

# Le dollar : une suprématie contestée ?



Carl GREKOU\*

Eric MONNET#

7 avril 2025

---

\* CEPII

# CEPII, EHESS, etc

---

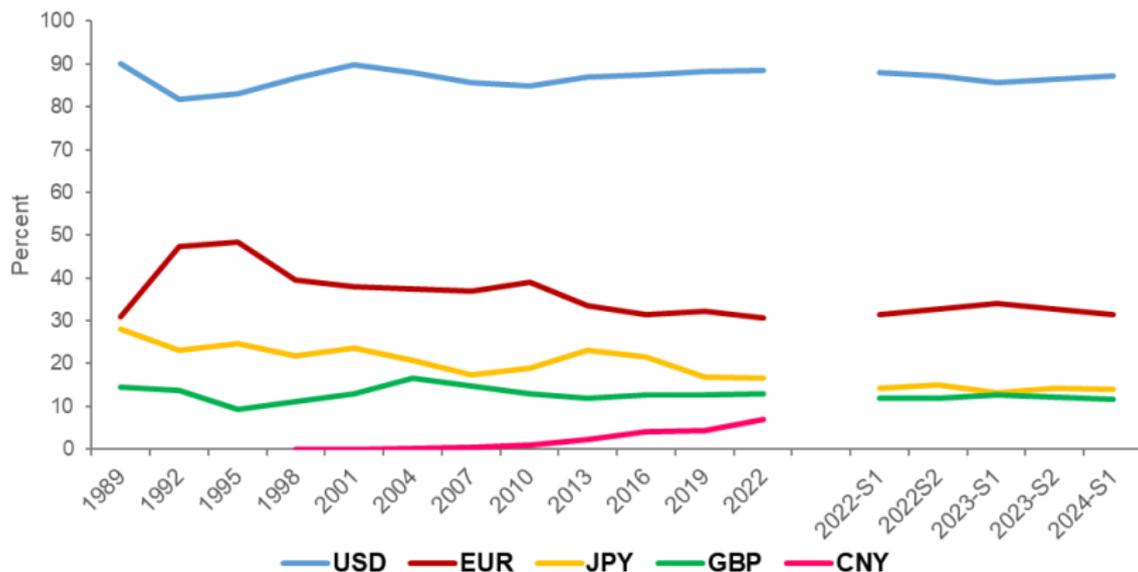
	Intermédiaire des échanges	Unité de compte	Réserve de valeur
Secteur public	Devise pour les interventions de change	Monnaie d'ancrage	Réserves officielles de change
Secteur privé	Monnaie véhiculaire pour les transactions	Monnaie de libellé (commerce, marchés)	Monnaie d'investissement

---

## Le dollar : une suprématie contestée ?

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois, toujours principale ...

... devise pour les transactions sur le marché des changes (intern. échanges)

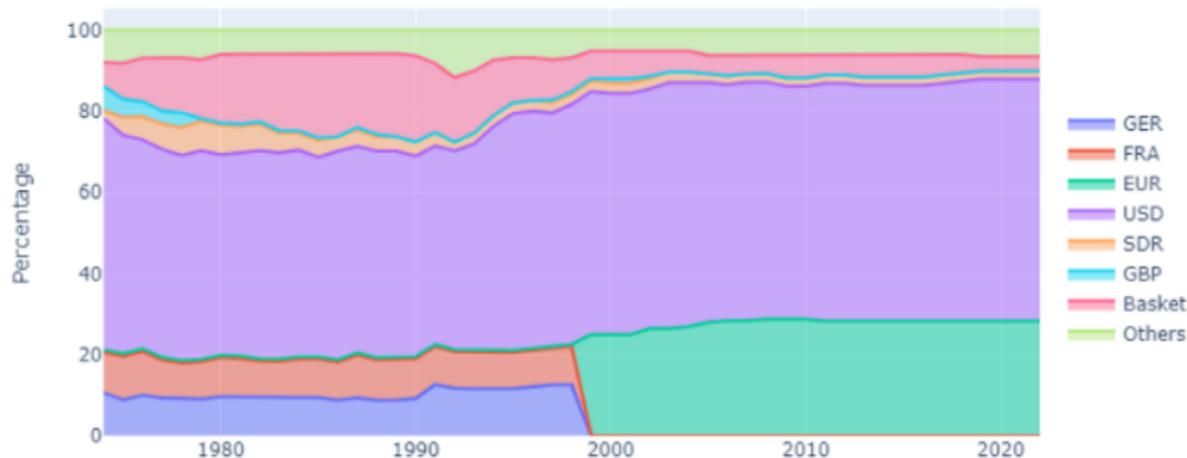


Source : Banque des Règlements Internationaux.

# Le dollar : une suprématie contestée ?

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois, toujours principale ...

... monnaie de référence / d'ancrage (unité de compte)

