Déficits américains et statut hégémonique du dollar

U.S. deficits and dollar hegemony

Mohammed Zine El Abidine ABELOUAHAB[1]
Université d'Oran 2, Algérie, abdelouahab.mohammed@univ-oran2.dz
Reçu le : 12/11/2024 Accepté le : 01/12/2024

Résumé

La question de l'hégémonie du dollar américain comme monnaie internationale et de réserves revient continuellement à l'avant-plan du débat économique et géopolitique depuis les années 1960. L'idée centrale est que le statut dominant du dollar et sa durabilité dans le temps sont étroitement liés à la soutenabilité de la position financière extérieure déficitaire des Etats-Unis. Nous proposons dans ce papier une lecture de la question dans une perspective quasi-historique en partant du dilemme de Triffin et la naissance du privilège exorbitant pendant l'ère Bretton Woods, puis la littérature sur les origines des déséquilibres globaux et le renouveau d'intérêt au dilemme Triffin dans les années 2000, pour aborder enfin la réémergence de la question à travers la controverse récente / actuelle entre supporters de et opposants à l'hypothèse d'une fin proche du privilège.

Mots-clés : Dollar ; Monnaie dominante ; Déficits américains ; Soutenabilité.

Classification JEL : *F32 ; F33 ; F41.*

Abstract

The issue of the U.S. dollar hegemony as an international and reserve currency has constantly resurfaced in economic and geopolitical debates since the 1960s. The central idea is that the dominant status of the dollar and its sustainability over time are closely linked to the sustainability of the U.S. external financial position deficit. In this paper, we study the issue in a quasi-historical perspective, starting with the Triffin dilemma and the genesis of the exorbitant privilege during the Bretton Woods era, then the literature on the origins of global imbalances and the revival of interest in the Triffin dilemma in the 2000s, and finally address the re-emergence of the debate through the recent/current controversy between supporters of and opponents to the hypothesis of a near end of the privilege.

Keywords: *Dollar; Dominant currency; US deficits; Sustainability.*

JEL classification: *F32; F33; F41.*

[1] Auteur correspondant : **Mohammed Zine El Abidine ABELOUAHAB, email : abdelouahab.mohammed@univ-oran2.dz**

Introduction

Le monde connait depuis plusieurs années une montée de tensions liées aux intérêts stratégiques des pays et de nouveaux enjeux géopolitiques à l'image des tensions commerciales et politiques entre les Etats-Unis et la Chine depuis les années 2010, ou la guerre en Ukraine depuis 2022 et les sanctions économiques sur la Russie, notamment le gel d'une partie de ses réserves. Le paysage géopolitique mondial est en train de devenir de plus en plus conflictuel et alimente le risque d'une « défragmentation » de l'économie mondiale en plusieurs blocs. Le concept de « Sud global » trouve ainsi tout son sens pour désigner le groupe de pays émergents et en développement, dont la Chine, qui contestent de plus en plus l'hégémonie américaine, notamment à travers l'utilisation du statut dominant du dollar à l'encontre de leurs intérêts. En effet, le poids financier de la Chine s'est considérablement développé ces deux dernières décennies parmi les pays du Sud et en tant que créancier net vis-à-vis des Etats-Unis, au moment où ces derniers pèsent de moins en moins dans la production mondiale et enregistrent des déficits externes de plus en plus importants.

Dans ce contexte, certains observateurs de l'économie mondiale présagent l'émergence d'un nouveau monde multipolaire monétaire, synonyme d'une fin du « privilège exorbitant » historique du dollar et une évolution progressive du poids des autres monnaies internationales dans le système monétaire et financier international. Ces opinions s'appuient, notamment, sur la baisse tendancielle constatée de la part du dollar américain dans la composition des réserves de change à l'échelle mondiale. Cela a bien fait réémerger le débat sur la pérennité de son hégémonie comme première monnaie de réserves, et plus généralement comme première monnaie internationale pour les différents types de transactions économiques.

La question de la pérennité du statut dominant du dollar est en relation avec le débat sur la soutenabilité de la position financière extérieure déficitaire des Etats-Unis, et l'idée centrale sur laquelle repose les développements qui vont suivre dans ce papier est la suivante : les Etats-Unis –pays émetteur de la monnaie internationale et de réserves dominante– connaissent une position extérieure, structurellement et longuement, déficitaire (position d'emprunteur net). Dans le cas où l'hypothétique insoutenabilité de cette position mènerait à une perte de confiance de la part des créanciers (le reste du monde – noté RdM ci-après), cela pourrait donner lieu à un *sudden stop* (arrêt brusque et soudain) des flux de capitaux finançant les déficits américains, l'économie et le dollar subiraient un effondrement, et ce dernier pourrait perdre (beaucoup de) son statut hégémonique comme monnaie internationale (de transactions, de tarification et de réserves).

La soutenabilité de la position financière extérieure américaine et la pérennité du statut hégémonique du dollar n'est pas un sujet récent, mais a fait l'objet de débats sans cesse renouvelés depuis les années 1960. Nous proposons, à travers ce papier, une lecture de la question dans une perspective (quasi-) historique en partant du dilemme de Triffin et la naissance du privilège exorbitant pendant l'ère Bretton Woods (BW), puis la littérature sur les origines des déséquilibres globaux et le renouveau du dilemme (Triffin II) dans les années 2000, pour aborder enfin la réémergence de la question à travers la controverse récente/actuelle entre

supporters de et opposants à l'hypothèse d'une fin proche du privilège de l'économie américaine et du statut hégémonique de sa monnaie.

1. Concepts-clés

1.1. Le système monétaire et financier international (SMFI)

Le SMFI est l'ensemble de règles régissant les règlements liés aux transactions courantes et aux mouvements de capitaux entre pays, ainsi que les institutions internationales chargées d'assurer le bon fonctionnement des mécanismes qui permettent les transferts et les paiements internationaux. Depuis 1870-80, le SMFI est passé par quatre phases : le système d'étalon-or (1870-1914) ; le système d'étalon-change-or (de l'entre-deux guerres) ; le système de Bretton Woods (1944-1971/6) ; ... et depuis lors, un système hybride de régimes de changes flottants, intermédiaires et fixes. Chaque SMFI se distingue par trois caractéristiques fondamentales : la relation entre les différentes monnaies nationales (nature des régimes de change) ; le processus d'ajustement de paiements en cas de déséquilibres externes ; et la (ou les) monnaie(s) jouant un rôle de monnaie(s) internationale(s), voire de monnaie(s)-pivot(s).

1.2. Les monnaies internationales et la monnaie dominante

Une monnaie internationale, à l'image de la monnaie d'un pays (ou d'une zone monétaire), remplit les trois fonctions monétaires traditionnelles, à savoir : unité de compte (étalon de référence), moyen (instrument) d'échange et réserve de valeur, mais jouit aussi d'un avantage d'extraterritorialité en termes de crédibilité et donc d'utilisation, ou en d'autres termes, d'une crédibilité au-delà des frontières du pays émetteur (ou de la zone émettrice).

Ainsi, pour la fonction d'unité de compte, les cours de nombreux produits échangés sur des marchés internationaux tels que le pétrole ou d'autres produits de base sont libellés en monnaies internationales, principalement le dollar américain. Pour ce qui de la fonction de moyen d'échange, les monnaies internationales sont utilisées comme moyen de paiement dans les échanges internationaux (commerce, changes, dépôts, investissements, dettes, etc.). Pour la fonction de réserve, la stabilité dans le temps du pouvoir d'achat et le fait de servir comme actif accepté (liquide) et peu risqué (sûr) à une échelle internationale procurent à quelques monnaies le statut de monnaies de réserve. La livre sterling a eu ce statut pendant la majeure partie du 19ème siècle et une partie du 20ème. L'or, jusqu'à sa démonétisation officielle en 1976, a joué ce rôle (de manière directe durant le système d'étalon-or et indirectement durant BW). Depuis lors, seules quelques devises occupent ce statut, à des degrés de notoriété différents.

Une monnaie dominante (ou hégémonique) est une monnaie internationale au centre du système (monnaie-pivot), et dont l'utilisation (internationale) pour les trois fonctions citées dépasse largement celle des autres monnaies internationales (de deuxième, voire de troisième rang). Une monnaie hégémonique a l'avantage de suprématie en termes de liquidité, de sécurité et de stabilité. Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, le dollar américain occupe ce statut, sans concurrent.

