

L'AVENIR DU DOLLAR AMÉRICAIN

Monnaie dominante ou monnaie parmi d'autres?

Décembre 2020

Par Luc de la Durantaye, Éric Morin et Michael Sager¹

1. Sommaire

- Le dollar américain est largement reconnu comme étant la principale monnaie de réserve mondiale. Ce statu quo persiste depuis une période sans précédent de huit décennies.
- Pourtant, le dollar subit un changement de cap graduel, mais durable. Des données probantes signalent qu'un système comptant plusieurs devises de réserve au stade embryonnaire est en train de se former. Parmi les rivaux crédibles à long terme du dollar figurent l'euro, le renminbi et l'or.
- Cette tendance à long terme a d'importantes répercussions sur tous les investisseurs qui investissent à l'échelle mondiale, y compris dans les actions, les obligations et les placements non traditionnels.
- La fin de la suprématie du dollar améliorera probablement le fonctionnement du système financier mondial en réduisant la propagation des chocs dans le monde. En particulier, ce changement de statut aura des effets positifs à long terme pour les économies et les actifs des marchés émergents.
- Le dollar devrait se déprécier et pourrait s'affaiblir encore plus que les modèles quantitatifs traditionnels de juste valeur ne le suggèrent.
- Il est également probable que le dollar devienne davantage corrélé à la croissance économique cyclique, ce qui remettra en question les hypothèses stratégiques traditionnelles concernant le traitement de la gestion passive des devises dans les placements mondiaux.
- On s'attend à ce que les rivaux potentiels du dollar affichent des tendances plus marquées, des corrélations contracycliques accrues et des changements économiques structurels qui coïncident avec leur ascension au rang de monnaies de réserve.

2. Qu'est-ce qu'une monnaie de réserve mondiale?

Les devises des économies importantes et stables qui ont des marchés financiers bien développés, solides et liquides, soutenus par de solides infrastructures juridiques, sont généralement de bonnes candidates pour passer au statut de monnaie de réserve mondiale. Pour consolider ce statut possible, les monnaies de réserve potentielles doivent présenter les caractéristiques suivantes :

- La monnaie est perçue comme une réserve de richesse fiable par les particuliers et les investisseurs, ainsi que par les banques centrales des pays émetteurs et, de façon générale, à l'échelle de l'économie mondiale.

- La monnaie est couramment utilisée comme unité de compte, y compris pour établir le prix des marchandises physiques négociées.
- La monnaie est largement utilisée comme moyen d'échange pour la facturation et le paiement des transactions transfrontalières.

La taille et la stabilité sont les deux critères essentiels.² Beaucoup de monnaies répondent à un, voire deux de ces critères. À l'heure actuelle, seul le dollar américain répond à chacun de ces critères. La situation du dollar et des marchés financiers américains est unique.

Ces critères se renforcent mutuellement. Les pays détiennent généralement une part relativement élevée des réserves de change dans la monnaie de leur principal partenaire commercial. C'est particulièrement le cas lorsque cette monnaie est fortement corrélée avec la monnaie nationale et qu'elle est la principale monnaie mondiale de facturation et de fixation des prix.³ Les banques centrales peuvent ainsi répondre à la demande intérieure de devises découlant des obligations de paiement internationales ou de la couverture du financement des importations et fournir des liquidités suffisantes en période de pénurie.

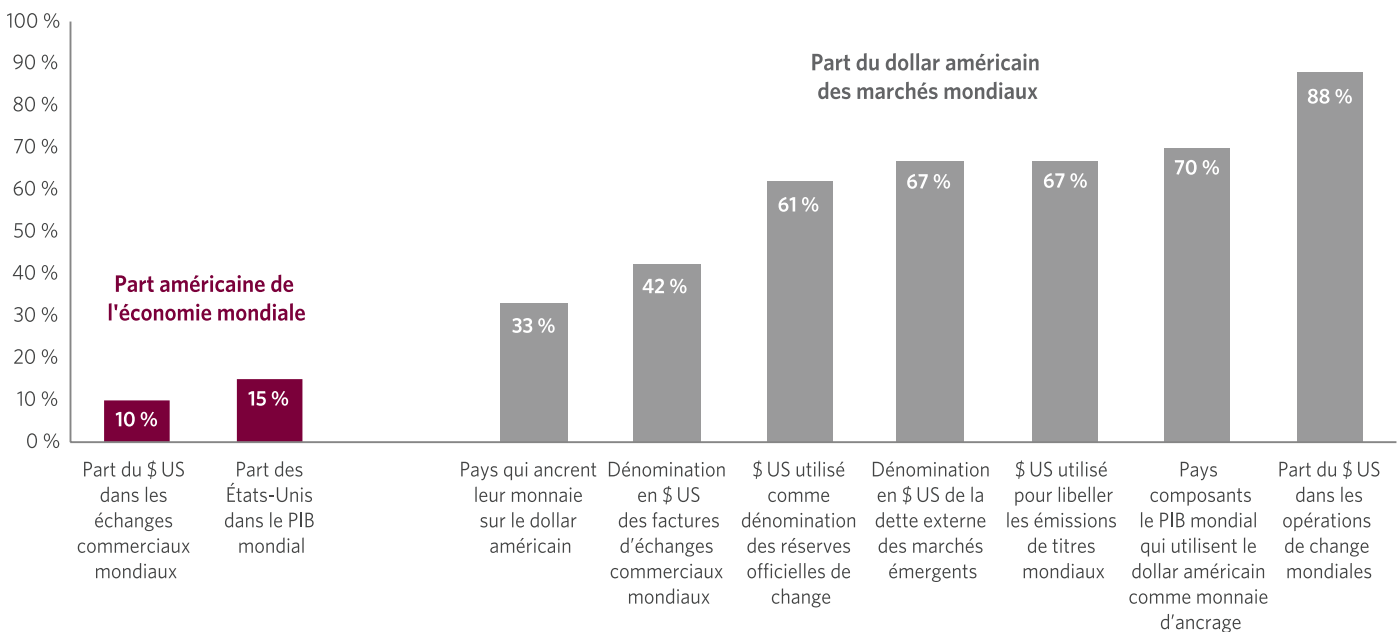
Lorsque la demande pour un actif, en l'occurrence le dollar, augmente, le rendement attendu diminue. Un rendement inférieur implique également une baisse des coûts pour les emprunteurs nationaux et étrangers lorsque le crédit commercial et l'émission de titres de créance augmentent. La baisse des coûts de financement entraîne une demande de dollars disproportionnée.

Détenir une grande quantité de crédit et de passifs libellés en dollars incite à facturer plus de ventes en dollars pour faciliter la correspondance de l'actif et du passif de l'entreprise. L'utilisation accrue du dollar par le secteur privé non financier incite les banques centrales à accumuler des réserves monétaires.⁴ C'est ainsi que la tendance se perpétue.

Pour les banques centrales des marchés émergents, en particulier, le maintien d'un stock adéquat d'une monnaie de réserve reconnue à l'échelle internationale suscite la confiance des investisseurs étrangers à l'égard des infrastructures économiques et financières nationales. Cette confiance atténue le risque de crise économique causée par une fuite soudaine des capitaux. Cela stimule également la demande de dollars américains.

Ce réseau d'effets qui se renforcent mutuellement a favorisé le statu quo de plusieurs décennies marqué par l'hégémonie des réserves mondiales en dollars américains (figure 1). Cette domination est sans précédent dans l'histoire moderne.

Figure 1- L'utilisation à l'échelle mondiale du dollar américain (\$US) dépasse de loin la taille des États-Unis au sein de l'économie mondiale



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Carney (2019), BRI (2019). Données au 1^{er} octobre 2020.

3. Quels sont les avantages et les coûts associés à l'émission d'une monnaie de réserve mondiale?

Les avantages de détenir et d'émettre une monnaie de réserve mondiale peuvent l'emporter ou non sur les coûts associés, selon la partie à laquelle vous vous adressez. Pendant près d'un siècle, les administrations américaines qui se sont succédées y ont réagi de manière positive et se sont contentées de présider à l'hégémonie persistante du dollar à l'échelle mondiale.

En revanche, le Japon a renoncé à promouvoir le yen comme monnaie de réserve mondiale dans les années 1970, craignant de perdre le contrôle de l'offre. L'Allemagne a suivi la même voie avec le deutsche mark en imposant des contrôles des capitaux qui n'ont été levés qu'en 1990, lorsque les pressions en faveur de l'Union monétaire européenne ont commencé à s'accroître. Jusqu'à présent, la Chine a été réticente à accepter pleinement le rôle mondial potentiel du renminbi pour les mêmes raisons.

L'avantage économique net pour les États-Unis a probablement diminué au fil du temps et pourrait même avoir disparu au cours des dernières années. Comme le conclut Bernanke (2016), « le fait que l'anglais soit la langue courante des affaires et de la politique internationales est beaucoup plus avantageux pour les États-Unis que le rôle mondial du dollar » (traduction libre).

