

Flash Economie

29 novembre 2018 - 1364

Pourquoi le dollar conserve-t-il son rôle de monnaie de réserve internationale?

On ne voit pas aujourd'hui de recul notable et qui se poursuivrait du rôle de monnaie de réserve internationale du dollar. Mais il y a une forte évolution dans ce qui permet au dollar d'être la monnaie de réserve dominante.

- Les causes structurelles du rôle du dollar comme monnaie de réserve dominante disparaissent ; la hausse de l'endettement extérieur des Etats-Unis peut inquiéter ; pour des raisons politiques certains pays réduisent leur détention d'actifs en dollars ; surtout les réserves de change des Banques Centrales diminuent, et ce n'est plus l'investissement en dollars des nouvelles réserves de change qui peut financer le déficit extérieur des Etats-Unis et soutenir le rôle de monnaie de réserve du dollar. La détention de dollars devient donc le fait d'investisseurs privés.
- Mais il apparaît des causes conjoncturelles du rôle de monnaie de réserve du dollar ; les taux d'intérêt sur le dollar sont plus élevés que ceux sur les autres devises ; le rendement des actions américaines est plus élevé que celui des actions des autres pays ; la zone euro passe d'une crise à l'autre depuis 2010 (crise des périphériques, risque politique en France, crise italienne) ce qui décourage les placements en euros.

Que le rôle de monnaie de réserve du dollar vienne de causes conjoncturelles et plus structurelles peut inquiéter, puisque ces causes peuvent disparaître et la disparition du rôle de monnaie de réserve du dollar ferait apparaître une crise financière et économique grave aux Etats-Unis.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

www.research.natixis.com

Le dollar conserve son rôle de monnaie de réserve dominante

Le **tableau 1** montre la structure par devises des réserves de change mondiales.

Tableau 1 : structure par devises des réserves de change des Banques Centrales (en %)

