

Le dollar peut-il être détrôné ?

Entre début mai et la fin août, le dollar américain s'est déprécié de près de 10 % par rapport à la monnaie européenne. Cette forte et rapide dépréciation de la monnaie américaine a immédiatement ravivé les discussions sur l'avenir du dollar comme monnaie internationale. Nous montrons dans ce numéro de Regards économiques que le règne international du dollar n'est pas prêt de prendre fin.

Vincent Bodart

Pauline Harrak¹

Une monnaie internationale est une unité monétaire utilisée en dehors de son pays d'origine. Comme une devise nationale, elle remplit trois fonctions : moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur. De ce point de vue, le dollar américain est depuis plusieurs décennies la principale monnaie internationale. Le dollar est en effet utilisé comme moyen de paiement par de nombreux pays autres que les États-Unis pour régler des opérations d'achats/ventes de biens et services et d'actifs financiers. Le dollar est également une unité de compte. C'est ainsi que, à titre d'exemple, le prix de nombreuses matières premières est libellé en dollar plutôt que dans la devise du pays qui produit et exporte les matières premières. Le dollar est aussi une monnaie de réserve pour la plupart des banques centrales dans le monde (Tableau 1). Dans notre étude, le statut international du dollar sera examiné sous l'angle de son rôle comme monnaie de réserve.

En 2018, selon les données du FMI, environ 62 % des réserves de change des banques centrales étaient détenues en dollar américain (Tableau 1). Selon ces mêmes données, cette part a eu tendance à baisser au cours des 20 dernières années. L'avènement de la monnaie unique européenne semble expliquer une partie de cette baisse. En 2018, la part des réserves de change détenues en € était de 21 %, après avoir oscillé autour de 25 % depuis la création de la monnaie unique européenne.² Enfin, la part de la monnaie chinoise reste faible puisque, en 2018, elle était à peine de 1,8 %.

Sur la base de ces données, il apparaît de manière indéniable que le dollar est, de loin, la monnaie de réserve internationale dominante.³ Pourrait-il néanmoins perdre prochainement sa suprématie au profit d'autres monnaies comme par exemple l'euro ou le yuan chinois ?

¹ Ce numéro de *Regards économiques* repose en toute grande partie sur le travail de mémoire réalisé par Pauline Harrak (2020), sous la supervision de Vincent Bodart.

² Une explication probable à la diminution de la part des réserves de change en € est la crise de la dette souveraine en zone euro en 2012-2013, laquelle a suscité de fortes craintes quant à l'avenir de la zone monétaire européenne.

³ Pour une présentation plus complète du dollar comme monnaie internationale, voir Goldberg et Lerman (2019).



Tableau 1. Part des monnaies dans le total des réserves de change, fin de période (en %)

Sources : IMF – Base de données COFER pour la période 1995-2018, puis rétropolation des données jusqu'en 1973 grâce aux rapports annuels du Conseil d'administration.

Calculs : Harrak (2020).

	1973	1978	1983	1988	1993	1998	2003	2008	2013	2018
Dollar américain	70,33	69,47	64,59	60,14	61,23	69,44	66,66	66,43	65,36	62,25
Euro							25,02	25,70	24,58	20,94
Renminbi										1,78
Yen	0,09	2,24	3,57	5,43	5,97	4,87	3,25	1,99	2,03	4,88
Livre sterling	2,87	0,65	1,08	1,23	1,52	2,08	2,10	2,42	2,12	4,15
Franc suisse	0,30	0,41	0,67	0,56	0,34	0,26	0,17	0,08	0,14	0,13
Deutsche mark	4,69	8,46	9,34	12,42	12,16	10,76				
Franc français	1,12	1,12	0,70	0,88	1,93	1,27				
Florin néerlandais	0,26	0,43	0,48	0,59	0,36	0,21				

Dans ce numéro de *Regards économiques*, nous présentons quelques éléments de réponse à cette question, extraits du travail de Harrak (2020). Une brève mise en perspective de la domination internationale du dollar est présentée dans la section 1. Les principaux aspects méthodologiques de l'analyse de Harrak (2020) sont mis en évidence dans la section 2. La section 3 présente les résultats de différents scénarios sur l'évolution future du rôle international du dollar. La section 4 conclut brièvement.