2. Origines de l'hégémonie du dollar et évolution du contexte géopolitique

2.1. La hiérarchie monétaire internationale jusqu'en 1945

La livre sterling a joué le rôle de première monnaie internationale jusqu'à la première guerre mondiale – l'empire britannique étant la première puissance économique et coloniale sur une longue période (pays centre du système). L'or, quant à lui, et même s'il ne représentait pas une monnaie souveraine, a joué un rôle central, notamment durant l'ère du système monétaire de l'étalon-or (1870/80 – 1914).

En parallèle, le franc français a joué un rôle fort comme monnaie internationale durant le 19ème siècle et jusqu'à la première guerre mondiale, de même que le début du 20ème siècle a connu aussi l'émergence du mark de l'Allemagne, apparue comme puissance européenne montante. A partir des années 1920, le paysage monétaire international fut caractérisé par une concurrence de plus en plus serrée entre la livre sterling et le dollar, jusqu'à la seconde guerre mondiale.

2.2. Le tournant de la seconde guerre mondiale

L'issue triomphante de la seconde guerre pour les Etats-Unis lui ont procuré le statut de première puissance industrielle. De même, le système de BW (à partir de 1944) a certes été un système fiable et nécessaire pour la stabilité et la croissance (du moins à ces débuts), mais s'est montré aussi comme étant très avantageux pour les Etats-Unis et le dollar :

- Ancrage des monnaies sur l'or, via le dollar, pour assurer la stabilité des taux de changes.
- Les Etats-Unis assurent les liquidités au RdM (occidental) pour les besoins de commerce en contrepartie d'un déficit américain grandissant.
- Les accords sur le pétro-dollar (unité de compte et instrument d'échange par excellence).

2.3. Contestations du statut du dollar et montée des tensions géopolitiques

L'apparition des contestations du statut hégémonique du dollar n'est pas récente. En fait, depuis des décennies, des considérations géopolitiques ont alimenté des positions de mécontentement vis-à-vis de cette situation, voire même des tensions :

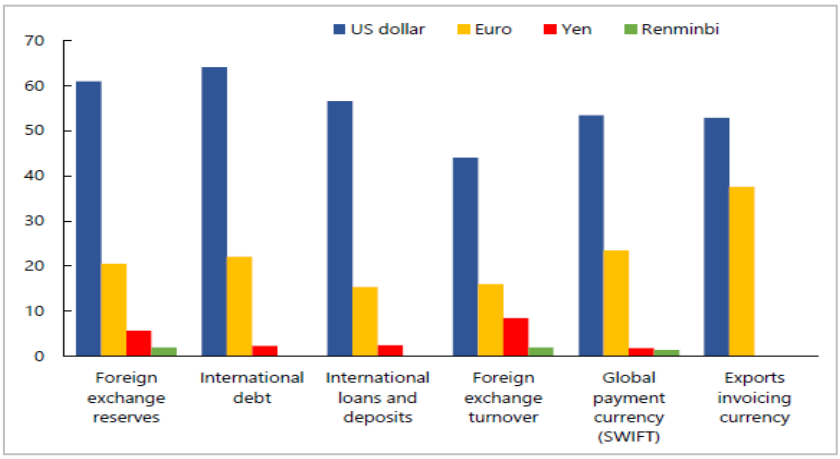
- Dans les années 1960, la France critique le « privilège exorbitant » des Etats-Unis.
- Durant la crise de 2008-9, la Chine critique la domination du dollar à la suite des pertes enregistrées dans la valeur de ses actifs de réserve libellées en dollars, et déclare son souhait (et des propositions) de changements sur le SMFI.
- Appels à briser la domination du dollar sur le marché du pétrole, comme en 2009, par la Chine, la Russie, le Japon et la France, ou par l'Iran et le Venezuela plus fréquemment.
- Tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine depuis 2016.
- Sanctions actuelles sans précédents sur la Russie, dont le gel de plus de 300 mds USD de ses réserves par les Etats-Unis et leurs alliés européens en 2022.
- Emergence du « Sud Global » et renforcement du rapprochement entre puissances émergentes (ex. BIRCS+).

3. Le paysage monétaire et financier international actuel

3.1. Le dollar domine les transactions internationales

La domination du dollar est très nette dans tous les types de transactions financières et commerciales internationales : réserves et opérations de change, dette internationale, crédits et paiements bancaires internationaux et facturation des transactions commerciales (Figure 1).

Figure (1) : Poids du dollar américain et d'autres monnaies dans le système monétaire et financier international, 2019



Source : Gopinath et Itskhoki (2021)

3.2. Perte de puissance des devises traditionnelles de réserves et émergence d'autres

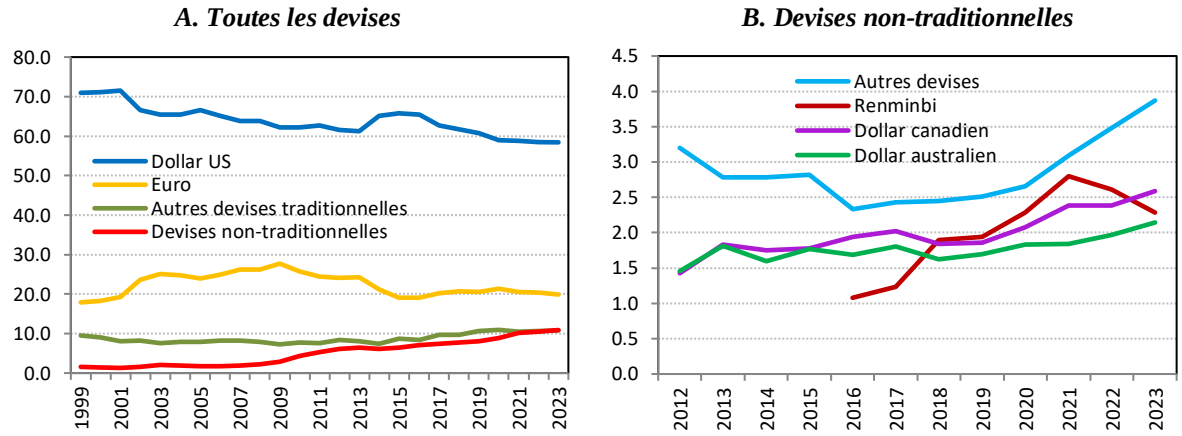
Certes, si l'on se focalise plus spécialement sur la fonction de réserves de change, on constate aisément que le dollar américain occupe toujours un statut hégémonique. Toutefois, l'analyse de la hiérarchie monétaire dans une perspective historique montre une baisse tendancielle de la part du dollar et une récente émergence de monnaies dites « non-traditionnelles ».

Les données sur la composition des réserves allouées affichent clairement la domination du dollar américain sur les autres monnaies de réserve (Figure 2 – Graphique A). A la fin de 2023, sa part est de 58,4% contre presque 20% pour l'euro, en second rang. Cependant, la part agrégée des deux monnaies affiche une tendance baissière depuis le début des années 2000. Le dollar occupait 71% en 2001 et l'euro 19,2%. Le dollar a amorcé ensuite une tendance baissière, à la différence de l'euro ; mais, ensemble, les deux monnaies ont occupé 90% jusqu'à la crise financière globale (GFC) de 2008-9 – une date à partir de laquelle la proportion du couple dollar-euro a commencé à céder de la place à d'autres monnaies, pour n'en représenter à la fin de 2023 « que » 78% des réserves mondiales allouées. Le rebond constaté de la proportion du dollar dans la phase 2014-6 est dû au (premier) programme de *Quantitative Easing Tapering* initié par la Fed au début de 2014[2]. L'effet positif du *Tapering* sur la part du dollar dans les

[2] L'assouplissement quantitatif (ou *Quantitative Easing*) est une politique monétaire accommodante qui consiste à augmenter la taille du bilan de la banque centrale en rachetant des titres de dette pour injecter de la liquidité dans

réserves s'explique par le fait qu'en tant que mesure de raffermissement monétaire, il renforce l'appréciation du dollar et, par conséquent, celles des actifs de réserve libellés en dollars.

Figure (2) : Composition en devises des réserves mondiales allouées, 1999-2020 (en pourcentage)



Source : Par l'auteur à partir de la base de données COFER (IMF, 2024)

En parallèle, les trois « autres devises traditionnelles » de réserves (yen, livre sterling et franc suisse) ont occupé, ensemble, une proportion quasi-stable autour d'une moyenne de 8,8% sur la période 1999-2023 (avec un léger dépassement de 10% à partir de 2019), comme le montre le Graph. (A). Par ailleurs, les monnaies, dites « non-traditionnelles », avec essentiellement le dollar canadien, le dollar australien et le renminbi chinois[3], ont pris davantage de poids en termes de parts cumulées après la GFC. La progression individuelle la plus notable, comme l'affiche le Graph. (B), a été celle de la part du renminbi entre 2016 et 2021[4], avant d'entamer un repli à partir du deuxième semestre de 2022 (période qui correspond au déclenchement de la guerre en Ukraine et les sanctions financières contre la Russie). Globalement, sur l'ensemble de période, et de manière plus claire à partir de la GFC, le dollar américain a perdu une dizaine de points de pourcentage dans les réserves mondiales au profit des monnaies de pays avancés (de second plan) et de pays émergents dynamiques, dont la Chine.