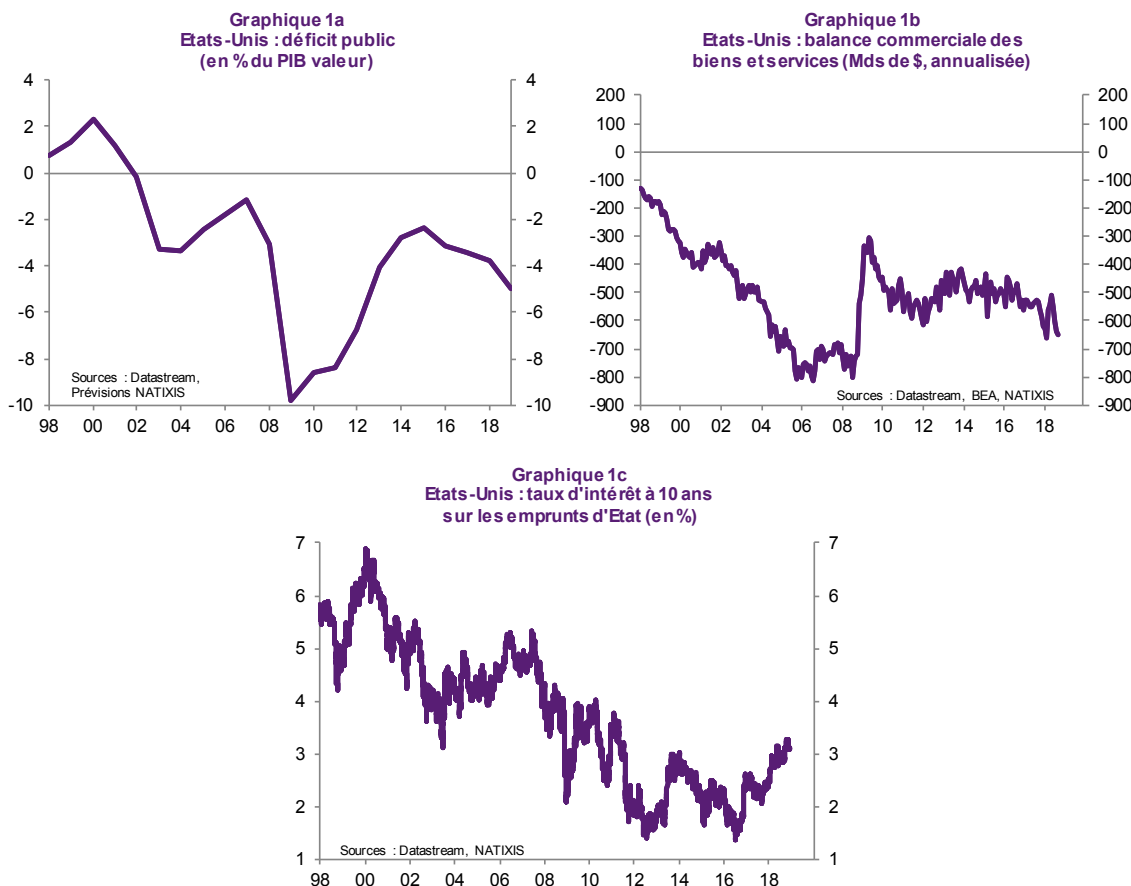
En %	Dollars U.S	Euros*	Livre Sterling	Yen	Franc suisse	Autres monnaies**	Dont			
							Dollar Australien	Dollar Canadien	RMB	Autres
1998	69,30	16,99	2,66	6,24	0,33	4,47				
1999	71,25	17,98	2,81	6,07	0,25	1,64				
2000	71,73	17,57	2,79	6,21	0,24	1,47				
2001	71,98	18,36	2,69	5,33	0,26	1,39				
2002	68,52	21,79	2,83	4,95	0,34	1,57	-	-	-	-
2003	66,18	24,74	2,66	4,35	0,23	1,84	-	-	-	-
2004	66,72	23,80	3,09	4,28	0,20	1,91	-	-	-	-
2005	65,89	24,37	3,73	4,12	0,15	1,76	-	-	-	-
2006	65,78	24,54	4,32	3,48	0,16	1,71	-	-	-	-
2007	64,43	25,58	4,75	3,08	0,16	1,99	-	-	-	-
2008	63,37	26,16	4,66	3,48	0,15	2,17	-	-	-	-
2009	62,88	27,26	4,20	2,96	0,12	2,58	-	-	-	-
2010	61,92	26,54	4,11	3,33	0,11	3,98	-	-	-	-
2011	61,37	25,87	3,96	3,66	0,15	4,99	-	-	-	-
2012	61,63	24,37	4,01	4,04	0,25	5,70	1,46	1,43	-	3,21
2013	61,76	23,81	3,90	3,84	0,26	6,44	1,71	1,76	-	2,97
2014	63,97	22,25	3,75	3,59	0,24	6,20	1,68	1,78	-	2,74
2015	65,64	19,71	4,43	3,66	0,27	6,28	1,64	1,77	-	2,77
2016 Q1	65,46	19,55	4,63	3,68	0,19	6,48	1,72	1,81	-	2,96
2016 Q2	65,22	19,41	4,54	4,10	0,18	6,55	1,70	1,83	-	3,02
2016 Q3	64,70	19,68	4,39	4,21	0,18	6,85	1,80	1,91	-	3,14
2016 Q4	65,36	19,14	4,34	3,96	0,17	7,04	1,69	1,94	1,07	2,34
2017 Q1	64,68	19,28	4,27	4,54	0,17	7,07	1,77	1,90	1,07	2,33
2017 Q2	63,83	19,95	4,41	4,63	0,17	6,99	1,75	1,93	1,07	2,24
2017 Q3	63,52	20,06	4,49	4,52	0,17	7,22	1,77	2,00	1,12	2,33
2017 Q4	62,72	20,16	4,53	4,90	0,18	7,50	1,80	2,03	1,23	2,44
2018 Q1	62,47	20,40	4,68	4,82	0,18	7,45	1,70	1,86	1,40	2,48
2018 Q2	62,25	20,26	4,48	4,97	0,16	7,89	1,70	1,91	1,84	2,44

