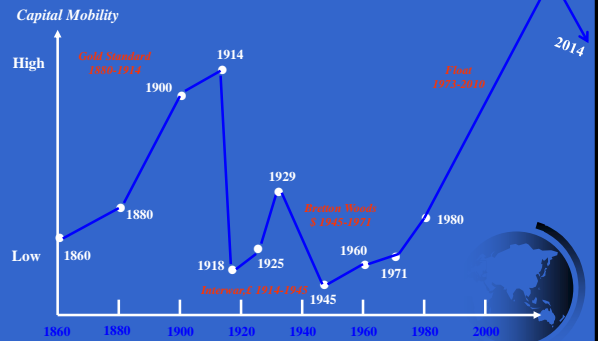


# Systeme financier global et Intermediation de l'epargne

Sfax-ESC  
Fevrier 2014

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## La Mobilité des flux de capitaux internationaux



Source: "Globalization and Capital Markets," Maurice Obstfeld and Alan M. Taylor, NBER Conference Paper, May 4-5, 2001.  
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

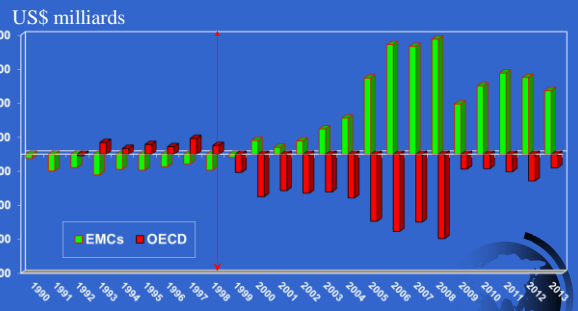
## I- Qui finance qui?

Le recyclage de l'epargne globale entre pays creanciers et pays debiteurs

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

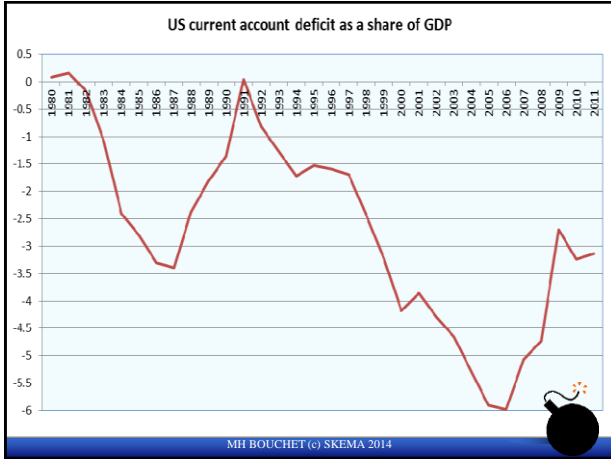
## Who finances whom?

Current account balances of OECD (33) and EMCs (160)



Source: IIF, IMF, WEO 2013

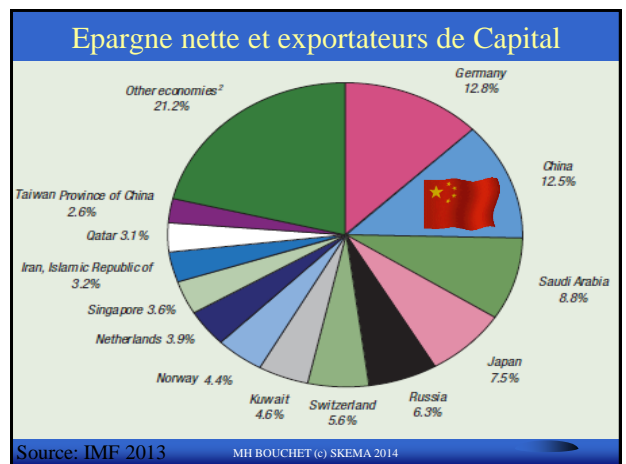
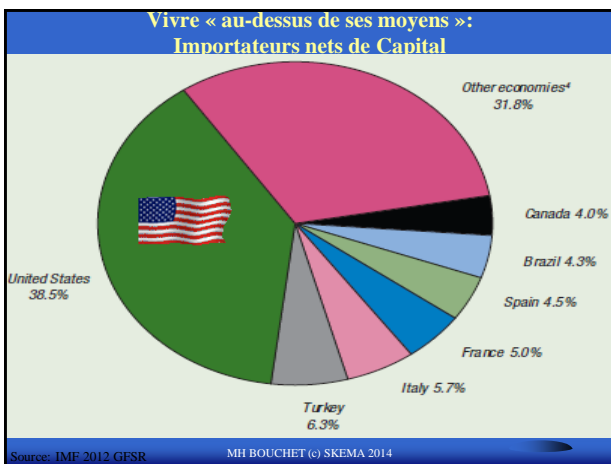
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014



## Le déficit US comme moteur de l'économie mondiale?

- Plus grand débiteur au monde: USA
- Créanciers: Allemagne, Chine, Japon, Corée, Russie

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014



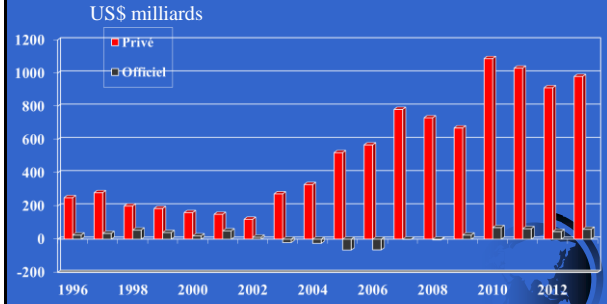
## Enjeux de la soutenabilité du financement du déficit US

