

POSITION

Des questions qui font réfléchir les investisseurs



CE QUI RESTE DU DOLLAR

L'EURO

serait bien plus complet
sous forme numérique

LES ACTIONS TECHNOLOGIQUES

ont le vent en poupe

L'OR

reste la monnaie
de dernier ressort



On dit souvent que l'attaque est la meilleure défense. Donald Trump quitte rarement le « mode attaque ». Le président américain croit fermement en la loi du plus fort – aux États-Unis, mais aussi dans le reste du monde ... au grand dam des chefs de gouvernement d'autres pays, mais aussi, depuis peu, du président de la Réserve fédérale américaine (Fed), Jerome Powell.

Donald Trump l'a en effet qualifié d'« idiot dépensier », qui a déjà coûté beaucoup d'argent aux États-Unis : parce qu'il ne maîtrise pas les coûts de la rénovation du bâtiment de la Fed, mais surtout parce qu'il se refuse à abaisser enfin les taux !

Ce type d'attaques vis-à-vis du dirigeant d'une institution indépendante est peu digne d'un président, mais Donald Trump ne s'en émeut guère : il veut une baisse des taux. Le président américain a en effet besoin de taux bas pour maîtriser le budget public. Or, avec ses invectives récurrentes vis-à-vis de la Fed, il mine la confiance des investisseurs internationaux dans la fiabilité des États-Unis, et en particulier du dollar américain.



Flossbach von Storch
POSITION

3/2025

Flossbach von Storch Invest S.A. présente le magazine trimestriel de notre gestionnaire de fonds Flossbach von Storch SE.

Abonnez-vous gratuitement à la version anglaise de notre magazine.



EN UN MOT

Sur les places boursières, les cours ont encore poursuivi leur hausse dernièrement – malgré la politique erratique de Donald Trump, malgré ses droits de douane, malgré la guerre en Ukraine et au Moyen-Orient.

Logiquement, de nombreux investisseurs s'interrogent. Ils ont raison de le faire. La réponse ne les surprendra probablement pas : le thème de l'intelligence artificielle (IA) éclipse actuellement de nombreux facteurs susceptibles de nuire au marché. Les investissements des grands acteurs de la tech sont impressionnants, on pourrait même dire colossaux... Et les attentes qui y sont liées le sont encore plus. Pourront-elles se réaliser sur le long terme ? Difficile de le prédire sérieusement. Nous restons sceptiques.

Car l'histoire nous a appris une chose : lorsque les cours boursiers intègrent les scénarios les plus optimistes, il en faut généralement peu pour convaincre les investisseurs que la réalité est moins favorable. L'euphorie retombe alors.

Dès lors, les investisseurs pourraient aujourd'hui être bien avisés de regarder au-delà de la tech. De s'intéresser aux modèles d'activité moins spectaculaires que les prétendus vainqueurs de l'IA. Ces modèles d'activité dont le potentiel de revenus sur un horizon long est, dans une certaine mesure, plus fiable et simple à estimer que celui des stars actuelles, et dont les cours ont récemment été malmenés. Ou aux producteurs de biens de consommation. Bref, aux actions « ennuyeuses ».

Le terme n'est pas péjoratif, ici : un placement à long terme se doit d'être le plus « ennuyeux » possible – à l'inverse, je l'espère, de ce magazine.

Bonne lecture !

