



Les transformations du monde #4

Philippe Waechter Chef Economiste



Dollar – Stabilité sous tension Hégémonie en question

De longue date, la position et le rôle du dollar interrogent.

Après la seconde guerre mondiale, les accords de Bretton Woods avaient permis la mise en place d'un système monétaire stable. Cela succédait à la longue période d'errance monétaire qui avait prévalu dans la période d'entre deux guerres.

Pourtant très vite, sa position dominante et ses conséquences ont engendré des critiques. Jacques Rueff parlait alors du "déficit sans pleurs" incitant le Général de Gaulle à parler du privilège exorbitant du dollar lors d'une conférence de presse du 4 février 1965.

Jacques Rueff faisait implicitement le parallèle avec le jeu de billes lorsque le gagnant du jeu prête les billes qu'il vient de gagner à l'enfant qui les perd systématiquement. Le jeu peut continuer longtemps mais il n'est pas équitable.

Pour l'économiste français, les Etats-Unis, émetteurs du billet vert, pouvait toujours émettre entretenant une balance déficitaire avec la conquête de marchés étrangers par des investissements directs.

* * *

Aujourd'hui la question est posée différemment même si le problème soulevé par Jacques Rueff est toujours pertinent. Il y a deux dimensions. La première est celle du cadre macroéconomique global qui change rapidement. La rivalité entre les Etats-Unis et la Chine est aussi monétaire, les Chinois ayant compris que l'autonomie économique et politique sans autonomie monétaire était un leurre. L'autre aspect est la position de Donald Trump sur le billet vert. Doit-il être fort, faible ? Quel sera le statut de la banque centrale dans la durée ? Autant d'éléments qui ont été discutés depuis les élections présidentielles de novembre 2024 sans pour autant proposer de réponse claire.

* * *

Les questionnements sur le rôle et le statut du dollar sont des éléments presque permanent du système monétaire internationale. L'arrivée de l'euro à l'orée des années 2000 et l'émergence récente du yuan n'ont pas encore bousculé la prééminence du billet vert. Dès lors l'interrogation porte sur les facteurs qui pourraient faire basculer les choix des investisseurs vers une autre monnaie.

* * *

La globalisation a d'abord été financière au début de la présidence Reagan. Le dollar et les marchés financiers sont alors devenus les facteurs structurants du développement global. Le billet vert est, depuis les Accords de Bretton Woods, le bien public international, l'actif vers lequel les investisseurs du monde entier se réfugient en cas d'incertitude.

Le dollar et les actifs américains ont ainsi acquis le statut d'actifs sans risque. Il est l'actif privilégié par les investisseurs lorsque le temps tourne à l'orage et c'est vers la Federal Reserve que les regards se dirigent lorsqu'il faut trouver une solution.

En raison de ce statut très particulier, tous les acteurs de l'économie ont d'importants portefeuilles en dollars, que ce soit à l'actif ou au passif. Dès lors, en raison des encours très élevés, un changement de repère sur la monnaie internationale doit être appréhendé comme un processus de long terme.

Un investisseur peut arbitrer entre le dollar et une autre monnaie lorsqu'il veut se positionner sur un actif. Mais son stock d'actifs en dollars ne va pas être ajusté dans l'instant.

Pour illustrer ce point, la dette publique américaine détenue par des investisseurs non-résidents représente plus de 9 000 milliards de dollars soit 25% de la dette publique totale et 30 % du PIB américain. Cet encours ne pourra pas être liquidé en très peu de temps.

On pourrait sur un autre plan indiquer que les réserves de change en dollars sont toujours voisines de 60% du total. La tendance est doucement à la baisse mais c'est en partie liée à l'émergence de l'euro. Les banquiers centraux se hâtent à un pas de sénateur sur cette question de la monnaie de référence.

Une autre illustration est le montant des engagements en dollars des non-résidents vis-à-vis des Etats-Unis. Selon la BRI, en 2024, ce montant des prêts en dollars était de l'ordre de 13 000 milliards de dollars. Là aussi la capacité de se désengager ne peut être qu'un processus s'inscrivant dans la durée.

Pour l'actif comme pour le passif, la question supplémentaire que se posent les investisseurs est celle de la monnaie de substitution.

Existe-t-il un marché suffisamment profond pour basculer vers celui-ci en cas de désengagement vis-à-vis du billet vert ? Est-ce que l'institution américaine qui m'a prêté, a un équivalent dans un autre pays sur une durée aussi longue ? Autrement dit, l'anti-loi de Gresham qui s'applique à la finance internationale dit que la bonne monnaie chasse la mauvaise.