1. Dynamisme et attractivité de la Nouvelle Économie US (NTIC)
2. Taux de productivité élevé lié aux efforts de R&D
3. Taux de croissance assez élevé pour stabiliser le ratio Dette/PIB ( $\Delta$  PIB= déficit courant/PIB)
4. Hégémonie du \$ et coût de financement faible grâce à l'abondance d'épargne globale « *savings glut* » (ajustement macro-économique dans les pays émergents + recyclage des excédents courants Asie + Russie + exportateurs,  $\Delta$  prix des matières premières et hydrocarbures + comportement d'épargne lié au vieillissement de la population mondiale: 1 Japonais sur 4 aura >65 ans en 2015)
5. Rémunération des actifs US à l'étranger > coûts d'emprunt (taux longs faibles)
6. Faiblesse du \$ = gains en capital des IDE et hausse de la contre-valeur des revenus perçus en devises étrangères
7. Capacité accrue des portefeuilles internationaux à absorber le passif en \$ de l'économie US

Au total, **position internationale nette US favorable!**

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Rôle majeur des sources **privées** de financement des pays émergents



IIF/IMF

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

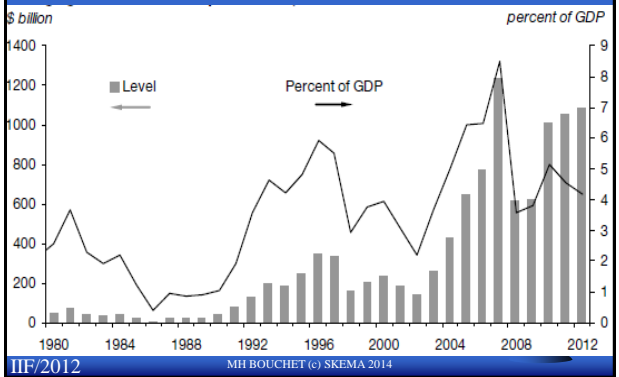
## Global capital flows to EMCs (\$ billion) source IIF

	2010	2011e	2012f	2013f
<b>Capital Inflows</b>				
<i>Total Inflows, Net</i>	1157	1093	959	1045
Private Inflows, Net	1088	1030	912	994
Equity Investment, Net	807	545	560	577
Direct Investment, Net	459	524	499	481
Portfolio Investment, Net	148	21	61	96
Private Creditors, Net	481	485	353	417
Commercial Banks, Net	159	143	73	123
Nonbanks, Net	322	342	279	294
Official Inflows, Net	69	63	46	64
International Financial Institutions	31	25	15	17
Bilateral Creditors	38	39	31	34
<b>Capital Outflows</b>				
<i>Total Outflows, Net</i>	-1514	-1431	-1293	-1200
Private Outflows, Net	-607	-715	-663	-707
Equity Investment Abroad, Net	-270	-226	-251	-311
Resident Lending/Other, Net	-337	-489	-411	-396
Reserves (- = Increase)	-802	-669	-630	-493
<b>Memo:</b>				
<i>Net Errors and Omissions</i>	-104	-47	0	0
<i>Current Account Balance</i>	357	338	334	155

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

5%

## Le financement privé des pays émergents (US\$ milliards et % du PIB)



IIF/2012

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## 2- Le système financier international



- Évolution
- La Zone \$
- La Zone €
- La Zone FCFA
- Le rôle de l'Or
- Le rôle des DTS



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Le système financier international

- 1972: « Le serpent monétaire » : marge d'écart des parités amoindries à 1.125% en Europe et 2.25% avec le Dollar.
- 03/1973: dévaluation du \$; crise pétrolière; taux de changes déterminés par le marché.
- 1974: DTS basés sur un panier de 16 monnaies
- 1976: accords de Jamaïque : Taux de changes flexibles et démonétarisation de l'Or
- 03/1979: EMS
- 10/1979: Politique monétaire américaine anti-inflationniste fixée sur l'offre de monnaie plutôt que les taux d'intérêts
- 1980: Le panier des DTS est basé sur 5 monnaies principales: \$, £, Yen, DM et FF



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Le système financier international

- 09/1985: G7 Accord Plaza à New York: programme coordonné d'interventions pour baisser la valeur du dollar face aux autres monnaies
- 02/87: Accords du Louvre pour ralentir la chute du dollar par des interventions concertées des BC sur les marchés
- 1995: interventions du G7 pour endiguer la baisse du Dollar.