Kurt von Storch
Cofondateur et propriétaire de Flossbach von Storch SE



Flossbach von Storch
POSITION
3/2025

VISION DU MONDE

- Droits de douane
6 **Toujours plus d’obstacles**

STRATÉGIE DE PLACEMENT

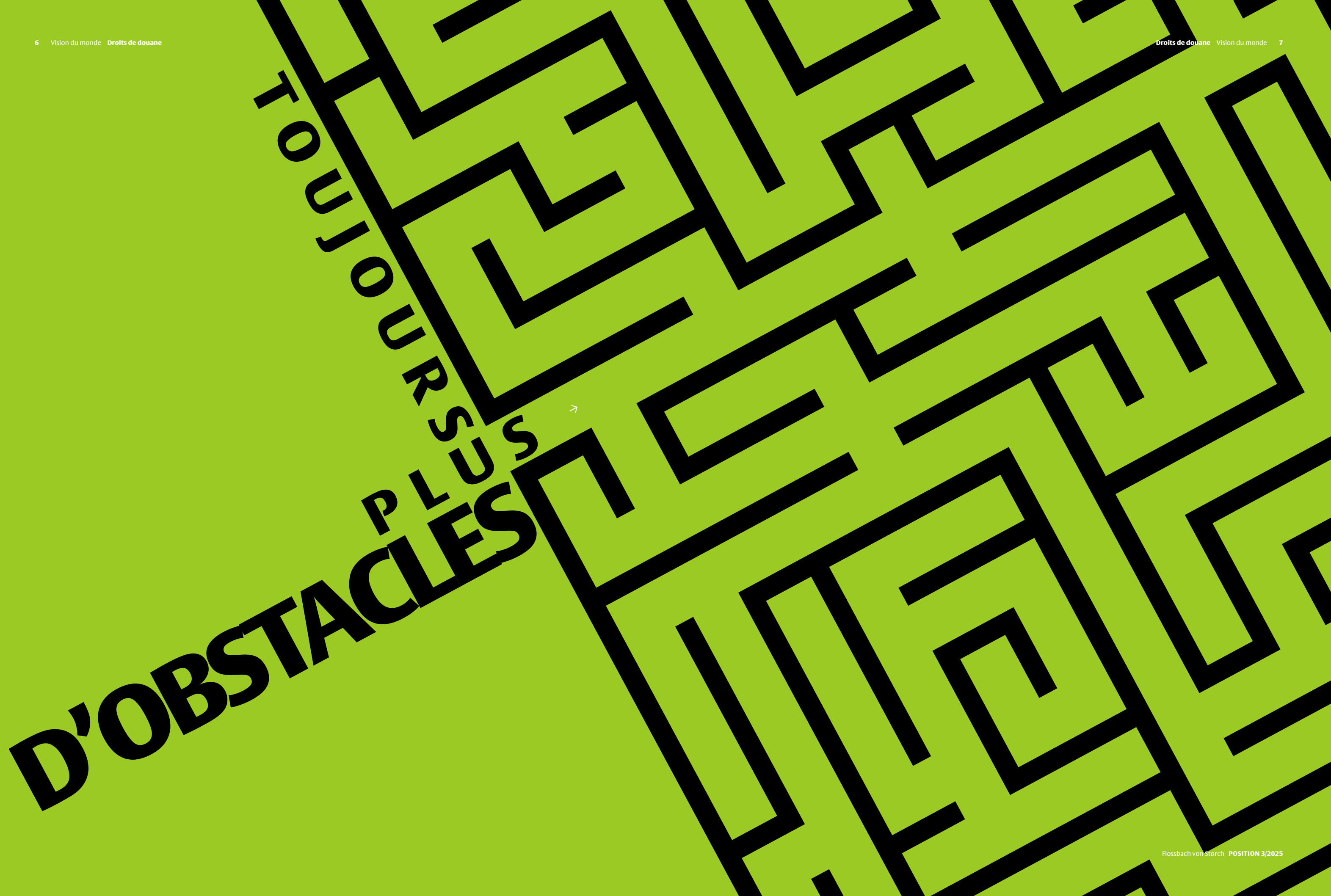
- Titre
14 **Ce qui reste du dollar**
22 **En sucre, la Fed ? Certainement pas !**
28 **L’euro comme monnaie de réserve internationale**
IA
36 **Des questions cruciales**
Interview
40 **« Des inquiétudes, mais pas de crise »**
Or
44 **Les coffres se remplissent**
50 Glossaire



Droits de douane
Toujours plus d’obstacles
Les échanges mondiaux sont tout sauf libres. Et Donald Trump n’est pas le seul coupable.
6



Or
Les coffres se remplissent
Les grandes banques centrales achètent massivement de l’or – et elles ne devraient pas cesser de sitôt.
44



Donald Trump fait les gros titres avec sa politique douanière. Des études montrent toutefois que cela fait quelque temps déjà qu’une vague protectionniste déferle sur la planète.

Agnieszka Gehringer

Chaque économiste formé au courant classique apprécie le libre-échange. Au fil de l’histoire, Adam Smith a mis en lumière les avantages de la division du travail et David Ricardo, ceux de la spécialisation du commerce international. Le protectionnisme, qui se définit comme la limitation du libre-échange, a gommé les avancées obtenues en matière de prospérité grâce à l’ouverture des marchés transfrontaliers. Rien d’étonnant, donc, à ce que la politique douanière du président américain soit unanimement condamnée par les économistes classiques.