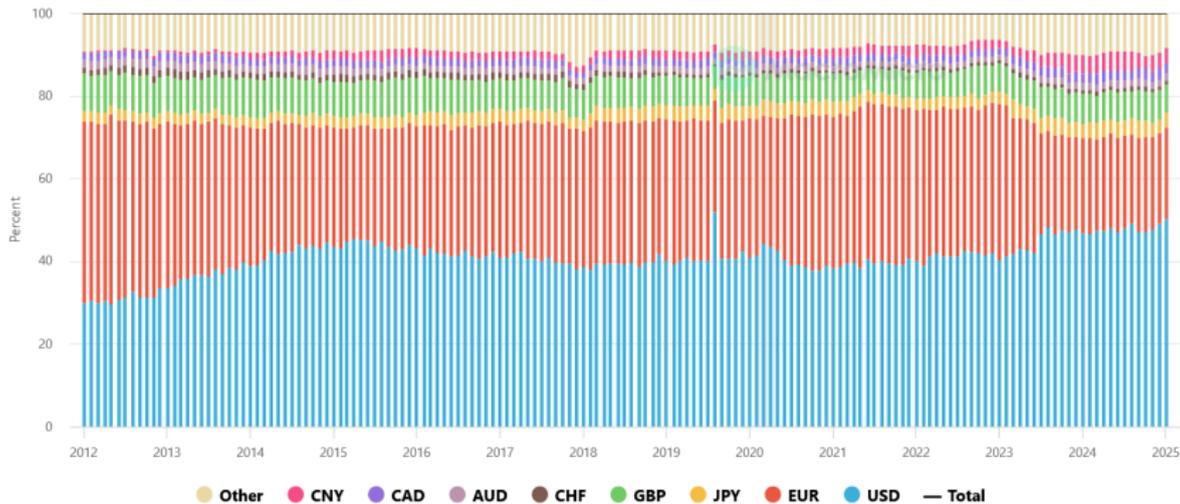


Source : Levy-Yeyati & Sturzenegger (2023)

# Le dollar : une suprématie contestée ?

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois, toujours principale ...

... monnaie de libellé (paiements internationaux via SWIFT)

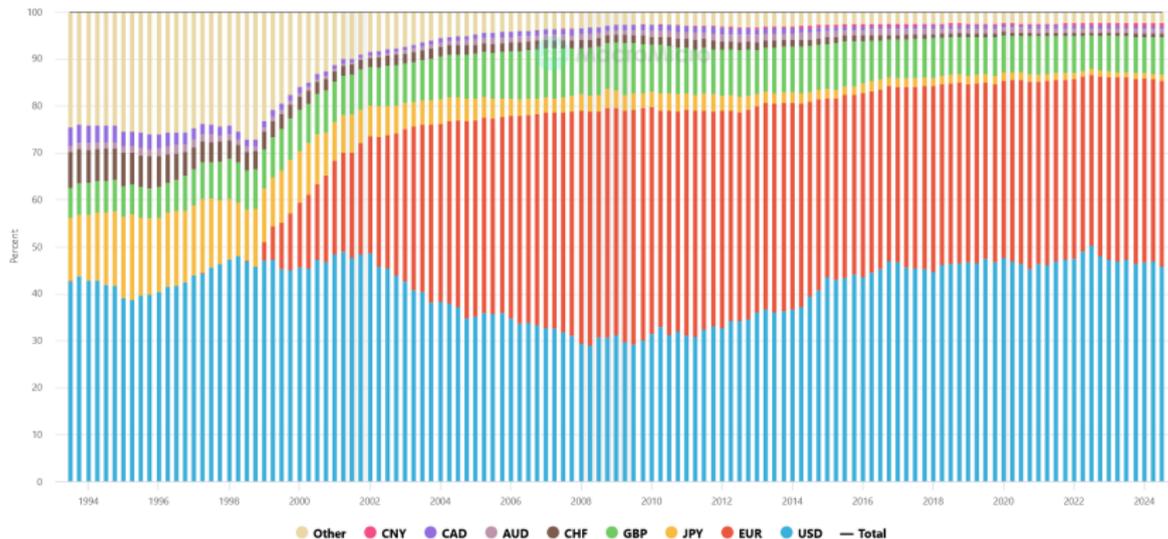


Source : SWIFT (*Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications*).

# Le dollar : une suprématie contestée ?

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois, toujours principale ...

... monnaie de libellé des obligations internationales

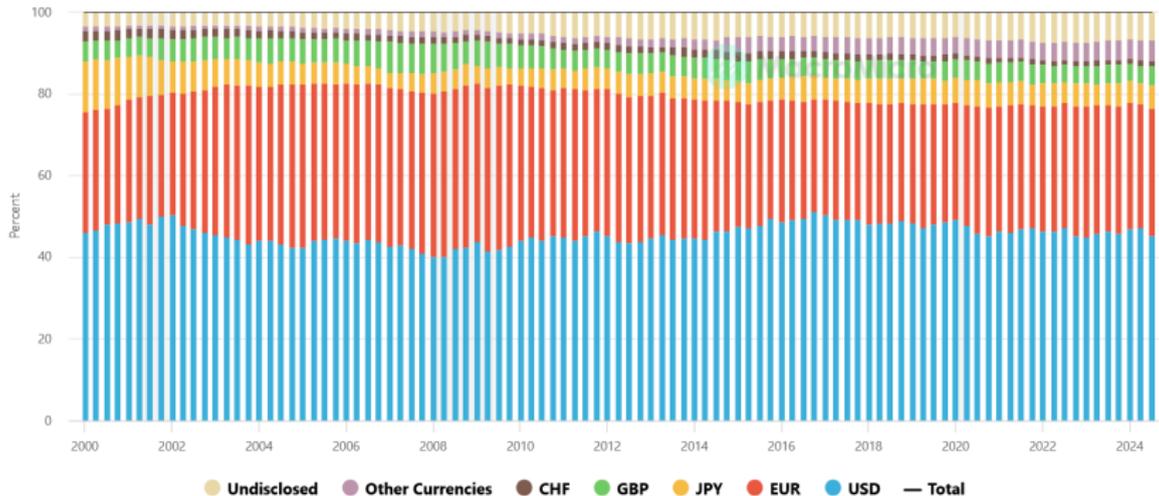


Source : Banque des Règlements Internationaux.

# Le dollar : une suprématie contestée ?

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois, toujours principale ...