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

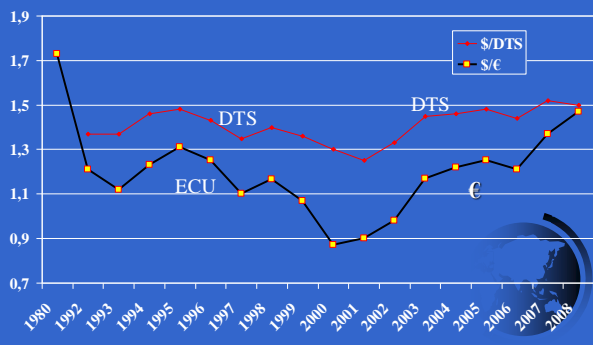
## Le système financier international

- 01/1999: zone EURO : 11 Pays adoptent les critères de Maastricht
- Septembre 2000: Chute de la valeur de l'euro contre le dollar et intervention concertée de la BCE
- Octobre 2001: Faiblesse de l'Euro en dépit du différentiel de taux d'intérêts favorable
- 2002-2013= Appréciation de l'Euro face au Dollar
- 1€ = 1,35 \$ (Février 2014)



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Évolution comparée des DTS, du \$ et de l'€



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## «Fondements économiques» et parité €/ \$

- ☞ Croissance plus dynamique aux USA qu'en Europe et au Japon.
- ☞ Les USA ont été la première économie à entrer en récession... et sans doute la première à en sortir!
- ☞ Taux d'intérêts de court terme plus élevés aux USA (jusqu'à mi-2001!) Taux d'intérêts réels plus faible depuis 2002.
- ☞ Entreprises américaines plus profitables.
- ☞ Détérioration importante de la balance des paiements US + large flux extérieurs de la Zone Euro depuis 1998.
  - ☞ ...et faible crédibilité de BCE face à la FED
- ☞ Baisse du dollar et baisse des taux de la FED;
- ☞ ENRON/ Worldcom + 09/11 + ouragan Katrina + guerre en Iraq + tensions géopolitiques Russie-Géorgie

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Principales étapes du SMI

- ☞ 04/1972: « serpent monétaire»:marge maximum de fluctuations limitées à +/- 2,25%
- ☞ 1979: intervention concertée pour limiter les marges de fluctuations des taux de changes
- ☞ 09/ 1992: Royaume-Uni et Italie suspendent leur participation, la monnaie espagnole est dévaluée de 5% et DE 6% supplémentaire en Nov 92.
- ☞ 01/1993:La Livre irlandaise est dévalué de 10%
- ☞ 05/93: peseta et escudo dévalués de 8%
- ☞ 08/93: élargissement des marges de fluctuations à +/- 15%
- ☞ 03/95: dévaluation de la peseta et de l'escudo
- ☞ 11/96: La lire réintègre le SMI
- ☞ 03/98: réévaluation de la Livre irlandaise

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Principales étapes du SMI

- ☞ Jan 1999: €
- ☞ 12 pays
- ☞ Jan 2002: € en poche
- ☞ May 2004: 10 Pays de l'Europe de l'est
- ☞ Février 2014: 18 pays



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Qu'est-ce qu'une Devise Globale?

Functions	Private actors	Central banks
Unit of account	Invoicing international trade	Reference for other currency pegging
Means of payments	Payments of debts, liabilities and transactions	FX markets intervention
Store of value	Investment currency	Storing/Holding of official reserve assets

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Les zones économiques globales

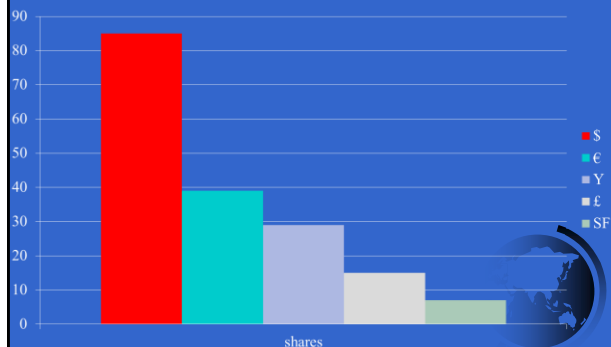
1. **\$ zone: US\$16,250 billion GDP**
2. **€ zone: US\$11,000 billion GDP**
3. **Yuan zone: US\$8500 billion GDP**
4. **Y zone: US\$6000 billion GDP**
5. **£ zone: US\$2,500 billion GDP**

Beyond sheer GDP volume, one must see the role of each currency in international trade, unit of account, reserve asset and international borrowing denomination currency.

Global GDP= \$73,000 IMF-WEO 2013  
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## 1. Most traded global currencies

(shares in FX transactions)



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Currency distribution in Foreign Exchange Transactions

Currency	2001	2004	2007	2011
US dollar	89.9	88.0	85.6	84.9
euro	37.9	37.4	37.0	39.1
Japanese yen	23.5	20.8	17.2	19.0
Pound Sterling	13.0	16.5	14.9	12.9
Australian dollar	4.3	6.0	6.6	7.6
Swiss Franc	6.0	6.0	6.8	6.4
Other currencies	25.4	25.3	31.9	30.1

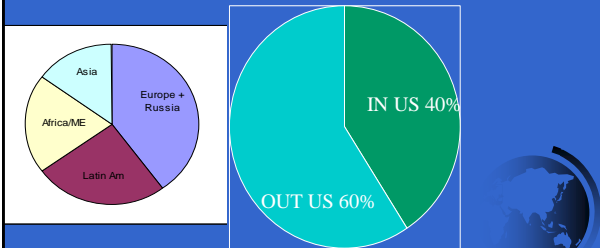
Source: Bank of International Settlement (BIS), Triennial Bank Survey, 2010

Notes: Since two currencies are involved in every transaction, the sum of percentage share of individual currencies equal 200%.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