Mais les sermons des économistes laissent de marbre le président américain, qui avait déclaré avant d’être élu : « Pour moi, le plus beau mot du dictionnaire, c’est « droits de douane ». Oui, c’est mon mot préféré ». À peine en fonction, il avait présenté, début avril, une liste étrange de droits de douane « réciproques », avec des taux atteignant 50%. Heureusement, ce tableau n’a jusqu’ici été qu’un coup de théâtre. Au lieu d’être appliqués littéralement, ces taux servent de base à l’ouverture de négociations.

Les droits de douane effectifs se sont révélés en moyenne plus faibles que les droits dits « réciproques », mais néanmoins plus élevés que les précédents. Malgré le retrait partiel de Trump, la question fondamentale demeure : comment les partenaires commerciaux des États-Unis devraient-ils réagir au mieux, en particulier l’Union européenne ? D’un point de vue économique, renoncer à des contre-mesures pourrait même accroître la prospérité des Européens. C’est ce que montrent les économistes et l’histoire.

Mais pourquoi le libre-échange crée-t-il de la prospérité, tandis que le protectionnisme a des effets négatifs ?

ACCROÎTRE LA PROSPÉRITÉ GRÂCE AU LIBRE-ÉCHANGE

David Ricardo a publié son ouvrage phare en 1817. Dans son exemple célèbre des avantages du libre-échange, il montre comment l’Angleterre se spécialise dans le drap et le Portugal, dans la production vinicole. Puisque chaque pays fournit qu’il sait le mieux faire, la quantité totale produite augmente pour les deux types de marchandises. Ainsi, les Anglais peuvent consommer davantage de vin importé et les Portugais peuvent acheter davantage de drap importé qu’en l’absence de libre-échange.

Si le Portugal venait à imposer des droits de douane sur les importations de drap, la demande portugaise de drap importé reculerait. L’Angleterre aurait alors moins de revenus et pourrait donc se payer moins de vin portugais. Par conséquent, la prospérité diminuerait dans les deux pays. Si, en représailles, l’Angleterre imposait à son tour des droits de douane sur les importations de vin, la consommation anglaise de vins portugais reculerait encore davantage, si bien que les Portugais achèteraient encore moins de drap importé. La perte de prospérité s’accroîtrait alors.

Pour sortir de cette spirale baissière, les producteurs de drap britannique pourraient réduire leurs prix à l’exportation afin de neutraliser l’effet des droits de douane, ce qui permettrait de maintenir les volumes vendus. Les revenus issus des droits de douane augmenteraient pour l’État portugais qui, à court terme, en ressortirait gagnant. Mais si la baisse de prix s’accompagnait d’une hausse de la productivité, les Anglais seraient en réalité les vainqueurs, car le drap deviendrait moins onéreux pour les consommateurs nationaux aussi. La demande et la production bondiraient alors et les recettes fiscales supplémentaires pour l’État anglais pourraient au final dépasser les recettes douanières du Portugal. Les perdants seraient les consommateurs portugais, qui devraient payer un prix plus élevé pour leur drap.

D’où la conclusion de David Ricardo : il est plus favorable de ne pas opposer de contre-mesure aux droits de douane.

TIRER LES LEÇONS DE L’HISTOIRE

L’histoire offre aussi des exemples de l’effet négatif que peuvent avoir sur une économie des droits de douane élevés. En juin 1930, les États-Unis envisageaient ainsi de relever de 20% la taxation des importations. Un collectif d’un millier d’économistes signa alors une lettre adressée au président Herbert Hoover, l’exhortant à mettre son veto après l’adoption en deuxième lecture de la proposition à la chambre des Représentants – une mobilisation sans précédent !

Cette forte opposition ne répondait à l’époque pas uniquement à des convictions théoriques. Le Fordney-McCumber Tariff était déjà en vigueur depuis le mois de septembre 1922 et les droits de douane sur les importations de certains biens s’élevaient en moyenne à 38,5% cinq ans plus tard. De grandes économies européennes avaient déjà imposé des représailles sous la forme de droits de douane touchant notamment les véhicules automobiles, qui pénalisaient une partie de l’industrie américaine. La nouvelle loi prévoyait d’accroître encore de 20% cette taxation sur 20 000 produits au total, à partir de 1930.

