

JUILLET 2024

LE DOLLAR ET SES RIVAUX



Ned Naylor-Leyland
Gestor de inversiones en oro y plata



Vikram Aggarwal
Director de Inversiones de Renta Fija



Xuchen Zhang
Analista de inversiones en renta fija emergente

Voici ce que pensent certains de nos gestionnaires de fonds sur la question de savoir si l'hégémonie du dollar américain pourrait être remise en cause prochainement.

Le gel d'environ 280 milliards de dollars d'actifs russes après l'invasion de l'Ukraine a une fois de plus déclenché des spéculations sur l'avenir du dollar en tant que réserve de valeur et moyen d'échange. Ce type de spéculation n'est pas nouveau pour le billet vert et prédire la fin du dollar américain est le passe-temps favori des médias depuis de nombreuses années.

Toutefois, l'ampleur et la portée des sanctions contre la Russie ont remis en question l'idée que l'on se faisait depuis longtemps de la sécurité et de l'accessibilité des réserves des banques centrales. D'autres pays, comme l'Iran et la Corée du Nord, subissent également les foudres des gouvernements occidentaux.



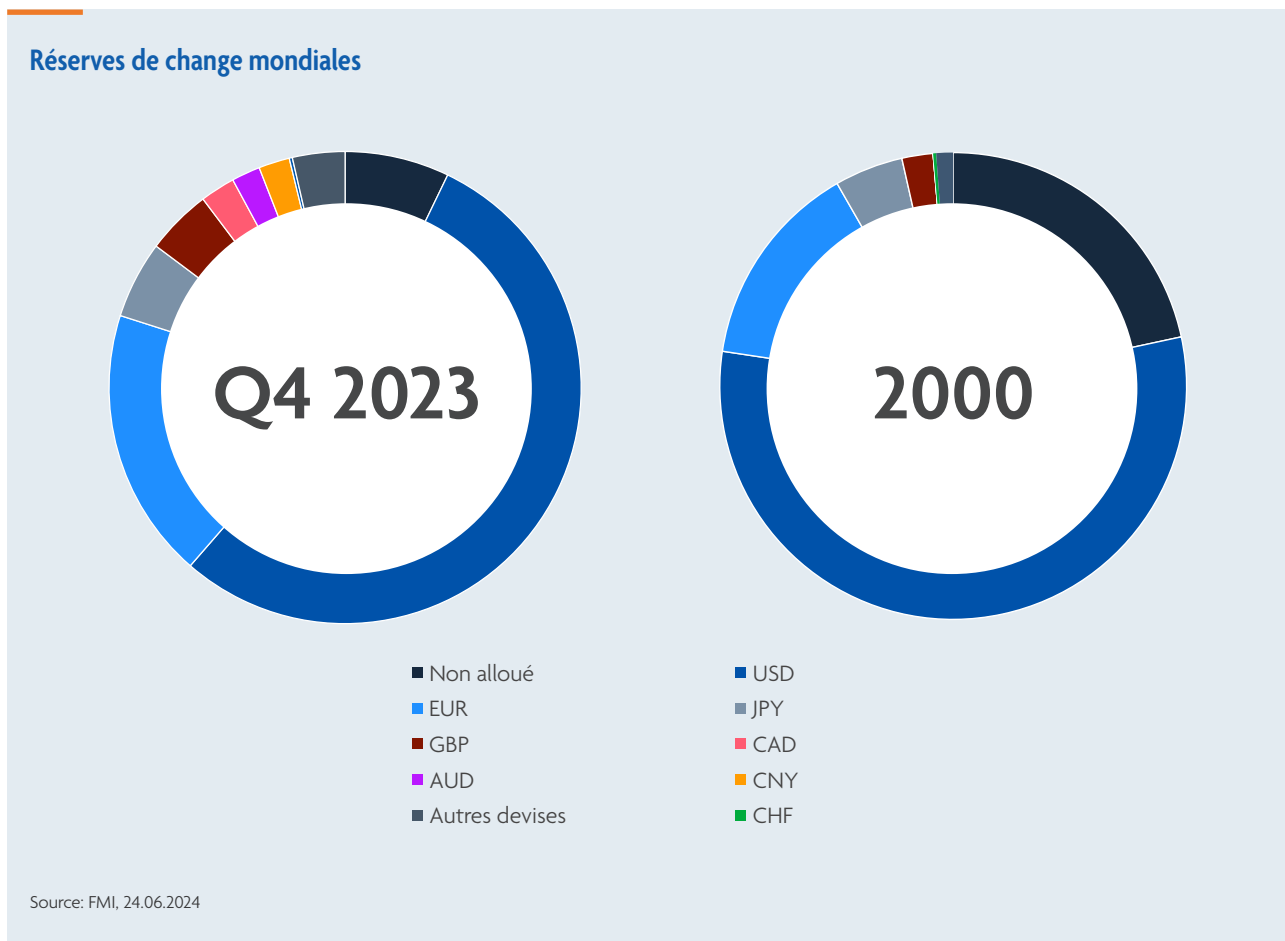
Les lourdes sanctions imposées par les États-Unis et leurs alliés occidentaux ont limité les échanges commerciaux et les investissements, ainsi que la libre circulation des capitaux. « L'armement » croissant du dollar a donné à de nombreux pays le sentiment d'être vulnérables, ce qui entretient les discussions sur les alternatives potentielles. Environ 60 % des réserves internationales sont détenues sous forme d'actifs libellés en dollars. Le dollar est également la monnaie la plus échangée et joue un rôle important dans le commerce mondial ainsi que sur les marchés de la dette.

