

## **Réflexion sur la situation financière internationale**

### **I. Les chocs**

Nous avons subi récemment deux chocs successifs : le COVID en 2021–22,

Et maintenant le choc de l'administration Trump en 2025.

Essayons d'analyser ce dernier choc.

1. **C'est un choc intellectuel** : il prône le protectionnisme douanier, alors que la pensée économique et la politique depuis le milieu du XIXe siècle, avaient avancé sur la voie du progrès par l'ouverture des frontières. En revenant aux tarifs de 1900 (environ - 6 % sur le commerce international, tarif qui s'abaissa à 0 à 1 % avant 2022 –), c'est plus d'un siècle de progrès et d'ouverture qui est ainsi effacé.
2. **C'est un choc économique** : le protectionnisme douanier ne peut que réduire la croissance mondiale. Pendant des décennies, nous avons observé que le commerce international était une source majeure de la croissance économique. Or, on parle déjà d'une – sans doute faible – récession aux US après une croissance de près de 3% en 2023 et de 2,4% en 2024. Logiquement, la hausse des tarifs douaniers augmente le prix des importations et donc réduit le pouvoir d'achat des ménages.
3. **C'est un choc systémique** : notre monde étant très fortement interconnecté, les mesures protectionnistes n'affectent pas seulement les échanges bilatéraux proprement dits, comme c'était le cas, il y a un siècle. Elles frappent une aussi une part beaucoup plus large des échanges internationaux. Les chaînes de production étant interconnectées, c'est la structure même des échanges qui est touchée : une grande partie des transactions doit désormais se « renationaliser » tandis que le « système global » s'appauvrit.
4. **C'est un choc financier** : le commerce mondial se finance par des crédits de différents types (crédits commerciaux à court terme, crédits à l'exportation garantis, crédits à long terme, crédits syndiqués...) Pour fonctionner, le système

commercial global a besoin de crédit et de capitaux. Mais, vu les incertitudes sur la politique tarifaire (et les décisions de M. Trump qui sont souvent des annonces intimidantes dont la réalisation est différée), il arrive que des financements hésitent à s'engager et que les transactions en souffrent. Le paradoxe est le suivant. « Des milliards tournent autour de la planète, les risques ne cessent de s'aggraver, mais les montants sont tels que les financiers ne savent plus où les investir ailleurs que dans bourse et dans la pierre. La machine de hausse des prix s'alimente d'elle-même. Les prix de l'immobilier flambent et la bourse... a un besoin absolu de ne voir que les bonnes nouvelles »<sup>1</sup>.

5. C'est un choc de volatilité : l'incertitude devenant la règle, l'intimidation tenant lieu de stratégie, et les reculs, utilisés comme une méthode normale dans les relations internationales, il n'est pas étonnant que la nouvelle administration américaine ait favorisé une extrême volatilité des marchés. À politique déconcertante, marchés volatiles. Même le marché, réputé le plus stable du monde, celui des titres gouvernementaux américains a été touché, dans sa liquidité, il y a quelques semaines. La Fed s'est empressée de faire savoir qu'elle était vigilante et prête à intervenir si les spreads devenaient menaçants. Le Président a été obligé de suspendre la mise en œuvre de ses mesures tarifaires les plus extrêmes.

## II. Les perspectives

Quatre réflexions sont frappantes.

1. Cette source de chocs et d'incertitudes est probablement là pour durer

Il ne faut pas croire que les mesures protectionnistes de l'administration Trump sont vouées à une mise à l'écart prochaine.

---

<sup>1</sup> Voir Eric Le Boucher, Les Echos 16 mai 2025

Il faut comprendre que les décisions américaines font partie d'une stratégie dont le rapport de Steve Miron (chef des conseillers économiques de la Maison Blanche) fournit une analyse, certes peu convaincante, mais qui se veut compréhensive. De ce point de vue, ni Steve Miron, ni le secrétaire au Trésor Bessent – « les penseurs » de la nouvelle administration - ne semblent envisager une remise en cause de la politique du Président américain en matière des droits de douane.

Le mal est déjà fait en grande partie : la thèse des bienfaits d'un système multilatéral ouvert est remise en question de façon fondamentale.

Il n'est pas assuré qu'une nouvelle présidence se rallie à des vues plus libérales. En toute état de cause, de telles prises de positions – même si elles sont partiellement corrigées plus tard - laissent inévitablement des cicatrices.

D'une manière générale, il faut comprendre que la politique américaine est confrontée, avec la montée de la Chine, au défi de la perte de son hégémonie. Cette situation amène les Etats-Unis à contrer par tous les moyens possibles cette « co-hégémonie » naissante. Le corps politique américain est beaucoup plus uni sur cette question qu'on ne le croit souvent. La politique protectionniste, supposée - à tort - enrayer ce phénomène, est de ce fait en grande partie bi-partisane.

## 2. Les perspectives macro-économiques sont volatiles

Comme le remarque M. Luis de Guindos, Vice-Président de la BCE, dans une intervention récente<sup>2</sup> : « la plus grande fragmentation géoéconomique à l'échelle mondiale peut accroître la probabilité d'événements extrêmes défavorables et plus fréquents ».

De grandes vulnérabilités en matière de stabilité financière sont soulignées : « les marchés d'actions restent particulièrement vulnérables aux ajustements soudains en raison de la persistance de valorisations élevées<sup>3</sup> ».