1. A propos de la domination internationale du dollar

La question de la domination du dollar au niveau international revient périodiquement au-devant de l'actualité monétaire et financière. Ce fut ainsi le cas lors de la création de la monnaie unique européenne en 1999, ainsi qu'à la suite de la crise économique et financière de 2009.⁴ Elle a resurgi récemment, en raison notamment de la dépréciation importante subie par le dollar américain en milieu d'année.⁵

L'intérêt porté par les économistes à la domination internationale du dollar tient au fait que cette domination a des conséquences économiques importantes pour les États-Unis et pour le reste du monde. Sans entrer ici dans de longs développements,⁶ on peut signaler que la domination du dollar rend les États-Unis moins sensibles à des chocs monétaires et financiers étrangers. D'un autre côté, la domination du dollar comme monnaie internationale implique que les économies étrangères sont influencées par les décisions de politique monétaire prises par la Réserve fédérale américaine. Pour les économies étrangères, une autre conséquence de la domination du dollar est de rendre le commerce extérieur, l'inflation ou la position bilantaire des acteurs économiques sensibles aux variations de la valeur de la monnaie américaine.

Selon la littérature économique, de nombreux facteurs déterminent l'émergence d'une monnaie sur la scène internationale et lui permettent de maintenir son statut dominant.⁷ Cinq facteurs sont souvent mis en évidence. Le premier facteur,

⁴ Voir Goldberg (2010) à ce sujet.

⁵ Voir, par exemple, les articles très récents de El-Erian (2020) et Roubini (2020).

⁶ Pour une présentation plus étoffée des conséquences économiques de la domination du dollar pour les États-Unis et pour les économies étrangères, voir notamment Goldberg (2010), Goldberg, Choi et Clark (2011) et Gourinchas (2019).

⁷ Pour une présentation détaillée de la littérature, voir Chinn et Frankel (2008), Frankel (2011) et Harrak (2020).

... A propos de la domination internationale du dollar

souvent considéré comme le plus déterminant, est la taille économique du pays émetteur de la monnaie. Plus le pays émetteur a un volume important de transactions commerciales et financières avec le reste du monde, plus il possède un avantage pour l'internationalisation de sa monnaie. Un second facteur est la stabilité de la monnaie du pays qui l'émet. Plus le pays émetteur démontre une faible inflation et des taux de change stables, plus il a de la chance que sa monnaie soit largement utilisée au niveau international. Un troisième critère clé est le niveau de développement des marchés financiers. Pour obtenir le statut de monnaie internationale, les marchés de capitaux du pays émetteur doivent être ouverts, libres de tout contrôle mais aussi capables de pouvoir absorber un nombre élevé de transactions, dont certaines pouvant porter sur des montants importants. Le quatrième facteur est le pouvoir politique et militaire du pays émetteur. Un pays qui a une armée forte sera moins vulnérable aux attaques étrangères qui pourraient déstabiliser les finances et l'économie du pays. Enfin, le cinquième et dernier critère est ce qu'on appelle les externalités de réseau. Un acteur économique est plus susceptible d'utiliser une monnaie donnée au niveau international si d'autres agents l'utilisent déjà de manière importante. Ces externalités de réseau donnent lieu à un biais d'inertie en faveur de toute devise utilisée précédemment. Une monnaie qui a été fortement utilisée continuera de l'être. C'est ce qui contribue en particulier à la persistance dans le temps de la domination du dollar aujourd'hui.

A la question posée dans l'introduction, évoquant la fin de la suprématie du dollar, certains observateurs répondent que cela pourrait être le cas, l'argument le plus souvent évoqué étant la diminution de l'importance économique et financière des États-Unis, en raison notamment du poids croissant de la zone euro et, surtout, de la Chine au niveau mondial. D'autres économistes estiment en revanche qu'une telle évolution est peu probable à brève échéance. Leurs prédictions reposent en partie sur les enseignements de modèles théoriques, qui soulignent notamment que le statut de monnaie internationale repose en partie sur des externalités de réseaux qui limitent la possibilité d'un changement rapide. Plusieurs études empiriques établissent le même constat, en montrant qu'un changement rapide de statut du dollar au niveau international supposerait un changement radical et rapide des éléments (dont par exemple le poids économique des États-Unis au niveau mondial ou la stabilité monétaire et financière des États-Unis) qui ont contribué à assurer la suprématie du dollar comme monnaie de réserve internationale depuis près de 100 ans.⁸ Les résultats obtenus par Harrak (2020) tendent à confirmer cette perspective.