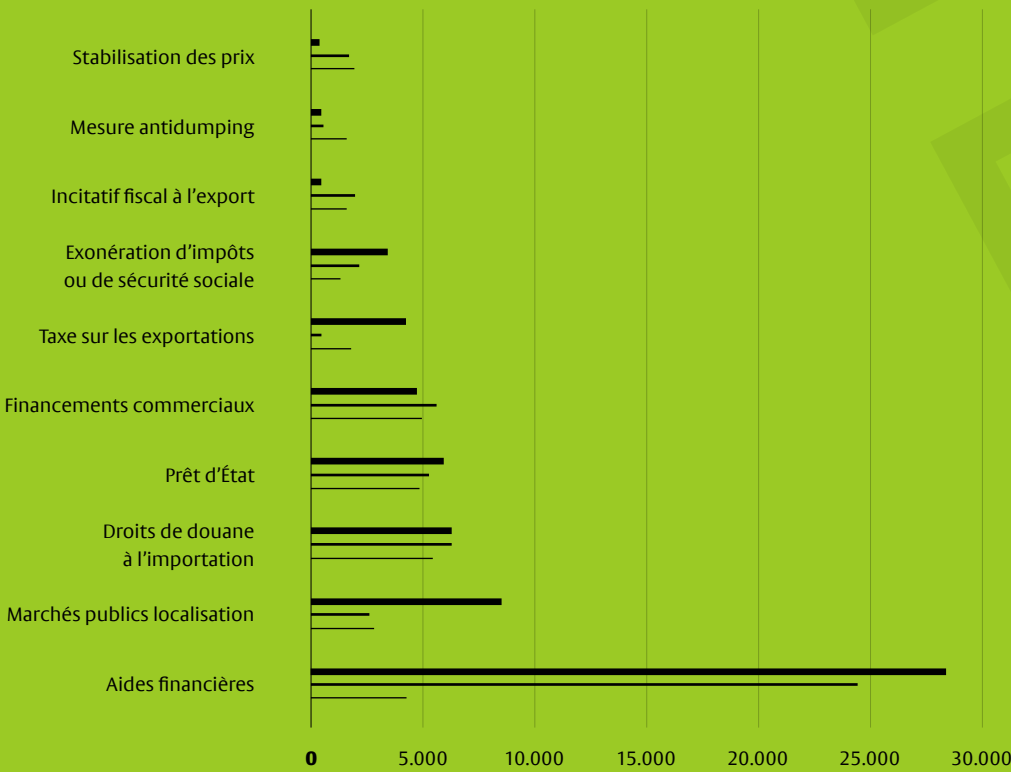
Après sa promulgation, il se passa ce qu’avaient prédit les économistes au président : des contre-mesures furent prises, le commerce mondial s’effondra, les consommateurs américains souffrirent de la hausse des prix et le déclin économique s’accéléra, plongeant le pays dans la Grande Dépression.

L’histoire met donc aussi en garde contre une érosion de la prospérité lorsque les droits de douane augmentent.





Graphique 1
Nombre total d'interventions gouvernementales qui impliquent une discrimination des intérêts économiques étrangers à travers le monde



Graphique 2
Les dix principales interventions étatiques dans le monde en 2009, 2015 et 2023

Sources de tous les graphiques : représentation du Flossbach von Storch Research Institute, sur la base des données du Global Trade Alert (GTA), données au 15 novembre 2024

LE PROTECTIONNISME EN VOGUE DEPUIS LONGTEMPS DÉJÀ

Tout comme une politique commerciale très restrictive s'était imposée dès 1922 aux États-Unis, la vague protectionniste était déjà bien avancée lorsque Donald Trump a brandi son tableau des droits de douane lors du « jour de la Libération », en avril 2025.

Les données du Global Trade Alert (GTA), une base très complète dans laquelle sont rassemblées des informations détaillées sur diverses formes d'intervention étatique impactant les relations commerciales entre les pays, montrent que la vague protectionniste actuelle a pris naissance peu après la crise financière mondiale. La première accélération notable des mesures visant à faire du tort aux concurrents commerciaux est toutefois plus récente : elle remonte à la première présidence de Donald Trump, entre 2017 et 2021 (voir graphique 1).