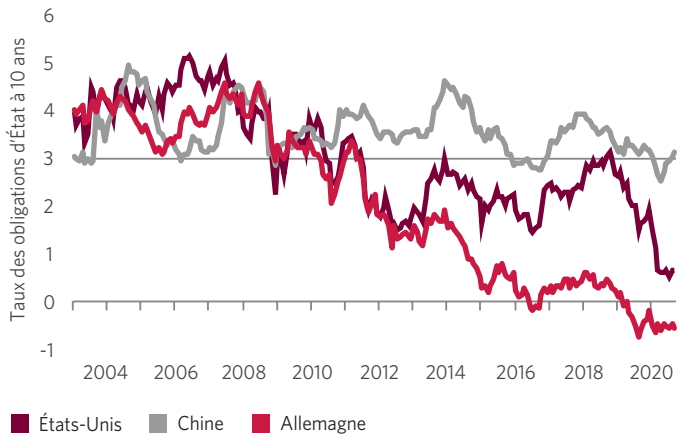
Le principal avantage découlant du statut du dollar américain comme monnaie dominante pour l'établissement des prix et la facturation est une réduction du risque de taux de change pour les sociétés américaines qui exercent des activités commerciales à l'échelle internationale. Comme le dollar fluctue par rapport aux

devises de la plupart des principaux partenaires commerciaux des États-Unis, il s'agit d'un avantage important. La monnaie d'échange est une monnaie qui tend à se négocier au-dessus de son niveau d'équilibre fondamental, mesuré en l'absence de toute offre d'achat en raison de son statut de valeur de réserve. Au cours des dernières années, cette surévaluation persistante a contribué aux déficits chroniques du compte courant des États-Unis.⁵

L'accès à des coûts d'emprunt moins élevés est également un avantage, même s'il est moins important. Les taux d'intérêt intérieurs sont généralement inférieurs sur l'ensemble des échéances de la courbe américaine des taux, comparativement aux courbes d'autres pays ayant une solvabilité similaire. La faiblesse relative des taux d'intérêt américains est attribuable à la demande élevée d'actifs libellés en dollars de la part des sociétés étrangères qui cherchent à recycler les dollars qu'elles reçoivent régulièrement.

La valeur de cet avantage pour les États-Unis était précédemment estimée à environ 0,6 % du PIB annuel.⁶ Elle a reculé au cours des dernières années, car la conjoncture économique défavorable a entraîné des taux d'intérêt inférieurs à ceux du dollar dans certains pays, voire des taux négatifs le long de la plupart des courbes de rendement. Du point de vue de la Chine, cet avantage serait encore relativement important, car les taux d'intérêt et les coûts du service de la dette au pays demeurent bien supérieurs à ceux des États-Unis et diminueraient probablement sous l'effet d'une internationalisation accrue du renminbi (figure 2).

Figure 2 - Les taux d'intérêt restent plus élevés en Chine qu'aux États-Unis ou dans la zone euro, ce qui indique que l'internationalisation accrue du renminbi pourrait être présenter un avantage économique



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Refinitiv Datastream. Données au 1^{er} octobre 2020.

Le seignuriage est un autre avantage qui commence à s'estomper. Il s'agit du revenu gagné par une banque centrale au nom du gouvernement national associé à l'émission de sa monnaie nationale. Le coût de fabrication de nouveaux billets et de nouvelles pièces de monnaie est inférieur à la valeur nominale, ce qui génère un revenu qui peut être investi dans des titres productifs d'intérêts. Le stock de dollars en circulation équivaut à 1 950 milliards de dollars,⁷ générant un revenu annuel de seignuriage équivalant à entre 0,1 et 0,2 % du PIB nominal des États-Unis.

L'avantage du seignuriage lié à l'émission d'une monnaie de réserve augmentera dans la mesure où les monnaies numériques des banques centrales remplaceront progressivement la monnaie papier.⁸

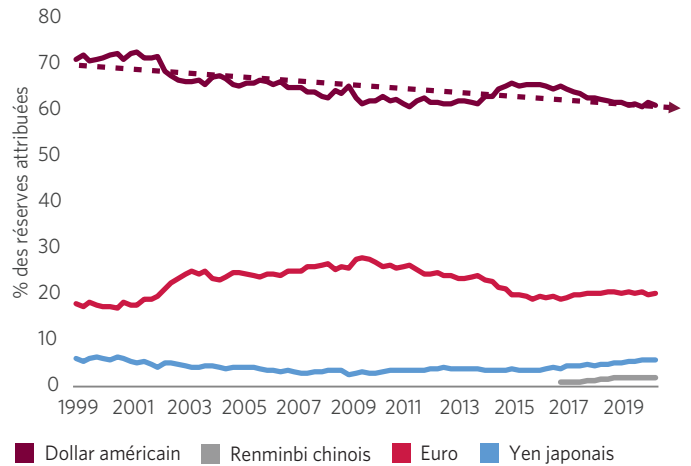
Enfin, grâce à l'afflux persistant de capitaux vers les actifs relativement sûrs, l'économie américaine profite d'une protection contre le risque de fuite de capitaux en période de tensions sur les marchés. Cet avantage reste présent même lorsque les tensions émanent des États-Unis. Pour preuve, le dollar s'est apprécié pendant la crise financière mondiale de 2007 à 2008 qui avait été déclenchée par la crise des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis.⁹

Bien entendu, il s'agit aussi du principal problème d'un système financier mondial dominé par une seule monnaie : pour le meilleur ou pour le pire, les conditions et les politiques aux États-Unis se répercutent dans l'ensemble du système financier mondial.

4. La fin de la dominance du billet vert?

Les données sur les réserves détenues par les banques centrales laissent transparaître que la perte d'hégémonie du dollar a commencé (figure 3).

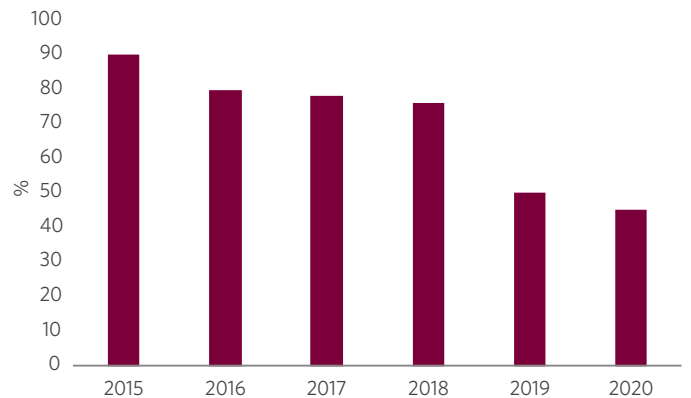
Figure 3 - Le dollar américain manifeste une tendance à la baisse de sa part des réserves de change des banques centrales



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : FMI COFER. Exemple : T1 1999 - T2 2020. Données au 1^{er} octobre 2020.

Une tendance similaire se dégage de l'analyse des données de facturation à l'échelle mondiale.¹⁰ Cette tendance apparaît plus particulièrement dans les données sur le règlement des transactions bilatérales entre la Chine et la Russie (figure 4).

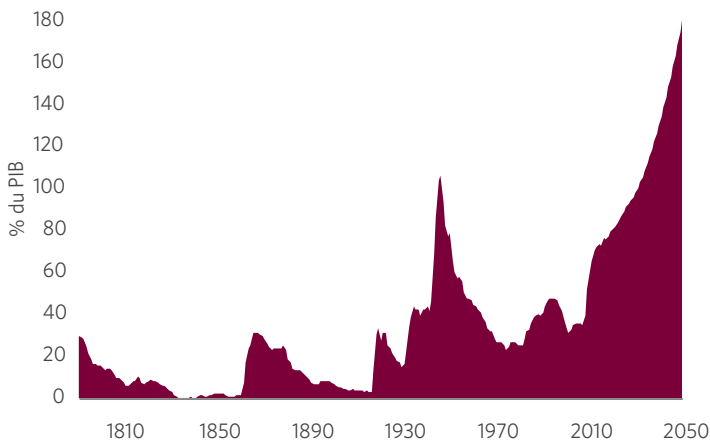
Figure 4 - La part du dollar américain dans les règlements commerciaux bilatéraux entre la Chine et la Russie a considérablement diminué



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Boz et al. (2020). Données jusqu'en 2019. Au 1^{er} octobre 2020.

Plusieurs thèmes alimentent cette tendance embryonnaire à l'encontre du dollar. Certains de ces thèmes sont locaux, notamment l'impression de monnaie sans précédent et l'adoption par la Réserve fédérale d'un cadre d'élaboration des politiques plus souple concernant l'inflation, parallèlement à l'accumulation record de dettes par le gouvernement américain (figure 5).¹¹ De même, l'adoption d'une politique étrangère américaine plus musclée, y compris des tarifs douaniers et des restrictions sur l'accès aux technologies et aux marchés américains, en particulier à l'égard de la Chine, et une tendance à « militariser » le dollar sont deux facteurs qui risquent de nuire au statut du dollar.¹² Cela semble particulièrement vrai en cette période de conflits politiques intérieurs profonds, voire même de déclin démocratique.¹³

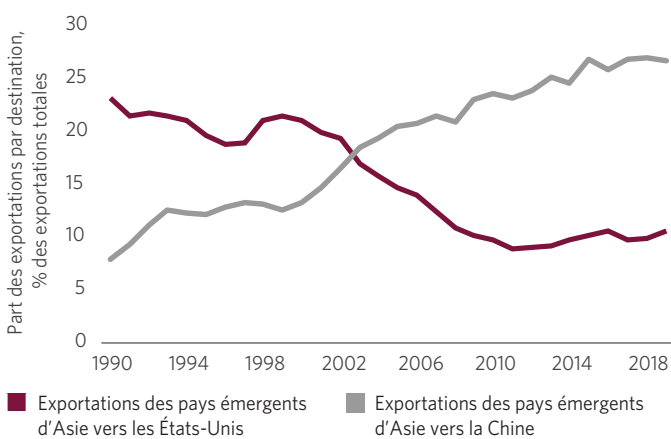
Figure 5 - La dette du gouvernement américain a déjà atteint des niveaux records et devrait augmenter encore plus



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Congressional Budget Office (2020; www.cbo.gov/publication/56020). Données de l'exemple : De 1790 à 2050. Au 1^{er} octobre 2020.