... devise pour les prêts bancaires internationaux

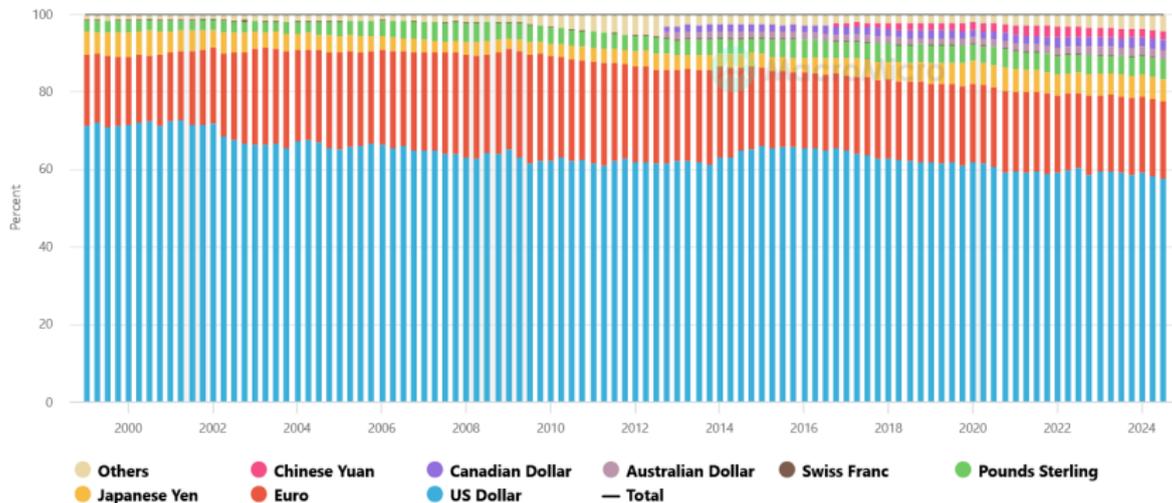


Source : Banque des Règlements Internationaux.

# Le dollar : une suprématie contestée ?

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois, toujours principale ...

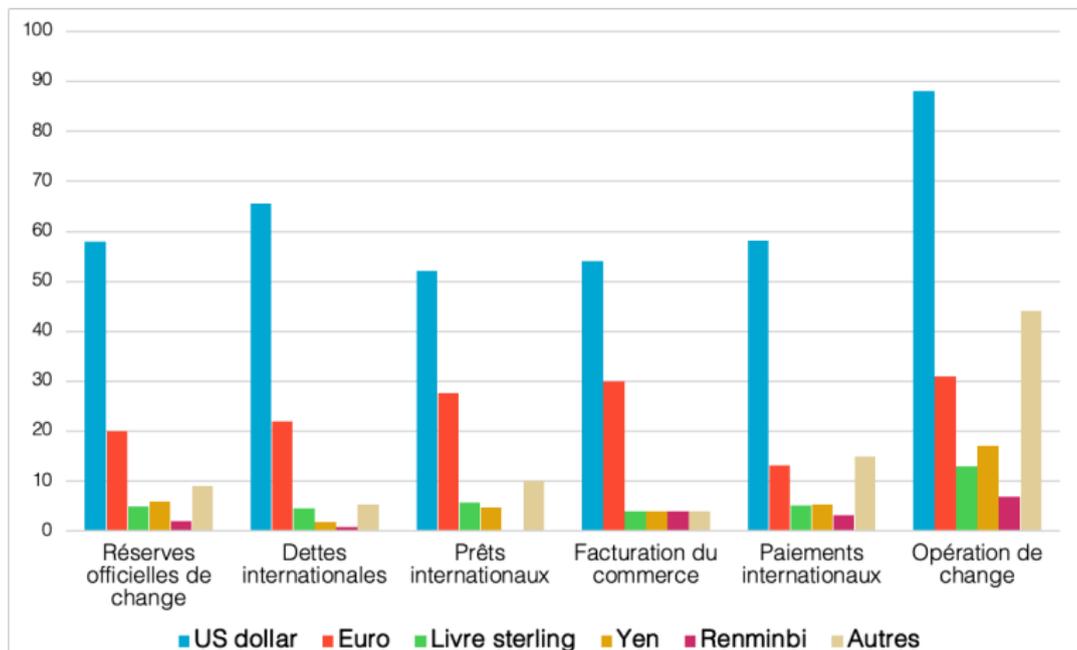
... devise dans les réserves officielles de change



Source : Fonds Monétaire International (COFER).

# Le dollar : une suprématie contestée ?

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois



Source : Atlantic Council (Dollar Dominance Monitor); BIS (Triennial Central Bank Survey); Boz et al (2022); ECB (The International Role of the Euro Report, 2023); IMF (COFER); SWIFT (RMB Tracker).

## Le dollar : une suprématie contestée ?

Qu'est-ce qui explique cette hégémonie persistante du dollar ?

---

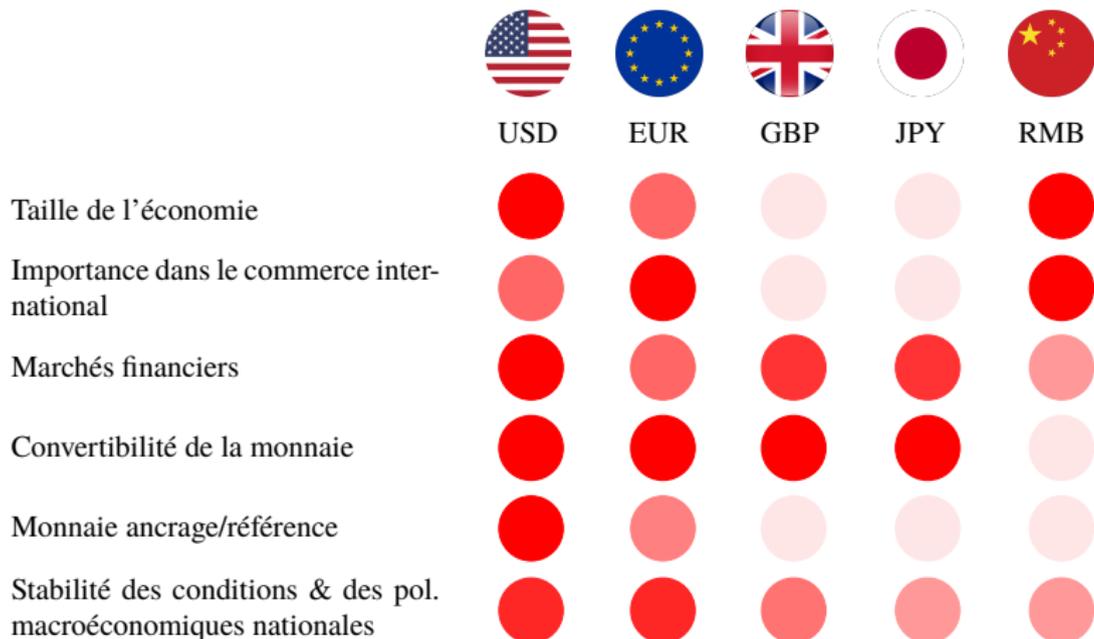
- Force d'inertie : les externalités de réseau (ou le poids du passé)
- La Finance
  - Le dollar, numéraire sur les marchés
  - Profondeur et liquidité des marchés américains | actifs sûrs
- L'absence de concurrents « sérieux »
  - L'euro : 3 grandes lacunes (Coeuré, 2019)
    - Réserve de valeurs !
    - Segmentation des marchés : faible profondeur et liquidité limitée !
    - Cacophonie européenne sur les questions internationales !  
↪ Influence réduite de l'Euro(pe)
  - Les monnaies digitales :
    - ★ Les *stable coins* (monnaies stables)
    - ★ Cryptomonnaies
  - Le renminbi