Cependant, le type de protectionnisme (soit les mesures prises) a changé. Alors que Donald Trump affiche toujours une prédilection marquée pour les droits de douane, les États-Unis, mais aussi d'autres acteurs de premier plan sur la scène internationale, ont de plus en plus recours à des formes alternatives d'interventionnisme étatique qui nuisent aux intérêts commerciaux étrangers (ou ont l'intention de le faire). Outre les instruments classiques que sont les droits de douane et les contingents, un nouveau protectionnisme est apparu ces dernières années, qui inclut une longue liste d'obstacles aux transactions internationales. Moins évident, il est aussi plus soumis à l'appréciation des partenaires contractuels étrangers. Sur le plan politique, ces obstacles sont plus faciles à défendre et à mettre en œuvre.

La base de données du GTA liste actuellement 57 variantes de mesures protectionnistes, répar-

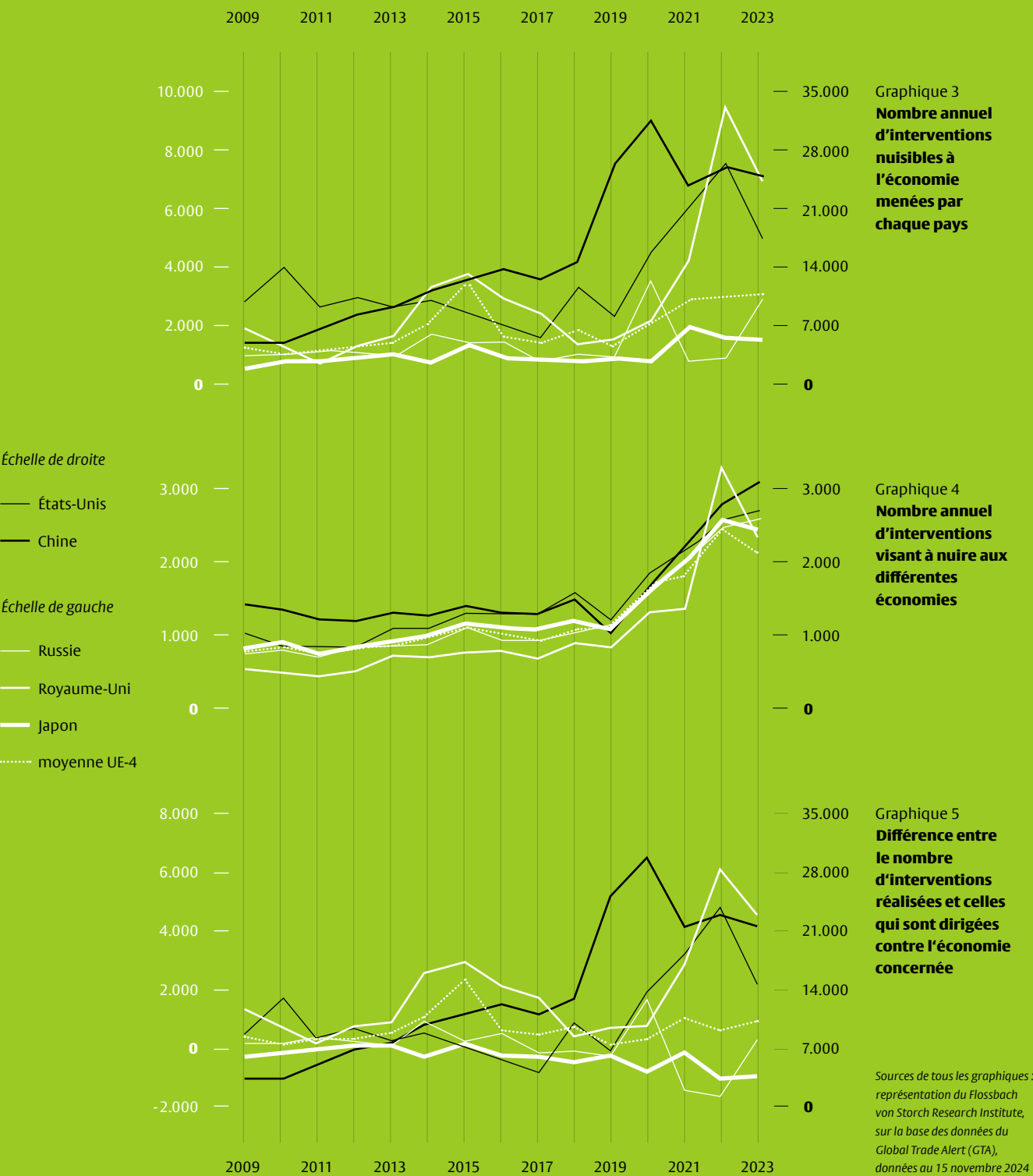
ties en neuf catégories. Les interventions répertoriées vont des actes législatifs nationaux aux conditions contractuelles fixées par certaines instances publiques. Chaque entrée de la base de données comprend des informations sur l'orientation des modifications (nuisible ou favorable au commerce), l'instrument politique annoncé ainsi que les secteurs et partenaires commerciaux potentiellement concernés.