4. Hégémonie du dollar et soutenabilité de la position extérieure américaine

La soutenabilité de la position financière extérieure américaine est intimement liée à la question de la pérennité du dollar comme monnaie internationale et de réserves dominante. Cela a fait l'objet d'un ancien débat, périodiquement renouvelé depuis les années 1960. La présente section

les marchés. La *Federal Reserve* a entrepris cette politique à la suite de la crise de 2008 pour éviter une profonde déflation. Le *Tapering* signifie la réduction de ce programme de rachat de titres comme première étape pour un retour à une politique conventionnelle (basée sur les taux).

[3] Ainsi que d'autres monnaies, notées « autres devises », qui jouent un rôle régional très limité comme le won sud-coréen, la couronne suédoise, le dollar de Singapour, le rand sud-africain, la roupie indienne, etc.

[4] A noter que dans les statistiques de la *Currency Composition of Foreign Exchange Reserves* (COFER) l'ensemble désigné « Autres devises » regroupait indistinctement toutes les devises en dehors des cinq traditionnelles (dollar américain, euro, yen, livre et franc suisse). Les données pour le dollar canadien et le dollar australien commencent à y être présentées séparément à partir du 4ème trim. 2012, et le renminbi chinois à partir du 4ème trim. 2016.

se focalise sur la genèse du débat durant l'ère BW (avec le dilemme de Triffin) où l'accent a été mis sur les déficits budgétaires et la capacité des Etats-Unis à les supporter (privilège exorbitant), puis la réémergence de la controverse dans les années 2000 caractérisées par des déficits-jumeaux (débat autour des déséquilibres globaux et le nouveau dilemme de Triffin).

4.1. Genèse du débat : le dilemme de Triffin et le privilège exorbitant

4.1.1. Le dilemme de Triffin

Triffin (1960) critique le système de BW basé sur la fixité des changes avec une seule monnaie internationale qui joue le rôle de pivot pour le rattachement à l'or. En fait, le système fonctionne de sorte que, pour pouvoir exporter vers les « pays de la périphérie » de l'époque (Europe et Japon principalement), les Etats-Unis doivent importer d'eux afin de leur procurer des dollars, voire même être en déficit commercial. Cela se traduit par une constitution de volumes croissants de réserves en dollars pour ces pays, ce qui implique un accroissement des engagements extérieurs des Etats-Unis envers les non-résidents (pays détenteurs de réserves en dollars) – des engagements qui, selon la nature même du système de BW, sont synonymes de garantie de fournir de l'or aux créanciers à un prix fixe (parité fixe entre les monnaies des non-résidents et le dollar et entre ce dernier et l'or).

Pour Triffin (1960), cette situation est paradoxale et *in fine* insoutenable. Les besoins croissants de demande de réserves en dollars par la périphérie ne peuvent être satisfaits que par une création monétaire par les Etats-Unis, indépendamment de leurs stocks d'or limités, pour ne pas créer une pénurie de liquidités mondiales et une spirale déflationniste. Mais d'un autre côté, la création illimitée de dollars mine la confiance des non-résidents dans la capacité du pays émetteur de garantir la conversion de leurs avoirs dollarisés en or, et par conséquent la confiance dans la monnaie américaine elle-même, ce qui mettrait en péril le système en entier. En d'autres termes, l'hégémonie d'une monnaie de réserves force le pays émetteur à être constamment en déficit, ce qui, à terme, trahirait la confiance en elle et accélérerait la perte de son statut.

Effectivement, des signes d'affaiblissement du système de BW sont apparus à la fin des années 1960 à cause de la position américaine particulière, ce qui a conduit à son effondrement au début des années 1970. Mais pour ce qui est d'une perte intégrale d'hégémonie du dollar sur la scène internationale, ce n'était pas vraiment le cas. Toutefois, cela n'empêche pas que l'idée de fond du dilemme de Triffin soit toujours d'actualité, malgré les mutations qu'a connues le SMFI, comme il va être expliqué dans des développements ultérieurs.

4.1.2. Le privilège exorbitant

En réalité, le dilemme de Triffin repose sur l'idée que les Etats-Unis ont jouit de leur position de « *core* » ou « pays-centre » du SMFI grâce à leur hégémonie économique, politique et militaire : le pays-centre émet la monnaie dominante (Gourinchas et al., 2019). Ce « privilège spécial » que tirent les Etats-Unis de leur monnaie internationale est qualifié dans la littérature de « privilège exorbitant ». En termes généraux, il peut être défini comme étant «.. (les) avantages dont bénéficie un pays sous la forme soit de coûts d'emprunts extérieurs, soit de

rendements nets sur sa position extérieure globale »[5]. Son *modus operandi* peut être schématisé comme suit : la demande des banques centrales d'actifs liquides et sûrs en monnaie(s) internationale(s) se fait dans l'objectif de les détenir comme réserves. Cela fait baisser les coûts de financement du (des) pays émetteur(s) de la (des) monnaie(s) de réserve (ECB, 2019).

Le pays-centre n'a pas à « se soucier » du financement de ses déficits grandissants, du moins à court et moyen termes, et à recourir à un ajustement externe onéreux, des restrictions budgétaires ou d'autres mesures déflationnistes, du moment qu'il bénéficie du privilège de la confiance de la part de la périphérie (particulièrement les économies émergentes) dans son potentiel économique et la monnaie-véhicule de ce financement (Gourinchas et al., 2019). Cela permet donc au pays-centre de vivre au-dessus de ses moyens (Eichengreen, 2004). En contrepartie, la périphérie poursuit des stratégies de croissance tirée par les exportations où la sous-évaluation joue un rôle important, et bénéficie donc d'excédents qui sont une source de réserves « sûres », puisque libellées principalement dans la monnaie du centre.

Par ailleurs, la situation d'un système pareil n'est pas symétrique (Obstfeld, 2013). L'asymétrie est la caractéristique principale du privilège exorbitant : il existe un excédent net des rendements d'actifs extérieurs détenus par les américains sur les non-résidents (actifs courts, moins liquides et plus risqués) par rapport aux rendements de leurs engagements détenus par les non-résidents (actifs longs, liquides et plus sûrs)[6]. Ainsi, les États-Unis ont une fonction internationale « d'intermédiation et de recyclage » en raison de l'asymétrie entre les actifs risqués qu'ils détiennent et les passifs liquides sûrs qu'ils offrent. Cela est similaire à un statut de « banquier du monde » (ou *World Banker*), voire « d'institution de capital-risque mondiale » (ou *World Venture Capitalist*), comme le soulignent Gourinchas et Rey (2007). Pour Farhi et Maggiori (2018), le privilège exorbitant représente une « rente de situation » (ou *Monopoly Rent*) tirée par le pays-centre du fait d'être le seul émetteur de la monnaie dominante.