- Force d'inertie : les externalités de réseau (ou le poids du passé)
- La Finance
- L'absence de concurrents « sérieux »
  - L'euro : **insuffisances structurelles et institutionnelles !**
  - Les monnaies digitales :
    - ★ Les *stable coins* (monnaies stables)
      - Le pouvoir d'émission monétaire, pilier de la souveraineté des Etats
      - Garanties ? Evasion fiscale ? Blanchiment d'argent ? ...
      - Extraterritorialité du droit américain ?
    - ★ Cryptomonnaies émises par les banques centrales
      - Monnaie hégémonique synthétique : destin des DTS ?
        - ↪ Coûts de transactions ? Utilité/liquidité ? Coordination internationale ?
      - Cryptomonnaies émises individuellement
        - ↪ Transposition dans un monde virtuel des monnaies existantes

- Force d'inertie : les externalités de réseau (ou le poids du passé)
- La Finance
- L'absence de concurrents « sérieux »
  - L'euro : **insuffisances structurelles et institutionnelles !**
  - Les monnaies digitales : **maillon supplémentaire, opaque et inutile**
  - Le renminbi :
    - Forte dépendance au dollar de la Chine (commerce, bons du trésor)
    - Niveau de développement insuffisant des marchés financiers
    - Besoin d'étendre la zone d'influence de la Chine et donc du renminbi (commerce, finance, dette)

## Le dollar : une suprématie contestée ?

Qu'est-ce qui explique cette hégémonie persistante du dollar ?



Une dédollarisation est-elle possible dans un système pensé et conçu pour l'hégémonie du dollar ?

- Au-delà de la question de la monnaie, celle du SMI
- Deux « menaces » sérieuses :
  - Les BRICS(+)
  - Les politiques américaines

Un SMI repose sur deux éléments :

- Règles / Conventions → fonctionnement
- Institutions → infrastructure

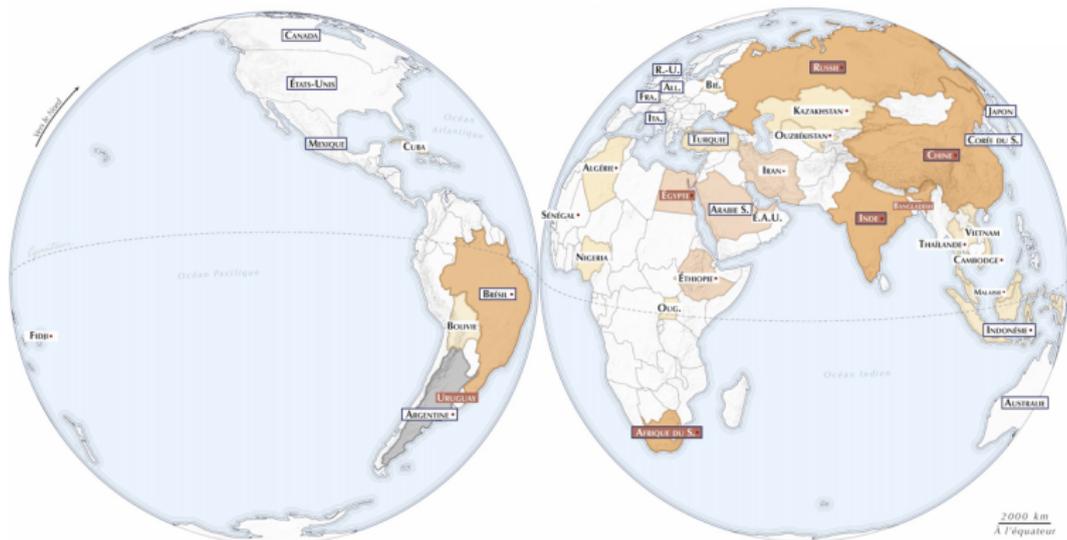
Objectif : faciliter le commerce international, les investissements transfrontaliers et, plus généralement, l'allocation des capitaux entre les États.