(*) Jusqu'en 1998 Deutsche mark, Francs Français, ECUs

(**) Dont dollar canadien, dollar australien et RMB

Sources : FMI, Natixis

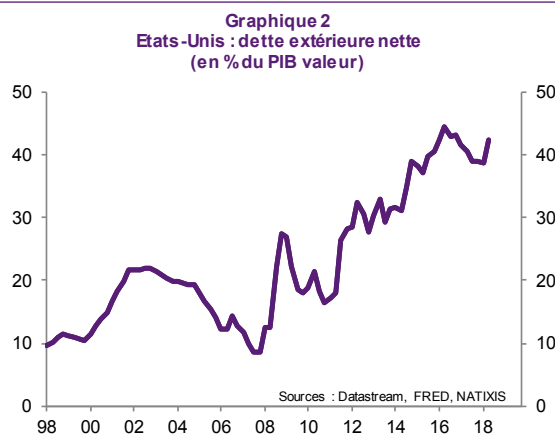
On voit que **le poids du dollar a reculé depuis 2016, mais semble maintenant stabilisé à un niveau élevé, 62% à 63%. Le rôle de monnaie de réserve dominante du dollar reste donc présent.** On voit d'ailleurs que la perspective de hausse forte du déficit public des Etats-Unis (**graphique 1a**), qui conduira à une hausse forte du déficit extérieur des Etats-Unis (**graphique 1b**) n'a pas conduit à une hausse nette des taux d'intérêt à long terme (**graphique 1c**).



Pourtant, les causes structurelles du rôle de monnaie de réserve du dollar disparaissent

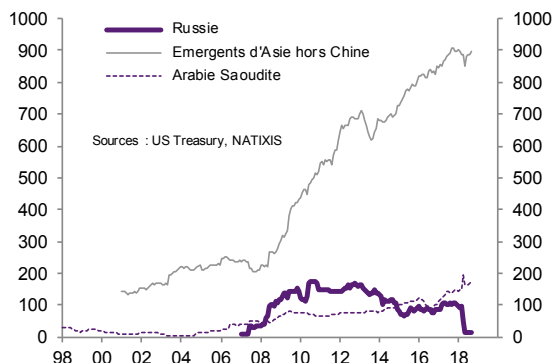
Trois évolutions font disparaître les causes structurelles du rôle de monnaie dominante du dollar.

- 1- La hausse de la dette extérieure nette des Etats-Unis (graphique 2) pourrait décourager les investisseurs d'acheter davantage d'actifs en dollars.

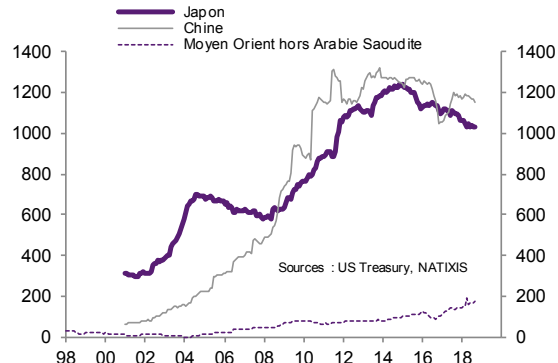


2- Pour des raisons politiques ou parce qu'ils perdent des réserves, certains pays (Russie, Japon) réduisent leur détention d'obligations en dollars (graphiques 3 a/b).