« L'ère de la domination unipolaire du dollar américain et, par ricochet, du gouvernement américain, est bel et bien révolue ». La récente décision de geler les avoirs du Trésor russe n'a fait qu'accélérer ce processus. »

NED NAYLOR-LEYLAND
 Directeur des investissements, Gold & Silver

LE RÉGIME EN PLACE, PROFONDÉMENT ENRACINÉ

De nombreux facteurs continuent de soutenir la prééminence du dollar. L'économie américaine, la plus importante du monde, dépasse celle de la Chine et du Japon réunis, les deuxième et troisième pays en termes de production économique. Elle dispose d'un système financier stable, caractérisé par l'indépendance de ses institutions telles que la banque centrale, et d'une économie relativement ouverte.



Il existe également d'autres caractéristiques positives. Les réserves sont accumulées en achetant la dette souveraine d'un pays. Le marché de la dette du Trésor américain est le plus liquide au monde et fournit un nombre important de titres de premier ordre. Environ 30 % de l'encours mondial de la dette souveraine est émis par le gouvernement américain. Le fait que le gouvernement américain n'ait jamais manqué à ses engagements en matière de dette est un facteur positif considérable qui incite les investisseurs à se tourner vers les bons du Trésor.

Le dollar continue de jouer un rôle bien plus important que son poids économique ne le suggère, grâce à une série de facteurs, dont son rôle en tant que puissance militaire mondiale. Bien que le rôle de l'armée ne soit pas toujours explicitement évident, l'accord conclu entre les États-Unis et l'Arabie saoudite dans les années 1970 garantissait que le producteur de pétrole investisse ses pétrodollars dans des bons du Trésor américain dans le cadre de ses réserves de change, en échange d'une aide militaire. De nombreux pays, dont Hong Kong, les Émirats arabes unis et l'Arabie saoudite, rattachent leur monnaie au dollar américain, ce qui souligne l'importance de la monnaie et la crédibilité de la Réserve fédérale.