Un SMI viable doit donc :

- 1 inspirer confiance
- 2 fournir des moyens de paiement acceptables par tous
- 3 fournir suffisamment de liquidités
- 4 fournir des moyens permettant de corriger les déséquilibres (mondiaux)

# Le dollar : une suprématie contestée ?

## BRICS(+) : un réseau important et stratégique ...



- Pays initiateur des BRICS (+ Afrique du Sud depuis 2011)
- Pays ayant officiellement rejoint les BRICS en 2024
- Pays invité à rejoindre le groupe en 2024 ayant finalement décidé de ne pas le faire à la suite d'un changement de présidence
- Pays membre de la Nouvelle banque de développement, créée dans le cadre du groupe des BRICS

- Pays devenu «partenaire» des BRICS à la suite du sommet de Kazan en octobre 2024
- Pays membre du G20 (+ Union européenne)
- Pays ayant participé au dialogue BRICS+ en 2022

Source : Diploweb.com (2024)



PIB (% monde)



Population



Énergie



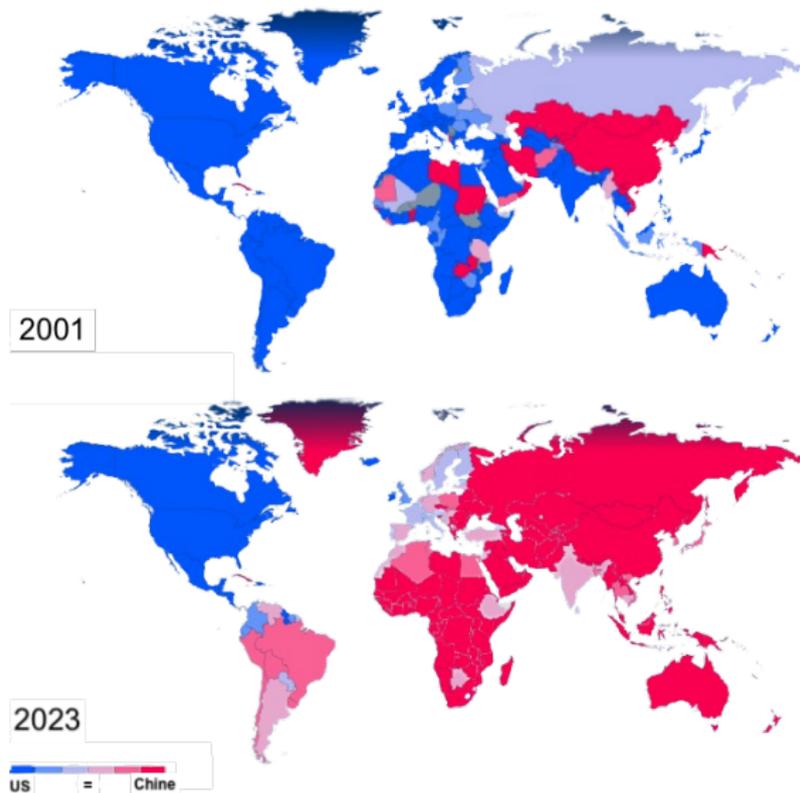
Agriculture



Industrie

# Le dollar : une suprématie contestée ?

## La Chine déjà partenaire commercial majeur ...



Source : Direction of trade statistics (IMF)

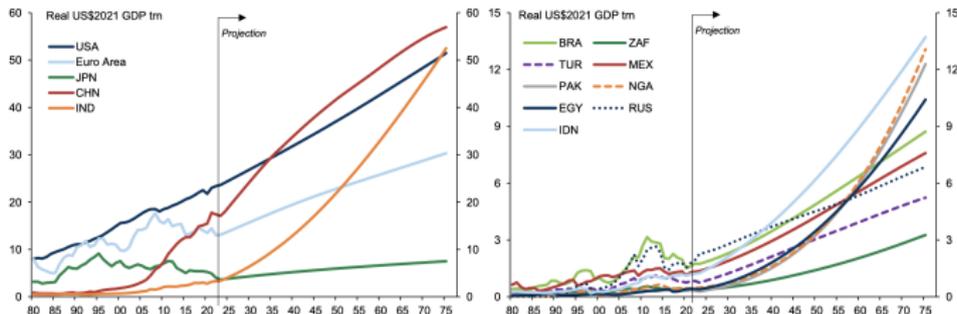
# Le dollar : une suprématie contestée ?

## BRICS(+) : un réseau important et stratégique ...

### Les plus grandes économies mondiales (en dollar US)

Ranking	1980	2000	2022	2050	2075
1	United States	United States	United States	China	China
2	Japan	Japan	China	United States	India
3	Germany	Germany	Japan	India	United States
4	France	United Kingdom	Germany	Indonesia	Indonesia
5	United Kingdom	France	India	Germany	Nigeria
6	Italy	China	United Kingdom	Japan	Pakistan
7	China	Italy	France	United Kingdom	Egypt
8	Canada	Canada	Canada	Brazil	Brazil
9	Argentina	Mexico	Russia	France	Germany
10	Spain	Brazil	Italy	Russia	United Kingdom
11	Mexico	Spain	Brazil	Mexico	Mexico
12	Netherlands	Korea	Korea	Egypt	Japan
13	India	India	Australia	Saudi Arabia	Russia
14	Saudi Arabia	Netherlands	Mexico	Canada	Philippines
15	Australia	Australia	Spain	Nigeria	France

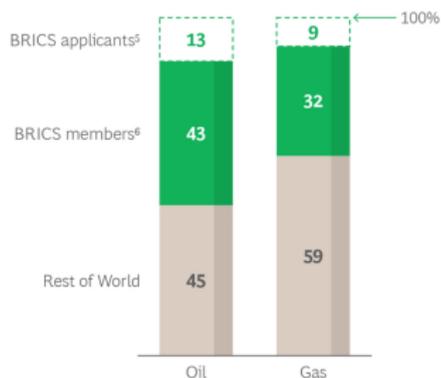
### Projections des PIB (dollar US constant 2021, billion)