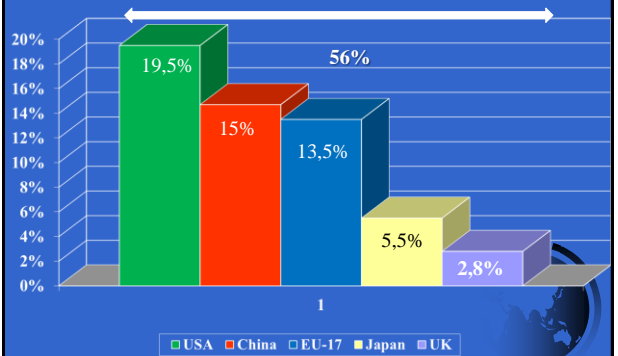
### Rôle clé du \$ US hors de l'économie américaine

The dollar is the global reserve currency: 60% of the \$760 billion of US\$ bills are outside the US



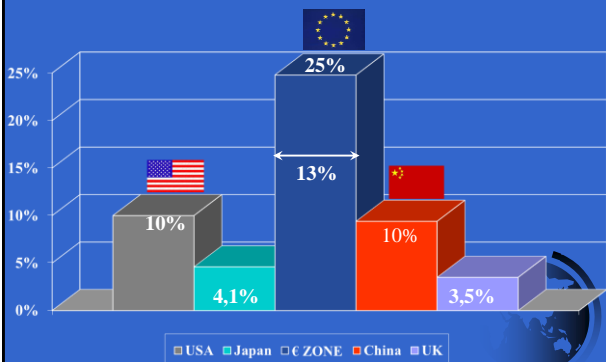
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

### 2. Share in World GDP\*



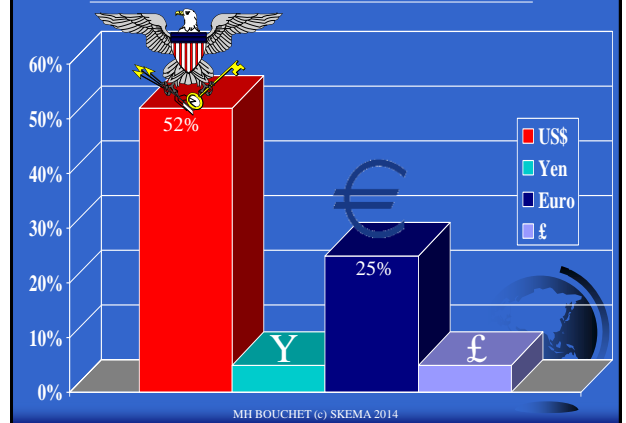
\* GDP shares based on the PPP valuation of country GDPs: IMF-WEO 2013  
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

### 3. Market share in global Exports of G&S



Source: IMF 2013 WTO 2013 MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

### 4. Currency Share in World Exports



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014


**Table A The euro share as a settlement/invoicing currency in extra-EU exports and imports of goods**  
(as a percentage of the total)

2006 Q1	Exports						Imports					
	EUR	USD	JPY	GBP	Other	Total	EUR	USD	JPY	GBP	Other	Total
Austria	62.9	23.4	0.0	0.0	13.7	100.0	60.9	27.2	0.0	0.0	11.9	100.0
Belgium	50.0	36.9	0.9	12.3	...	100.0	46.3	41.8	2.0	9.9	0.0	100.0
Finland	44.0	47.6	...	...	8.4	100.0	29.6	62.8	...	...	7.6	100.0
France	43.2	50.5	2.2	0.2	3.9	100.0	32.9	60.3	2.0	0.1	4.7	100.0
Germany	...	...	...	...	...	...	40.9	40.3	3.2	2.3	13.3	100.0
Greece	28.1	70.7	0.3	0.2	0.7	100.0	18.0	80.0	0.8	0.2	1.0	100.0
Ireland	46.6	50.1	0.8	0.7	1.8	100.0	19.4	69.3	0.7	0.2	10.3	100.0
Italy	53.7	43.4	...	...	2.9	100.0	27.5	69.8	...	...	2.7	100.0
Luxembourg	29.6	68.0	0.6	1.1	0.7	100.0	33.5	52.2	8.7	1.8	3.9	100.0
Netherlands	52.5	42.1	0.8	0.7	3.9	100.0	23.4	76.3	0.1	0.1	0.1	100.0
Portugal	48.9	47.1	0.3	0.3	3.5	100.0	43.4	52.1	1.8	0.1	2.7	100.0
Spain	53.6	43.4	1.2	0.1	1.7	100.0	44.2	54.4	0.7	0.0	0.7	100.0
Euro area	49.7	44.0	...	...	6.3	100.0	35.2	55.7	...	...	9.0	100.0