2. Aperçu méthodologique

Dans son mémoire de fin d'étude, Harrak (2020) questionne la capacité de la monnaie européenne et de la monnaie chinoise à remettre en question l'hégémonie du dollar comme monnaie de réserve internationale. Son analyse se focalise sur le rôle de la taille économique comme déterminant important du statut de réserve internationale d'une monnaie et montre que, sous cet aspect particulier, il est très peu probable que la monnaie américaine perde son statut de monnaie de réserve internationale à court et moyen termes.

Sur le plan méthodologique, son analyse se calque sur celle de Chinn et Frankel (2008). Elle a pour point de départ la construction d'un modèle qui relie à plusieurs déterminants la part de différentes monnaies dans les réserves internationales de change des banques centrales. Ce modèle a ensuite fait l'objet d'une estimation économétrique, le but de cette opération étant de quantifier la contribution

⁸ Selon Eichengreen et Flandreau (2009), le dollar aurait pris la place de la livre sterling comme monnaie de réserve internationale dominante entre 1920 et 1930.



... *Aperçu méthodologique*

de chaque déterminant retenu dans les variations de la composition des réserves internationales de change des banques centrales. Aux fins de l'estimation économétrique, cinq monnaies détenues comme réserve internationale ont été retenues : le dollar américain, l'euro, la livre sterling, le yen japonais, et le franc suisse.⁹ Les déterminants retenus sont (i) le poids économique du pays émetteur, mesuré par la part relative de son PIB dans le PIB mondial; (ii) la confiance dans la valeur de la monnaie du pays émetteur, mesurée par la différence entre l'inflation du pays émetteur et l'inflation moyenne des pays industrialisés; et (iii) une mesure de la volatilité du taux de change du pays émetteur.¹⁰ Pour tenir compte de l'inertie induite par les effets de réseau, le modèle estimé fait également dépendre la composition des réserves de change observée lors d'une année donnée de la composition des réserves observée l'année qui précède. Les données utilisées pour l'estimation économétrique porte sur la période allant de 1974 à 2018. Les résultats détaillés de l'estimation peuvent être consultés dans Harrak (2020). Ils sont conformes à ceux d'autres études, en confirmant notamment l'importance des effets d'inertie et du poids économique du pays émetteur comme déterminants clés de la composition des réserves internationales de change des banques centrales.

3. Scénarios futurs pour le dollar

A partir des résultats de l'estimation économétrique du modèle, il est possible de projeter ce qu'advierait la part du dollar dans les réserves internationales des banques centrales en posant différentes trajectoires d'évolution pour les variables du modèle. L'analyse qui suit s'intéresse uniquement au rôle joué par la taille économique du pays émetteur, en présentant différents scénarios d'évolution de la part respective du PIB des États-Unis, de la zone euro et de la Chine dans le PIB mondial. Pour ce qui concerne les autres variables du modèle, elles demeurent constantes à leur niveau de 2018.

Les résultats de trois scénarios sont présentés ici. Les deux premiers scénarios s'intéressent uniquement à la concurrence entre le dollar et l'euro, tandis que le scénario 3 introduit le rôle de la monnaie chinoise. Les résultats de nos simulations montrent que, même dans le cas de scénarios de croissance économique optimistes pour la zone euro et pour l'économie chinoise, le dollar resterait la principale monnaie de réserve internationale au cours des prochaines années.

Deux mises en garde s'imposent à propos des résultats des scénarios présentés ci-après. D'une part, dans la mesure où il s'agit de résultats de simulations obtenus en faisant uniquement varier la taille économique du pays, il n'est pas tenu compte de l'impact éventuel que des variations dans le poids économique relatif des différents pays pourrait avoir sur les autres déterminants de la composition des réserves internationales de change. D'autre part, l'impact de chaque variable sur la composition des réserves de change est estimé avec une certaine erreur, qui entoure par conséquent également les trajectoires simulées de la part du dollar et des autres devises prises en considération.¹¹

• **Scénario 1. Légère augmentation du poids économique relatif de la zone euro par rapport aux États-Unis**

Le scénario 1 part du constat que, depuis la crise économique et financière de 2008, le poids relatif de la zone euro dans l'économie mondiale a diminué plus

⁹ Ces données sont issues de la base de données COFER du Fonds Monétaire International.

