cette double question se pose dans une situation où **beaucoup de pays** (OPEP, Chine, émergents d'Asie, Japon...) **ont décidé de soutenir la parité du dollar**, certains d'entre eux (Chine, pays du Moyen-Orient, Hong-Kong, Venezuela...) parce qu'ils ont explicitement lié leur monnaie au dollar. Ceci veut dire **que si le dollar menace de se déprécier spontanément, ils doivent accumuler des actifs en dollars dans les réserves des Banques Centrales**, ce qui était le cas jusqu'à l'été 2008 (**graphique 3**) et redevient le cas au printemps 2009 avec l'arrêt des rapatriements de capitaux depuis les pays émergents vers les Etats-Unis (**graphique 4**).

Graphique 3
Réserves de change (Mds de \$)



Graphique 4
Ensemble des émergents yc Russie+OPEP :
flux des capitaux* (en Mds de \$ par an)



Effets de la dégradation de la qualité de la dette publique

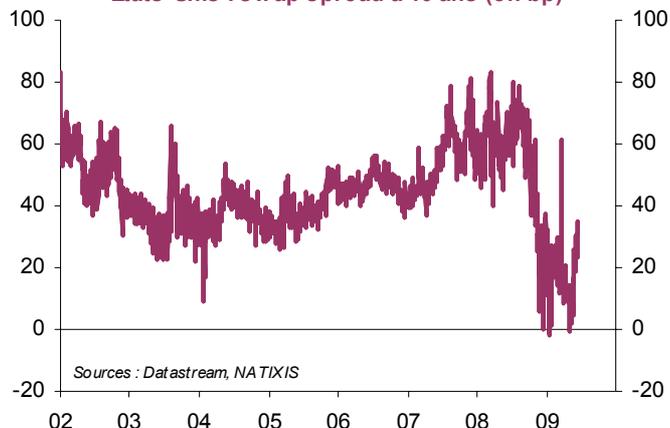
La dégradation de la qualité de la dette publique des Etats-Unis n'affecte pas le dollar, **mais affecte l'émetteur Trésor des Etats-Unis**. Elle n'a donc **pas d'effet direct sur le dollar**, mais **affecte la qualité relative des dettes publiques et privées en dollars**. On doit donc voir **une hausse du taux d'intérêt sur la dette publique relativement aux taux d'intérêt sur les dettes privées**, ce qui est bien ce qu'on commence à observer :

- quasi disparition des swaps-spreads (**graphique 5a**) ;
- resserrement de l'écart de taux entre **mortgages et treasuries** (**graphique 5b**), en 2008 et au début de 2009, mais qui s'inverse cependant ultérieurement ;
- resserrement des **spreads de crédit** (**graphique 5c**).

Cette évolution ne remet pas en cause le soutien du dollar par les Banques Centrales, qui peuvent pour réaliser ce soutien acheter n'importe quels actifs en dollars, y compris des actifs privés.

Graphique 5a

Etats-Unis : swap spread à 10 ans (en bp)



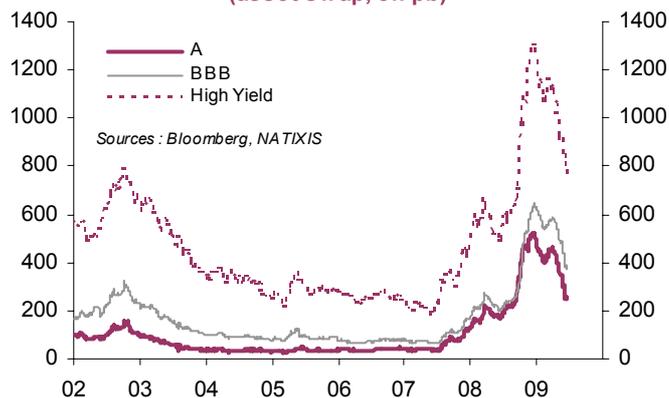
Graphique 5b

Etats-Unis : spread des taux d'intérêt mortgage et taux GOV à 10 ans (en pb)



Graphique 5c

Etats-Unis : spread de crédit contre swap (asset swap, en pb)



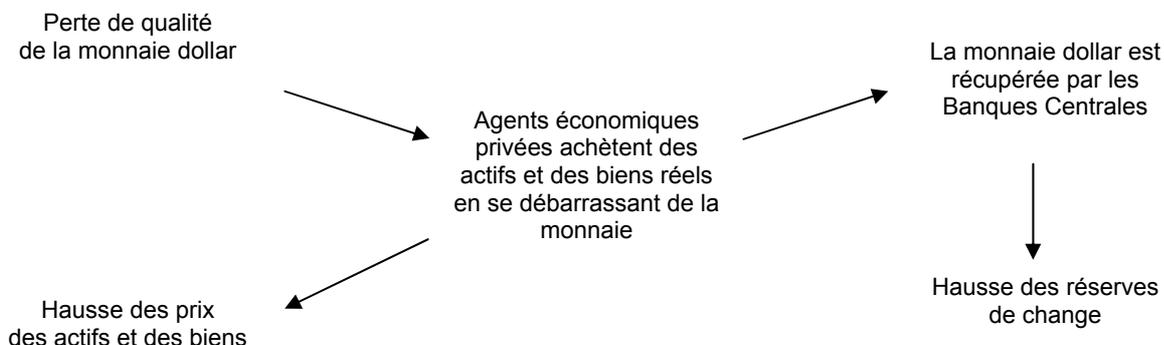
Effets de la dégradation de la qualité de l'actif de la Réserve Fédérale

La dégradation de la qualité de l'actif de la Réserve Fédérale avec la détention d'actifs risqués, peut, au-delà d'un certain stade, conduire à une dégradation de la qualité perçue du passif de la Réserve Fédérale, c'est-à-dire de la qualité de la monnaie dollar émise.

