

## Lettre n°125

### Que penser du dollar ?

« *Le dollar est notre devise mais c'est votre problème* »  
*John Connally*, Secrétaire d'Etat du Trésor de Richard Nixon.

Cette phrase prononcée au lendemain de la décision de suspendre la convertibilité du \$ en Or en 1971 n'a plus l'assentiment de l'administration Trump. A tort, elle semble considérer la place centrale du dollar comme une cause de surévaluation de la devise et un obstacle à la réindustrialisation. Mais les 2 choses, on l'analysera, n'ont rien à voir.

- **L'atout** : grâce aux achats de dollars par les étrangers, le taux d'intérêt sur la dette américaine est inférieur au taux de rendement des investissements américains à l'étranger et cela permet de supporter le déficit commercial.
- **Le déni** : pour de proches conseillers de Donald Trump, non pas Scott Bessent car il a réaffirmé son soutien à un \$ fort, mais JD Vance et Miran, chef des conseillers économiques à la Maison Blanche, le statut de devise internationale du \$, depuis 80 ans, est un problème pour les Etats-Unis.
- **La fragilité** : la surprenante tension sur les taux d'intérêt américains le 2 avril au moment même où Trump annonçait ses hausses de tarifs et où la Bourse américaine plongeait traduit la défiance des investisseurs internationaux. Habituellement, ces obligations étaient un refuge dans les moments de stress sur les actions. Aujourd'hui, d'aucuns s'interrogent sur la solidité de la dette américaine, sur la volonté américaine d'honorer ces créances vis-à-vis de l'étranger.
- **L'analyse** : pour une idée plus précise du dollar on examinera successivement, l'existant, c'est-à-dire le privilège exorbitant du dollar, le récent, c'est-à-dire la fragilisation du dollar, le distant, c'est-à-dire la longue marche vers un système monétaire multipolaire et le prochain, c'est-à-dire les conséquences d'un dollar plus faible.

#### « Le privilège exorbitant du dollar »

- **L'évidence** :

Dénoncé par *Giscard d'Estaing* au début des années 70, ce privilège est d'actualité. Le PIB américain, c'est 1/4 du PIB mondial mais le dollar, selon le FMI, représente près de 90% des transactions de change internationales et 59% des réserves international de change (contre, il est vrai, 73% en 2000). De même, 60% des crédits internationaux sont dénommés en dollars et 55% des transactions commerciales sont facturées en \$. Prolongement de cette domination, l'application du principe d'exterritorialité a permis aux Etats-Unis de sanctionner lourdement des institutions comme la BNP dans leurs transactions internationales.

- **La surprenante remise en cause** :

Certains, dans l'administration américaine, exemple monsieur Miran, critiquent le statut du dollar comme monnaie de réserve car il aboutirait à une surévaluation du \$ préjudiciable aux intérêts des exportateurs et de l'industrie américaine.

Certes, le \$ index reste 12% supérieur à son point bas de 2020 et il est encore surévalué. Indice parmi d'autres, l'équivalence statistique du revenu moyen d'un habitant du Mississippi, l'Etat le plus pauvre des Etats-Unis, avec celui d'un allemand d'un anglais. Un chiffre loin de la réalité.

Mais, c'est oublier les avantages liés à ce statut.

La demande internationale de \$ permet d'avoir des taux plus faibles que ne le commanderait la réalité de l'endettement américain.

Le déficit commercial, une constante des 60 dernières années, c'est-à-dire la capacité à vivre au-dessus de ses moyens, a une contrepartie dans la balance des paiements avec les entrées de capitaux internationaux aux Etats-Unis.

Un déficit moindre aurait pour conséquence un moindre afflux de capitaux extérieurs, en contradiction avec la volonté affichée d'attirer les investisseurs internationaux pour participer à la réindustrialisation américaine. Afin d'assurer cette réindustrialisation, les Américains devraient donc épargner davantage c'est à dire consommer moins.

De même, si Trump présente le \$ comme une arme et les taux d'intérêt comme un levier, il semble oublier la vulnérabilité du privilège associé au \$ et le rôle des investisseurs internationaux dans l'évolution des taux longs. Depuis un siècle, l'attractivité du \$ a reflété celle du marché américain. De tels montants seraient revus à la baisse si demain le système monétaire international devenait multipolaire. A titre d'exemple, les 200 milliards d'euros d'épargne européenne investis annuellement aux Etats-Unis resteraient largement en Europe.