D'un point de vue externe, la part de l'économie américaine dans le commerce mondial est en baisse. Les économies émergentes d'Asie, qui devraient être à l'avant-garde de la croissance économique mondiale au cours des prochaines années, sont beaucoup plus exposées à la Chine qu'aux États-Unis (figure 6).

Figure 6 - Les pays émergents d'Asie exportent plus vers la Chine que vers les États-Unis



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Refinitiv Datastream. Données jusqu'au T2 de 2020 et au 1^{er} octobre 2020.

De façon plus générale, les débats sur les politiques et les recherches universitaires soulignent l'importance du recul de la domination du dollar américain pour la santé systémique du système financier mondial.¹⁴ Une utilisation moindre du dollar pourrait atténuer l'onde de choc produite par l'économie américaine et réduire la synchronisation des cycles commerciaux et financiers, au profit en particulier des économies et des actifs des marchés émergents. Comme le soutient M. Carney (2019), un degré élevé de synchronisation associé à un dollar américain dominant est moins important lorsque l'économie mondiale est en expansion.

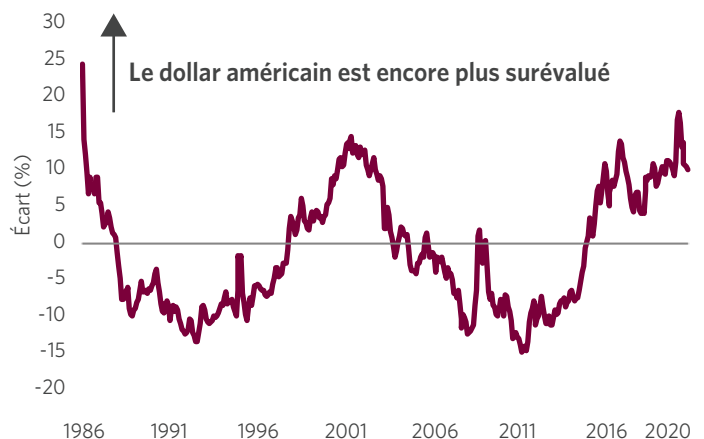
Toutefois, lorsque la conjoncture économique ou financière intérieure justifie un resserrement de la politique américaine plus important qu'ailleurs, des tensions systémiques se manifestent, comme ce fut le cas de 2017 à 2019.

5. Pourquoi la remise en question de la dominance du dollar est-elle importante pour les investisseurs?

Ce changement de statut a de nombreuses répercussions importantes. En plus de faciliter la désynchronisation des cycles financiers et économiques dans l'ensemble de l'économie mondiale, deux autres répercussions importantes sont à prévoir pour les gestionnaires d'actifs.

Premièrement, les réserves de change des banques centrales à l'échelle mondiale sont estimées à 12 000 milliards de dollars¹⁵ et sont majoritairement libellées en dollars américains. Toute modification importante de la composition des réserves de change motivée par la croissance d'autres actifs de réserve aurait probablement une incidence importante et durable sur les taux de change. On noterait entre autres un affaiblissement tendanciel du dollar américain plus important que ce que laissent penser les indicateurs d'évaluation quantitative traditionnels (figure 7).

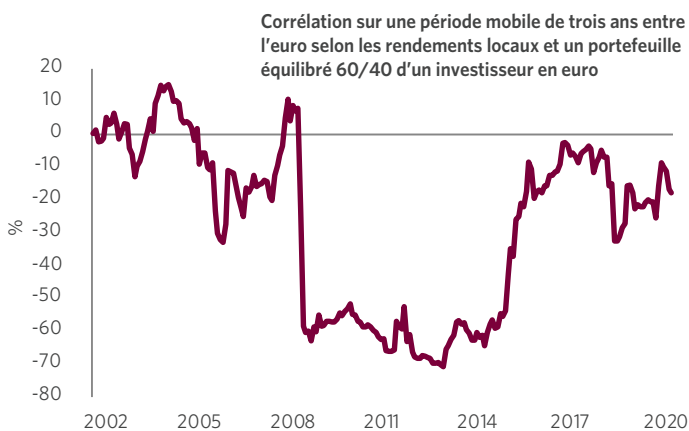
Figure 7 - Le dollar américain pondéré en fonction des échanges est surévalué et devrait se déprécier au cours des prochaines années dans une plus grande mesure que ce que les modèles quantitatifs de la juste valeur le suggèrent



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Refinitiv Datastream. Données de l'exemple : de janvier 1986 à octobre 2020. Données au 1^{er} novembre 2020.

Deuxièmement, les monnaies de réserve affichent généralement un comportement contracyclique. Ces renseignements éclairent les décisions stratégiques en matière de couverture de change dans les portefeuilles de placement qui investissent dans des actifs mondiaux. Lorsque l'euro a perdu de sa crédibilité au milieu des années 2000, il est passé brusquement d'une monnaie contracyclique à une monnaie procyclique (figure 8). Les décisions antérieures en matière de couverture de change stratégique sont devenues invalides et les hypothèses de risque du portefeuille sont devenues inexactes. La compréhension de l'évolution probable de l'état des réserves de change sur des périodes mobiles de trois à cinq ans fournira des éclaircissements sur la structure probable de corrélation des risques de change et facilitera la prise de décisions stratégiques plus éclairées en matière de politique de placement.

Figure 8 - La corrélation entre l'euro et les rendements des actifs locaux a brusquement changé au milieu des années 2000



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg LLC. Les données font état de la corrélation sur une période mobile de trois ans entre les rendements des devises pour un investisseur en euro, en rendements locaux, et un portefeuille équilibré mondial 60/40. Données au 1^{er} octobre 2020.

6. Quelles monnaies pourraient gagner en influence?

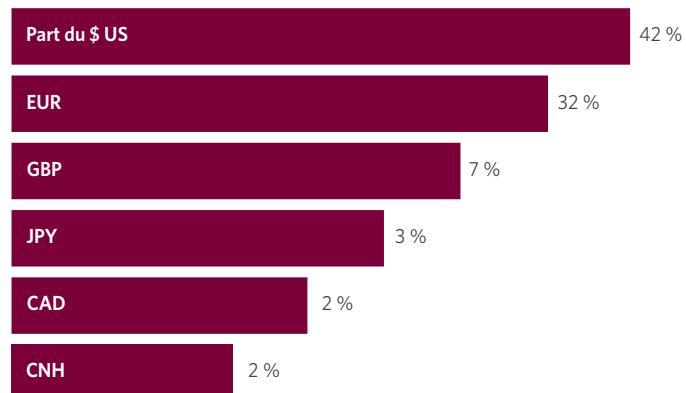
À mesure que le dollar américain se dépréciera, l'influence mondiale des autres monnaies grimpera. Dans cette section, nous examinons les mérites de plusieurs rivaux potentiels : l'euro, le renminbi, l'or, le yen et les cryptomonnaies.

6.1 Euro

L'euro possède plusieurs caractéristiques essentielles d'une monnaie de réserve mondiale. Citons entre autres une économie vaste et diversifiée, des marchés financiers bien développés et une volatilité monétaire relativement faible. Toutefois, certaines caractéristiques structurelles importantes demeurent absentes.

Ayant hérité de la crédibilité de la Bundesbank en 1999, l'euro était initialement perçu comme un nouveau rival du dollar. La liquidité et l'étendue des marchés financiers de la zone euro,¹⁶ ainsi que l'utilisation répandue de l'euro dans la facturation et la fixation des prix pour les transactions internationales (figure 9)¹⁷ alimentaient cette perception, avec pour ombre au tableau que le recours à l'euro se limitait principalement aux transactions impliquant au moins une économie de la zone euro, comme c'est encore le cas aujourd'hui.¹⁸

Figure 9 - Le dollar est toujours prépondérant dans le règlement des transactions transfrontalières



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : SWIFT. Basé sur la valeur. Données au 31 juillet 2020.