4.2. Persistance des déficits : la question des déséquilibres globaux

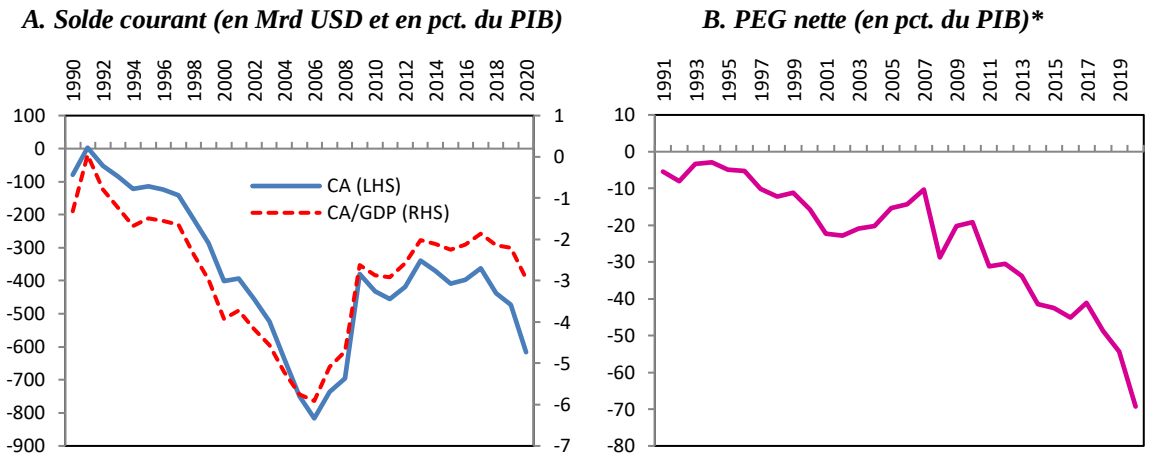
Le creusement du déficit courant américain, particulièrement à partir des années 1990, a occupé le débat des années 2000 sur les « déséquilibres globaux » (DG), qui peuvent être résumés par: une forte croissance aux Etats-Unis (avant la crise de 2008-9) associée à des déficits courants considérables et d'importantes entrées de capitaux ; une croissance modeste en Europe et un équilibre des paiements courants ; une expansion économique spectaculaire dans les économies émergentes d'Asie associée à des excédents courants massifs ; une accumulation croissante de réserves internationales par ces pays ainsi que les pays exportateurs d'hydrocarbures. La Figure (3) indique un déficit courant américain persistant. Ce déficit, ainsi un déficit budgétaire grandissant depuis le début des années 2000 (déficits-jumeaux), ont donné lieu à une position financière extérieure de plus en plus déficitaire. Ainsi, le débat sur les DG a remis à jour la

[5] L'expression « privilège exorbitant » a été formulée publiquement pour la première fois en 1964 par le ministre des finances français Valéry Giscard d'Estaing, sous la présidence de Charles de Gaule.

[6] Cet excédent net en termes de rendements entre dans la définition empirique du privilège exorbitant. Pour une revue de littérature empirique sur ce sujet, voir par exemple : Habib (2010), Curcuru et al. (2013), Gourinchas et Rey (2007), ECB (2019), Gourinchas et al. (2019), entre autres.

question de la soutenabilité de la position extérieure des Etats-Unis et, entre autres, sa relation avec l'accroissement des réserves mondiales, notamment en dollars.

Figure (3) : Position extérieure des Etats-Unis, 1990-2020



***** PEG nette (Position extérieure globale nette) exprime la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs
Source : Par l'auteur à partir des bases de données WEO (IMF, 2021) et EWN de Lane et Milesi-Ferretti (2021)

Les DG sont combinés à des mouvements transfrontaliers de capitaux finançant les déficits américains mais qui ne sauraient se perpétuer. On pourrait, à cet effet, s'interroger sur les conséquences d'une éventuelle réduction des flux de capitaux vers les États-Unis (ou *Sudden Stop*). Un survol des plus importants travaux sur les origines des DG, permet de constater qu'il n'y a pas de consensus sur la soutenabilité des déficits américains et, par extension, la pérennité du statut hégémonique du dollar comme monnaie internationale, et de réserves.

4.2.1. Les déficits ne sont pas soutenables

A. Les déficits d'épargnes publique et privée

De nombreux travaux mettent l'accent sur le déficit de l'épargne (privée et/ou publique) américaine[7] (Roubini et Setser, 2004; Summers, 2004; Blanchard et al., 2005; et Frankel, 2009). On note pour les années 1990, une faiblesse de l'épargne privée par rapport à un fort niveau d'investissement, mais pas de larges déficits publics. Ainsi, les besoins de financement de l'investissement sont importés (donnant lieu à des entrées nettes de capitaux). A partir de 2001, l'investissement s'affaiblit et le déficit public se creuse de plus en plus, ce qui implique un endettement croissant vis-à-vis du RdM pour son financement. Selon cette explication, le dollar pourrait connaitre une appréciation dans un premier temps puis une dépréciation.

B. Les fausses anticipations des investisseurs

Krugman (2007) soutient aussi l'hypothèse d'insoutenabilité à long terme de la position extérieure et se pose la question sur le moment de l'effondrement du dollar qui en résulterait.

[7] L'équation des grands équilibres avec régime de change flottant (simplifiée) permet de schématiser ces explications : (X-M) = [(S-I) + (T-G)] = (XK-MK), *i.e.* équivalence entre solde courant, solde d'épargne nationale (privée et publique) et entrées (sorties) nettes de capitaux.

Pour lui, les investisseurs achetant des bons américains, même à des taux plus hauts qu'ailleurs, le font sur la base d'une fausse théorie (de fausses anticipations) sur la viabilité de l'économie américaine. Le moment venu, ils s'apercevront de leur erreur et liquideront leurs positions. Cela produira une sortie brusque de capitaux et une correction brutale (effondrement) du dollar.

4.2.2. Les déficits sont soutenables

A. Le choc de productivité

En parallèle, parmi les travaux qui évoquent des facteurs internes des déficits américains mais qui supposent leur soutenabilité, Engel et Rogers (2006) mettent l'accent sur l'effet d'un choc de productivité anticipé (potentiel de croissance et de rendements d'actifs financiers américains). Cela s'accompagne d'une baisse de l'épargne privée au profit de la consommation et de l'endettement des ménages (substitution intertemporelle) et d'une demande d'actifs américains par des non-résidents et donc une entrée des capitaux privés renforçant le dollar (Engel et Rogers, 2006).

B. L'excès d'épargne mondiale

Bernanke (2005), Clarida (2005) et autres, considèrent que les déficits américains sont soutenables et avancent l'hypothèse « d'excès d'épargne mondiale » (ou *Global Saving Glut*), selon laquelle le déficit courant (et donc celui de l'épargne aussi) sont dus à des facteurs en externes: maintien de taux d'épargne élevés en Europe et au Japon ; forte hausse des taux d'épargne dans les économies émergentes pour auto-protection ; sous-consommation dans les économies émergentes notamment ; manque d'opportunités d'investissement en Asie ; et hausse des prix des matières premières. Ainsi, les excédents d'épargne étrangers, et plus spécialement ceux de la Chine, et le gonflement des réserves qui en résulte pour ces pays, s'orientent vers le financement du déficit public américain. L'entrée des capitaux fait s'apprécier le dollar et baisser les taux d'intérêt américains. Les taux bas conduisent à un lissage intertemporel de la consommation (davantage de baisse de l'épargne privée, hausse de la consommation et de l'endettement). Par voie de conséquence, les importations, stimulées par la consommation et la force du dollar, augmentent, parallèlement à une baisse des exportations. La dépréciation du dollar ne surviendra qu'à long terme, mais les déficits restent soutenables.

C. La pénurie d'actifs sûrs

Caballero et al. (2008) soulignent aussi des facteurs externes pour les DG. Ils font remarquer que les déficits courants américains croissants, coexistent avec un déclin des taux d'intérêt réels longs et une hausse continue de la proportion (et la valeur) des actifs américains dans le portefeuille détenu par le RdM. Selon eux, cela parait comme une anomalie du point de vue des modèles conventionnels, car « normalement », la baisse des taux d'intérêt réels longs aux Etats-Unis, en plus de l'influence du déficit courant sur le dollar dans le sens de la dépréciation, devraient rendre les actifs américains (bons de Trésor par exemple) moins attractifs. Or, la hausse de la part de ces actifs dans le portefeuille global suggère le contraire. Pour Caballero et al. (2008), ce phénomène –qui est en réalité une expression de la question des DG et de la

soutenabilité (continuité du financement) des déficits américains par le RdM– s'explique par une « pénurie d'actifs sûrs » comparables à ceux qu'offrent les marchés américains.

Cooper (2004) rejoint cette idée d'avantage comparatif des actifs américains en termes de qualité, et note que le déficit n'est pas seulement soutenable, mais logique aussi. Les actifs américains offrent de meilleurs rendements que ceux des marchés développés d'Europe et du Japon et sont plus fiables et sûrs que ceux des économies émergentes moins développées et sujettes à des contrôles d'entrées de capitaux, comme pour la Chine et l'Inde.

D. La « matière noire manquante »

Hausmann et Sturzenegger (2006) valident aussi l'hypothèse de soutenabilité de la position extérieure américaine, mais se distinguent de l'analyse standard. Selon eux, les déficits courants sont largement surévalués, tandis que les actifs à l'étranger sont largement sous-évalués par les statistiques officielles. Leur argument est que si vraiment les déficits étaient aussi importants, les Etats-Unis devraient payer d'importants intérêts sur leurs dettes. Or, la balance des revenus (pour 2004) était effectivement positive, ce qui serait un contre-sens. Ils déduisent qu'il existe une « matière noire manquante de la richesse des nations » (*Missing Dark Matter in the Wealth of Nations*) et qui provient d'une sous-comptabilisation des actifs à l'étranger : les multinationales américaines exportent, en plus des biens et services ordinaires des actifs immatériels associés à leurs IDE (réputation, marque, savoir-faire, etc.), mais qui n'apparaissent pas dans les statistiques commerciales officielles. Ainsi, le déficit américain devrait être moins fort si correctement évalué, et par conséquent il n'y a pas réellement un problème de soutenabilité de la position extérieure (et du dollar) à poser.