¹⁰ Le taux de change est mesuré par rapport à la valeur du DTS (monnaie émise par le FMI).

¹¹ Signalons tout de même que le modèle économétrique estimé explique 99 % de la variation dans la composition des réserves de change sur la période 1974-2018. Les paramètres mesurant l'impact de la taille économique du pays et celui de l'inertie (terme autorégressif) sont ceux qui sont estimés avec la plus grande précision.



... Scénarios futurs pour le dollar

rapidement que celui des États-Unis, la raison à cela étant un redressement économique plus lent en zone euro qu'aux États-Unis. Dans ce scénario, il est fait l'hypothèse - probablement optimiste - que, d'ici 2025, la zone euro retrouverait un poids économique équivalent à ce qu'il était avant la Grande Récession alors que le poids économique des États-Unis resterait inchangé à son niveau de 2018 (Figure 1)¹². L'évolution respective de la part du dollar et de la monnaie européenne qui résulte de ce scénario est projetée sur la Figure 2. Nous observons une très légère augmentation de la part de l'euro dans les réserves de change, le dollar restant très nettement la monnaie de réserve dominante.

Figure 1. Taille économique (en %) de la zone euro et des États-Unis : scénario 1

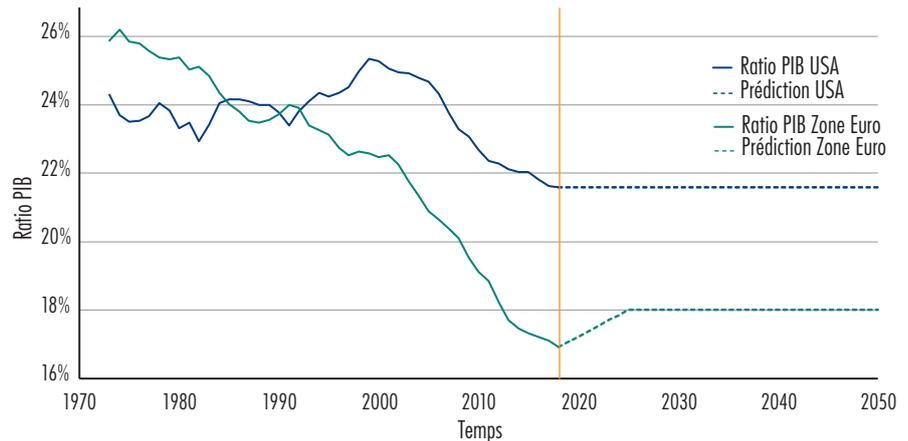
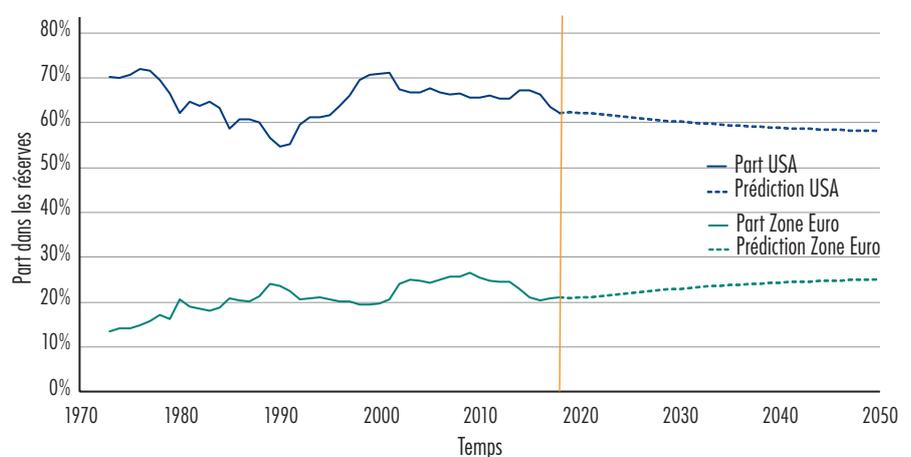


Figure 2. Part (en %) de l'euro et du dollar dans les réserves internationales : scénario 1



• **Scénario 2. Forte augmentation du poids économique relatif de la zone euro par rapport aux États-Unis**

Ce scénario prévoit une hausse persistante de la taille économique de la zone euro au cours des prochaines années. En supposant la taille économique des États-Unis inchangée, la taille économique de la zone euro deviendrait équivalente à celle des États-Unis en 2050, comme c'était par ailleurs le cas en 1992 (Figure 3). Selon ce scénario, toujours optimiste pour la zone euro,¹³ le poids de l'euro dans les

¹² La zone euro est présentée ici dans sa configuration actuelle, avec 19 pays.