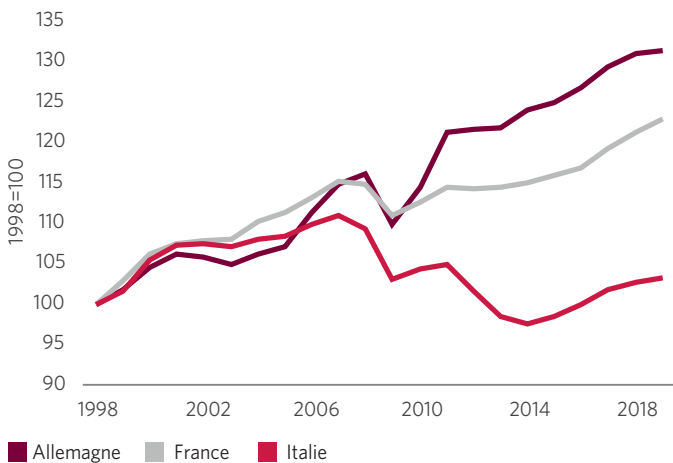
L'euro a commencé à perdre de son attrait au milieu des années 2000. L'antipathie est d'abord née de la prise de conscience grandissante des investisseurs quant à la persistance des risques de crédit souverain des pays européens, malgré la réévaluation des notations des États membres par les agences de notation.¹⁹ La crise financière mondiale de 2007 à 2008, qui a pris naissance aux États-Unis, mais qui s'est ensuite propagée au secteur bancaire de la zone euro et s'est intensifiée dans ce secteur, a mis au jour ces risques de crédit qui ont failli anéantir l'euro. Les risques de crédit se sont accentués au cours de la crise de la dette souveraine européenne de 2011 à 2012.

L'euro est resté moribond pendant la majeure partie de la décennie suivante. La réalité du Brexit, la menace de la sortie de l'Italie, l'absence persistante d'une autorité budgétaire centrale et d'un marché des obligations gouvernementales étendu étaient perçus comme autant d'obstacles insurmontables empêchant l'euro de devenir une monnaie de réserve mondiale.

Les perspectives de l'euro se sont considérablement améliorées récemment. En 2018, la Commission européenne a réitéré son engagement à renforcer le statut de l'euro en tant que monnaie internationale (Commission européenne, 2018). Ensuite, en mai 2020, l'Allemagne et la France ont proposé un fonds de relance européen. Ce fonds visait initialement à répondre aux répercussions économiques de la COVID-19 et aux fermetures qui en ont découlé. Il est probable qu'il aille encore plus loin, ce qui aura de profondes répercussions sur les marchés obligataires libellés en euros, ainsi que sur le statut futur de l'euro.

Nous entrevoyons notamment trois implications. Tout d'abord, le fonds facilitera les transferts fiscaux intra-communautaires, en particulier entre les pays du nord et du sud de la zone euro. Cette idée était auparavant inadmissible pour les États membres du nord. Ces transferts seront probablement durables et unidirectionnels. Cela souligne les autres faiblesses systémiques que la zone euro doit corriger pour assurer sa légitimité à long terme sans mettre en faillite son État membre le plus prospère, l'Allemagne (figure 10). Toutefois, ces faiblesses sont moins néfastes, comparativement aux États-Unis, que l'absence d'une autorité budgétaire centralisée, ce qui pourrait nuire au statut de monnaie de réserve importante de l'euro.

Figure 10 – Les tendances du PIB par habitant dans la zone euro révèlent des faiblesses structurelles persistantes



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Federal Reserve Bank de St. Louis Échantillon : 1998-2019. Données au 1^{er} octobre 2020.

Deuxièmement, le fonds facilitera la montée en puissance de la Commission européenne en tant qu'émetteur de titres de créance important et relativement attrayant. L'ampleur des émissions annuelles sera comparable à celle des émissions de titres souverains européens des pays de deuxième importance, comme ceux de l'Espagne. Il en résultera un nouvel actif relativement sûr que les investisseurs mondiaux, y compris les fonds souverains et les gestionnaires de réserves des banques centrales, pourront utiliser. Le fonds de relance émettra pour environ 850 milliards d'euros de titres (soit l'équivalent de 1 000 milliards de dollars américains). En supposant que les fonds souverains et les banques centrales absorbent la moitié de ces émissions, la part de l'euro dans les réserves de change totales augmenterait de 4 % et il consoliderait sa position de deuxième monnaie de réserve.

Troisièmement, les émissions supranationales de l'Union européenne constitueront une force stabilisatrice sur le marché, ce qui réduira la prime de risque que les investisseurs attribuent aux États périphériques de l'UE dont la cote est inférieure, ainsi qu'à l'euro.

Parmi les autres mesures nécessaires pour mieux positionner l'euro comme grand rival du dollar américain figure la réalisation de l'union bancaire et la fin du recours aux taux d'intérêt négatifs comme instrument de politique monétaire.

Toutefois, des progrès ont été réalisés et l'euro semble bien placé pour faire partie d'un système de monnaies de réserve mondial multipolaire.

6.2. Renminbi

Le renminbi est souvent considéré comme le rival du dollar américain le plus probable à long terme. Nous sommes d'accord.

Cette rivalité n'a pas beaucoup progressé en raison du jeu de facteurs contradictoires incitant ou décourageant les autorités chinoises à réformer les marchés financiers et à faciliter l'utilisation du renminbi (figure 11). Toutefois, quelques changements méritent d'être mentionnés.

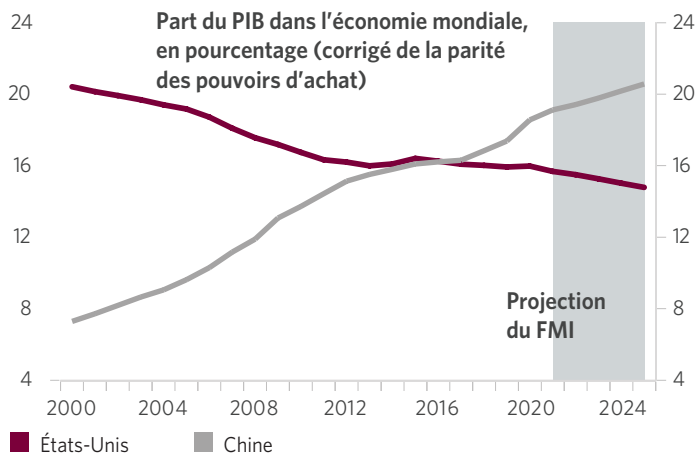
Figure 11 – L'utilisation du renminbi comme monnaie de règlement dans les échanges transfrontaliers chinois a atteint un plateau ces dernières années



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg LLC. Données au 2 octobre 2020.

La croissance prévue de la part de la Chine dans l'économie mondiale demeure élevée (figure 12). La Chine est déjà le premier exportateur mondial et le deuxième importateur après les États-Unis. La valeur des créances gouvernementales chinoises en circulation sera de plus en plus importante sur les marchés mondiaux. L'ajout récent de la Chine à la liste des principaux indices de référence des titres à revenu fixe pourrait susciter des entrées de capitaux de plus de 300 milliards de dollars.²⁰ La Chine devrait représenter 10 % de l'indice obligataire mondial J.P. Morgan d'ici décembre 2020 et 6,35 % de l'indice mondial des obligations d'État FTSE à compter d'octobre 2021. Dans ces conditions, la Chine sera toujours sous-représentée en termes de PIB.

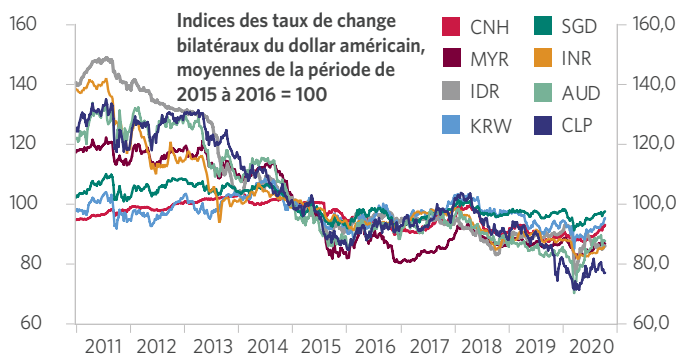
Figure 12- La Chine continue d'accroître sa part du PIB mondial



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Refinitiv Datastream; FMI. Données au 16 octobre 2020.

Sur le marché des changes, l'intégration de la Chine et d'autres économies asiatiques a stimulé le parallélisme des taux de change régionaux (figure 13). Nous assistons déjà à l'émergence d'un bloc monétaire asiatique ancré sur le renminbi.

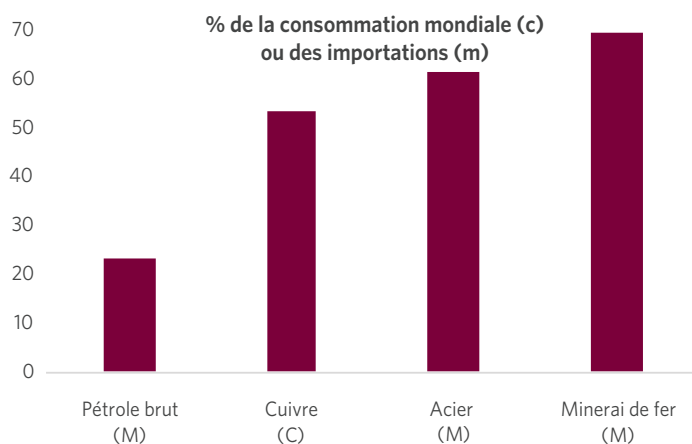
Figure 13- La stabilisation de la monnaie laisse entrevoir un bloc de devises émergentes ancré sur le renminbi



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Refinitiv Datastream. CNH = renminbi chinois; AUD = dollar australien; CLP = peso chilien; IDR = roupie indonésienne; INR = roupie indienne; KRW = won coréen; MYR = ringgit malais; PHP = peso philippin; SGD = dollar de Singapour. Données en date du 2 octobre 2020.