Sur la base des données du GTA, la plupart des interventions gouvernementales depuis 2009 sont discriminatoires. Parmi les interventions nuisibles, les droits de douane à l'importation, les financements commerciaux et les prêts d'État étaient les mesures les plus employées en 2009. Si elles figurent toujours en bonne place dans la liste des interventions privilégiées, il convient de noter que les aides financières et les marchés publics avaient nettement gagné en popularité fin 2023 (voir graphique 2).

Fait important, les données GTA sous-estiment probablement les interventions publiques, surtout dans les cas où le protectionnisme est ancré dans des directives, des subventions ou la politique fiscale, et ne relève donc pas explicitement de la politique commerciale. Cela semble par exemple être le cas pour les directives environnementales fréquemment adoptées dans l'UE ou pour les incitations fiscales assorties d'exigences relatives à la part nationale, comme pour l'Inflation Reduction Act aux États-Unis. Ces mesures sont plus difficiles à classer comme des interventions commerciales.

LES ÉTATS-UNIS, CHAMPIONS DU PROTECTIONNISME

Fin 2023, pourtant, les États-Unis et la Chine étaient les champions mondiaux de la mise en œuvre de mesures protectionnistes, à l'aune des données GTA. La guerre commerciale initiée par la première administration Trump avec l'empire →



du Milieu a notamment entraîné un net durcissement des interventions politiques nuisibles sur le plan commercial de la part des deux pays, par rapport au reste du monde. Avec la guerre en Ukraine, la Russie aussi est devenue un fervent promoteur de mesures préjudiciables à ses partenaires commerciaux. Les quatre plus grands pays de l'UE (l'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne, ici reprises sous l'appellation « moyenne UE-4 ») ont aussi pris des mesures nuisibles plus nombreuses. Le niveau était toutefois (encore) nettement inférieur à celui de la Chine et des États-Unis (voir graphique 3).

Si l'on considère maintenant le nombre d'interventions préjudiciables qui ont affecté les économies respectives, on constate un niveau similaire chez les grands acteurs mondiaux, même si la moyenne UE-4 a pris bien moins de mesures répertoriées dans le GTA (voir graphique 4).

Enfin, la comparaison entre les interventions préjudiciables menées par les pays et le nombre de mesures de tiers qui ont un effet négatif sur eux fait apparaître un bilan positif surtout aux États-Unis, en Chine et en Russie. Dans le groupe UE-4, le résultat est aussi positif. En d'autres termes, ces pays sont à l'origine de davantage d'interventions qu'ils n'en ont subi. Au Royaume-Uni, le bilan devient négatif après le Brexit. Au Japon aussi, il reste quasiment toujours négatif (voir graphique 5).

QUE FAIRE ?

La probabilité de voir cette vague de protectionnisme dégénérer en un jeu à somme négative est donc importante, et augmente de plus en plus alors que les interventions étatiques néfastes s'intensifient partout dans le monde. Avec l'entrée en fonction de Donald Trump, une nouvelle vague de droits de douane est imposée aux partenaires commerciaux des États-Unis. Ces derniers répondront probablement par un ensemble de mesures de rétorsion.

Le passé a montré que les effets négatifs du protectionnisme vont bien au-delà des droits de douane, car les mesures autres, qui incluent un vaste éventail de procédés nuisibles, se répandent de plus en plus. Ces mesures transfèrent des ressources vers des industries nationales moins performantes.

D'une façon ou d'une autre, toutes les parties concernées finissent par subir des pertes économiques, qui sont très probablement réparties de manière inégale. Car le libre-échange favorise la prospérité, tandis que les obstacles commerciaux l'anéantissent. Cette loi économique vieille de plusieurs centaines d'années est toujours d'actualité. Lorsqu'un partenaire commercial impose des droits de douane, il n'est donc pas recommandé de réagir avec des barrières douanières. Renoncer aux contre-mesures permet d'éviter une spirale de destruction de la prospérité. En outre, les entreprises du pays concerné sont aussi incitées à améliorer leur productivité.