¹³ Il est évident que des questions se posent quant au réalisme de ce scénario. Pour que cette évolution se réalise, il faudrait en effet que, à composition identique de la zone euro, le taux de croissance annuel du PIB réel de la zone euro soit au moins le double du taux de croissance annuel du PIB réel des États-Unis.



... Scénarios futurs pour le dollar

réserves internationales augmenterait de manière nettement plus importante que dans le scénario 1 et se rapprocherait sensiblement de celui du dollar américain (Figure 4). En 2050, la part de l'euro dans les réserves de change atteindrait 34 % et celle du dollar tomberait à 49 %.

Figure 3. Taille économique (en %) de la zone euro et des États-Unis : scénario 2

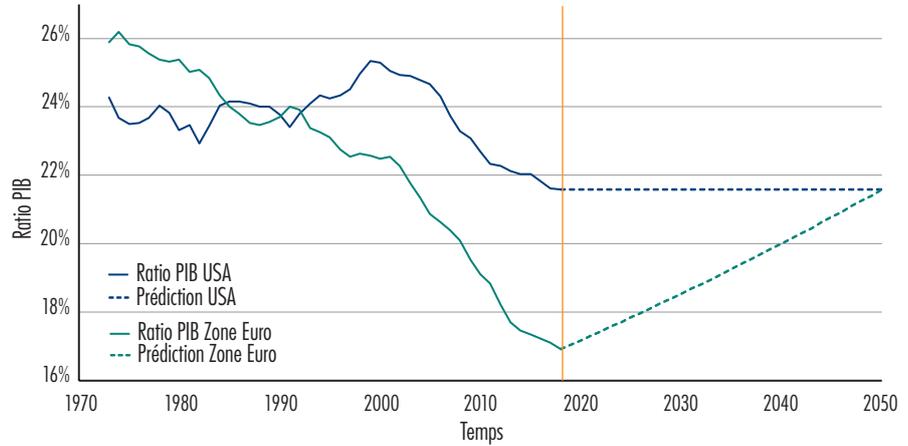
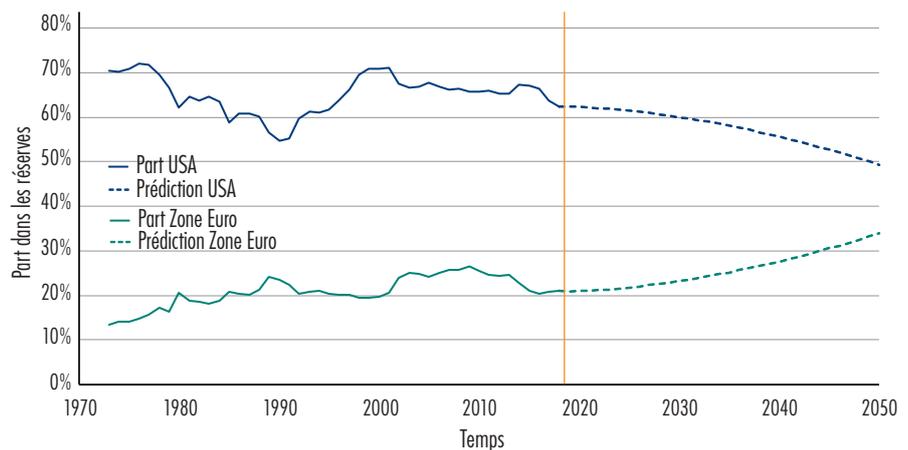


Figure 4. Part (en %) de l'euro et du dollar dans les réserves internationales : scénario 2



• **Scénario 3. Augmentation du poids économique relatif de la Chine par rapport aux États-Unis et à la zone euro**