Les monnaies liées aux marchandises, comme le dollar australien et le peso chilien, sont de plus en plus corrélées avec le renminbi, ce qui témoigne de l'importance de la demande chinoise pour un certain nombre de marchandises (figure 14).

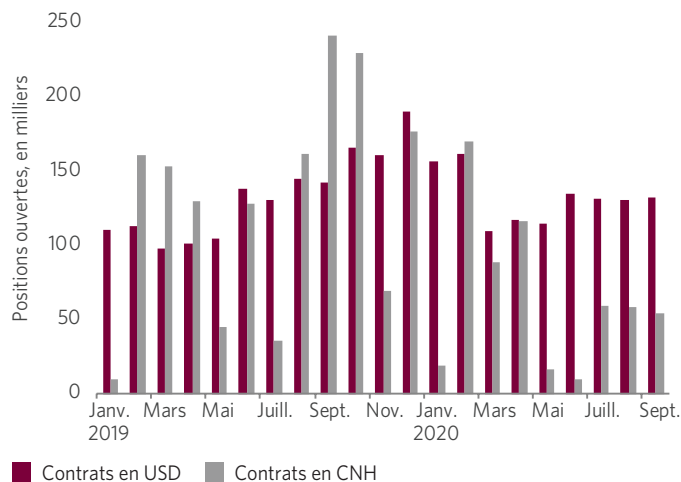
Figure 14- La Chine domine la demande dans une variété de marchandises



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant des fournisseurs tiers suivants : Refinitiv Datastream; International Nickel Study Group; BP; Statista; World Bureau of Metal Statistics. Données au 16 octobre 2020.

La demande chinoise d'or et de pétrole brut a déjà donné naissance à des contrats à terme standardisés de marchandises en renminbi. Les positions ouvertes des contrats aurifères en renminbi rivalisent souvent avec celles du marché plus établi des contrats établis en dollars (figure 15).

Figure 15- Les positions ouvertes des contrats à terme standardisés aurifères en renminbi rivalisent souvent avec celles des contrats à terme en dollars



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg LLC. Données au 1^{er} octobre 2020.

Les perspectives de croissance économique signalent que l'or, le pétrole et d'autres principales marchandises pourraient passer d'un prix en dollar à un prix en renminbi. Cela représenterait un changement important dans la situation relative des deux monnaies. Toutefois, ce changement ne pourra intervenir que lorsque le renminbi sera plus largement utilisable et plus fiable, y compris dans les échanges commerciaux non chinois. Cela permettrait aux producteurs de marchandises de réutiliser les renminbis accumulés en toute confiance pour acheter des produits finis et des services, ou des actifs financiers librement négociables.

Affichant une balance courante excédentaire avec le reste du monde, dont les États-Unis, la Chine a accumulé un stock important et croissant de dollars américains. Traditionnellement, ces dollars étaient recyclés dans des titres du Trésor américain. Dans le contexte actuel de taux d'intérêt extrêmement bas et de tensions politiques amplifiées, l'appétit des Chinois pour une nouvelle accumulation de titres du Trésor s'est atténué au profit d'investissements privés étrangers offrant des rendements supérieurs.

Ces investissements s'inscrivent dans le cadre de son initiative la Ceinture et la Route. D'ici 2027, ils devraient se chiffrer à environ 1 300 milliards de dollars et englober cinquante pays à faible revenu qui représentent la moitié de la population mondiale actuelle et 15 % du PIB mondial.²² Les investissements de la Ceinture et la Route permettront à la Chine d'exporter une capacité de production intérieure excédentaire et de réduire son exposition aux échanges commerciaux avec les États-Unis et aux bons du Trésor. Les dépenses de la Ceinture et la Route en 2019 équivalaient à environ 10 % des bons du Trésor détenus par la Chine.²³ Ces investissements visent également à favoriser une intégration économique accrue avec le reste de l'Asie, ainsi qu'avec l'Afrique et l'Europe, en finançant la construction d'infrastructures de développement.

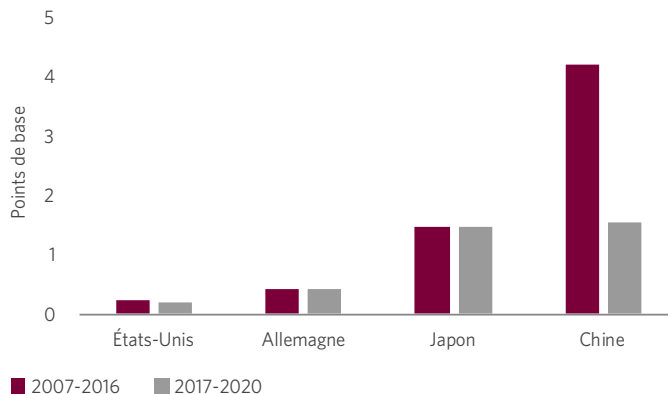
L'internationalisation du renminbi est un corollaire logique de l'initiative la Ceinture et la Route. Il est peu probable que la Chine laisse le dollar américain devenir l'unité de compte de la vaste et profonde intégration qui devrait en résulter.²⁴

Malgré d'importants progrès dans de nombreux domaines, le renminbi a encore beaucoup de chemin à parcourir pour rivaliser avec le dollar américain.

Le rôle du renminbi sur le marché mondial des changes demeure modeste. Sa part des réserves de change mondiales ne représente que 2 %. Elle se classe seulement au huitième rang pour ce qui est de la part des opérations de change quotidiennes mondiales.²⁵ Fait plus pertinent, 95 % des opérations portant sur le renminbi sont libellées en dollars américains de l'autre côté de l'opération.²⁶

Le système financier chinois est déjà assez important pour soutenir une monnaie internationale,²⁷ mais il demeure relativement fermé. Les investisseurs étrangers ne détiennent que 3 % du marché des obligations d'État libellées en monnaie locale,²⁸ contre 41 % de propriété étrangère sur le marché américain.²⁹ Les marchés financiers chinois sont également relativement illiquides, les écarts entre les cours acheteur et vendeur des obligations souveraines étant considérablement plus élevés que ceux des principaux marchés comparables (figure 16).

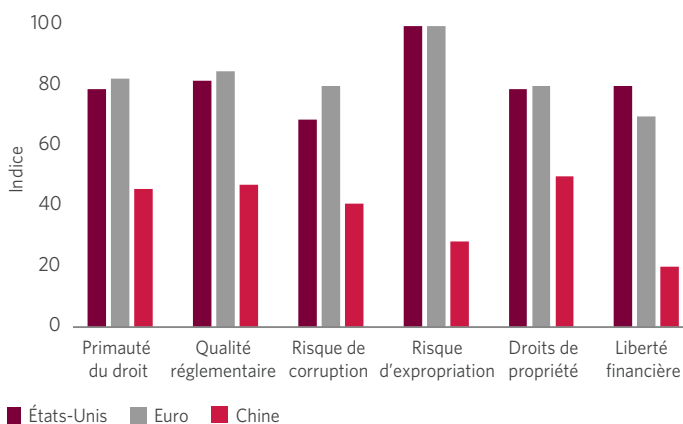
Figure 16 – Les écarts entre les cours acheteurs et vendeurs sur le marché des obligations d'État chinoises restent importants par rapport aux marchés développés comparables



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg LLC. Données au 1^{er} octobre 2020.

Sous-jacents à ces restrictions, le contrôle des capitaux en Chine demeure prohibitif et les fondations institutionnelles restent relativement faibles, en particulier par rapport à la taille de l'économie chinoise (figure 17).

Figure 17 – La qualité des institutions chinoises reste relativement faible par rapport à celles des États-Unis et de l'Europe



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : TheGlobalEconomy.com. Pour toutes les mesures, un chiffre plus élevé indique un risque plus faible. Données au 1^{er} octobre 2020.

La mise en œuvre de nouvelles réformes sera difficile et n'est pas sans risques. La libéralisation des marchés financiers pourrait susciter de nouvelles fuites de l'épargne intérieure, par exemple en raison de vives préoccupations concernant la stabilité financière intérieure. De plus, le rythme de la réforme du secteur financier sera probablement freiné par l'aversion manifeste du Parti communiste chinois à céder son autonomie politique, et parce que, comme nous l'avons vu précédemment, les avantages nets de devenir l'émetteur d'une monnaie de réserve sont de plus en plus modestes.

Il y a aussi des coûts associés au fait de ne pas ouvrir les marchés financiers intérieurs à des participants étrangers. Par exemple, en mettant le système financier chinois à l'abri de la concurrence internationale, le contrôle des capitaux a permis à des inefficiences indésirables de persister.³⁰

Au bout du compte, les coûts de l'inaction l'emporteront probablement sur les risques associés au progrès. Si la trajectoire semble certaine, le cheminement sera graduel, et il semble peu probable qu'une réforme majeure des marchés financiers intervienne au cours des cinq à dix prochaines années.