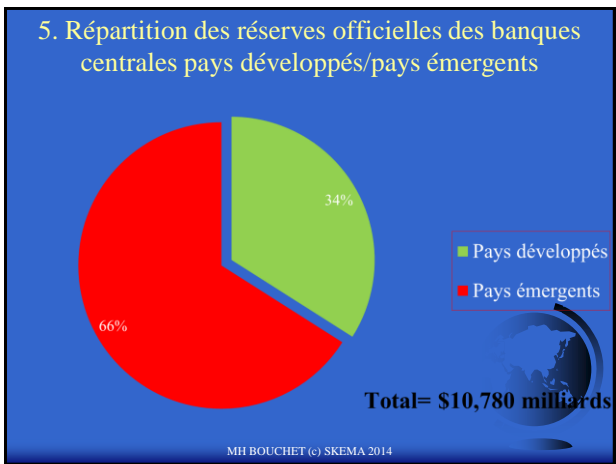
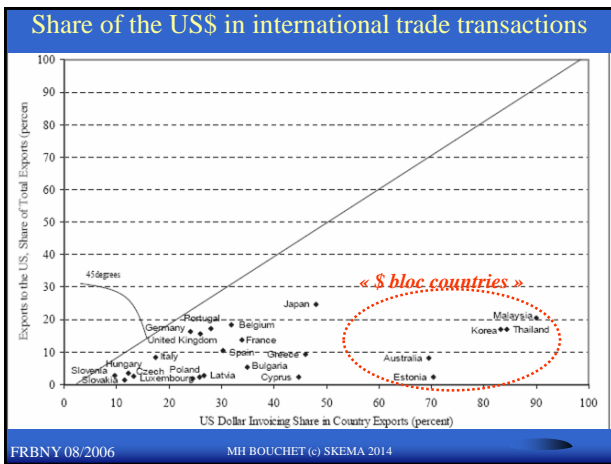
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## La loi de Grassman

- ☞ Countries tend more extensively to use their own currency on export invoicing than on import invoicing
- ☞ Key role of the dollar in import transactions, including commodities invoicing (copper, oil, gaz, coffee...)
- ☞ Euro area countries invoice nearly 50% of their exports in € but only 35% of their imports (i.e. 56% in \$)

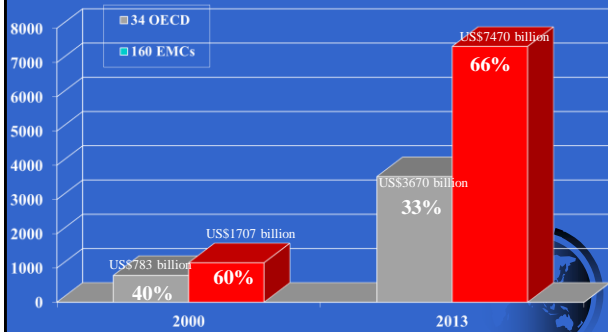


MH BOUCHET (c) SKEMA 2014





## 5. Réserves de change

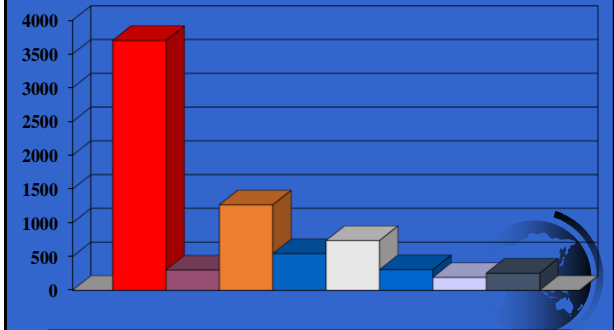


Total= \$11,1000 b 2013

Source: IMF-2013

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

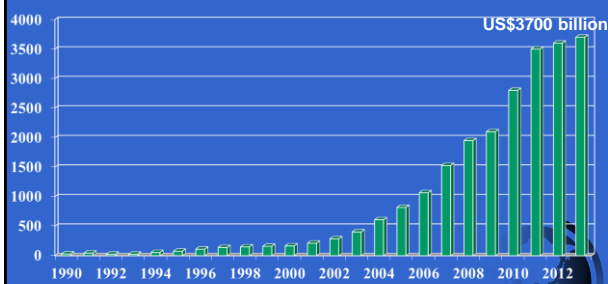
## Principaux pays émergents détenteurs de réserves de change



Source: IMF-2013 US\$ billion

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

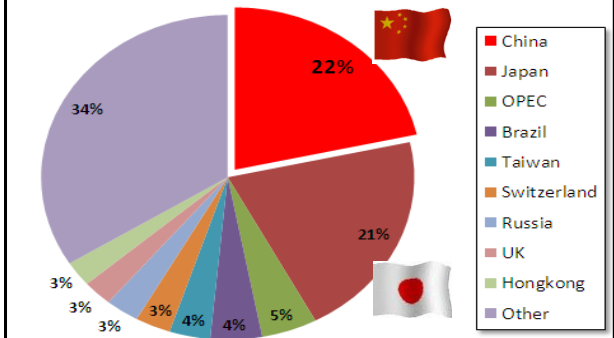
## Les réserves officielles de la Chine



50% held in US\$ (\$1.6 billion of US Securities)

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

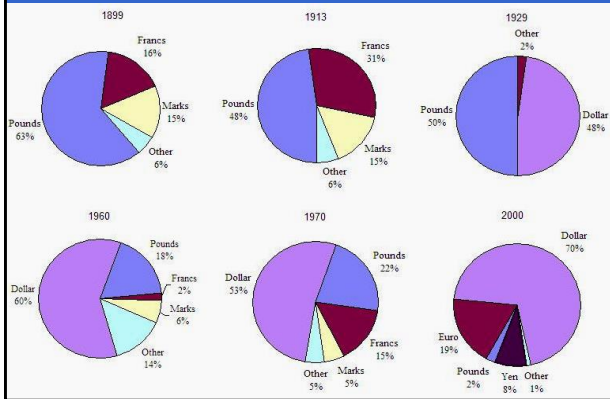
## China holds nearly 1/4 of foreign holding of US debt