Malgré cela, la part des États-Unis dans l'économie mondiale s'est réduite au fil des ans, alors que les pays asiatiques, dont la Chine et l'Inde, continuent de se développer. Un changement géopolitique caractérisé par une rivalité accrue entre les États-Unis et la Chine a freiné une mondialisation débridée. La pandémie de Covid a mis en évidence de manière frappante la façon dont une chaîne d'approvisionnement fortement dépendante de la Chine pourrait entraver le reste du monde.

LES CANDIDATS

L'ascension du dollar ne s'est pas faite du jour au lendemain. La monnaie américaine a commencé à éclipser la livre sterling au début du 20th siècle, la désintégration de l'Empire britannique ayant accéléré le processus. Mais la montée en puissance de l'Asie, et en particulier de la Chine, au cours des 30 dernières années, a de plus en plus fait pencher la balance du pouvoir.

L'or, l'euro, le renminbi et les crypto-monnaies sont considérés comme des actifs qui rivalisent avec le dollar pour attirer l'attention. Bien que les banques centrales aient régulièrement vendu leurs avoirs en or depuis la fin du système de Bretton Woods il y a un demi-siècle, elles ont commencé à devenir des acheteurs nets au cours de la dernière décennie.

Le métal jaune présente des avantages, notamment celui de servir de réserve de valeur et de couverture contre l'inflation.

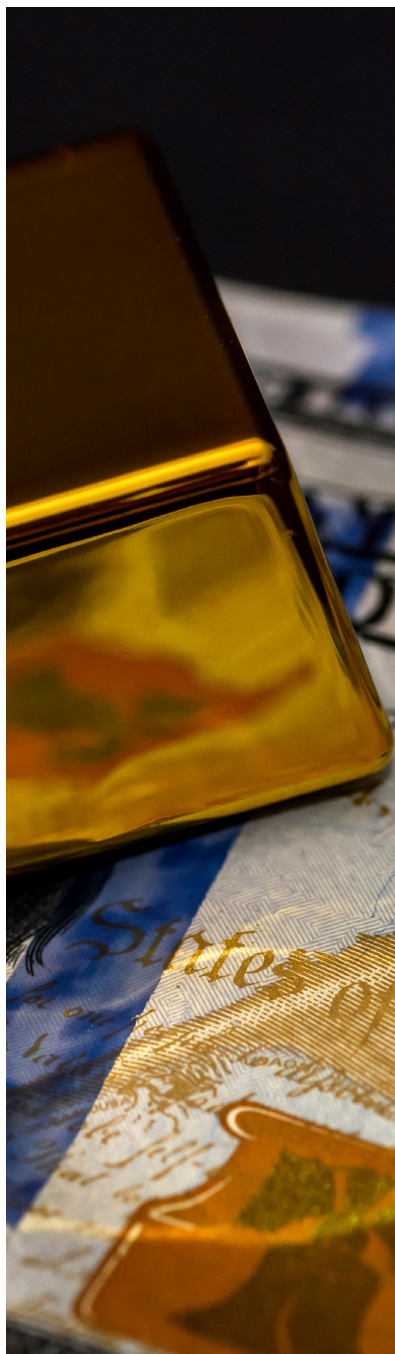
« Dans un monde multipolaire, il n'est pas logique d'avoir une monnaie de réserve unique et dominante. Il y a une recherche d'alternatives. »

VIKRAM AGGARWAL
Directeur des investissements, obligataires

« Nous entrons à nouveau dans un monde multipolaire où l'or est utilisé comme monnaie de compensation neutre, un retour à ce qui avait été convenu après la Seconde Guerre mondiale, à Bretton Woods en 1944. »

NED NAYLOR-LEYLAND
Directeur des investissements, Gold & Silver

L'or fait l'objet d'une attention accrue car les banques centrales cherchent à se prémunir contre les risques de stabilité financière découlant de l'aggravation des tensions géopolitiques et d'événements tels que la crise financière mondiale et la pandémie de grippe aviaire. Environ un cinquième des stocks d'or en surface est détenu par les banques centrales.¹



L'ÉTALON-OR : UNE MAUVAISE IDÉE ?