Même en l'absence de nouvelles réformes profondes du secteur financier et de la politique économique, le renminbi peut renforcer son rôle sur la scène internationale. Compte tenu de la contribution de la Chine au commerce mondial, la part du renminbi dans les réserves de change des banques centrales devrait déjà avoisiner 20 %, alors qu'elle n'est actuellement que de 2 %.

Moyennant des réformes plus importantes et une plus grande ouverture des marchés financiers intérieurs à la participation, le renminbi pourra rivaliser avec le dollar américain plus rapidement.

6.3. Or

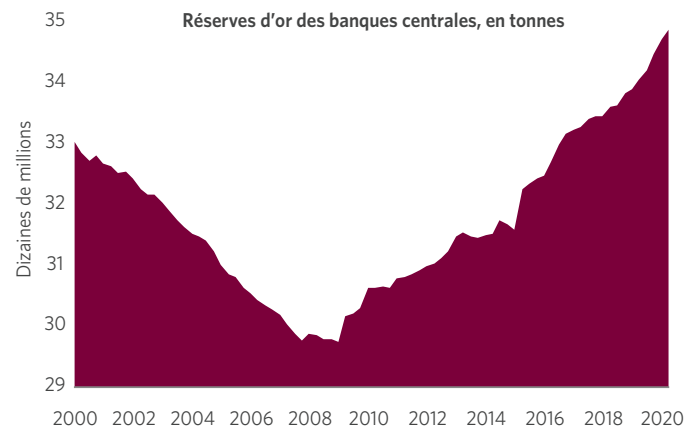
Depuis des milliers d'années, l'or est largement utilisé comme source de richesse et comme moyen d'échange. Il exerce toujours ces fonctions aujourd'hui, malgré l'introduction de nombreuses nouvelles catégories d'actif au fil du temps. La clé de sa longévité, c'est que l'or tend à conserver son pouvoir d'achat réel à long terme, même s'il peut afficher des écarts importants à court terme.

Les investisseurs utilisent également l'or pour se prémunir contre les risques structurels extrêmes qui menacent d'anéantir la valeur réelle des autres actifs financiers. Le plus important de ces risques est la dépréciation de la monnaie par un gouvernement ou une banque centrale cherchant à générer une inflation importante au moyen d'une augmentation considérable et soutenue de la masse monétaire. Au cours des deux derniers épisodes de dépréciation des monnaies (pendant les années 1930 et les années 1970), les monnaies papier se sont dépréciées d'environ 60 %. Le prix réel de l'or a augmenté au cours des deux périodes.

Certains analystes considèrent que cette menace est encore plus pertinente aujourd'hui. Ce constat est particulièrement vrai compte tenu de la manière dont les gouvernements se sont immiscés dans le processus de création d'argent dans la foulée des mises à l'arrêt de l'économie en 2020, par l'intermédiaire de diverses directives sur les prêts bancaires et de diverses initiatives de garantie de prêt³¹. Nous partageons ce point de vue, du moins en ce qui a trait à l'orientation, en dépit du taux d'inflation peu élevé actuel.

Après avoir reculé pendant de nombreuses années, les réserves d'or des banques centrales ont affiché une tendance à la hausse au cours de la dernière décennie, atteignant leur plus haut niveau en 2020 depuis la fin des années 1960 (figure 18). La majeure partie de la croissance de la demande officielle d'or provient des économies émergentes et est motivée par une combinaison de facteurs économiques, politiques et financiers.

Figure 18 – L'or a profité de l'absence de substitut au dollar



Source : L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : World Gold Council. Données au 30 septembre 2020.

Nous avons déjà vu pourquoi les banques centrales continuent d'accumuler des réserves d'or : la forte croissance de la dette des pays développés pourrait susciter des inquiétudes quant à la valeur future des monnaies fiduciaires, dont le dollar. Pourtant, une hausse de l'inflation pourrait être une solution intéressante pour les gouvernements publiquement élus. Les solutions de rechange, à savoir l'augmentation des impôts, la réduction des services publics et même la faillite, ne seraient probablement ni acceptables sur le plan financier, ni socialement acceptables pour la classe moyenne, déjà mécontente et certainement surimposée.

L'adoption récente par la Réserve fédérale américaine d'une politique d'inflation cible moyenne laisse entrevoir une nouvelle attitude asymétrique face à l'inflation, plus favorable au dépassement de la cible qu'à un recul de l'inflation. Un plus gros effort des banques centrales pour atteindre leur cible d'inflation peut également alimenter la volatilité de l'inflation, qui a souvent été un facteur important qui détermine les prix de l'or en dollars constants.

D'un point de vue politique, étant donné que les États-Unis se désintéressent de la scène mondiale et utilisent souvent le dollar comme arme pour contraindre les pays à modifier leurs politiques de commerce extérieur, il est probable que les pays, en particulier ceux des marchés émergents, continueront de chercher à réduire leur dépendance aux États-Unis et au dollar, en favorisant l'or notamment.

D'un point de vue financier, l'or est un bon instrument de diversification du portefeuille, ne comporte pas de risque de crédit, est un actif liquide et se comporte généralement bien dans les contextes de poussées inflationnistes imprévues ou d'aversion au risque (figure 19).

Figure 19 – L'or offre une corrélation à long terme intéressante avec les autres catégories d'actifs de base

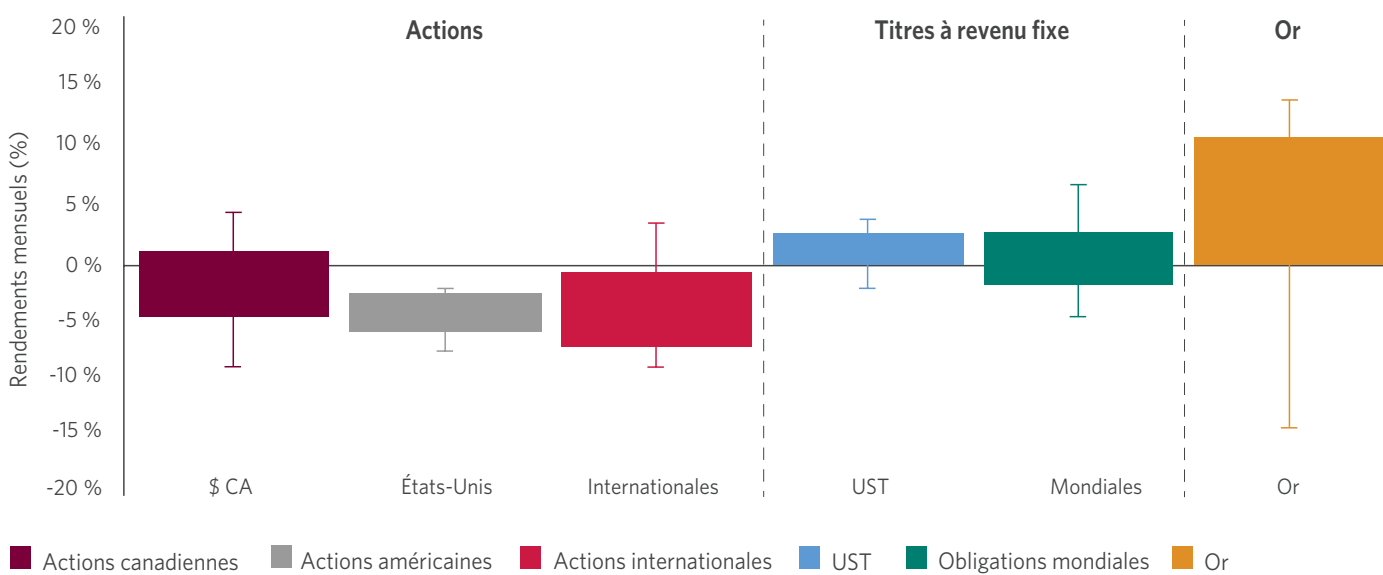
	Or	Indice S&P 500	UST	Immobilier
Or	1,00			
Indice S&P 500	-0,26	1,00		
UST	-0,32	0,02	1,00	
Immobilier	0,04	0,11	-0,26	1,00

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Aswath Damodaran (<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>). Exemple : 1971-2019. Données annuelles. Corrélations calculées à partir des moyennes de l'échantillon et des rendements des catégories d'actifs. UST = Oblig. du Trésor amér. à 10 ans.

L'or présente aussi certains points faibles. Certaines de ces carences entraînent une distinction par rapport aux autres valeurs refuges. Par exemple, la volatilité du prix de l'or est beaucoup plus élevée que celle habituellement associée à une valeur refuge. D'autres sont plus communes. Comme la plupart des valeurs refuges, l'or est loin d'être une protection parfaite, même si, en moyenne, sa valeur augmente durant les périodes de crise. Par exemple, son prix a reculé pendant un certain temps, tant pendant la crise financière mondiale que lors de la dislocation du marché de 2020, les participants du marché ayant commencé à prendre en compte une désinflation substantielle (figure 20).

L'or s'accompagne d'un autre casse-tête lié à l'entreposage et à la garde. C'est un euphémisme de dire que les pièces et les lingots d'or représentent un mode de paiement encombrant. C'est l'une des principales raisons pour lesquelles l'argent papier a été inventé.