Graphique 3a
Encours de Treasuries détenu par... (en Mds de \$)

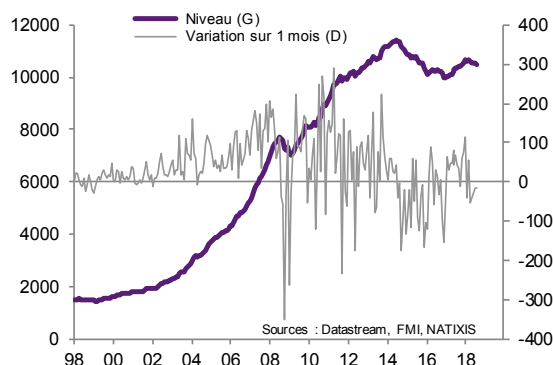


Graphique 3b
Encours de Treasuries détenu par... (en Mds de \$)



3- Une évolution très importante est le recul de la taille des réserves de change des Banques Centrales, mondialement, depuis 2014 (graphique 4a).

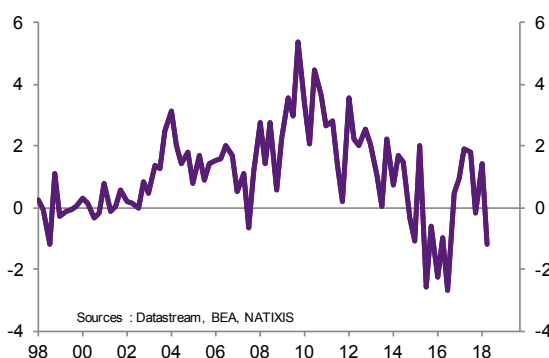
Graphique 4a
Réserves de change mondiales (Mds de \$)



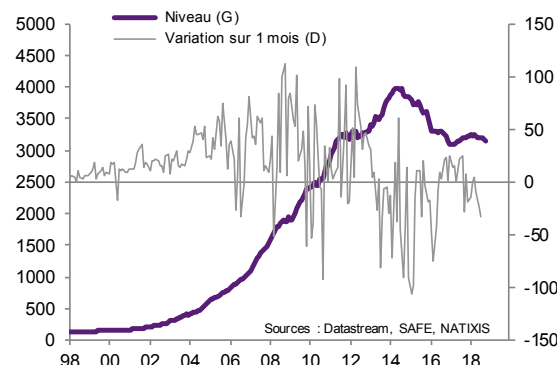
Lorsque les réserves de change augmentaient, les Banques Centrales achetaient pratiquement automatiquement des actifs en dollars (graphique 4b) et à la fois finançaient le déficit extérieur des Etats-Unis et soutenaient le rôle de réserve de change du dollar.

Mais depuis 2014 les réserves de change mondiales reculent, en particulier avec le recul des réserves de change de la Chine (graphique 4c).

Graphique 4b
Etats-Unis : achats nets de Treasuries par les Banques Centrales étrangères (en % du PIB valeur)



Graphique 4c
Chine : réserves de change (Mds de \$)



Ce ne sont donc plus les Banques Centrales mais des investisseurs privés qui investissent en dollars, financent les déficits des Etats-Unis et soutiennent le rôle de monnaie de réserve du dollar. Ceci crée une fragilité car ces investisseurs privés achètent des actifs en dollars s'ils jugent que c'est rentable, pas de manière automatique.

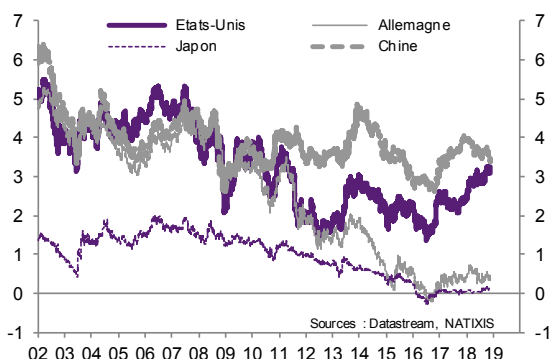
Le rôle de monnaie de réserve du dollar a donc maintenant des causes conjoncturelles et plus structurelles

Les causes structurelles du rôle du dollar comme monnaie de réserve dominante disparaissent donc, avec la hausse de l'endettement extérieur des Etats-Unis, avec les tensions politiques entre les Etats-Unis et d'autres pays, avec la baisse des réserves de change mondiales.