On peut alors avoir **deux stades**.

Stade 1 : cette dégradation de la qualité perçue de la monnaie dollar ne concerne que les agents économiques privés, pas les Banques Centrales qui soutiennent le dollar. Le schéma 1 ci-dessous montre alors les enchaînements.

Schéma 1 Fuite devant la monnaie-dollar pour les agents économiques privés



Il y a « **fuite devant la monnaie-dollar** » pour les agents économiques privés, qui se débarrassent de la monnaie en dollars et achètent des biens (durables) et des actifs réels pour détenir leur richesse sous forme d'actifs tangibles.

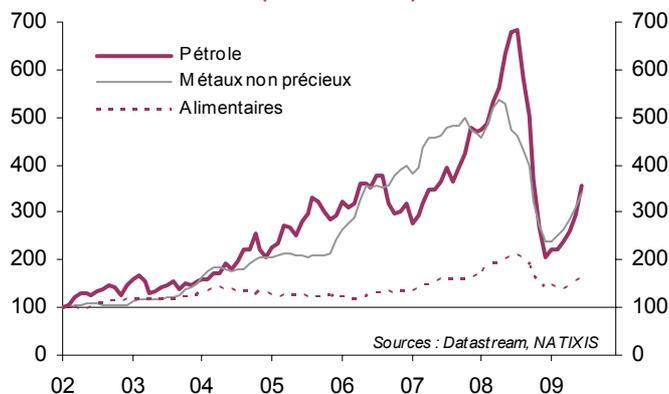
On doit alors observer :

- **une hausse des prix des biens durables et des actifs concernés** (il peut s'agir d'immobilier, de capital des entreprises, de matières premières...);
- puisque **les Banques Centrales des pays excédentaires** continuent à soutenir le dollar, elles doivent « **récupérer** » les actifs en dollars, d'où une forte hausse des réserves de change.

Une situation pratiquement de ce type avait été observée en 2006-2007 et au début de 2008 avec la hausse des prix des matières premières (**graphique 6a**), des actions des émergents (**graphique 6b**), des réserves de change (**graphique 6c**).

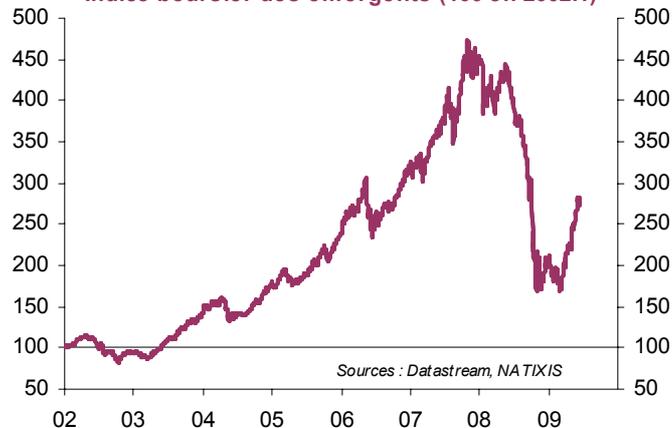
Graphique 6a

Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)

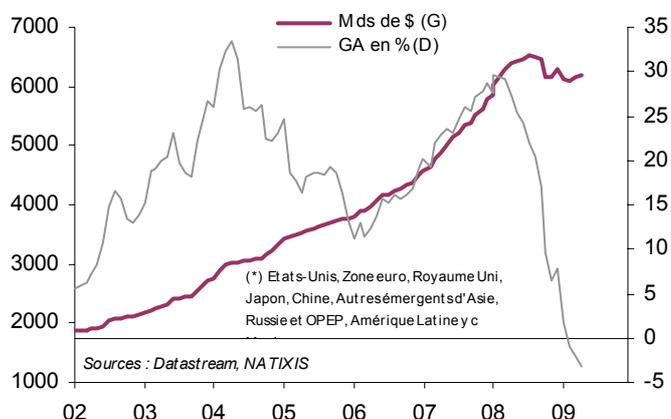


Graphique 6b

Indice boursier des émergents (100 en 2002:1)



Graphique 6c
Réserves de change Mondiales



Il est possible aussi que ce type de situation soit en train de réapparaître au printemps 2009.

Stade 2 : la dégradation de la qualité perçue de la monnaie dollar se met aussi à concerner les Banques Centrales des pays excédentaires. Les Banques Centrales vont alors se débarrasser de leurs réserves en dollars, et acheter d'autres devises ou des actifs réels, d'où un effondrement du dollar.

Synthèse : où en sommes-nous aujourd'hui de la dégradation de la qualité perçue des actifs en dollars

Ce qui précède suggère :

- que la qualité perçue de la dette extérieure des Etats-Unis s'est dégradée, d'où la modification de la hiérarchie des taux d'intérêt entre dette publique et dettes privées ;
- que la qualité perçue de la monnaie dollar commence à se dégrader pour certains investisseurs privés mais pas pour les Banques Centrales qui soutiennent le dollar, d'où la perspective de hausse des prix d'actifs réels refuge (matières premières, actions des émergents...) mais pas de chute du dollar, avec à nouveau très probablement une forte hausse des réserves de change des pays excédentaires.