Figure 20 – Dispersion des rendements des actifs lorsque les rendements mensuels négatifs par rapport aux actions américaines sont supérieurs à un écart type de la moyenne de l'échantillon



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg. Données de l'exemple : De janvier 1990 à mars 2020. Données mensuelles.

Dans l'ensemble, nous ne prévoyons pas un retour à l'époque de l'étalon-or de Montagu Norman.³² Par contre, nous croyons que l'or fera partie d'un système de monnaies de réserve multipolaire.

6.4. Yen

En période de tensions boursières, le yen s'apprécie généralement, conformément au comportement attendu d'une monnaie de réserve. En règle générale, les investisseurs sont prêts à payer pour investir dans des actifs qui ne présentent pas de bêta positif sur l'ensemble du cycle des actions et de la croissance macroéconomique.

Malgré ce comportement, le yen n'est pas une monnaie de réserve mondiale. Ses caractéristiques de valeur refuge découlent de la position du Japon en tant que nation créancière importante et en croissance, et non, par exemple, d'une utilisation répandue du yen comme monnaie de facturation.

Malgré l'ampleur et la profondeur des marchés financiers libellés en yens, deux raisons expliquent pourquoi le yen n'a pas été en mesure de concurrencer le dollar au rang de monnaie de réserve. Premièrement, durant les années 1970, les autorités japonaises n'étaient pas disposées à libéraliser les marchés financiers intérieurs. Cette réticence témoigne de l'inquiétude suscitée par la déstabilisation des entrées et des sorties de capitaux et de la possibilité que ces entrées compromettent la capacité de la Banque du Japon à mener à bien sa politique monétaire. Deuxièmement, le Japon a connu une importante crise économique au début des années 1990 et est resté dans une longue période de stagnation.

Le Japon a fini par libéraliser ses marchés financiers, mais cela s'est produit dans le contexte de son repli économique. La part du Japon dans les exportations mondiales est passée de 6,1 % en 1990 à 1,0 %, et celle du yen est d'environ 5 %, ce qui représente un déclin par rapport au sommet de 12 %.

Le statut de créancier n'est pas nécessairement constant et tous les secteurs de l'économie japonaise ne partagent pas ce statut à parts égales. Le gouvernement a accumulé un encours de dette énorme. Comme seule une petite partie de cette dette est cotée en bourse, le risque qu'elle représente pour la valeur du yen et son comportement contracyclique semble limité pour le moment. Cependant, la capacité du yen à assurer durablement une sphère de sécurité en période de turbulences du marché est moins bien ancrée que celle du dollar qui bénéficie pour sa part d'un soutien d'inertie important grâce à l'étendue des réseaux de la chaîne d'approvisionnement internationale.

Reste à savoir si le yen demeurera une monnaie à caractère idiosyncrasique et s'il aura tendance à surpasser les autres en période de tensions généralisées sur les marchés. Son incapacité à rivaliser avec le dollar ne fait par contre aucun doute.

6.5. Quel rôle jouent les cryptomonnaies comme valeur de réserve?

En un mot, aucun.

Nous faisons ici la distinction entre les cryptomonnaies du secteur privé, comme le Bitcoin ou Ethereum, et les monnaies numériques que les banques centrales ont l'intention d'utiliser, y compris la couronne électronique de la Suède et la monnaie électronique CD/EP de la Chine, qui sont des versions électroniques des monnaies papier existantes.

Trois raisons expliquent notre manque d'engouement. Premièrement, la faible capitalisation boursière. Ce montant s'élève actuellement à 355 G\$ et comprend 3 600 pièces et jetons.³³ Seules quelques-unes des cryptomonnaies ont une taille suffisante pour intéresser les grands investisseurs.

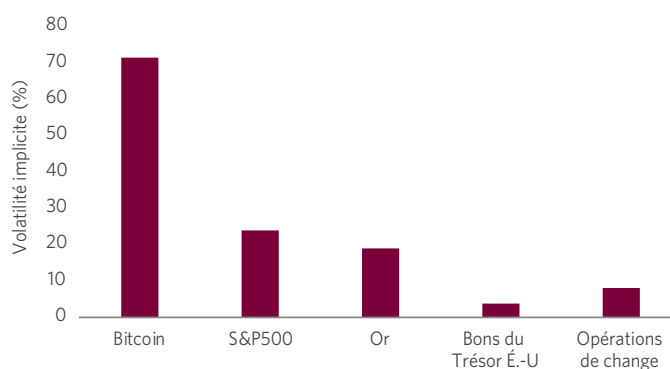
Deuxièmement, et plus fondamentalement, il n'y a pas d'utilisateur naturel de cryptomonnaie privée. Les impôts ne sont pas payés dans une cryptomonnaie. Vous ne pouvez pas l'utiliser directement dans un magasin Provigo ou Costco près de chez vous pour payer vos emplettes

hebdomadaires.³⁴ La facturation commerciale en cryptomonnaie est pratiquement inexistante. Cette absence d'utilisation comme moyen d'échange réduit la probabilité que les cryptomonnaies privées deviennent un jour des unités de compte crédibles, et rend difficile l'établissement de leur valeur intrinsèque.

Troisièmement, l'anonymat que confèrent les monnaies numériques privées, considéré par certains comme un atout, est un aspect attrayant pour ceux qui cherchent à se soustraire à l'impôt ou à se livrer à d'autres activités criminelles. Leur succès croissant, alimenté par la possibilité de dissimuler l'objet des transactions associées, entraînera certainement une plus grande réglementation et des mesures juridiques de la part des gouvernements souverains.

Quatrièmement, les cryptomonnaies ne sont pas à l'abri des activités criminelles, malgré les assurances données par les développeurs. Outre leur très forte volatilité avec des multiples supérieurs à ceux de l'or, des actions ou des obligations, sans parler des monnaies papier refuges traditionnelles comme le dollar (figure 21), cette relative absence de sécurité sape toute prétention à devenir une valeur de réserve.

Figure 21- La volatilité annualisée implicite des cryptomonnaies est beaucoup plus élevée que celle des actifs plus répandus



L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg LLC. Données au 1^{er} octobre 2020.

La corrélation positive entre le rendement des cryptomonnaies et celui des actions est également un aspect caractéristique des actifs spéculatifs et non des valeurs refuges (figure 22).

Figure 22- Les corrélations entre le bitcoin et les actions pointent vers un actif spéculatif risqué

	Bitcoin	Infra-structures	Actifs réels	MSCI Monde	Indice S&P 500	EAEOM ^{MD}	Barclays Global Agg.	Barclays Global HY	Fonds de couverture
Bitcoin	1,00								
Infrastructures	0,30	1,00							
Actifs réels	0,27	0,95	1,00						
MSCI Monde	0,25	0,82	0,85	1,00					
Indice S&P 500	0,24	0,75	0,80	0,97	1,00				
EAEOM ^{MD}	0,25	0,81	0,82	0,96	0,88	1,00			
Barclays Global Agg.	0,21	0,50	0,53	0,27	0,19	0,26	1,00		
Barclays Global HY	0,29	0,89	0,93	0,82	0,75	0,81	0,46	1,00	
Fonds de couverture	0,13	0,23	0,22	0,26	0,29	0,23	0,25	0,13	1,00

L'information a été préparée par Gestion d'actifs CIBC inc., selon les données provenant du fournisseur tiers suivant : Bloomberg LLC. Données au 1^{er} octobre 2020.

7. Conclusion

Le dollar américain a surperformé. Sa longévité en tant que monnaie dominante au centre du système financier mondial est sans précédent.

Cela dit, toutes les choses ont une fin. La situation du dollar est menacée, tant aux États-Unis qu'ailleurs. Certains candidats semblent plus crédibles que d'autres. L'euro, le renminbi et l'or devraient former, avec le dollar, un système de monnaies de réserve qui, selon nous, devrait s'enraciner progressivement au cours de la prochaine décennie.

La dépréciation du dollar a de profondes répercussions, notamment sur le système financier mondial et sur le comportement cyclique et la croissance des économies, y compris celle des États-Unis.

Elle a aussi des répercussions importantes, immédiates et à long terme pour les investisseurs. Les investisseurs dans des actifs mondiaux qui ont hérité d'une position de change sont notamment visés. Cette catégorie englobe également les investisseurs qui répartissent le risque sur des stratégies multiclasse d'actifs ou de gestion des devises actives qui apportent une valeur ajoutée grâce à leur capacité à identifier avec précision le signe et le rang des rendements attendus en devises, ajustés en fonction du risque.

Les changements sismiques comme ceux que nous avons abordés dans le présent document prendront du temps à se matérialiser. Compte tenu de leur ampleur et de leur portée probables, les investisseurs devraient y prêter attention à un stade précoce. C'est notre cas.