Dans les deux scénarios précédents, il est considéré que le dollar et la monnaie européenne sont les deux seules monnaies qui peuvent prétendre au statut de monnaie de réserve internationale. Vu le poids important qu'occupe à présent la Chine dans l'économie mondiale, le renminbi pourrait cependant s'imposer progressivement comme une nouvelle monnaie de réserve internationale, venant concurrencer tant le dollar que l'euro. C'est ainsi que, selon Forrest *et al.* (2018), la devise chinoise pourrait devenir la première monnaie de réserve mondiale avant 2050. Dans le scénario 3, nous projetons la part future du dollar, de l'euro et du renminbi dans les réserves de change jusqu'en 2030 en considérant que, sur la période à venir, les PIB réels des États-Unis, de la zone euro et de la Chine progresseront à un taux de croissance égal à leur taux de croissance annuel moyen sur la période 2013-2018, soit 2,4 % par an pour les États-Unis, 2,0 % pour la zone euro et 6,0 % pour la Chine. La Figure 5 indique l'évolution respective du poids économique de ces trois pays qui découle de ce scénario. A l'horizon de 2030, la taille économique de la Chine rejoint quasiment celle des États-Unis et surpasse



... Scénarios futurs pour le dollar

nettement celle de la zone euro. Les répercussions sur le poids respectif du dollar, de l'euro et du renminbi dans les réserves internationales sont présentées sur la Figure 6. D'après notre modèle, la part du dollar diminuerait fortement, passant de 62 % en 2018 à 49 % en 2030 (soit une diminution de 13 points de pourcentage). La part de l'euro diminuerait également, mais moins rapidement puisqu'elle passerait de 21 % en 2018 à 19 % (soit 2 points de pourcentage en moins). A l'inverse, le renminbi s'imposerait doucement sur la scène internationale : sa part dans les réserves internationales de change augmenterait d'environ 15 points de pourcentage sur la période considérée, pour atteindre 17 % en 2030.

Figure 5. Taille économique (en %) de la zone euro, des États-Unis et de la Chine : scénario 3

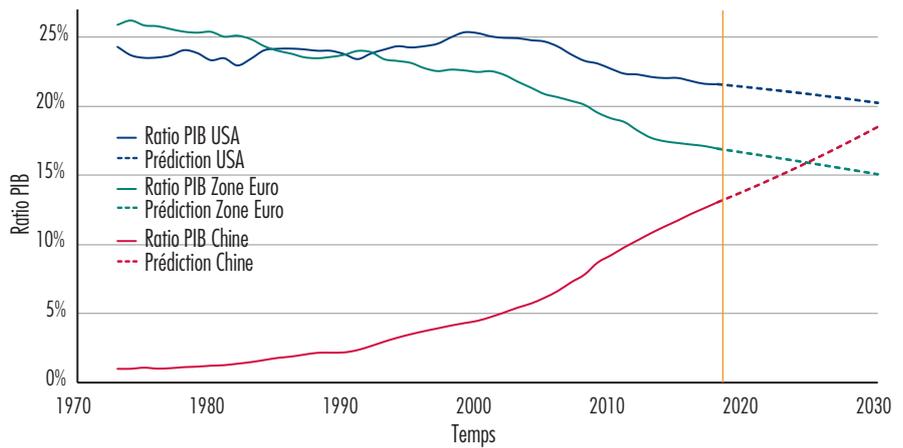
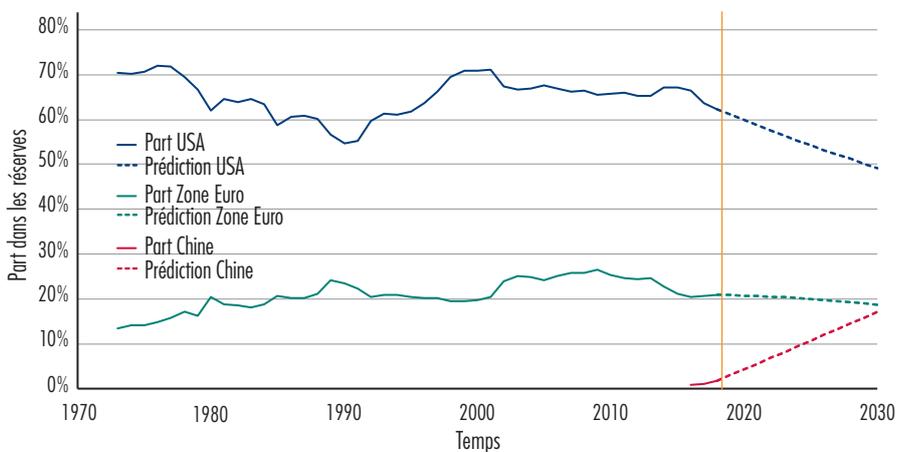