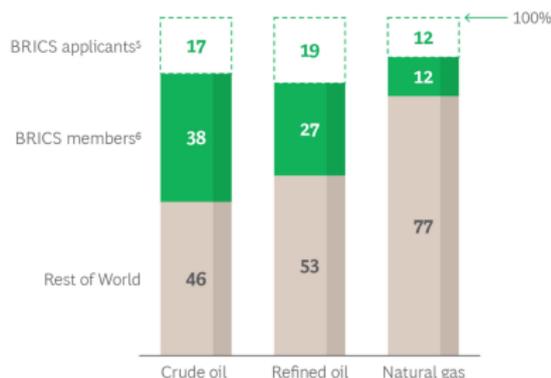
Source : Goldman Sachs (2022), « The Path to 2075 — Slower Global Growth, But Convergence Remains Intact »

### BRICS+ : Vers une sphère distincte du marché mondial de l'énergie ?

Global oil & gas production<sup>1</sup> of BRICS+ and rest of world, 2022 (%)<sup>4</sup>



BRICS<sup>2</sup> oil & gas product imports<sup>3</sup> from other BRICS and rest of the world, 2022 (%)<sup>4</sup>



<sup>1</sup>Oil measured in barrels per day. Gas measured in million standard cubic meters per year.

<sup>2</sup>Original BRICS members plus new members. 3. Imports measured in 2022 nominal dollars.

<sup>4</sup>Rounding errors.

<sup>5</sup>Algeria, Bahrain, Bangladesh, Belarus, Bolivia, Cuba, Kazakhstan, Kuwait, Pakistan, Palestine, Senegal, Thailand, Venezuela, and Vietnam.

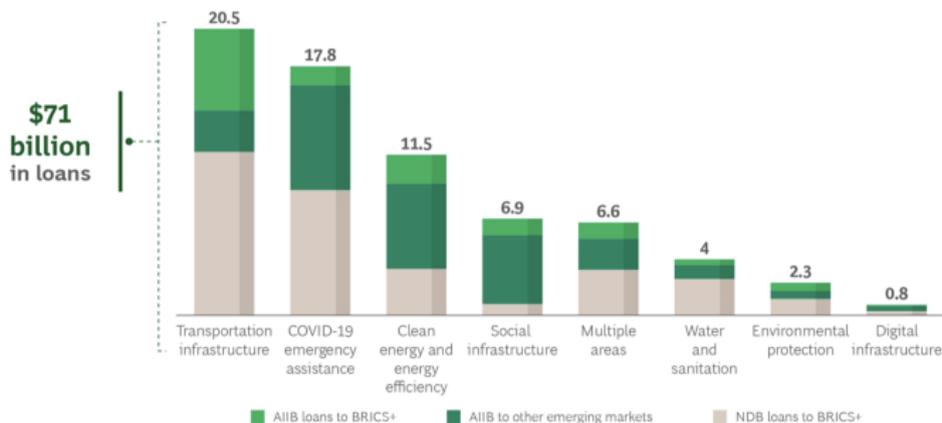
<sup>6</sup>Brazil, China, Egypt, Ethiopia, India, Russia, Saudi Arabia, South Africa, and UAE.

Source : BCG (2024), « An Evolving BRICS and the Shifting World Order ».

- Réseau ✓
- Infrastructure monétaire et financière LOADING...
  - La Nouvelle Banque de Développement ✓

- Réseau ✓
- Infrastructure monétaire et financière LOADING...
- La Nouvelle Banque de Développement ✓

! + *Asian Infrastructure & Investment Bank (AIIB), ...*



Source : BCG (2024), « An Evolving BRICS and the Shifting World Order ».

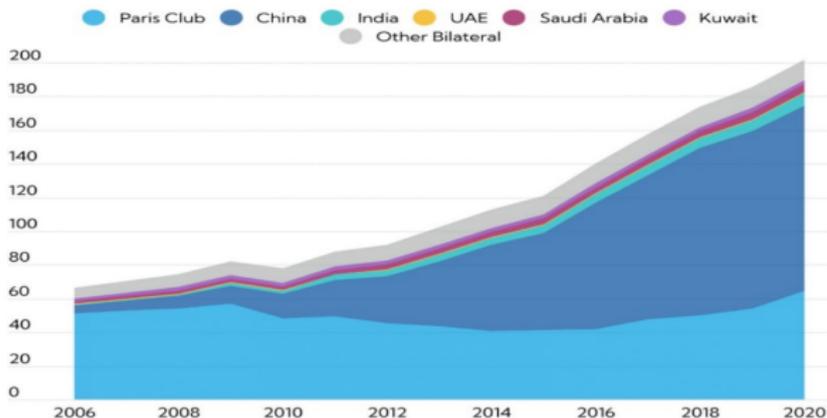
- Réseau ✓

- Infrastructure monétaire et financière



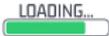
- La Nouvelle Banque de Développement ✓

- ! + Chine : principal créancier mondial



Source: World Bank's International Debt Statistics database (last updated 10/10/2021).

Note: Milliards de dollars, flux annuels.

- Réseau ✓
- Infrastructure monétaire et financière 
  - La Nouvelle Banque de Développement ✓
  - *BRICS Cross Border Payments Initiative (BCBPI)* 
    - **BRICS Pay** : interconnecter les systèmes de paiement nationaux des pays membres ;
    - **BRICS Clear** : système de dépôt et de règlement de titres ;
    - **BRICS Bridge** : pour les transactions monétaires de gros, en utilisant éventuellement les monnaies numériques de plusieurs banques centrales comme infrastructure de base
  - *BRICS Grain Exchange*
  - ...

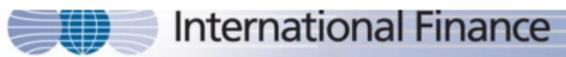
#### Que reste(ra)-t-il du dollar ?

- Unité de compte & interm. des échanges : dédollarisation invisible
- Réserve de valeur : ?
  - Post Bretton Woods ...
  - Post sanctions Russie ...