Pour basculer vers une autre monnaie, il faut vraiment être convaincu que la bonne monnaie d'aujourd'hui ne le sera plus demain. C'est un pari audacieux.

Le basculement d'une monnaie vers une autre à l'échelle internationale est un processus long. Pour prendre une référence historique, la période de l'entre deux guerres mondiales est associé au passage de la référence monétaire britannique à la référence monétaire américaine.

Sur cette longue période, le dollar a remplacé le sterling avec comme point d'orgue la signature des Accords de Bretton Woods qui ont placé le dollar comme la monnaie de référence à l'échelle internationale.

Ce long passage de témoin a connu une situation particulière puisque à partir de 1931, la Banque d'Angleterre n'a plus eu la capacité d'assurer son statut de prêteur en dernier ressort. Dans le même temps, la Federal Reserve américaine n'avait pas les moyens de le devenir. Cette époque est associée à ce qui a été appelé le « Piège de Kindleberger » du nom de l'économiste et historien Charles Kindleberger qui avait mis en avant cette période et cette configuration pour expliquer les difficultés à retrouver une forme de stabilité dans les années 1930.

Cela pose clairement le débat quant à la remise en cause du billet vert comme bien public international. L'épisode des années 1930 indique que pour assurer la stabilité financière il faut qu'un autre pays ait les moyens de l'assurer, qu'il ait une banque centrale crédible pour être prêteuse en dernier ressort, les institutions robustes pour tenir ce rôle et qu'il gagne la confiance des investisseurs.

* * *

Depuis le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche, d'importantes interrogations sont apparues sur le statut du dollar, tant du côté de Washington que du côté des investisseurs.

Stephen Miran, que le président américain a nommé à la Fed, plaide pour une baisse rapide et forte du billet vert pour rééquilibrer la balance commerciale américaine.

Cependant, dans le même temps, le **développement des stablecoins**, reconnu par une loi l'été dernier, le Genius Act, doit permettre d'accroître l'attrait de la dette publique US plaidant ainsi pour un dollar fort afin d'attirer l'épargne du monde entier.

La vision de la Maison Banche manque de clarté sur ses objectifs et sur ce qu'elle souhaite faire de la Fed et de son indépendance.

Dit autrement, le comportement et le statut habituels des Etats-Unis sur le plan monétaire n'étaient pas interrogés par les autorités américaines. Ils le sont et c'est ce point qui aujourd'hui engendre un cadre différent.

Les investisseurs ont, eux aussi, bien saisi cette problématique. Si généralement ils se concentrent sur le billet vert en cas de manque de lisibilité de l'environnement économique et financier, cela n'a pas été le cas en avril dernier le jour de la libération lorsque le président américain a énoncé les différents droits de douane.

Ce jour-là, le dollar a chuté.

L'option de la Maison-Blanche instillait une interrogation sur la politique commerciale américaine qui sortait du cadre plutôt collectif qui prévalait.

Malgré tout, on ne doit pas exclure le scénario d'un retour à la normale.

Les velléités de séparatisme chinois, sa volonté de faire cavalier seul se heurtant aux réalités d'une bataille que les Etats-Unis finiraient par remporter.

Le succès des Américains renforce le dollar et leur capacité à financer leur économie. Cette possibilité est de faible probabilité tant le rapport de force entre les deux pays se construit jour après jour.

Comprendre vers quelle autre monnaie les investisseurs pourraient aller est une forme d'énigme. Plusieurs raisons

1- Il faut ne plus avoir confiance dans le dollar.

Cela sera forcément une histoire longue intellectuellement pour sortir de l'idée que les Etats-Unis pourraient être durablement affaiblis et ne pas imaginer qu'ils puissent rebondir dans un temps fini. Ce sera long aussi car la gestion des encours à l'actif et au passif sera de longue haleine.

2- Il faut trouver une monnaie de substitution.

Il faut que cette monnaie gagne ce statut, ce que Christine Lagarde souhaite mettre en œuvre pour l'euro. Il faut aussi qu'il soit le réceptacle des flux financiers avec des marchés liquides et profonds. La vie financière était à Londres du temps de la domination du sterling, elle est à New York aujourd'hui et depuis longtemps.

Quels sont les pays capables de réunir ces deux statuts ?