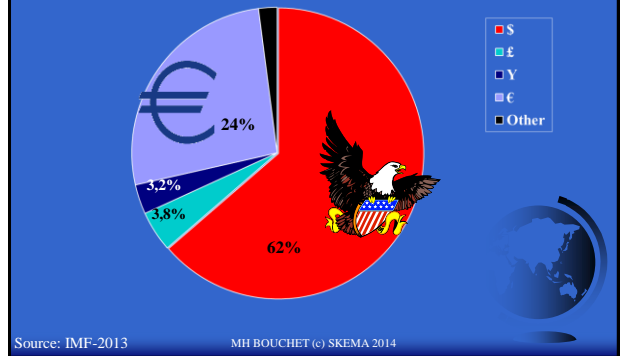
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

US Treasury 09/2012

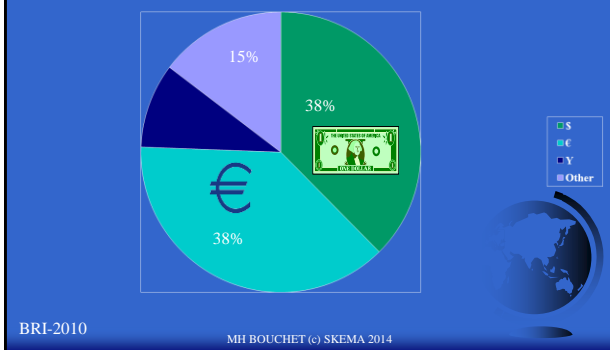
## 6. Evolution des monnaies de réserve 1889-2000



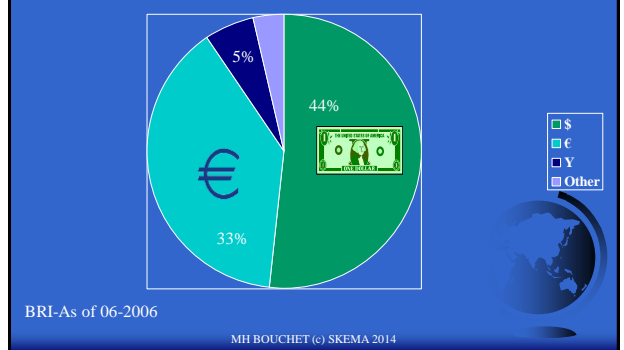
## 6.2. Official use of global currencies: Currency Breakdown of Official Reserves in 2013



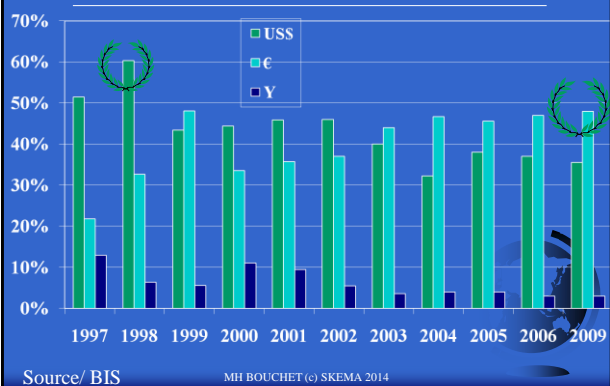
## 7. Composition des crédits bancaires internationaux (stock de créances)



## 8. Composition des dépôts bancaires



### 9. Composition en devises des titres et instruments obligataires 1997-2009



## Les DTS

Les **Droits de tirages spéciaux** sont des réserves d'actifs internationaux créées par le FMI en 1970 pour augmenter les réserves existantes des différents membres. C'est aussi une unité de mesure et un ancrage possible pour les taux de change et les émissions obligataires.



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

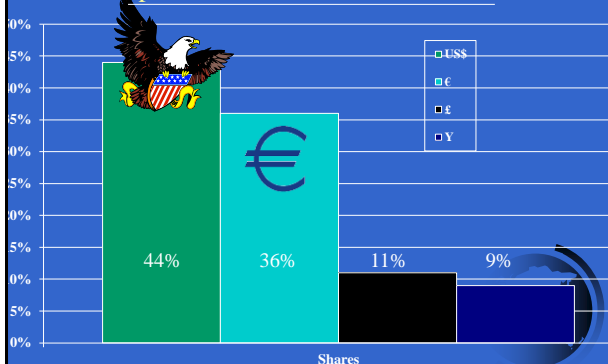
## Les DTS

### Composition monétaire des DTS

- US\$ 44%
- € 36%
- Yen 9%
- £ 11%

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

### Composition monétaire des DTS en 2014



## Les DTS

Les DTS incluent en 2014:

- € = 0,42
- Japon ¥ = 12
- UK £ = 0,11
- US \$ = 0,66

☞ La valeur des DTS est calculée en US\$ quotidiennement en moyenne pondérée.

☞ 1 DTS = US\$ 1,52 (02/2014)

☞ 1 US\$ = 0,66 DTS

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Taux d'intérêt des DTS

☞ **Taux d'intérêt du DTS = 0,1% (02/2014)**

= moyenne pondérée des taux d'intérêts sur les instruments de crédits de court terme (obligations) spécifiques à chacune des monnaies qui constituent le DTS.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## DTS (cont.)