E. Bretton Woods II

L'hypothèse d'un « renouveau » du système de BW (ou BW II), formulée par Dooley et al. (2003, 2004, 2007), évoque aussi des facteurs externes pour les DG, à savoir les politiques de change des EME, et soutient aussi l'hypothèse de soutenabilité de la position américaine en se basant sur l'idée que le SMFI des années 1990 et plus particulièrement des années 2000 est, à certains égards, comparable à celui de BW. En effet, pendant ce dernier, l'Europe et le Japon représentaient « la périphérie » et amassaient des réserves en dollars pour ne pas laisser leurs monnaies s'apprécier et rester compétitifs. Désormais, ce sont principalement les économies émergentes d'Asie, dont la Chine, qui jouent ce rôle en sous-évaluant leurs monnaies, accumulant des réserves importantes et finançant les déficits du « centre » : les Etats-Unis.

Dans la configuration BW II, le dollar ne subit pas la pression de la convertibilité en or comme dans les années 1960-70, et donc sa demande peut être satisfaite à travers l'émission de titres finançant les déficits américains. La valeur du dollar restera relativement stable car les pressions à la dépréciation à cause du déficit courant et de la création monétaire sont contrebalancées par des pressions à l'appréciation dues aux entrées de capitaux privés (attirés par la croissance et les rendements élevés des actifs américains) et aux entrées de capitaux publics (réserves de changes) attirés par la stabilité et la notoriété des émetteurs (ex. : bons de Trésor).

4.3. Le nouveau dilemme de Triffin

De nombreux travaux dans les années 2000 estiment que le dilemme de Triffin est toujours d'actualité (Triffin II). En fait, une situation de dilemme de Triffin devient réelle à chaque fois que l'accroissement de la demande d'actifs dans une monnaie de réserves rend difficile à l'émetteur de cette monnaie à en assurer l'offre en quantités suffisantes en même temps que de garantir sa stabilité (Obstfeld, 2013).

Certes, il existe des différences notables entre le SMFI actuel et celui de l'époque de Robert Triffin : 1) règles d'ajustement moins strictes à travers plus de flottement des changes ; 2) existence d'une autre monnaie internationale avec un poids relativement important, l'euro ; 3) l'inexistence actuellement d'un problème de liquidité mondiale inhérent au fonctionnement du système comme ce fut durant l'ère BW. Mais d'un autre côté, il y a des similitudes entre les deux époques : 1) en plus de la demande privée des non-résidents sur les actifs américains, les banques centrales des économies émergentes et en développement excédentaires demandent des actifs (comme placements liquides et sûrs de leurs réserves), ce qui entraine la baisse des taux d'intérêts réels américains, favorise davantage d'endettement et accroit *in fine* la fragilité du système financier des Etats-Unis et le risque systémique à l'échelle globale ; 2) à l'instar de l'époque de Triffin, le système actuel manque d'ancrage crédible mondial, ce qui pousse le pays emprunteur (émetteur de la monnaie de réserves) et les pays créanciers (accumulateurs des réserves) à poursuivre des politiques indépendantes les unes des autres et qui donnent lieu à des externalités négatives affectant les uns et les autres (Bini Smaghi, 2011 ; Farhi et al,, 2011).

Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2017, 2021) font remarquer que malgré la part déclinante des Etats-Unis dans le PIB mondial, les réserves sont en hausse continue, et qu'environ la moitié des actifs sûrs (comme les bons de trésor et qui constituent une bonne partie des réserves) a, comme source de garantie, la capacité budgétaire des Etats-Unis. Toutefois, la demande de ces actifs (pour réserves) s'est fortement développée alors que l'assiette fiscale américaine (sensée les garantir) a diminué. Cela s'apparente à la difficulté puis l'incapacité des Etats-Unis à tenir la parité or-dollar en face de la demande des réserves en dollars dans l'ère BW, comme le stipulait autrefois le dilemme de Triffin. Actuellement, les ressources budgétaires remplacent la parité or-dollar comme source de garantie pour les réserves. Le décrochage du dollar et de la position extérieure américaine pourrait être provoqué par un changement de sentiment quant à la sûreté des actifs dans lesquels les pays détenteurs placent leurs réserves. L'action de ces derniers pour stabiliser à court terme leurs monnaies (ancrées au dollar) déboucherait sur une déstabilisation à long terme de la monnaie-ancre (Ilzetzki, Reinhart et Rogoff, 2017).

Gourinchas et Rey (2007) et Gourinchas et al (2019) soutiennent aussi l'existence d'un Triffin II. La stabilité du SMFI actuel est minée par un risque de perte de confiance dans le dollar, à l'image de ce qui a causé l'effondrement de BW. D'un côté, l'inadéquation entre la part déclinante des Etats-Unis dans l'économie mondiale et la croissance du stock mondial de liquidités en dollars pourrait mener à une perte de confiance dans la valeur de la dette (américaine) en dollars et son remplacement par une demande d'actifs en d'autres monnaies de

réserves. Mais d'un autre côté, un rétrécissement de l'offre de liquidités en dollars serait très dangereux pour les marchés financiers internationaux (crise de liquidité systémique).

5. Renouvellement de la controverse : les travaux de l'après-crise de 2008-9

Le débat sur l'hégémonie du dollar n'a pas pris fin avec les travaux sur la relation des déficits américains et le statut du dollar à travers le dilemme de Triffin et le privilège exorbitant dans les années 1960-70 ou la question des déséquilibre globaux (et Triffin II et BW II) dans la première décennie des années 2000, comme nous l'avons vu dans la section précédente de ce papier. En effet, des travaux plus récents, notamment après la GFC de 2008-9, ont repris l'étude de la question en revisitant certains éléments anciens du débat à l'image de la durabilité du privilège et l'implication des équilibres internes et externes américains, mais aussi en proposant d'autres éléments pour expliquer le statut particulier du dollar : paradigme de la devise dominante dans le commerce international, la suprématie historique comme monnaie d'ancrage, ainsi que les effets de réseau et d'inertie. Là encore, les travaux ne débouchent pas sur un consensus par rapport à la question de la durabilité du statut de la monnaie américaine.

5.1. La fin du privilège ?

5.1.1. La chute de l'épargne nette américaine comme élément déclencheur

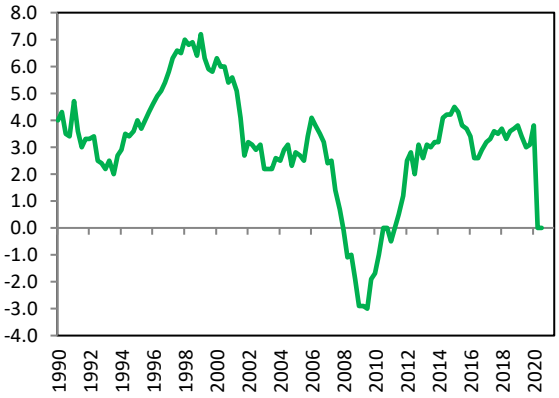
Roach (2020) porte un regard pessimiste sur la soutenabilité de la position extérieure américaine et évoque la « fin du privilège », ce qui revient à dire qu'il y a possibilité de changements sensibles dans la valeur et le statut du dollar. L'auteur met l'accent sur deux facteurs qui s'interagissent : la chute du solde d'épargne nationale à zéro en 2020 due à l'explosion du déficit public durant la pandémie (Figure 4) et le creusement du déficit courant (Figure 3 - Graph. A). Selon lui, la combinaison des deux facteurs conduira « imminemment » à un krach important du dollar. A défaut d'épargne domestique, les besoins de croissance poussent à faire appel à plus d'épargne du RdM, ce qui aggrave encore le déficit courant, et la dette[8].