3- La Chine ne convainc pas pour deux raisons. La première est qu'elle est dans une démarche pour se démarquer des Etats-Unis mais sans encore avoir la puissance économique et politique suffisante et convaincante.

Ses marchés financiers ne sont pas suffisamment développés pour transférer les encours détenus à New York ou Chicago vers Pékin ou Shanghai. Elle dispose néanmoins d'un avantage qui est d'avoir tissé des liens financiers avec de nombreux pays émergents. Cela lui donne une base robuste. Mais cela ne lui donne pas le statut de géant financier pour l'instant.

4- La zone Euro a une monnaie qui s'est imposée dans la durée même si son statut n'est pas celui du dollar. Elle souffre néanmoins de marchés financiers insuffisamment intégrés, pour pouvoir disposer d'un marché de la dette publique européenne. C'est un enjeu majeur dont les autorités européennes ont conscience mais qu'il faut transformer afin de disposer d'un marché de la dette très profond.

Son marché action est aussi insuffisant. Actuellement, ce qui fait la force du marché américain, c'est sa composante Tech. Elle n'est pas présente en Europe. Cela fait écho au rapport Draghi qui trouve que l'Europe n'innove pas assez. Ce point est majeur.

La Grande Bretagne a dominé le monde parce qu'elle était porteuse de la révolution industrielle. Les Etats-Unis lui ont succédé car ce pays a été au cœur des innovations de l'après seconde guerre mondiale.

Dans cette bataille de l'innovation, l'Europe est très en retrait et ne fait jeu égal ni avec les Etats-Unis, ni avec la Chine.

Quelle histoire raconter pour faire venir massivement les capitaux du monde entier sur les actions européennes ? LVMH ou Siemens font-ils autant rêver que l'IA de Nvidia.

5- L'émergence d'une économie globale polarisée.

La Chine et les Etats-Unis continuent d'échanger beaucoup mais les cycles économiques ne sont plus autant en phase. Il y a deux économies qui évoluent dans des sphères différentes avec des pays différents qui leurs sont rattachés.

Est-ce que dans ce cas, la Chine et les pays qui lui sont alliés auraient intérêt à utiliser le billet vert ? Nul doute qu'il y aurait la recherche d'une monnaie de substitution mais le processus sera de longue haleine.

6- Les cryptomonnaies du type bitcoin ne sont basés sur aucun élément tangible, si ce n'est une vague idée que les monnaies privées et publiques doivent se faire concurrence.

Les cryptomonnaies, du type stablecoins, ont pour vertu d'étendre l'emprise du dollar. D'abord par des transactions peu chères et globales. Ensuite le stablecoin (à 95% en dollar) ne fait qu'accroître la demande pour la dette publique US que la Maison Blanche ne souhaite pas contraindre. Le stablecoin est un moyen de diffuser des formes de dollars privés américains (privés car non soumis à la garantie de la Fed) partout dans le monde.

7- La principale source de doute sur le dollar viendra des décisions qui seront prises à la Maison Blanche.

Spontanément, la défiance vis-à-vis des Etats-Unis ne se traduirait que par un processus long et lent. Le seul moyen de l'accélérer est de rompre la confiance implicite que l'on a tous vis-à-vis de l'Amérique.

Cela peut refléter des choix fait sur la Fed, sur la sécurité des transactions lorsque la Maison Blanche demande X% des revenus sur telle ou telle opération, ressemblant alors à ce que l'on constate dans les pays corrompus.

Le phénomène le plus marquant sera le facteur déclenchant de la défiance vis-à-vis des actifs américains et vis-à-vis du dollar. Cela portera sur les objectifs de la Maison Blanche pour le billet vert mais aussi les capacités de sa régulation par la Federal Reserve.

Ce sont donc principalement aux choix qui seront fait à Washington qui donneront les orientations de la monnaie américaine.

Si des choix, manquant de cohérence par rapport aux cadre habituel, sont faits à la Maison Blanche, ne doutons pas que l'on rentrerait dans une période ressemblant à une forme de piège de Kindleberger. Le dollar serait remis en cause sans pour autant avoir de substitut.

Cette incertitude explique probablement une partie de la montée de l'once d'or. Le métal précieux a vu son poids augmenter rapidement dans les réserves des banques centrales et dans les portefeuilles. C'est une mesure en attente de savoir quel camp choisir et à quelle vitesse l'incertitude se réduira.

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

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 Sàrl, 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.