### **La fragilisation du \$ :**

En laissant dérapier leurs déficits, les Etats-Unis touchent aux limites du *paradoxe de Triffin* : pas de monnaie de réserve internationale sans déficits, pas de confiance dans la monnaie si les déficits sont trop élevés. Points de vulnérabilité, la dette publique passée de 106% du PIB avant le Covid à 121% du PIB et la nécessité de refinancer \$7000 milliards cette année.

Depuis le début de l'année, le \$ index, c'est-à-dire l'évolution du \$ par rapport à un panier de devises pondéré par les échanges, baisse de 9.4% et d'aucuns s'inquiètent d'une poursuite de la baisse.

Au nombre des facteurs d'inquiétude sur l'évolution du \$, retenons en 8 : les attaques contre l'Etat de droit, une moindre confiance dans les institutions américaines, une éventuelle taxe sur la détention d'obligations américaines par des investisseurs étrangers, la réflexion, saugrenue, d'imposer aux étrangers la détention d'obligations à 100 ans sans taux d'intérêt comme alternative à des droits de douane prohibitifs, la possibilité évoquée par certains d'un défaut partiel sur la dette américaine détenue par les investisseurs étrangers, une aggravation du déficit budgétaire de \$5800 milliards ces 10 prochaines années si le Congrès vote la pérennisation des baisses d'impôts, une remise en cause de l'indépendance de la Banque centrale, un delisting envisagé des 286 sociétés chinoises cotées à New York, un coup dur pour ces entreprises chinoises car elles profitent de la liquidité et du niveau de valorisation élevé du marché américain mais le marché américain n'en sortirait pas indemne.

Les errements de la politique de Trump tendent les taux longs, augmentent la prime de risque et les risques de vente de Treasuries par les investisseurs étrangers. A la fin 2024, le Japon avait \$1100 milliards de Treasuries, la Chine \$768 milliards, la Grande Bretagne \$765 milliards, le Luxembourg \$425 milliards, le Canada \$374 milliards, l'ensemble des pays asiatiques \$3000 milliards. Globalement, un quart de la dette publique américaine, \$8500 milliards, est dans des mains étrangères (contre 55% pour des investisseurs américains, 13% pour la FED, 7% des agences américaines) et la dette extérieure publique et privée du pays atteint 70% du PIB cette année.

### **La longue marche vers un système monétaire multipolaire :**

A terme, le système monétaire international, d'unipolaire pourrait devenir tripolaire. Avantage pour les Européens ou les Chinois, ils paieraient leurs matières premières avec leur devise et ne seraient plus soumis aux aléas du \$. Cela aurait comme conséquence une poursuite de la dépréciation du dollar.

A ce jour, néanmoins, l'€ est la seule alternative au \$ mais c'est prématuré. Quant au Yuan, la perspective d'un rôle international est encore plus lointaine.

Le Yuan n'étant pas convertible, il ne représente que 2% des réserves de change et les autorités chinoises ne semblent nullement pressées de supprimer le contrôle des changes.

L'Europe n'a pas achevé l'union des marchés de capitaux entre les 20 pays membres de l'€ et n'offre pas la profondeur de marchés financiers dont bénéficie le marché américain. Hormis une partie des €750 milliards du plan de relance européen décidé lors de la crise de la Covid, il n'y a guère de dette mutualisée et, des quatre plus grands marchés, trois, l'Italie, la France et l'Espagne affichent des dettes publiques égales ou supérieures à 110% du PIB. Seule l'Allemagne, avec un ratio d'endettement à moins de 65% du PIB, apparaît comme un refuge.

Pourtant, la perspective est attrayante. Si l'€, aujourd'hui, fort de 20% des réserves de change et 20% des émissions obligataires, devenait une monnaie de référence, l'UE pourrait lever des capitaux abondants à taux bas et financer davantage d'investissements dans la défense, l'IA, les infrastructures, les semi-conducteurs. De tels investissements, gages d'une croissance plus forte, semblent aujourd'hui réunir un assentiment plus large qu'il y a quelques années, car, en conjuguant l'affirmation de l'€ et des investissements accrus dans la défense et la technologie, l'Europe pourrait parvenir à la souveraineté monétaire, militaire et technologique, donc devenir une vraie puissance.

Non seulement l'€ a surmonté la crise de 2012 mais la menace russe et l'incertitude de l'alliance américaine plaident pour un renforcement de l'Union et le nouveau gouvernement allemand vient d'adopter un plan ambitieux de quelque €1000 milliards, partagés à égalité entre la défense et les infrastructures. Internationaliser davantage l'€ permettrait d'abaisser les taux d'intérêt et de favoriser la mise en œuvre des ambitieux plans d'investissement.