Figure 6. Part (en %) de l'euro, du dollar et du renminbi dans les réserves internationales : scénario 3



4. Conclusion

Deux principaux enseignements peuvent être tirés des résultats livrés par les trois scénarios étudiés. Il apparaît premièrement que, sur la base uniquement de l'évolution de la taille économique des pays émetteurs d'une monnaie de réserve internationale, le dollar devrait à l'avenir continuer à trôner comme principale monnaie de réserve internationale. Son importance pourrait cependant diminuer à l'avenir, au profit de la monnaie chinoise pour autant que la croissance économique de la Chine demeure significativement supérieure à celle des États-Unis et de la zone euro.

Pour conclure, il convient de rappeler que la taille économique d'un pays n'est pas le seul facteur qui permet à une monnaie d'acquiescer le statut de monnaie de réserve internationale. Parmi les autres facteurs, le degré de développement des marchés financiers joue un rôle important (Chitu *et al.*, 2014). Ce facteur est



pour l'instant très favorable au dollar et explique probablement en partie pourquoi la part du renminbi dans les réserves de change demeure négligeable malgré le poids majeur de la Chine dans l'économie mondiale.

Vincent Bodart est professeur d'économie à l'Economics School of Louvain (UCLouvain) et chercheur à l'IRES (LIDAM, UCLouvain).

Pauline Harrak vient de terminer un Master en économie à l'Economics School of Louvain (UCLouvain).

Vincent Bodart et Pauline Harrak

vincent.bodart@uclouvain.be
paulineharrak@gmail.com

Références

- Chinn, M., et J. Frankel (2008), "Why the euro will rival the dollar", *International Finance*, 11:1, 49-73.
- Chitu, L., B. Eichengreen, et A. Mehl (2014), "When did the dollar overtake sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets", *Journal of Development Economics*, 111, 225-245.
- Eichengreen, B., et M. Flandreau (2009), "The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?)", *European Review of Economic History*, 13(3), 377-411.
- El-Erian, M. (2020), "Reading the Dollar Doldrums", Project Syndicate, Aug 20, 2020.
- Forrest, J., Y. Ying, et Z. Gong (2018), "Where Will the US Dollar Go?". In *Currency Wars* (pp. 501-526), Springer, Cham.
- Frankel, J. (2011), "Historical Precedents for Internationalization of the RMB", Council on Foreign Relations.
- Goldberg, L. (2010), "Is the International Role of the Dollar Changing?", *Current Issues in Economics and Finance*, 16(1), Federal Reserve Bank of New York, January 2010.
- Goldberg, L., M. Choi, et H. L. Clark (2011), "What If the U.S. Dollar's Global Role Changed?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, October 3, 2011.
- Goldberg, L., et R. Lerman (2019), "The U.S. Dollar's Global Roles: Where Do Things Stand?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, February 11, 2019.
- Gourinchas, P.-O. (2019), "The Dollar Hegemon? Evidence and Implications for Policy Makers", Paper prepared for the 6th Asian Monetary Policy Forum to be held in Singapore, May 2019.
- Harrak, P. (2020), «L'euro peut-il devenir la monnaie internationale dominante ?», *Mémoire de fin d'étude*, Economics School of Louvain, UCLouvain.
- Roubini, N. (2020), "Is the Almighty Dollar Slipping?", Project Syndicate, Aug 21, 2020.

REGARDS ÉCONOMIQUES

Place Montesquieu, 3
B1348 Louvain-la-Neuve
regard-ires@uclouvain.be
tél. 010 47 34 26
www.regards-economiques.be



Directeur de la publication :

Vincent Bodart

Rédactrice en chef :

Muriel Dejemeppe

Secrétariat & logistique :

Virginie Leblanc

Graphiste :

Dominique Snyers

Comité de rédaction :

Paul Belleflamme

Vincent Bodart

Muriel Dejemeppe

Gilles Grandjean

Jean Hindriks

William Parienté

Sandy Tubeuf

Bruno Van der Linden

Frédéric Vrins