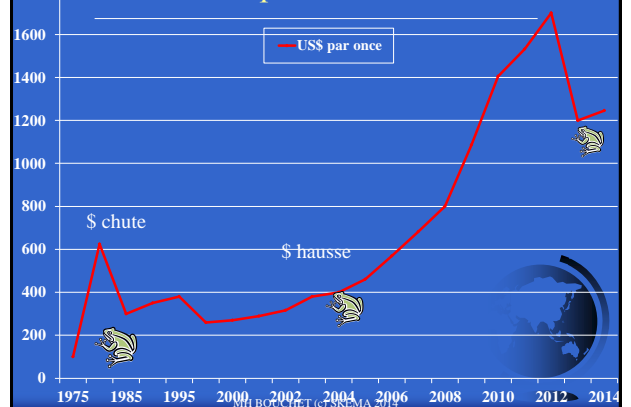
☞ **Valorisation des DTS et taux d'intérêts**

☞ Depuis 1981, la valeur et les taux d'intérêts des DTS ont été déterminés sur la base d'un panier de 5 monnaies. Cette méthode s'est vue modifiée en 1996. Les monnaies sélectionnées pour former le panier sont celles des 5 pays avec les niveaux d'exportations les plus importants de biens et services.

☞ Depuis 1983, les taux d'intérêts des DTS sont calculés de manière hebdomadaire en prenant la moyenne pondérée des taux d'intérêts sur les instruments de crédits de courts termes (obligations) spécifiques à chacune des monnaies qui constituent le panier du DTS.

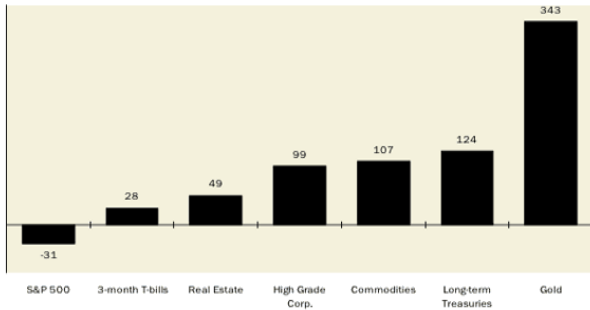
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Évolution des prix de l'or 1975-2014



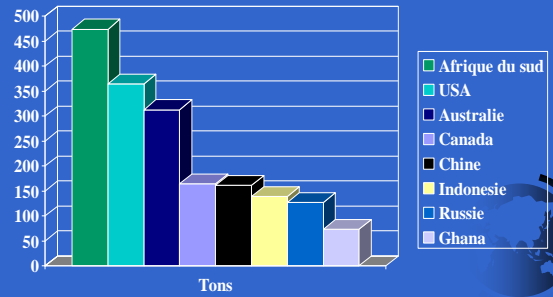
## Stocks or Gold for the long run?

United States: 10-year Returns by Asset Class  
(August 2000 to August 2010: percent change)



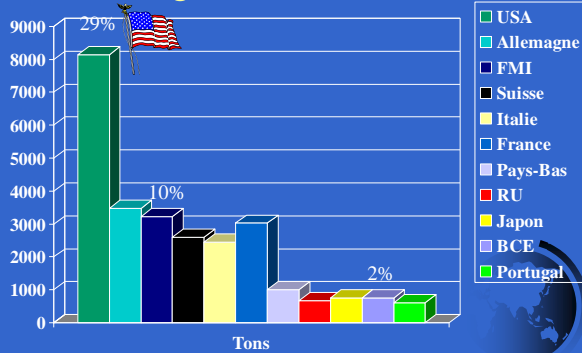
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Principaux pays « producteurs » d'or



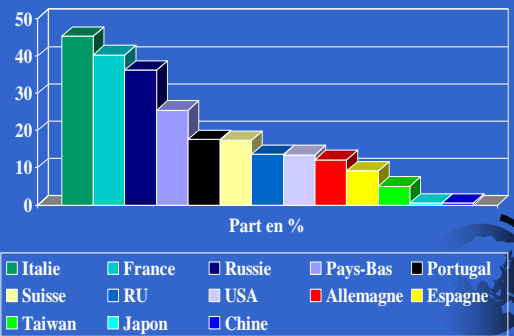
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Plus grandes réserves d'or



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Part de l'or dans les réserves d'actifs



MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Accords internationaux pour enrayer la chute du prix de l'or

- 1996-2000: les principales ventes d'or viennent de Belgique, des Pays-Bas, de l'Australie, d'Argentine, du Chili, et du Royaume Uni
- Septembre 1999: 15 Banques centrales européennes et la BCE décident de stopper pour 5 ans la vente d'or sur les marchés à un niveau supérieur à 400 tonnes/ans.
- Le FMI a généré 3.6 milliards de dollars dans des ventes d'or hors marché pour financer sa contribution à l'initiative PPTE. Entre décembre 1999 et Avril 2000 le FMI a vendu 13 millions d'onces d'or au Brésil au Mexique en échange de paiements en obligations. Le stock d'or restant est toujours évalué à son niveau historique de 47 milliards de dollars par once.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Accords internationaux pour enrayer la chute du prix de l'or

