



# Le piège de Kindleberger et le basculement de l'Histoire



**Philippe Waechter**  
Chef Economiste

Pour **Kindleberger**, la dynamique économique et financière n'est pas stable par nature. Il faut un leader, un hégémon qui, par son action, la garantisse lui donnant les caractéristiques d'un bien public mondial. Tous les pays peuvent bénéficier de la stabilité financière sans qu'un pays soit pénalisé.

L'absence de ce bien public provoque un risque d'instabilité et un coût élevé.

Le développement de l'économie financière depuis le début des années 1980 a donné aux États-Unis et au dollar un poids considérable. C'est l'hégémon qui assure la stabilité économique et financière du monde. Cela a bien fonctionné jusqu'à maintenant, avec notamment une banque centrale très active. La question ouverte est celle de la volonté de Washington de continuer dans cette voie alors que l'économie mondialisée et la politique globale se recomposent.

**Washington peut conserver son statut d'hégémon et garantir la stabilité financière** pour faciliter sa propre stabilité, mais la Chine restera un concurrent de premier ordre qui bousculera le leader.

Washington peut aussi décider d'«abandonner» le dollar dans un accord de **Marrakech** et qu'il ne représente plus l'ancre de la finance internationale et la source de la stabilité, alors l'économie mondiale va tanguer en l'absence de prêteur en dernier ressort. Le piège de Kindleberger pourrait se refermer tandis que ni l'Europe ni la Chine ne sont capables de prendre le relais rapidement au risque du chaos.

**Les dimensions financières, du statut du dollar et de l'indépendance de la Fed seront à surveiller plus que les indicateurs conjoncturels.**



## Le piège de Kindleberger et le basculement de l'Histoire

L'Histoire du monde se construit généralement autour d'un pays leader. On le voit depuis la seconde guerre mondiale avec les Etats-Unis et auparavant avec la Grande-Bretagne. Cet hégémon donne l'impulsion et définit les règles et les institutions.

Dans cette Histoire, il peut y avoir plusieurs hégémons car l'économie mondiale n'ayant pas toujours été globale, il y a plusieurs leaders qui s'ignorent. On pense à l'Europe et la Chine qui ont longtemps vécu dans des mondes séparés avec juste des liens commerciaux réduits.

Pourtant il y a des moments particuliers, des moments où l'hégémon, celui qui domine, est remis en cause parce qu'un pays concurrent surgit, Londres surclasse Amsterdam à la fin du 18ème siècle ou parce qu'il est incapable d'assumer son statut.

Ces basculements donnent souvent lieu à des crises économiques et financières, parfois à des conflits ou à des révolutions. La crise se définit alors comme la période entre le cadre ancien qui n'existe plus et le cadre nouveau qui n'existe pas encore.

Des questionnements de ce type avaient été posés, notamment par Joseph Nye lors du premier mandat de Donald Trump à propos des relations sino-américaines. Cette problématique est toujours d'actualité mais elle a pris une nouvelle tournure car le pays leader, les Etats-Unis, donne le sentiment de saborder son statut et de ne plus vouloir assumer les responsabilités qui sont associées à sa position.

Pour analyser ces situations de bascule, les historiens ont développé trois outils d'analyse.

Le **premier outil** d'analyse est le piège de Thucydide. Le concept est issu de la guerre du Péloponnèse durant laquelle les Athéniens, montant en puissance incitent Sparte à entrer en conflit, car Sparte perçoit la volonté, véritable ou pas d'Athènes de le supplanter. C'est une façon de penser la dynamique des forces en présence et les anticipations des belligérants.

Le **deuxième cadre d'analyse est celui développé par Fernand Braudel** sur la notion d'économie monde. La dynamique de l'économie mondiale est faite d'économies monde, portées par une ville de référence, qui se succèdent, qui coexistent et des risques de crise lorsque ce cadre change. Le passage d'une ville de référence à une autre ville est une source de redéfinition des puissances et s'accompagne généralement de crises importantes.

Le **troisième concept est le piège de Kindleberger** du nom de l'économiste et historien américain. Dans son analyse de la crise des années 1930, il considère que la stabilité économique est un bien public dont la gestion est assurée par l'hégémon. Cela fonctionne tant que celui-ci à la volonté d'intervenir. Lorsque sa stratégie diverge alors le risque est une grande instabilité. Kindleberger pointe l'absence de volonté et de capacité du Royaume Uni, en 1931, de conserver ce rôle qu'elle tient de longue date alors que son successeur potentiel, les Etats-Unis, n'a pas encore la volonté et/ou les moyens de le faire.