Devant cette situation, la *Fed* devrait, selon Roach (2020), soit augmenter les taux d'intérêt pour attirer les capitaux étrangers (épargne du RdM) – or cette mesure est contracyclique dans une conjoncture de récession due à la pandémie – soit « laisser » le dollar (qui est déjà surévalué par rapport aux autres grandes monnaies) s'affaiblir très fortement pour réduire le déficit courant, stimuler l'inflation et alléger le poids de la dette (puisqu'en dollars). Pour Roach (2020), la fin du privilège exorbitant est certaine car la situation actuelle diffère de celles pendant lesquelles les Etats-Unis ont en profité : dans les années 1970, 1980 et 2000, l'épargne domestique était positive et relativement élevée et les déficits courants étaient moins importants. Ainsi, le Krach du dollar ne devrait pas tarder.

[8] D'autres données du BEA (*U.S. Bureau of Economic Analysis*) montrent que la chute de l'épargne nationale nette en 2020 est due principalement à l'explosion du déficit budgétaire. Les deux autres composantes de l'épargne nationale nette (entreprises et ménages) ont : légèrement baissé pour la première, sans pour autant devenir nulle, et fortement augmenté pour la seconde, sans pour autant compenser la forte chute de l'épargne publique.

Figure (4) : Epargne domestique nette des Etats-Unis, 1990-2020

(en pourcentage du PNB)



Source : Par l'auteur à partir des données du *Bureau of Economic Analysis – BEA*

A posteriori, nous pouvons émettre quelques remarques à propos de la conjecture de Roach (2020). Le dollar ne s'est pas effondré avant la fin de 2021 comme il l'avait prédit. En réalité, le dollar est resté sur une tendance haussière depuis la fin du premier semestre 2021 face aux trois monnaies majeures de réserve (euro, yen et livre sterling). De plus, l'épargne nationale nette américaine a rebondit à partir du 4ème trim 2020. Aussi, 2021 a été marquée par un rebond mondial de la croissance à la suite du Grand confinement de 2020. Avec la reprise et l'apparition de tensions inflationnistes, la Fed a décidé au 4ème trim 2021 l'accélération du "*Quantitative Easing Tapering*"[9], et a fait allusion à un retour à l'augmentation des taux d'intérêt. Effectivement, au premier trim 2022, et avec la confirmation que l'inflation constatée ne relève pas d'un caractère passager (dû à la force de la reprise économique) et aussi à cause des effets de la guerre en Ukraine sur les prix, la Fed a entamé une série de hausses des taux, ce qui a naturellement renforcé le dollar.

5.1.2. Le retournement des rendements et des flux d'investissement

Atkeson et al. (2022) analysent l'évolution de la PEG nette sur trois décennies (1990-2020). En résumé, l'étude désigne explicitement la période après la crise de 2008-9 comme étant la phase de la fin du privilège spécial (ou exorbitant) des Etats-Unis à cause d'un différentiel de rendements sur les actifs en faveur des résidents américains par rapport à ceux du RdM, spécialement les pays émergents. A l'opposé, la période entre 2002 et 2010 représentait la phase d'un privilège spécial par excellence, car les rendements sur investissements dans les économies émergentes étaient nettement supérieurs à ceux sur actifs investis aux Etats-Unis. L'idée est que les investissements par les résidents américains dans les économies émergentes (notamment sous forme d'IDE) attirés par de forts rendements et un potentiel de croissance important, donnent lieu à des entrées massives de capitaux dans ces pays. Les banques centrales des économies émergentes transforment ces entrées en accumulation de réserves pour éviter la surévaluation de leurs monnaies – nuisible aux exportations. Les réserves sont ensuite recyclées

[9] La fin de la réduction des rachats *i.e. Tapering* a été programmée initialement pour la mi-2022, mais la confirmation de la nature structurelle de l'inflation a raccourci l'échéance à mars 2022 en accélérant (augmentant) le mouvement de rachats de 15 à 30 Mrd USD/mois.

en achats de titres de dette américaine, peu rentables mais répondant aux impératifs de liquidité et de sûreté.

5.2. La vision optimiste quant à la durabilité de la domination du dollar

Parallèlement à la vision pessimiste évoquant un Triffin II et la fin du privilège exorbitant, des contributions aussi récentes sont plutôt optimistes quant à la soutenabilité de la position extérieure américaine et l'avenir du statut hégémonique du dollar.

5.2.1. Une PEG nette américaine déficitaire mais toujours soutenable

Milesi-Ferretti (2021) défend la soutenabilité de la position financière extérieure américaine, et en conséquence, une domination durable du dollar. L'auteur estime que la PEG nette américaine déficitaire ne représente pas un grand risque d'insoutenabilité, malgré son aggravation (durant la dernière décennie). Il avance plusieurs raisons. Premièrement, à partir de la crise de 2008-9, le bon rythme de croissance aux Etats-Unis (comparé à leurs créanciers, dont les EME) et l'énorme liquidité créée par l'assouplissement quantitatif, se sont répercutés positivement sur les valeurs américaines, notamment les cours d'actions détenues par des non-résidents (en plus des résidents américains). Ces valeurs font partie des engagements extérieurs, dont le gonflement creuse davantage le déficit de la position financière extérieure américaine[10]. Ainsi, si la tendance s'inverse (ralentissement des performances économiques comparativement au RdM), les répercussions à la baisse dans les marchés boursiers et dans la valeur du dollar auraient pour effet la réduction des engagements extérieurs et du déficit courant, ajoute-t-il.

Deuxièmement, il y a aussi un effet de valorisation (mesure) des IDE qui grossit artificiellement les engagements nets et donc la PEG nette déficitaire. La méthode de valorisation des actifs nets d'IDE (actifs d'IDE détenus sur les non-résidents diminués des engagements d'IDE détenus par les non-résidents), étant basée sur la valeur marchande, a donc tendance à sous-évaluer les IDE à l'étranger. En fait, la valeur marchande intègre intégralement l'indice du marché boursier où l'action de la filiale de l'IDE est cotée, et puisque dans l'après-GFC les marchés américains étaient plus performants (plus de croissance) que les marchés d'ailleurs, la valeur des filiales américaines à l'étranger a été sous-évaluée comparativement aux filiales des multinationales étrangères aux Etats-Unis. Si ces actifs, de part et d'autre, sont mesurés au coût courant (cours du jour) de l'action de la filiale, la valeur des actifs nets d'IDE sera plus importante et, en conséquence, la PEG nette sera toujours négative, mais moins détériorée[11].

5.2.2. Paradigme de la devise dominante dans le commerce international

Certains travaux s'intéressent à l'étude des monnaies dominantes dans le commerce international. Gopinath et Itskhoki (2021) évaluent, entre autres, l'effet des devises de

[10] Clairement, cette analyse s'oppose à celle faite par Atkeson et al. (2022) sur l'évolution de la PEG nette.

[11] Notons que cet argumentaire, basé sur la critique de la pertinence des modes de valorisation des actifs et engagements extérieurs, rejoint quelque peu, comme nous l'avons déjà vu, l'hypothèse du "*Missing Dark Matter*" pour l'explication des DG proposée par Hausmann et Sturzenegger (2006), et aussi le débat sur la mesure du privilège exorbitant (Curcuru et al., 2013 ; Gourinchas et Rey, 2007 ; etc.).

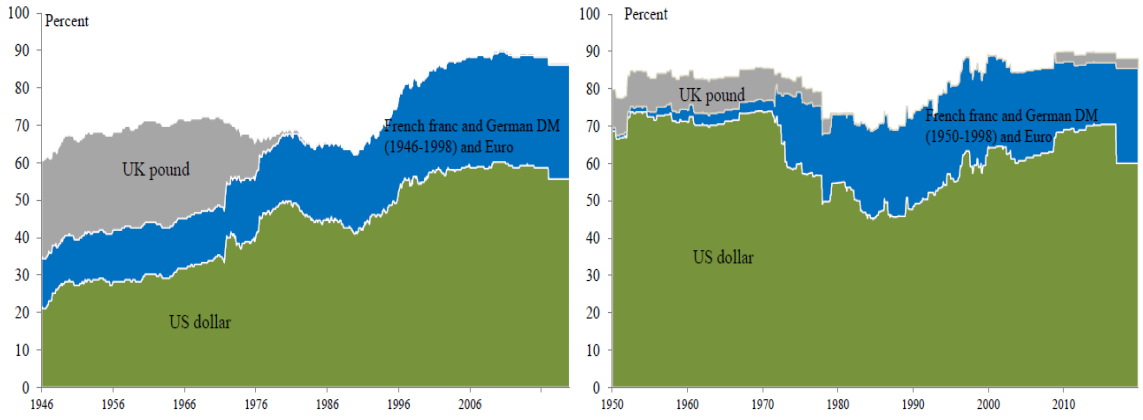
facturation dominantes dans les transactions commerciales (dans lesquelles le pays émetteur fait partie ou non) sur la transmission des chocs de la politique monétaire de l'émetteur, sur le *ERPT*[12], et autres effets. Ils constatent que, différemment au « paradigme de facturation dans la devise du producteur », la transmission des chocs monétaires sous le « paradigme de la devise dominante », est plus importante, et l'effet est davantage amplifié avec le dollar comparativement aux autres devises de facturation comme l'euro, par exemple[13]. Boz et al. (2022) élaborent une très large base de données sur les devises de facturation utilisées dans le commerce international. Leurs données confirment une stabilité dans les parts des devises de facturation et le dollar reste toujours la monnaie dominante.