- Avril 2000: La banque centrale autrichienne vend une partie de ses stocks d'or entraînant une baisse supplémentaire du prix de l'or à 276 dollars par once, son niveau le plus bas depuis décembre 1999. Ces ventes succèdent à celles des Pays-Bas (100 tonnes) et du Royaume Uni
- Mai 2000: La banque centrale suisse vend 120 tonnes (dans un programme de ventes de 1200 tonnes au total), soit la moitié des réserves d'or du pays. La banque centrale n'est plus tenue de protéger ses actifs par de l'or, ni d'assurer la convertibilité avec le franc suisse.
- Septembre 2003: FMI Meeting annuel de Dubaï

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Accords internationaux pour enrayer la chute du prix de l'or

- 03/2004: Les 15 banques centrales européennes + 12 autres banques centrales + la Suisse et la Suède ont limité la quantité d'or à 500 tonnes par an sur les 5 prochaines années. Au prix actuel de l'or les ventes rapporteraient 80 milliards de dollars. Le Danemark n'a pas signé l'accord.
- Les banques centrales détiennent 25 % de l'or mondial.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Y a-t-il un futur pour l'or comme réserve d'actifs et unité de compte?

- Au sommet du FMI en 09/2000 à Prague, le prix Nobel 1999 Robert Mundell proposa d'instaurer un rapport « €-Or ». La BCE s'engagerait à défendre un taux de change fixe par rapport au dollar. Ce taux serait protégé par les réserves d'or des différentes banques centrales européennes.
- Mundell proposa également la création d'une unité de compte mondiale par une action concertée des USA, de l'Europe et du Japon.

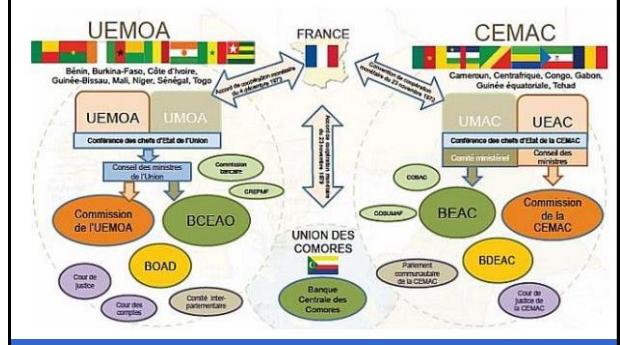
MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

# Qu'est ce que la Zone franc ?

- La Zone franc regroupe **14 pays d'Afrique subsaharienne**, **les Comores** et **la France**. Elle est issue de l'évolution de l'ancien empire colonial français et de la volonté commune de ces pays de maintenir un **cadre institutionnel qui a contribué à la stabilité du cadre macroéconomique**
- Parité fixe avec la monnaie de référence + libre transférabilité + centralisation des réserves de change**

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

# L'Architecture de la Zone-Franc



Source: Direction du Trésor

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

# L'évolution des parités de la zone-franc

- 1945 : 1 FCFA = 1,7 FRF ou 1 FRF = 0,588 FCFA
- 1948 (premier changement de parité) : 1 FCFA = 2 FRF ou 1 FRF = 0,5 FCFA
- 1960 (entrée en circulation du nouveau franc français) : 1 FCFA = 0,02 FRF ou 1 FRF = 50 FCFA
- 1979 (signature de l'accord de coopération monétaire entre la France et l'Union des Comores) : 1 KMF = 0,02 FRF ou 1 FRF = 50 KMF
- 1994 (dévaluation de 50 % des deux francs CFA et de 33 % du franc comorien) : 1 FCFA = 0,01 FRF ou 1 FRF = 100 FCFA / 1 KMF = 0,01333 FRF ou 1 FRF = 75 KMF
- Depuis 1999 (passage du franc français à l'euro : niveau des parités en vigueur aujourd'hui) : 1 euro = 655,957 FCFA et 1 euro = 491,968 KMF.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

# Qu'est ce que la Zone franc ?

- En 1959, les pays d'Afrique de l'Ouest s'associent au sein de la **BCEAO** (créée en remplacement de l'institut d'émission de l'AOF et du Togo) ; la même année, les pays d'Afrique centrale créent la **BEAC**.
- La **Banque Centrale des Comores** succède, quant à elle, à l'Institut d'émission des Comores en 1981. Ces banques centrales disposent d'un compte dit "d'opérations" ouvert sur les livres du Trésor français, qui garantit la pleine et permanente convertibilité de leur monnaie.

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Qu'est ce que la Zone franc ?

- ☞ Les francs CFA et comorien ont été jusqu'au 1er janvier 1999 ancrés au franc français. Dès l'adoption de l'euro, la monnaie européenne a remplacé le franc comme ancre monétaire des francs CFA et comorien, sans que les mécanismes de coopération monétaire de la zone en soient affectés.
- ☞ La coopération monétaire entre la France et les pays africains de la Zone franc est régie par quatre principes fondamentaux : **garantie de convertibilité illimitée du Trésor français, fixité des parités, libre transférabilité et centralisation des réserves de change**

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014

## Dates clés

- ☞ 1945: création du FCFA
- ☞ 1948: Lancement officiel de la zone Franc
- ☞ 1972: Deux monnaies en circulation parallèles: BCEAO + BEAC
- ☞ 1994: dévaluation de 50% du Franc CFA
- ☞ 1994: création de UEMOA
- ☞ 1999: Parité officielle entre FCFA et €
- ☞ 2004-2014: \$ dépréciation= FCFA surévalué ?

MH BOUCHET (c) SKEMA 2014