### Le poids de l'Histoire

Thucydide et Fernand Braudel permettent de comprendre les mouvements, Kindleberger est davantage dans l'analyse de la dynamique qui s'enraye.

Pour **Thucydide**, Sparte doit entrer en conflit avec Athènes dont la puissance augmente vite. L'approche intuitive est séduisante parce qu'elle paraît légitime et rationnelle pour comprendre le comportement de celui qui se sent menacé. À l'aune des conflits passés, cette analyse n'apparaît pas totalement pertinente. Les cas qui remplissent les conditions évoquées par Thucydide ne sont pas nombreux. L'éclairage de Thucydide est d'aider à réfléchir.

L'approche de **Fernand Braudel** permet de comprendre la dynamique du capitalisme dans le temps long. Les déformations s'inscrivent dans la durée, traduisant des contraintes qui surgissent, une concurrence nouvelle ou un espace qui s'étend.



## Le piège de Kindleberger et le basculement de l'Histoire

Un aspect important de son analyse est la façon dont la puissance passe d'une ville à une autre. Cela révèle des ruptures et des situations de crises mais aussi la robustesse du capitalisme. Celui-ci change, se déforme mais se reconstitue dans un cadre différent.

La description du cheminement européen est fascinante. De **Venise** en 1380, le centre de l'économie-monde passe à Anvers vers 1500 puis Gênes vers 1550, se déplace à Amsterdam vers 1600 avant de basculer vers **Londres** entre 1780 et 1815. Pendant la période de l'entre-deux guerres, le centre de l'économie-monde traverse l'Atlantique et s'installe à **New York**. C'est cette dynamique qui suggère le basculement actuel vers l'Asie et **Pékin**. Après avoir épuisé l'économie américaine, le capitalisme se déformerait vers la Chine.

L'approche de **Kindleberger** apparaît, sur une durée réduite, comme plus immédiate et plus pertinente. Il considère que l'économie mondiale n'est pas stable par nature et qu'il faut, pour permettre son développement qu'une économie soit leader afin de définir des règles et des institutions. Dans son livre sur la grande dépression des années 1930, Kindleberger met en avant 5 conditions pour garantir cette stabilité par l'hégémon.

- \* Le maintien d'un marché relativement ouvert.
- \* La fourniture de prêts à long terme contracycliques.
- \* La surveillance de la stabilité des taux de change.
- \* La garantie de la coordination des politiques macroéconomiques.
- \* L'action en tant que prêteur en dernier ressort lors des crises financières.

Kindleberger insiste sur ces points et la fragilité du système économique mondial après la **crise de 1929**. Le système de change, l'étalon-or, paralyse les modes d'ajustements macroéconomiques. Dans la panique, la coordination des politiques économiques ne fonctionne plus du tout.

Mais l'auteur insiste sur l'**incapacité pour la Grande Bretagne de tenir ce rôle de leader** en raison de son incapacité notamment à être le prêteur en dernier ressort alors que les **Etats-Unis potentiel leader ne sont pas encore capable de jouer ce rôle**.

L'actualité de l'analyse repose sur la défiance de Washington et l'interrogation d'accepter d'être le prêteur en dernier ressort.

### Le prêteur en dernier ressort

L'architecture actuelle de l'économie mondiale doit beaucoup à l'action des banques centrales. Depuis le début des années 1980, avec la **financiarisation progressive de l'économie mondiale**, elles se sont appropriées les questions liées à la régulation financière et macroéconomique. La politique monétaire est ainsi devenue l'outil clé. Le cadre mis en place a reposé sur des modes de fonctionnement et d'intervention assez cohérents d'une banque centrale à une autre. L'objectif des banques centrales a été partout calibré sur l'inflation avec une cible identique partout. La Fed a un double objectif explicite; pour les autres banques centrales, ce deuxième objectif sur l'activité est implicite.

Depuis l'**accord du Plaza** de septembre 1985, elles interviennent de façon coordonnée quand un choc négatif se produit. Le but est de fournir la liquidité suffisante pour que le choc ne se propage pas et ne se transforme en crise profonde et durable.

La question aujourd'hui est celle du **piège de Kindleberger** : si la Fed ne joue plus ou ne peut plus tenir le rôle du prêteur en dernier ressort, alors en cas de choc négatif, la dynamique globale serait bloquée au risque de voir le choc se transformer en crise durable.