5.2.3. Suprématie historique du dollar comme monnaie d'ancrage

Même s'ils adhèrent à l'opinion qui atteste un Triffin II, comme déjà noté, Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2021) confirment l'hégémonie persistante du dollar dans leur série d'études (incontournables) sur l'évolution des régimes de change *de facto* et des monnaies d'ancrage. Ils notent que la demande d'actifs de réserve du pays émetteur par les banques centrales ne se fait pas seulement pour leur sûreté mais aussi pour stabiliser leur taux de change, puisque généralement il s'agit de la monnaie d'ancrage. Le nombre de monnaies actuellement ancrées *de facto* au dollar, sous forme d'ancrages rigides (régimes de change fixes) ou souples (régimes intermédiaires et flottements dirigés) est aussi important que durant BW. En fait, la relation est circulaire entre les motifs d'utilisation du dollar comme ancre et ses implications : son choix résulte de son utilisation généralisée dans le commerce et la finance, ce qui renforce à son tour son adoption généralisée (Ilzetzki et al., 2021).

Figure (5) : Parts des monnaies d'ancrage

A. En pourcentage des pays, 1946-2019 ***B. Nb. pays pondéré de leur part du PIB mondial, 1950-2019***



Source : Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2021)

[12] ERPT (*Exchange rate pass-through*) : transmission du taux de change aux prix internes du pays importateur.
[13] Selon le « paradigme de tarification dans la devise du producteur », l'exportateur facture le produit exporté dans sa propre monnaie. Selon le « paradigme de tarification dans la devise locale », le prix est fixé dans la devise de l'importateur. Selon le « paradigme de la devise dominante », l'exportateur et l'importateur utilisent une devise dominante qui n'est pas forcément celle de l'un ou l'autre.

5.2.4. Effet de réseau et effet d'inertie

Eichengreen (2011), et malgré qu'il soutienne la thèse qu'un monde avec plusieurs émetteurs de monnaies de réserves soit bénéfique grâce à l'augmentation de la quantité d'actifs de réserve, il considère, néanmoins, qu'en l'absence d'alternatives réalistes et pratiques, la domination du dollar restera toujours d'actualité. En effet, pour lui, à voir la part déclinante des Etats-Unis dans la production et le commerce mondiaux par rapport au passé au et profit d'autres pays, le dollar devrait perdre de son hégémonie et céder des parts à d'autres monnaies. Mais en pratique, le dollar bénéficie du fait d'être le « titulaire historique » pour tous les types de transactions internationales (réserves et opérations de change, dette internationale, crédits et paiements bancaires internationaux et facturation des transactions commerciales). Ces transactions sont interconnectées à travers des complémentarités et des externalités de réseau, Cela compliquerait toute volonté de la part des acteurs privés et publics de remplacer le dollar totalement ou partiellement (Gopinath et Itskhoki, 2021).

Par exemple, les exportateurs facturent les ventes dans la monnaie dominante pour éviter à leurs clients des confusions liées aux fluctuations des taux de change. Les transactions commerciales nécessitent le passage par le marché des changes (conversion, couverture, etc.). Ce dernier est aussi un « lieu » d'interactions entre marchés de la dette obligataire privée et publique, crédits et mouvements bancaires internationaux et autres marchés de capitaux ; et aussi à travers lequel la banque centrale gère ses réserves. Utiliser une monnaie dominante, c'est dans une certaine mesure faire comme les autres et comme dans le passé (Eichengreen, 2011). Un changement significatif de monnaies nuirait aux impératifs de : stabilité de taux de change (pour le commerce et les marchés des changes), rendements et sûreté (pour les marchés financiers), liquidité et sûreté (pour les interventions de la banque centrale, l'ancrage et les réserves).

Eichengreen et al. (2016) étudient les déterminants de la composition des réserves de 58 pays (en données globales) de 1947 à 2013 et cherchent à détecter s'il y a eu un changement structurel à la fin de BW. Ils concluent que les effets d'inertie se sont renforcés après l'ère BW, ce qui a été favorable à la résilience du statut dominant du dollar. L'inertie peut provenir des habitudes ou de l'absence d'alternatives à faibles coûts permettant de remplacer la monnaie dominante. En parallèle, le poids des effets de réseau, comme déterminant dans la composition des devises (en faveur du dollar selon les chiffres) a bien diminué après l'ère BW. Selon Eichengreen et al. (2016), cela signifie que rien n'est acquis durablement pour le dollar. L'affaiblissement du poids des effets de réseau à travers le temps, sans pour autant altérer la domination du dollar, peut être expliqué par le fait que le déplacement entre monnaies devient moins coûteux (et plus discret) grâce au développement sans cesse des technologies financières et de paiement.

Pour Iancu et al. (2020), l'élément-clé de la longévité du dollar comme monnaie de réserves hégémonique (et l'euro à un moindre degré), c'est son utilisation dominante dans l'économie mondiale. Les auteurs étudient les déterminants de la composition des réserves internationales

en se basant sur des données globales et individuelles (par pays)[14]. Ils déduisent l'importance des effets de réseau relatifs aux liens financiers spécialement, entre les demandeurs de réserves (particulièrement les économies émergentes et en développement) et le pays émetteur, comme facteur déterminant dans la composition des monnaies de réserves – ce qui parait partiellement opposé aux résultats d'Eichengreen et al. (2016). Ils constatent aussi une hausse des effets d'inertie de ces liens depuis la Grande récession. Pour Iancu et al. (2020), les effets de réseau amplifient l'effet d'inertie. Ainsi, tant que le dollar domine les relations financières (investissements réels et de portefeuille, ancrage du taux de change, etc.), la nécessité de le détenir comme composante majoritaire dans les réserves perdurera[15].

Conclusion

Nous nous sommes intéressés dans ce papier à la monnaie dominante des réserves mondiales, à savoir le dollar américain, et qui est plus globalement la monnaie internationale hégémonique pour tous les types de transactions financières et commerciales. Nous avons déduit, à travers une revue de littérature dans une perspective quasi-historique, que la pérennité du statut du dollar est intimement liée à soutenabilité de la position financière extérieure du pays-centre du système monétaire et financier international (les Etats-Unis) depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Le survol des débats en la matière, sans cesse renouvelés selon les circonstances de l'époque en question, et sans jamais déboucher sur un consensus, nous permet de dire que cette controverse, en réalité, s'intéressait fondamentalement à deux questions majeures : *le financement des déficits américains saurait-il se perpétuer ? et le dollar, saurait-il garder sa domination indéfiniment ?* tout en sachant que les différentes réponses à ces deux questions, même si toujours débattues, s'accordent sur le fait qu'il y a une circularité d'influence entre le privilège des Etats-Unis et l'hégémonie de leur monnaie.

Par ailleurs, et au-delà de tout argument de rigueur académique, l'observateur peut aussi constater que tant d'événements majeurs ont impacté l'économie et la géopolitique mondiales ces cinquante dernières années, et dans lesquels le dollar a été fortement impliqué, mais n'ont pas pu porter grand préjudice à son statut hégémonique, ni à la domination économique américaine, comme par exemple : l'effondrement du système de Bretton Woods, les évènements du 11 septembre 2001, la Grande crise financière de 2008-9, etc. Le dollar y a toujours survécu et est resté *primus inter pares*. En réalité, le manque de réalisme et la complexité de faisabilité d'autres alternatives ou propositions minent les chances de détrôner le dollar, du moins dans un avenir prévisible, et ce malgré tout ce qu'il présente comme problèmes et asymétries pour le système monétaire et financier international.

[14] Iancu et al. (2020) utilisent une base de données inédite de par son étendue temporelle (1947-2018 pour les données globales) et aussi parce qu'elle contient des données individuelles de 52 pays. A noter que les données individuelles sont obtenues des banques centrales des pays concernés acceptant de les rendre publiques – ce qui n'est pas le cas de la majorité des pays.

[15] Sur les déterminants de la composition des réserves, voir Chinn et Frankel (2007) et Aizenman et al. (2020).