Alors que les Etats-Unis comptent environ 4% de la population mondiale et un quart du PIB global, ils représentent 30% de la capitalisation boursière du S&P 500.

La combinaison :

---

<sup>2</sup> Discours à l'occasion de l'Assemblée Générale annuelle de l'International Swap and derivative association, le 15 mai 2025.

<sup>3</sup> L'indice de volatilité CBOE (VIX) a bondi 3 fois la moyenne historique après l'annonce des droits de douane le 2 avril 2025.

- De cette concentration des marchés financiers aux Etats-Unis,
- De l'incertitude géopolitique créée par l'administration Trump,
- De la compression des spreads de crédits

amène à la question : « les investisseurs ne sous-estiment-ils pas la probabilité de scénarios défavorables ? »

Une autre vulnérabilité concerne la zone euro. L'escalade des tensions commerciales dans une zone ouverte et très dépendante des chaînes de production internationales, constitue un réel danger étant donné la croissance économique très faible de cette zone et ses déficits budgétaires souvent considérables.

Le risque d'évènements extrêmes est aggravé par les valorisations élevées, la crise budgétaire de plusieurs Etats européens et les bas taux directeurs qui favorisent les fuites de l'abondante épargne européenne vers la zone dollar.

### 3. Le danger immédiat est un retour à l'inflation.

La montée des droits de douane, la remise en cause des chaînes de production, le retour à une économie mondiale plus compartimentée sont porteurs d'inflation.

Il n'est pas exclu que l'inflation mondiale à venir ne s'élève à 5 à 6 % par an.

Si c'était le cas, il faut se poser la question de la réaction des banques centrales. Celle-ci, élèveront-elles les taux directeurs pour lutter contre le retour de l'inflation ?

C'est une possibilité. Mais la crainte d'une forte récession et la fragilité de certains marchés de dettes gouvernementales pourraient bien l'emporter sur l'objectif de la stabilité monétaire.

On en reviendrait alors à la stagflation qui a pourri les années 70.

Cette « fiscal dominance » est d'autant plus probable que, à la différence de la crise de 2007-2008, nombreux de pays (US, France, Italie...), sont aujourd'hui, dans une situation aiguë de fragilité budgétaire.

Le risque de crise financière (USA, Euro) alimente celui du retour à la facilité monétaire et d'un recours massif au quantitative easing.

#### 4. Quel système monétaire international peut-on attendre de ces développements ?

Les tendances sont déjà à l'œuvre.

- Au niveau des transactions commerciales, transfrontalières, on verra sans doute se poursuivre la tendance actuelle à « sortir du dollar ». Les plateformes bilatérales – et de plus en plus multilatérales – sont destinées à court-circuiter le dollar. Elles se multiplieront face aux menaces de sanctions ou même de confiscations des États-Unis. Le dollar sera perçu de moins en moins comme un avoir sûr et de plus en plus comme en danger<sup>4</sup>.
- Au niveau de la situation des réserves détenues par les banques centrales, on assistera sans doute à la très graduelle érosion du dollar en faveur de l'or ou d'autres monnaies<sup>5</sup>.
- Les deux puissances mondiales (US et Chine) auront-elles la sagesse d'œuvrer à créer un « système » monétaire international de taux de changes discipliné (à partir d'un pool de monnaies et d'or) sous la surveillance multilatérale du FMI ?
- Rien n'est moins sûr... encore que le retour de l'or dans les réserves mondiales pourrait, de fait, contribuer à une certaine discipline dans la mesure où une monnaie qui se voudrait « mondiale » pourrait être menacée dans l'exercice de cette fonction si elle était atteinte par des pertes d'or qui conduiraient à une insuffisance de métal détenu, ou par un écart grandissant entre la valorisation du marché de l'or et celle, dégradée, des bons gouvernementaux des pays trop endettés.

Le « dilemme Triffin », devenu budgétaire, n'a pas fini de nous hanter<sup>6</sup>...

\*

\*\*

---

<sup>4</sup> Il faut noter cependant une tendance en sens contraire : le développement récent et très marqué des « stable coins ». L'émission – encouragée par l'administration Trump de ces nouveaux modes de transaction (gagés par des dollars) pourrait étendre la dollarisation de l'économie mondiale et renforcer le dollar (voir Olivier Klein – la tribune des Echos le 29 avril 2025).

<sup>5</sup> Il faut remarquer que la recherche d'actifs sûrs est d'autant plus forte que la politique tarifaire de Trump avive les tensions géopolitiques. Il faut reconnaître que malgré le déficit majeur et croissant des Etats-Unis, il y a encore peu d'alternatives au dollar. Certes, le marché commence à sanctionner le déficit américain (les rémunérations offertes par le marché des titres longs gouvernementaux US a augmenté de 40 points de base depuis l'annonce de la politique de Trump. Mais la hausse des spreads US ne fait que rendre plus incertains les gouvernements et les fonds de placement étrangers si cette menace – dilemme Triffin - s'accroissait, on ne pourrait que chercher à shunter le dollar.

<sup>6</sup> De 2000 à 2024 la dette extérieure des Etats-Unis sur PIB est passée de 20 à 80% ce qui a affaibli la confiance dans le dollar

La survie du modèle européen d'économie sociale de marché dépend de sa capacité à se renouveler, à coopérer entre Etats membres, à corriger les excès d'endettement passés, à reprendre le chemin des investissements productifs et de l'épargne longue et à rebondir sur les valeurs du travail avec un esprit nouveau...

J. de Larosière

03/06/2025