Le pacte de Bretton Woods de 1944 a été la réponse aux dévaluations compétitives et aux restrictions commerciales qui ont marqué l'entre-deux-guerres, l'accent étant mis sur la reconstruction et la croissance économique après la Seconde Guerre mondiale. Les signataires ont accepté de maintenir leur monnaie à un niveau fixe mais ajustable (dans une fourchette de 1 %) par rapport au dollar, et le dollar a été fixé par rapport à l'or à 35 dollars l'once. Ce système est resté en place jusqu'en 1971, date à laquelle le président Richard Nixon a mis fin à la convertibilité du dollar en or, en raison des déficits de la balance des paiements des États-Unis.

Le taux de change fixe basé sur l'or a été complètement abandonné en 1973 et un système monétaire international basé sur des taux de change flottants a été mis en place.

La monnaie fiduciaire flottante d'aujourd'hui est très éloignée de l'étalon-or classique qui a prévalu pendant vingt ans jusqu'en 1933, date à laquelle l'administration Roosevelt a abandonné cette politique. En vertu de cette politique, la Réserve fédérale était tenue de détenir de l'or à hauteur de 40 % de la valeur de la monnaie qu'elle émettait et de convertir ces dollars en or au prix fixe de 20,67 dollars l'once d'or pur.

L'abandon de l'étalon métal au profit des monnaies fiduciaires signifiait que les taux de change étaient déterminés par l'offre et la demande ainsi que par la confiance dans l'économie du pays.

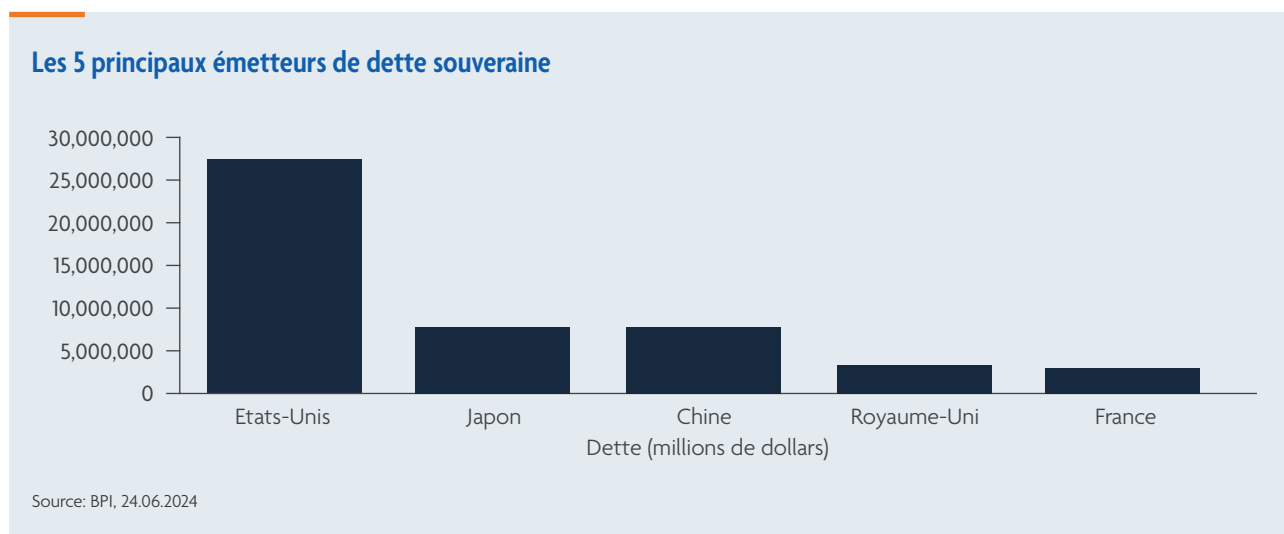
La question est de savoir si l'étalon-or était nécessairement une mauvaise chose", a demandé Aggarwal, et il s'est demandé si une monnaie adossée à l'or ou aux matières premières pourrait être la réponse au dollar. Un tel arrangement pourrait signifier une offre limitée de devises, contrairement au monde dominé par le dollar qui donne aux États-Unis la liberté d'imprimer des devises sans contrôle et de mener une politique fiscale procyclique, qui pourrait être inflationniste.