Néanmoins, l'évolution de plusieurs paramètres caractérisant le paysage mondial actuel pourrait éventuellement changer la donne de manière graduelle et à plus long terme. Comme nous l'avons vu, en plus de tous les facteurs en faveur d'une continuité de la domination du dollar (liens financiers, effets de réseau et d'inertie, etc.), d'autres facteurs ont le potentiel de provoquer dans l'avenir des mutations dans l'architecture financière internationale et altérer plus sérieusement le statut du dollar. Ces facteurs peuvent être résumés par : les effets probables à moyen terme de la pandémie de Covid-19 sur le commerce à travers des relocalisations industrielles, l'évolution de la demande dans les marchés de la dette en dehors du dollar, les liens commerciaux (et pratiques de facturation entre pays), la crédibilité des politiques économiques des pays émetteurs de titres de dette, et le progrès des *FinTech*, dont l'émergence des monnaies numériques de banques centrales et des crypto-actifs privés.

Aussi, les considérations stratégiques et géopolitiques des pays émetteurs de monnaies de réserves et des pays accumulateurs de réserves deviennent de plus en plus déterminantes, comme l'éclatement du confit en Ukraine et les sanctions sur le Russie qui ont suivi, les tensions commerciales et politiques entre les Etats-Unis et la Chine, et l'accroissement d'un sentiment d'opposition entre un monde occidental et un sud global. La dynamique que connait actuellement le groupe des BRICS (+) en est l'exemple.

Dans ce même ordre d'idées, on peut concevoir que les développements avancés dans ce papier peuvent aussi permettre de déboucher sur d'autres pistes s'intéressant plus particulièrement à : la relation de la durabilité du statut de la monnaie dominante avec la géopolitique et les stratégies-pays (le poids des alliances stratégiques, les tensions économiques et géopolitiques, les sanctions contre un gros accumulateur de réserves, etc.), ainsi qu'à l'étude de la faisabilité des alternatives qui ont été proposées dans le passé (comme le DTS ou une monnaie mondiale) ou sont actuellement pressenties pour concurrencer/remplacer la monnaie dominante (comme l'euro, le renminbi, ou un système monétaire multipolaire), ou le potentiel à venir des monnaies numériques en cours de développement (comme les monnaies numériques des banques centrales ou les *global stablecoins*).

Références

1. Aizenman, J., Cheung, Y-W., & Qian, Q. (2020). The Currency Composition of International Reserves, Demand for International Reserves, and Global Safe Assets. *Journal of International Money and Finance, Vol. 102,* April, 102120.
2. Atkeson, A., Heathcote, J., & Perri, F. (2022). The End of Privilege: A Reexamination of the Net Foreign Asset Position of the United States, *NBER Working Papers*, No. 29771, February, National Bureau of Economic Research.
3. Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the *Sandridge Lecture*, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10.

4. Bini Smaghi, L., (2011). The Triffin Dilemma Revisited. Speech at the Conference on the *"International Monetary System: Sustainability and Reform Proposals, Marking the 100th Anniversary of Robert Triffin (1911-1993)*", Triffin International Foundation, Brussels, October 3.
5. Blanchard, O., Giavazzi, F., & Sa, F. (2005). The U.S. Current Account and the Dollar. *NBER Working Papers*, No. 11137, February, National Bureau of Economic Research.
6. Boz, E., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G., Le Mezoc, H., Mehl, A., & Nguyen, T. (2022). Patterns of Invoicing Currency in Global Trade: New Evidence. *Journal of International Economics, Vol. 136*, May, 103604.
7. Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2008). An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates. *American Economic Review*, *98*(1), 358–93.
8. Chinn, M., & Frankel, J. (2007). Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? *in* R. Clarida (ed.). *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, Chicago.
9. Clarida, R. H. (2005). Japan, China, and the U.S. Current Account Deficit. *CATO Journal, 25*(1), winter, 111-4.
10. Cooper, R. (2004). U.S. Deficit: It is not Only Sustainable, It is Logical. *Financial Times*, October 31.
11. Curcuru, E., Thomas, P., & Warnock, E. (2013). On Return Differentials. *International Finance Discussion Papers*, N° 1077, Board of Governors of the Federal Reserve System.
12. Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2003). An Essay on the Revived Bretton Woods System. *NBER Working Papers*, No. 9971, September, National Bureau of Economic Research.
13. Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2004). The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap. *NBER Working Papers* No. 10727, August, National Bureau of Economic Research.
14. Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2007). The Two Crises of International Economics. *NBER Working Papers*, No. 13197, June, NBER.
15. ECB, (2019). *The International Role of the Euro*. ECB, June, European Central Bank.
16. Eichengreen, B., (2011). *Exorbitant Privilege – The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press, New York.
17. Eichengreen, B., Mehl, A., & Chiţu, L., (2016). Stability or Upheaval? The Currency Composition of International Reserves in the Long Run. *IMF Economic Review, 64*(2), 354–80.
18. Engel, C., & Rogers, J. (2006). The U.S. Current Account Deficit and the Expected Share of World Output, *Journal of Monetary Economics, 53*(5), July. 1063-93.
19. Farhi, E. & Maggiori, M. (2018). A Model of the International Monetary System. *Quarterly Journal of Economics*, 133(1), 295–355.
20. Farhi, E., Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2011). *Reforming the International Monetary System*. Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
21. Frankel, J., (2009). On Global Currencies, Keynote speech for Workshop on *"Exchange Rates: The Global Perspective*." Sponsored by the Bank of Canada and the European Central Bank, Frankfurt, June 19.

22. Gopinath, G., & Itskhoki, O. (2021). Dominant Currency Paradigm: A Review. *NBER Working Papers*, No. 29556, December, National Bureau of Economic Research.
23. Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2007). From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege. *in* R. Clarida, (Ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. University of Chicago Press, 11-66.
24. Gourinchas, P.-O., Rey, H., & Sauzet, M. (2019). The International Monetary and Financial System, *NBER Working Papers*, No. 25782, April, National Bureau of Economic Research.
25. Habib, M. (2010). Excess returns on net foreign assets – the "exorbitant privilege" from a global perspective. *ECB Working Paper Series*, No 1158, March, European Central Bank.
26. Hausmann, R., & Sturzenegger, F. (2006). Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. *Harvard CID Working Papers*, N° 124, January.
27. Iancu, A., Anderson, G., Ando, S., Boswell, E., Gamba, A., Shushanik, H., Lusinyan, L., Meads, N., & Wu, Y. (2020). Reserve Currencies in an Evolving International Monetary System. *IMF Departmental Papers* No. DP/20/02, November
28. Ilzetzki, E., Reinhart, C., & Rogoff, K. (2017). Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? *NBER Working Papers*, No. 23134, February, National Bureau of Economic Research.
29. Ilzetzki, E., Reinhart, C., & Rogoff, K. (2021). Rethinking Exchange Rate Regimes. *in* Gopinath, G., Helpman, E., & Rogoff, K. (Eds.). *Handbook of International Economics: International Macroeconomics*, Vol. 6, Chap. 3, 91-145, March.
30. IMF, (2021). *World Economic Outlook Database*, October, International Monetary Fund.
31. IMF, (2024). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. International Monetary Fund.
32. Krugman, P. (2007). Will there be a dollar crisis? *Economic Policy*, *22*(51), July, 436-67.
33. Lane, P., & Milesi-Ferretti, G. M. (2021). *External Wealth of Nations Database*, December 2021 update.
34. Milesi-Ferretti, G. M. (2021). The US is Increasingly a Net Debtor Nation. Should we Worry? *The Brookings Institution Blog*, April 14. https://www.brookings.edu/blog/up-front/2021/04/14/the-us-is-increasingly-a-net-debtor-nation-should-we-worry/
35. Obstfeld, M. (2013). The International Monetary System: Living with Asymmetry." *in* Feenstra, R., & Taylor, A. (Eds.), *Globalization in an Age of Crisis: Multilateral Economic Cooperation in the Twenty First Century*. University of Chicago Press, Chicago.
36. Roach, S., (2020). The end of the dollar's exorbitant privilege, *The Financial Times*, October 5. https://www.ft.com/content/46b1a230-8c6c-4feb-b617-21a520cc201b
37. Roubini, N., & Setser, B. (2004). The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances, *mimeo*, Stern School of Business, New York University.
38. Summers, L. (2004). The U.S. Current Account Deficit and the Global Economy. Presented at *The Per Jacobsson Lecture*, October 3.
39. Triffin, R., (1960). *Gold and the Dollar Crisis – The Future of Convertibility*, Yale University Press, New Haven.