! Équilibre de la terreur → temps long pour substituer le dollar

#### Quelle monnaie pour les BRICS(+) et dans quel SMI ?

- ~~Monnaie unique ou commune~~
- L'ère du bilatéralisme : échanges en monnaies nationales
  - Système moins efficace mais moins fragile (moins exposé aux États-Unis)
  - Politiquement acceptable
  - Externalité(s) : développement marchés financiers (compensations), ...



ORIGINAL ARTICLE

### **Currency internationalization with Chinese characteristics: Is capital-account convertibility required for the renminbi to acquire reserve-currency status?**

Barry Eichengreen, Camille Macaire, Arnaud Mehl, Eric Monnet ✉ Alain Naef

First published: 07 July 2024 | <https://doi.org/10.1111/inf.12447> |

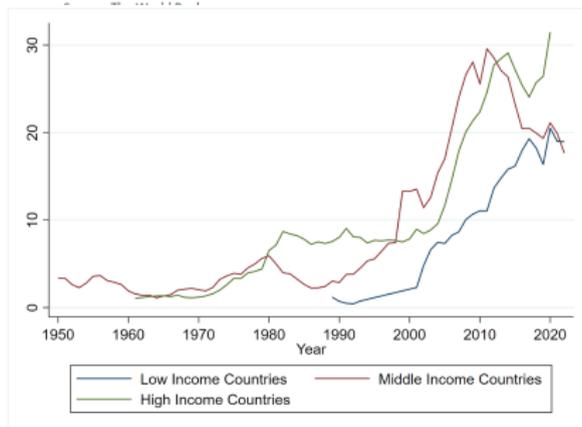
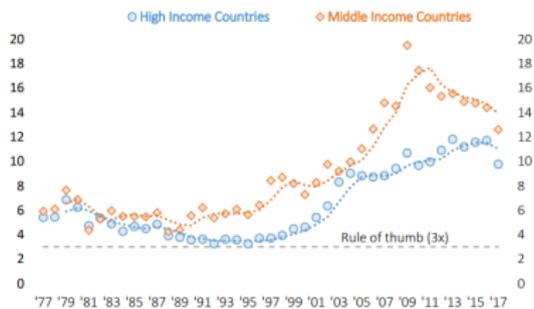
- Expansion du RMB par arrangements bilatéraux plutôt que processus de marché (différent £ et \$). Mais besoin pour Chine de détenir \$ pour intervenir à HK au cas où
- dans un monde + bilatéral avec moins de flux de capitaux, l'expansion du RMB repose moins sur \$

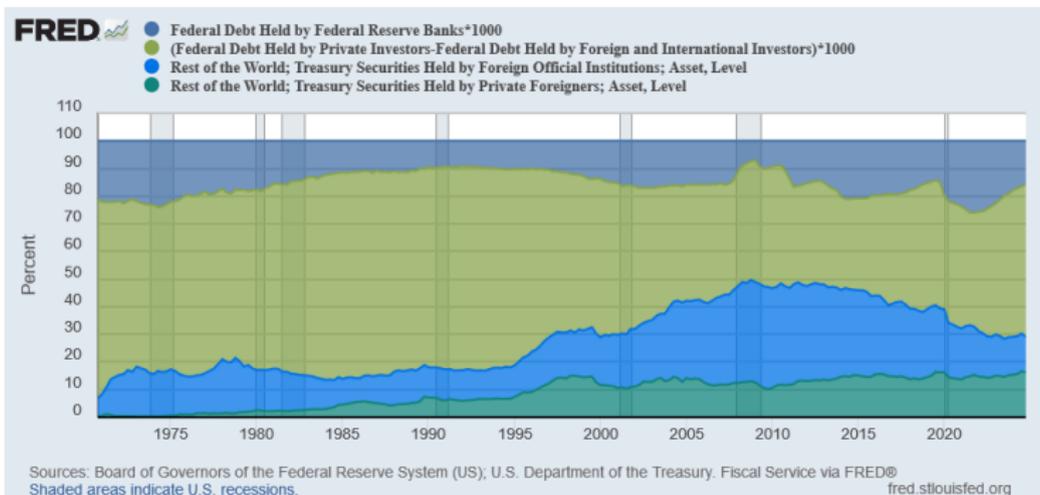
Miran & Trump cherchent à faire pression pour qu'autres pays (i.e. banques centrales) continuent à détenir \$.

Qu'est-ce que justifie cette peur ?

- depuis fin des années 1990, la dette publique US a bcp bénéficié d'accumulation de FX reserves par banques centrales
- source se tarit. Et d'autant plus si i) dépréciation négociée du dollar ; ii) moins de mondialisation fi. et com.
- déconnexion entre tx Fed et tx UST fin 2024 signe de désaffection pour dette US (Ahmed-Rebucci 2025) ?

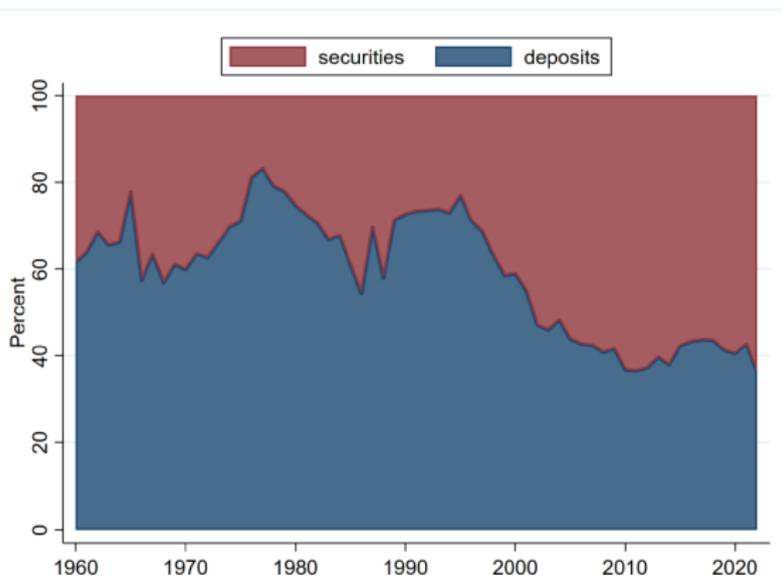
Figure 2: Total Reserves in month of imports