LE PREMIER CHALLENGER

Introduit en 1999 dans le cadre d'un mouvement d'autonomie stratégique par rapport au dollar, l'euro offrait un potentiel de diversification par rapport au dollar. Depuis le lancement de la monnaie commune, la part des actifs en dollars américains dans les réserves des banques centrales a chuté de 12 points de pourcentage pour atteindre 59 %, tandis que la part de l'euro oscille autour de 20 %.

¹ Guide de l'or en tant qu'actif de réserve à l'intention des banquiers centraux - Deuxième édition | World Gold Council

La région possède de nombreux attributs similaires à ceux des États-Unis, notamment des marchés financiers profonds et une économie ouverte. Mais la monnaie commune a été secouée par la crise de la dette européenne il y a plus de dix ans et n'a gagné en stabilité qu'après le célèbre discours de Mario Draghi, alors président de la BCE, dans lequel il s'est engagé à défendre la monnaie.



L'Union européenne n'a commencé à vendre de la dette libellée en euros qu'au cours des dernières années et, par conséquent, l'encours de la dette libellée dans cette monnaie n'est pas très important par rapport à celui des États-Unis. L'homogénéité du marché américain de la dette contraste également avec les obligations émises en euros, qui sont fragmentées par pays d'émission. Par conséquent, les gestionnaires de réserves doivent recourir à l'investissement dans des obligations de base bien notées émises par des pays tels que l'Allemagne, la Belgique et les Pays-Bas.

Toutefois, l'évolution de la dynamique géopolitique et la confiscation des actifs russes ont quelque peu érodé la confiance dans l'euro en tant qu'actif de réserve neutre. Le manque d'intégration fiscale dans la région pourrait encore venir la hanter bien qu'elle soit intégrée monétairement.

L'AMBITIEUX ASPIRANT

Les autorités chinoises encouragent de plus en plus l'utilisation du renminbi dans les échanges bilatéraux.

Mais la monnaie doit encore surmonter de nombreux obstacles pour être plus largement acceptée. Tout d'abord, la monnaie n'est pas entièrement convertible par le biais du compte de capital, ce qui rend les investisseurs prudents, car leurs capitaux pourraient être bloqués en cas de changement de politique visant à empêcher les sorties de capitaux. En ce qui concerne la part des réserves mondiales, le renminbi reste loin derrière le dollar. En termes de transactions de paiement mondiales, il se situe en dessous du dollar, de l'euro et de la livre sterling, et son importance pourrait continuer à augmenter dans les années à venir, à mesure que l'économie et le commerce du pays se développent ²

Il ne fait aucun doute que le marché chinois de la dette publique est profond et offre des opportunités

² Le renminbi chinois dépasse le yen japonais pour se classer au quatrième rang des paiements mondiaux (ft.com)

attrayantes. Pour permettre l'accès aux marchés des titres à revenu fixe onshore, le pays a lancé le "Bond Connect" en 2017, mais diverses règles et conditions rendent encore le processus lourd pour les investisseurs étrangers.

LES NOUVEAUX ARRIVANTS

Ces dernières années, les crypto-monnaies telles que le bitcoin et l'ethereum ont connu une croissance rapide, ce qui a donné lieu à des spéculations selon lesquelles le statut international du dollar pourrait être érodé par la technologie.