Références

- Adler, G., C. Casas, L. Cubeddu, G. Gopinath, N. Li, S. Meleshchuk, C. Osorio Buitron, D. Puy et Y. Timmer (2020), *Dominant Currencies & External Adjustment*. Note de discussion du personnel du FMI.
- Banque des règlements internationaux (BRI, 2019), *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange & Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019*.
- Banque des règlements internationaux (BRI, 2020), *Central Bank Digital Currencies: Foundational Principles & Core Features*.
- Bernanke, B.S. (2016), *The Dollar's International Role: An "Exorbitant Privilege"?* Brookings Institute.
- Boz, E., C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, H. Le Mezo, A. Mehl, T. Nguyen (2020), *Patterns in Invoicing Currency in Global Trade*, document de travail du FMI 20/126.
- Bryant, N. (2020), *US Election 2020: The Night American Democracy Hit Rock Bottom*. <http://bbc.com>. 1^{er} octobre
- Carney, M. (2019), *The Growing Challenges for Monetary Policy in the Current International Monetary & Financial System*. Discours prononcé au symposium de Jackson Hole.
- Congressional Budget Office (CBO, 2020). *Federal Debt: A Primer*. <https://www.cbo.gov/publication/56309>
- Connolly, B. (2012), *The Rotten Heart of Europe: The Dirty War for Europe's Money*. Faber & Faber Ltd.
- Cruz, C., Y. Gao, & L. Song (2014), *The People's Republic of China's Financial Markets: Are They Deep and Liquid Enough for Renminbi Internationalization?* ADBI Working Paper Series, No. 477.
- Dobbs et al. (2009), *An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness*. The McKinsey Global Institute.
- Eichengreen, B., A. Mehl, & L. Chitu (2018), *How Global Currencies Work: Past, Present, & Future*. Princeton University Press.
- Commission européenne (2018), *Vers un renforcement du rôle international de l'Euro, Contribution au conseil européen et au Sommet Euro*. Les 13 et 14 décembre.
- Financial Times (2020), *CSOP Aims to Scoop Huge Foreign Investment with China Bond ETF*. 19 septembre.
- Galati, G. et P. Woodridge (2006), *The Euro as a Reserve Currency : a Challenge to the Pre-Eminence of the U.S. dollar?* BIS Working Paper Series, No. 218.
- Gave, C., & L.-V. Gave (2019), *Clash of Empires: Currencies & Power in a Multipolar World*. Gavekal Books.
- Ito, H., & R.N. McCauley (2019), *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*. BIS Working Paper Series, No. 828.
- J.P. Morgan (2020), *FTSE Russell Adds China Government Bonds Into WGBI*. <https://markets.jpmorgan.com/>
- Kruger, M. et G. Pasricha (2016), *What to Expect When China Liberalizes Its Capital Account*. Document d'analyse du personnel de la Banque du Canada, no 2016-10.
- Napier, R. (2020), *The Train Now Arriving at the Finland Station - Discounting Regime Change*. The Solid Ground Newsletter.
- Paulson, H.M. (2020), *The Future of the Dollar*. Foreign Affairs.
- Refinitiv (2020), *Infrastructure Development: Risks & Opportunities in China's Belt & Road Initiative*.
- Statista (2020) , <https://www.statista.com/statistics/247281/development-of-foreign-exchange-reserves-worldwide>.

Parlons ensemble

Si vous avez des questions au sujet de ce rapport ou de tout autre sujet, n'hésitez pas à communiquer avec :

Michael Sager, Ph.D.

Vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises

Gestion d'actifs institutionnels

michael.sager@cibc.com

416 980-6301

¹ Luc de la Durantaye est chef des placements et stratège en chef des placements, Multiclasse d'actifs et gestion des devises. Éric Morin est vice-président adjoint, Multiclasse d'actifs et gestion des devises. Michael Sager est vice-président, Multiclasse d'actifs et gestion des devises, au sein de l'équipe de Gestion d'actifs institutionnels de Gestion d'actifs CIBC (GAC).

² L'harmonisation géopolitique peut être considérée comme un autre critère. Par exemple, la volonté du Japon et de l'Allemagne de maintenir des réserves élevées en dollars américains bien après la fin de la Seconde Guerre mondiale pourrait avoir été en partie attribuable à la protection assurée par les États-Unis dans les deux pays. De même, les réserves de livres sterling étaient relativement plus communes dans les pays du Commonwealth à la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e siècle, à la fin de la période de primauté de la livre sterling en tant que monnaie de réserve.

³ Ito & McCauley, 2019; Carney, 2019

⁴ Carney, 2019

⁵ Un déficit du compte courant n'est pas nécessairement une caractéristique déterminante du statut de monnaie de réserve mondiale. Entre 1930 et 1980, les États-Unis ont accumulé une balance courante excédentaire équivalant à 90 % du PIB nominal.

⁶ Dobbs, et. al., 2009

⁷ Au 5 août 2020. Source : Board of Governors of the Federal Reserve System. https://www.federalreserve.gov/faqs/currency_12773.htm

⁸ Dans un récent sondage, 80 % des banques centrales ont indiqué qu'elles examinaient les avantages des monnaies numériques et 50 % ont indiqué mettre en œuvre des expériences pratiques, y compris des programmes pilotes (BRI, 2020). L'élaboration d'une version numérique d'une monnaie nationale change la façon dont les utilisateurs y ont accès, sans changer les critères auxquels la monnaie doit répondre pour obtenir le statut de monnaie de réserve.

⁹ Eichengreen, Mehl, & Chitu, 2018

¹⁰ Adler et. al., 2020

¹¹ Cela ne veut pas dire que la politique américaine à l'égard de la COVID-19 était erronée. À notre avis, elle était appropriée. Néanmoins, elle a aussi des conséquences à long terme, notamment au regard de la faiblesse de la croissance tendancielle et d'un endettement déjà élevé.

¹² Paulson, 2020

¹³ Bryant, 2020

¹⁴ Carney, 2019, Adler et. al. 2020

¹⁵ Statista, 2020

¹⁶ Galati and Woodridge, 2006

¹⁷ Swift, 2020; Figure 9

¹⁸ Adler et. al., 2020

¹⁹ Comme l'explique Connolly (2012), cette réévaluation semble tenir compte de deux hypothèses : le fait que les mécanismes du traité de Maastricht, qui a posé les jalons de l'euro, rendraient les pays plus viables financièrement et l'existence d'un plan de sauvetage allemand implicite s'ils n'y parvenaient pas. Aucune de ces hypothèses ne s'était avérée, en particulier pour les États membres du sud, avant 2020. La deuxième hypothèse s'est finalement avérée, quoique tardivement.

²⁰ J.P. Morgan, 2020

²¹ Cette pondération fera de la Chine la sixième composante en importance de l'indice WGBI, derrière les États-Unis, le Japon, la France, l'Italie et l'Allemagne. Elle devance cependant le Royaume-Uni, entre autres.

²² Nous excluons l'Inde et les pays qui utilisent l'euro des données de l'initiative la Ceinture et la Route. Les tensions géopolitiques pourraient réduire cette part.

²³ Refinitiv, 2020

²⁴ Gave & Gave, 2019

²⁵ BIS, 2019

²⁶ Cruz et. al., 2014

²⁷ Financial Times, 2020

²⁸ CBO, 2020

²⁹ Kruger and Pasricha, 2016

³⁰ Par exemple, Napier 2020

³¹ Montagu Norman était gouverneur de la Banque d'Angleterre au moment du retour avorté au régime de l'étalon-or de la livre sterling en 1925.

³² <http://coinmarketcap.com>. Données au 16 octobre 2020.

³³ Il existe quelques exceptions, principalement dans les pays où les crises économiques ou les dysfonctionnements juridiques sont particulièrement fréquents. Par exemple, le Venezuela. Toutefois, même dans ce cas, les plus récentes estimations de l'utilisation hebdomadaire pair à pair du Bitcoin ne s'élevaient qu'à 8 M\$ (données au 1^{er} octobre 2020; source: <https://news.bitcoin.com/venezuela-to-start-using-bitcoin-in-global-trade-in-efforts-to-fend-off-u-s-sanctions/>). De plus, quelques grands détaillants acceptent les paiements directs en Bitcoin, par exemple Overstock.com. Encore une fois, la valeur de ces transactions est marginale. La plupart des sociétés n'acceptent pas les cryptomonnaies comme mode de paiement, sauf indirectement, par l'intermédiaire, par exemple, de cartes de débit ou d'organismes de paiement.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles de l'équipe Multiclasse d'actifs et gestion des devises et non celles de Gestion d'actifs CIBC inc. Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne vise aucunement à donner des conseils financiers, de placement, fiscaux, juridiques ou comptables. Il ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés. La situation personnelle et la conjoncture doivent être prises en compte dans une saine planification des placements. Toute personne voulant agir sur la foi des renseignements contenus dans le présent document doit d'abord consulter son conseiller. Sauf indication contraire, toutes les opinions et estimations figurant dans le présent document datent du moment de sa publication et peuvent changer.

Certains renseignements que nous vous avons fournis pourraient constituer des énoncés prospectifs. De tels énoncés sont associés à des risques, connus ou non, des incertitudes et d'autres facteurs qui peuvent faire en sorte que les résultats ou les rendements diffèrent sensiblement des résultats ou des rendements dont il est fait mention de façon explicite ou implicite dans les énoncés prospectifs.

Gestion d'actifs CIBC et le logo CIBC sont des marques de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence.

« EAEO » est une marque de commerce déposée de MSCI Inc., utilisée sous licence.

Le contenu du présent document est la propriété exclusive de Gestion d'actifs CIBC et ne doit pas être distribué sans son consentement préalable.