### **Conséquences d'un \$ plus faible :**

#### **- *Sous l'angle de la consommation américaine :***

Un \$ plus faible, 9.3% de baisse cette année pour le dollar index, c'est une double peine pour le consommateur américain car les importations sont renchéries à la fois par les tarifs et par les effets de la dépréciation du \$. L'inflation aux Etats-Unis sera donc accrue et la Fed moins encline à baisser ses taux.

Un \$ plus faible, ce sont des difficultés plus grandes pour les exportateurs du monde entier à destination des Etats-Unis, ce sont aussi de moindres bénéfices des filiales américaines de groupes internationaux. Un \$ plus faible, c'est enfin une accélération de la baisse des taux d'intérêt hors des Etats-Unis car l'inflation importée, notamment sur les produits énergétiques payés en dollars, y diminue.

#### **- *Sous l'angle boursier :***

Un \$ plus faible, c'est une moindre attractivité des marchés américains pour les investisseurs internationaux. Pour les Etats-Unis, les conséquences pourraient s'avérer lourdes car, selon les estimations, les étrangers détiendraient \$5000 milliards d'obligations de sociétés, \$19000 milliards d'actions américaines, soit 40% de la capitalisation, et \$7000 milliards de Treasuries. De surpondérer, toutes ces dernières années, les marchés américains deviennent « Equal weight », voire sous-pondérés et le \$ est hedgé dans les portefeuilles. Le mouvement est d'importance car la bourse américaine, c'était, en début d'année, 70% de la capitalisation mondiale.

Un \$ plus faible, c'est davantage d'investissements en Francs Suisses, en Euros, en Yens.

Un \$ plus faible impose la vigilance sur des groupes très internationalisés, et une préférence accrue pour des groupes très domestiques, peu sensibles aux variations de change.

Pour les chinois, un éventuel « delisting » de leurs sociétés cotées aux Etats-Unis pénaliserait leurs valorisations.

**Conclusion : « Hâte-toi lentement » Empereur Auguste.**

Cette sage Maxime de l'empereur Auguste devrait être méditée par Trump et son entourage car

**- L'intérêt évident des Etats-Unis est de préserver aussi longtemps que possible le statut du \$ :**

Les Etats-Unis, avec un déficit budgétaire de 7% du PIB, une dette nette équivalente à une fois le PIB, \$8500 milliards de Treasuries détenus par des étrangers, un déficit commercial récurrent entre 3 et 4% du PIB, \$7000 milliards de dettes à refinancer cette année, ne peuvent se passer de l'épargne internationale et doivent, aussi longtemps que possible, préserver le statut international du dollar.

En d'autres termes, il ne peut être question de sacrifier l'indépendance de la Fed, de renvoyer monsieur Powell ou d'envisager la nomination en 2026 d'un président à la botte de Trump à la tête de la Réserve fédérale. Autant de mauvaises options susceptibles de provoquer l'envol des taux longs américains et de compliquer le refinancement de la dette.

**- L'intérêt des investisseurs internationaux est à court terme le maintien d'un système \$ :**

Aujourd'hui, aucune classe d'actifs, aucun marché n'offre une liquidité équivalente à celle du marché américain. A court terme, une vente du \$ alimenterait des bulles variées sur l'€, le CHF, aujourd'hui à 0.2% des réserves de change, le Yen, aujourd'hui à 5.8% des réserves de change, le \$ Canadien ou le \$ Australien, chacun entre 2 et 3% des réserves de change, voire l'Or ou les cryptos. De tous ces marchés, l'€ est le plus vaste mais l'union des marchés de capitaux reste à faire et, de tous les grands pays, la dette la plus sûre, celle de l'Allemagne, €3000 milliards, ne représente même pas le dixième de la dette publique américaine.

Genève, le 23 avril 2025

*Bruno Desgardins*

**Bruno Desgardins**  
CIO  
Switzerland



**SingAlliance Pte Ltd**

16 Raffles Quay  
#12-01 Hong Leong Building  
Singapore 048581  
T: +65 6303 5050  
E: info@singalliance.com

**SingAlliance (Switzerland) SA**

Rue du Mont-de-Sion 6  
1206 Genève  
Switzerland  
T: +41 22 518 85 85  
E: info.switzerland@singalliance.com

**SingAlliance (Hong Kong) Ltd**

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre  
248 Queen's Road East  
Wanchai, Hong Kong  
T: +852 2639 3659  
E: info.hongkong@singalliance.com

**SingAlliance Pte Ltd**

**(DIFC Representative Office)**  
The Gate, Level 13 East, Office 10, DIFC  
PO Box 121208 Dubai, UAE  
T: +971 (0) 4 401 9158  
E: info.dubai@singalliance.com



Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.