Alors que toutes les monnaies évoquées jusqu'à présent (à l'exception de l'or) sont soutenues par une banque centrale et, en fin de compte, par une nation (ou une union de nations), les crypto-monnaies ne le sont pas. C'est précisément ce qui fait l'attrait des crypto-monnaies : sans autorité centrale, elles offrent une liberté que les monnaies fiduciaires ne peuvent pas offrir. Au lieu d'une autorité centrale, les crypto-monnaies vérifient les transactions par le biais de la cryptographie.

« Le yuan est de plus en plus utilisé pour acheter du pétrole et d'autres matières premières. Certains autres pays émergents cherchent eux aussi à se détourner du dollar, en particulier pour leurs importations non pétrolières ».

XUCHEN ZHANG

Analyste en investissement, EMD-Fixed Income



L'ANCRAGE DE LA MONNAIE DE HONG KONG : SIGNE AVANT-COUREUR D'UNE DÉDOLLARISATION RAPIDE

Alors même que la rivalité entre les États-Unis et la Chine s'intensifie, une partie du territoire chinois continue d'arrimer sa monnaie au dollar. Cette parité, en vigueur depuis 1983, a été introduite à la suite des pressions exercées sur la monnaie par les négociations avec le Royaume-Uni en vue du transfert du centre financier vers la Chine continentale.

Le dollar de Hong Kong est ancré dans une fourchette étroite autour de 7,80 dollars pour un dollar et la fourchette est maintenue grâce à une série de mécanismes d'arbitrage et d'intervention automatique. Les États-Unis étaient le principal partenaire commercial du territoire lorsque la parité a été introduite. Ce n'est plus le cas et ils ont été éclipsés par la Chine.

Il ne fait aucun doute que l'autorité monétaire de Hong Kong dispose de la puissance de feu nécessaire pour résister à toute frénésie spéculative. Mais le maintien de la fourchette signifie que la HKMA n'a pas beaucoup d'influence sur le niveau de la base monétaire du territoire. La nécessité de maintenir la politique monétaire au diapason des États-Unis soulève également des questions quant à la pertinence de cette politique, qui ne tient pas compte des signaux de croissance ou d'inflation du territoire.

Le problème est que si les taux d'intérêt de Hong Kong divergent de ceux des États-Unis, cela pourrait offrir des possibilités d'arbitrage. Il convient de rappeler que les taux d'intérêt au jour le jour ont atteint près de 300 % en 1997, au moment de la crise asiatique. Selon Vikram Aggarwal, il convient de surveiller de près la suppression de l'ancrage pour déceler les signes d'une accélération de la dédollarisation.

Toutefois, la volatilité des crypto-monnaies en a fait des investissements imprévisibles. Le Salvador, qui est devenu le premier pays à adopter le bitcoin comme monnaie légale, a appris à ses dépens les pièges de la crypto-monnaie. Les crypto-monnaies semblent être détenues davantage pour leur valeur spéculative que comme moyen d'échange. Leur caractère non réglementé constitue également un risque, comme l'a montré le cas récent de Sam Bankman-Fried.

L'ANNONCE DE LA MORT DU DOLLAR EST EXAGÉRÉE

Quel est l'avenir du dollar dans le contexte actuel de fragmentation géopolitique ? Selon Mme Naylor-Leyland, le système financier doit encore reconnaître le changement sismique provoqué par le gel des avoirs russes, car il continue d'utiliser les bons du Trésor américain comme garantie "sans risque", mais elle pense que le monde se tournera de plus en plus vers l'or.

« L'hégémon américain continuera sans aucun doute à lutter contre ce changement inévitable, mais il sera dans l'intérêt de tous d'utiliser à nouveau l'or comme taux sans risque, plutôt que d'alimenter perpétuellement les privilèges exorbitants des États-Unis. »

NED NAYLOR-LEYLAND
Directeur des investissements, Gold & Silver

« Il est assez clair que le monde évoluera vers la dédollarisation à moyen terme. Mais il est difficile pour l'instant de trouver une alternative qui réponde à toutes les attentes. »

VIKRAM AGGARWAL
Directeur des investissements, obligataires

Le monde a beaucoup changé au cours des 50 dernières années. Le dollar a connu quelques difficultés quelques années après le passage à un mécanisme de taux flottant, la forte inflation de la fin des années 1970 ayant érodé sa valeur. Depuis lors, la Réserve fédérale américaine a réussi à maintenir l'inflation à un niveau plus ou moins stable.