Cette question ne se pose pas immédiatement, car **Jay Powell** à la tête de la Fed ne souhaite pas modifier ce cadre international. On peut néanmoins penser qu'en cas de changement au sein du board de la Fed et dans le contexte politique particulier des USA, la Fed puisse être empêchée d'intervenir avec les marges et le leadership qui est le sien.



## Le piège de Kindleberger et le basculement de l'Histoire

Ce changement serait radical puisque lors des chocs des 40 dernières années, la Fed a mis en œuvre des lignes de liquidités avec les autres banques centrales. Les montants ont pu être considérables : 600 milliards d'USD en 2008 et 450 en 2020.

Dans un travail récent publié par le CEPR, **Robert N McCauley** imagine que les 14 autres banques centrales, associées à ces lignes de liquidités, mettent en commun leurs réserves d'un montant de 1,9 trillion de dollars pour colmater les brèches en cas de choc négatif. L'idée est que **si la Fed ne veut pas/ ne peut pas intervenir directement, les autres banques centrales pourraient contourner ce point et permettre à l'économie d'amortir le choc**. Il n'est pas besoin de créer de nouveaux dollars, mais d'échanger ceux qui sont en réserve afin de colmater les fragilités de l'ensemble du système.

La Fed interviendrait comme acteur passif, car les réserves détenues sont logées dans des actifs américains sur lesquels la Fed peut vouloir avoir un pouvoir de régulation (obligations d'État par exemple).

Ce serait un moyen, selon l'auteur, de contrecarrer le piège de Kindleberger si celui-ci apparaissait en raison du retrait des États-Unis.

La **circulation des réserves** permettrait de limiter les risques de contagion mais serait une **solution de second rang** moins efficace qu'une intervention directe de la Fed.

### Stabilité financière Le rôle de la zone Euro

Pour Kindleberger, la **dynamique économique et financière n'est pas stable par nature**. Il faut un leader, un **hégémon** qui, par son action, la garantisse lui donnant les caractéristiques d'un **bien public mondial**. Tous les pays peuvent bénéficier de la stabilité financière sans qu'un pays soit pénalisé.

L'absence de ce bien public provoque un risque d'instabilité et un coût élevé. C'est ce qu'évoque Kindleberger dans son livre sur la grande dépression à propos des années 1930.

Pour que ce bien public existe, le garant doit être intégré dans l'économie globale, doit avoir un rôle moteur dans la croissance et l'innovation, doit bénéficier d'institutions stables et disposer d'alliances géopolitiques fortes. On retrouve le Royaume Uni du 19ème siècle et les États-Unis de l'après seconde guerre mondiale. En satisfaisant ces conditions, **la monnaie de l'hégémon peut être une monnaie de réserve et ses actifs peuvent être les actifs sans risque**.

On perçoit alors la dynamique de la stabilité financière. En cas de choc, les investisseurs vont se ruiner sur les actifs sans risques de l'hégémon, réévaluant le dollar et le prix des actifs sans risques. Dès lors, les réserves des banques centrales se revalorisent donnant des capacités supplémentaires d'intervention pour réduire les risques de fragilité du système financier et les effets de contagion. La banque centrale de l'hégémon peut, comme le fait la Fed, mettre en place des **lignes de liquidités** pour accentuer encore cette capacité à stabiliser l'économie. Cette partie est celle que j'évoquais hier dans la partie 3.

La dynamique simplifiée présentée s'accompagne souvent d'**interventions de grande ampleur de la banque centrale de l'hégémon**. On se souvient de la Fed en octobre 1987 ou après la faillite de Lehman en 2008, son taux de référence s'était effondré.

Aujourd'hui, les investisseurs peuvent avoir un doute quant à la volonté des États-Unis de tenir cette fonction. Les "executive orders", les tarifs douaniers et la dynamique isolationniste de Washington pourraient se traduire à terme par une perte de confiance dans le dollar et dans les actifs sans risques.

L'absence de leader capable d'assurer la stabilité aurait des conséquences de grande ampleur sur l'économie globale, mais ni la Chine et la zone Euro ne sont pas susceptibles de remplacer les États-Unis et le dollar.



## Le piège de Kindleberger et le basculement de l'Histoire

Pour que la **zone Euro** puisse être candidate il faut qu'elle mette en œuvre toutes les réformes évoquées depuis un an et la publication des rapports Letta et Draghi pour renouveler son capital de croissance et d'innovations.