**FIGURE –** Qui détient la dette publique des USA ?

Figure 2: Composition of foreign exchange reserves (1960-2022)



**FIGURE** – La rupture des années 1990 : les banques centrales détiennent de plus en plus de titres.

Source : CEPII Central bank database (Morvillier et al. )

### Foreign Portfolio Holdings of U.S. Debt Securities as of June 30, 2024 (in millions of USD)

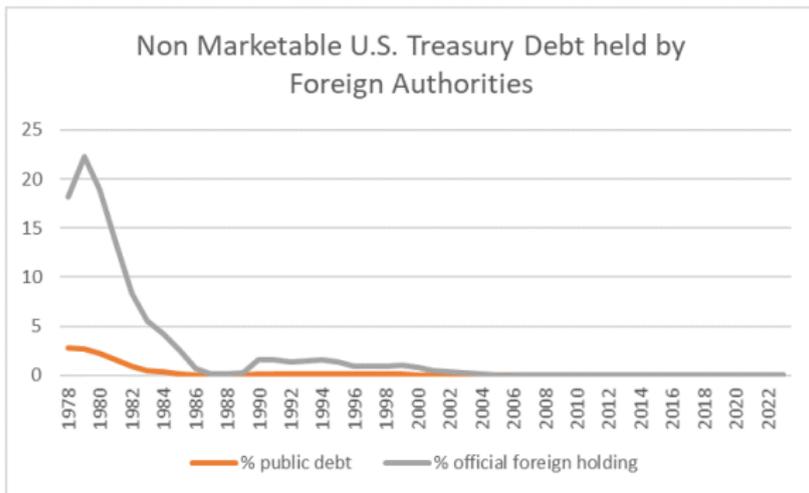
Type	Category	Total	Treasury	Agency	Corporate
Long-Term	Total	12,981,891	7,099,652	1,326,966	4,555,273
	<i>Official</i>	4,362,248	3,557,744	592,113	212,391
Short-Term	Total	1,318,890	1,099,813	6,611	212,466
	<i>Official</i>	274,441	265,665	–	849

**TABLE – Major Foreign Holders of Treasury Securities (Jan. 2025)**

<b>Country/Region</b>	<b>Amount (in billion USD)</b>
China (mainland + Hong Kong)	1016.7
Japan	1079.3
Asia (largest holders)	2981.9
EU	1558.2
EU + UK + Switzerland + Norway	2772.6
<b>Total</b>	<b>8526.4</b>
<i>of which official FX reserves</i>	<i>3810.6</i>

Les US peuvent-ils faire pression sur d'autres pays pour maintenir dette non-négociable ?

→ seulement si contreparties (cf. US-Allemagne années 1970) ou alors pression « impériale » (zone sterling années 50-60)



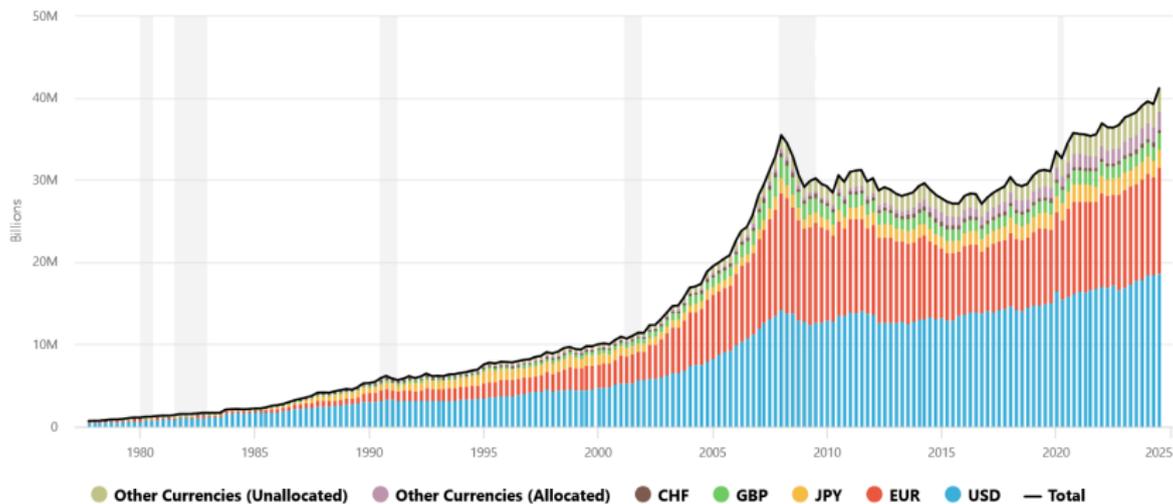
Bessent (6 march) : « Stablecoins will preserve dollar dominance »

- Comment concilier politique pro-crypto et domination du dollar ?
- Réserve de bitcoin ne peut avoir de statut monétaire
- Solution : pousser développement de stablecoins
- Mais nécessite régulation + utilisation à l'étranger
- Danger pour l'Europe si utilisation de stablecoins adossés uniquement sur \$

- Politique de Trump peut potentiellement réduire domination du \$ (incertitude, dépréciation)
- Contexte d'augmentation des alternatives au \$ (BRICS, RMB) et fin de période d'accumulation de nouvelles réserves FX depuis 2000
- Menaces poussent les USA à imaginer autres piliers de domination du dollar : pressions diplomatiques ou stablecoins
- Outre FX réserves, changements peuvent venir d'utilisation \$ sur marché monétaire et devise de facturation des échanges. Effets protectionnisme commercial ? Contrôle de capitaux ?

Merci

### Volume des prêts bancaires internationaux, par devise



### Réserves officielles de change, par devise