Alors que la spéculation sur le rôle du dollar dans la finance mondiale se poursuivra dans les années à venir, il ne semble pas y avoir d'alternative sûre et fiable à l'heure actuelle. La confiance accordée au billet vert est démontrée par le fait que les investisseurs se sont empressés d'acheter le dollar même pendant les périodes de stress accru, telles que la crise financière mondiale et la crise du Covid.

NOTE: En tant que gestionnaire d'actifs spécialisé, à forte conviction, Jupiter n'a pas de vision interne pour dicter des positions, et l'article reflète les points de vue des gestionnaires de fonds individuels).

References:

[A Central Banker's Guide to Gold as a Reserve Asset - Second edition | World Gold Council](#)

[China's renminbi pips Japanese yen to rank fourth in global payments \(ft.com\)](#)

[The dollar's international role: An "exorbitant privilege"? | Brookings](#)

[Enduring Preeminence \(imf.org\)](#)

[Revisiting the international role of the US dollar \(bis.org\)](#)

[Christopher J Waller: The Dollar's international role \(bis.org\)](#)

[Debt securities statistics publication table: BIS_SEC_C1.1.0](#)

[Creation of the Bretton Woods System | Federal Reserve History](#)

[Hong Kong Monetary Authority - Norman Chan on Asian Financial Crisis: The Battle to Defend Hong Kong's Financial Stability \(hkma.gov.hk\)](#)



La valeur des esprits actifs - la pensée indépendante : *L'une des principales caractéristiques de l'approche de Jupiter en matière d'investissement est que nous évitons d'adopter un point de vue interne, préférant permettre à nos gestionnaires de fonds spécialisés de formuler leurs propres opinions sur leur catégorie d'actifs. Par conséquent, il convient de noter que toutes les opinions exprimées - y compris sur les questions liées aux considérations environnementales, sociales et de gouvernance - sont celles de l'auteur ou des auteurs et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres professionnels de l'investissement de Jupiter.*

Informations importantes : Ce document est destiné aux professionnels de l'investissement et n'est pas destiné à l'usage ou au bénéfice d'autres personnes. Il est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas un conseil en investissement. Les mouvements du marché et des taux de change peuvent entraîner une baisse ou une hausse de la valeur d'un investissement, et vous pouvez récupérer moins que ce que vous avez investi à l'origine. Les opinions exprimées sont celles des personnes mentionnées au moment de la rédaction, ne sont pas nécessairement celles de Jupiter dans son ensemble et peuvent être sujettes à des changements. Ceci est particulièrement vrai pendant les périodes où les circonstances du marché évoluent rapidement. Tous les efforts sont faits pour assurer l'exactitude des informations, mais aucune assurance ou garantie n'est donnée. Les exemples d'actions ne sont donnés qu'à titre d'illustration et ne constituent pas une recommandation d'achat ou de vente. Publié au Royaume-Uni par Jupiter Asset Management Limited (JAM), adresse enregistrée : The Zig Zag Building, 70 Victoria Street, London, SW1E 6SQ est autorisé et réglementé par la Financial Conduct Authority. Publié dans l'UE par Jupiter Asset Management International S.A. (JAMI), dont le siège social est situé au 5, rue Heienhaff, Londres : 5, Rue Heienhaff, Senningerberg L-1736, Luxembourg, qui est autorisée et réglementée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier. Aucune partie de ce document ne peut être reproduite de quelque manière que ce soit sans l'autorisation préalable de JAM/JAMI/JAM HK.