L'Europe a des atouts, une BCE puissante, l'euro est la deuxième monnaie de réserve. Elle doit aussi disposer d'actifs de référence pour servir de refuge d'où l'importance de l'Union des Marchés de Capitaux.

**Hélène Rey**, dans le Financial Times, veut croire en les capacités de la zone Euro à prendre le relais et à mettre en œuvre les réformes nécessaires. Il y a une opportunité à saisir pour éviter le risque du chaos.

### Le piège de Kindleberger peut-il se refermer ?

Le monde bousculé est à la recherche d'un nouvel équilibre.

Trois dimensions d'analyse

#### Économique

Le cadre macroéconomique, centré sur les États-Unis depuis la Deuxième Guerre mondiale et surtout depuis la chute du mur de Berlin, ne peut plus avoir le même périmètre. La Chine déborde de ce champ, obligeant le reste du monde à s'adapter. La réponse américaine depuis le premier mandat de Donald Trump est une forme d'isolationnisme.

#### Politique

La puissance politique de la Chine a imposé à Washington de réviser sa géographie militaire. Sous l'administration Biden, l'Europe restait un point d'ancrage de la stratégie américaine. Cela pourrait ne plus être le cas dorénavant. Pour les Européens, c'est une rupture, car les besoins de sécurité que cela entraîne ordonnent à des arbitrages budgétaires majeurs.

Ces deux premières dimensions incitent à plus d'autonomie, notamment pour l'Europe. C'était le sens du rapport Draghi, c'est l'orientation encore une fois expliquée dans un discours du 14 mai à Coimbra au Portugal. L'Europe doit innover en investissant, en dérèglementant et en devenant plus agile.

Aux États-Unis, la volonté politique depuis l'Inflation Reduction Act d'août 2022 est d'inciter les entreprises du monde entier à s'installer sur le territoire américain. La politique des droits de douane est dans la continuité.

La Chine doit renforcer sa dimension locale pour disposer d'un marché intérieur plus robuste et accentuer son influence dans sa région tout en gardant sa mainmise là où elle est le premier partenaire commercial, en Afrique ou en Amérique latine.

#### Financière

C'est celle qui peut être la plus disruptive. Le développement de l'économie financière depuis le début des années 1980 a donné aux États-Unis et au dollar un poids considérable. C'est l'hégémon qui assure la stabilité économique et financière du monde. Cela a bien fonctionné jusqu'à maintenant, avec notamment une banque centrale très active. La question ouverte est celle de la volonté de Washington de continuer dans cette voie alors que l'économie mondialisée et la politique globale se recomposent.

**Washington peut conserver son statut d'hégémon et garantir la stabilité financière** pour faciliter sa propre stabilité, mais la Chine restera un concurrent de premier ordre qui bousculera le leader.

Washington peut aussi décider **d'«abandonner» le dollar dans un accord de Mar-a-Lago** et qu'il ne représente plus l'ancrage de la finance internationale et la source de la stabilité, alors l'économie mondiale va tanguer en l'absence de prêteur en dernier ressort. Le piège de Kindleberger pourrait se refermer tandis que ni l'Europe ni la Chine ne sont capables de prendre le relais rapidement au risque du chaos.

**Les dimensions financières, du statut du dollar et de l'indépendance de la Fed seront à surveiller plus que les indicateurs conjoncturels.**



## Le piège de Kindleberger et le basculement de l'Histoire

### Références citées

- **Braudel Fernand:** "Civilisation Matérielle, Economie et Capitalisme - Tome 3: Le temps du monde", Armand Colin
- **Braudel, Fernand :** "La dynamique du capitalisme" Champs Flammarion
- **Draghi Mario:** "l'Appel de Coimbra" Le Grand Continent 14 mai 2025
- **Kindleberger, Charles:** "La grande crise mondiale 1929 - 1939" - Economica
- **McCauley, Robert:** "Avoiding Kindleberger's trap: A dollar coalition of the willing" CEPR, VoxEU, 5 mai 2025
- **Nye John:** "The Kindleberger Trap" Project Syndicate, 9 janvier 2017
- **Rey, Hélène:** "Prepare for the Global Euro" Project Syndicate, 5 mai 2025
- **Rey, Hélène:** "How Europe should respond to the erosion of the dollar's status" Financial Times, 7 mai 2025

## **Mentions légales Ostrum Asset Management**

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

## **Natixis Investment Managers**

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International – Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843, 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sarl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.