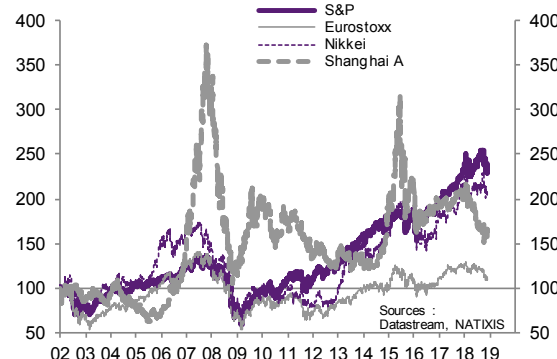
Il apparaît aujourd'hui des causes conjoncturelles du rôle de monnaie de réserve du dollar :

- les taux d'intérêt plus élevés sur le dollar (graphique 5) ;
- le rendement plus élevé des actions américaines (graphique 6) ;
- les crises répétées dans la zone euro (2010-2013 avec le sudden stop – l'arrêt des entrées de capitaux ; 2016 avec le risque politique en France ; 2018 avec la crise italienne), qui font reculer le marché des actions de la zone euro (graphique 6) et le taux de change de l'euro (graphique 7) et découragent les investisseurs d'acheter des actifs financiers en euros.

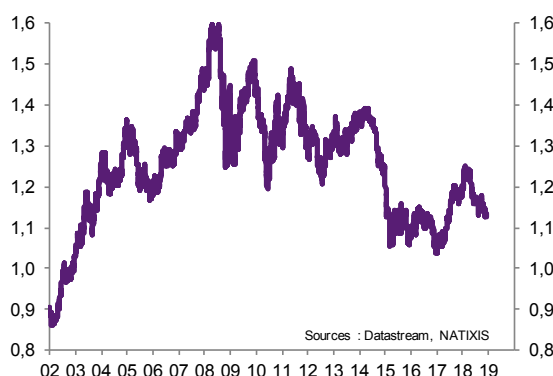
Graphique 5
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Graphique 6
Indices boursiers (100 en 2002:1)



Graphique 7
Taux de change euro-dollar (1€=...\$)



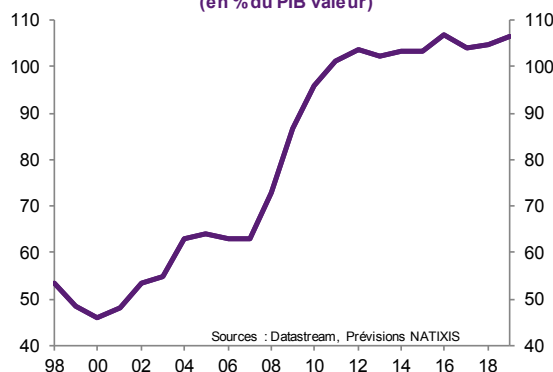
Synthèse : que le rôle de monnaie de réserve du dollar soit maintenu par des causes conjoncturelles et plus structurelles doit inquiéter

Le rôle de monnaie de réserve du dollar est aujourd'hui maintenu par l'attrait des actifs en dollars (obligations, actions) pour les investisseurs privés (le rôle des Banques Centrales a disparu avec la baisse des réserves de change) et par la succession des crises dans la zone euro.

Il s'agit donc de causes conjoncturelles et non structurelles au maintien du rôle de monnaie de réserve du dollar ce qui doit inquiéter car :

- ces causes ne peuvent pas être permanentes ;
- si le rôle de monnaie de réserve du dollar reculait, les dettes des Etats-Unis (graphique 2 plus haut, **graphique 8**), ne seraient plus financées, et il y aurait crise aux Etats-Unis avec la nécessité de faire disparaître le déficit extérieur.

Graphique 8
Etats-Unis : dette publique
(en % du PIB valeur)



Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous recevez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseils, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseils respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exerce la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>