Dans le conflit commercial qui oppose actuellement les États-Unis et l'UE, cela signifie que le pays de l'Oncle Sam ressortira perdant, dans tous les cas, du fait des obstacles commerciaux. L'UE ne le sera en revanche que si elle réagit aux droits de douane américains en imposant elle aussi des contre-taxes. ♦

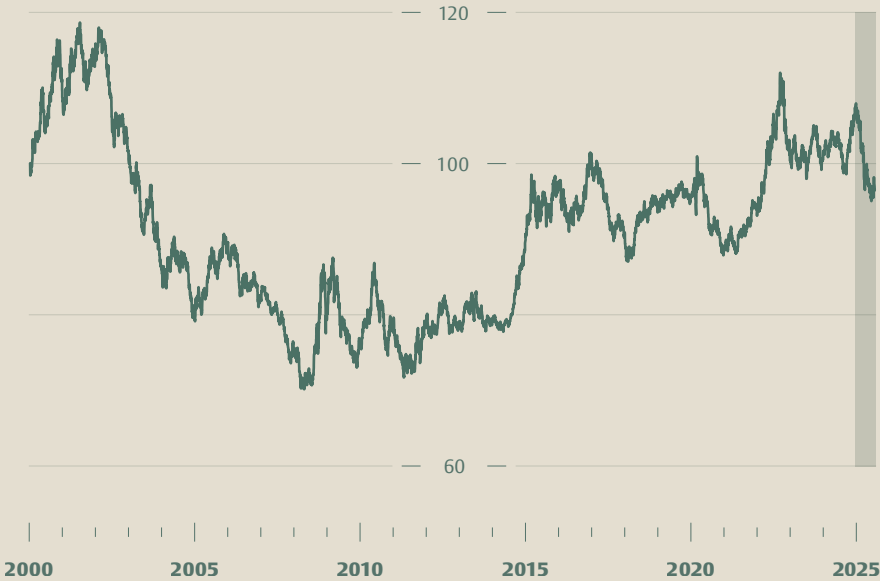
Prof. Dr. Agnieszka Gehringer travaille pour le Flossbach von Storch Research Institute.



Ce qui reste du dollar



La devise américaine a récemment connu sa plus forte dépréciation depuis des décennies. Le privilège du dollar américain est une fois de plus remis en question, à juste titre ?



L’histoire de la fin de la domination du dollar est un thème récurrent dans la littérature (spécialisée). Récemment, ce « genre » aurait connu un léger regain d’intérêt. C’est du moins ce que nous a rapporté un éditeur bien connu. Nous ne pouvions rester sans réagir.

Ces derniers mois, le dollar a effectivement souvent fait la une des journaux, notamment économiques. La raison : après une longue phase de hausse, la monnaie américaine s’est retrouvée fortement sous pression par rapport aux autres devises. Les investisseurs de la zone euro qui détiennent des actions ou obligations américaines l’ont appris à leurs dépens.

L’indice du dollar, très observé car il représente l’évolution de six devises par rapport au dollar, a ainsi perdu environ 11% au premier semestre (voir graphique 1). Il s’agit du recul le plus important au cours d’un premier semestre depuis 1973.

Bert Flossbach

La raison du scepticisme croissant vis-à-vis de la monnaie de référence planétaire est la politique peu rassurante du président américain, notamment sur le plan budgétaire (« Big Beautiful Bill ») et l’envolée de la dette qui en découle, sans oublier les attaques répétées et de plus en plus virulentes contre la Réserve fédérale américaine (Fed) et son président, Jerome Powell.

SONNETTE D’ALARME

La Fed est une institution indépendante. Elle mène une politique monétaire « apolitique » – ou du moins elle le devrait. Dans ce cadre, elle n’a que deux objectifs : la stabilité de la monnaie et la prospérité économique des États-Unis. Si, comme le fait Donald Trump, un président tente d’uti-

liser la banque centrale pour atteindre ses objectifs politiques, la sonnette d’alarme retentit sur les marchés financiers.

La fréquence des attaques est étonnante, mais aussi la virulence avec laquelle Donald Trump s’en prend constamment au chef de la Fed, Jerome Powell, un républicain qu’il avait lui-même nommé.

Il a par exemple déclaré devant les caméras que Jerome Powell était « l’une des personnes les plus stupides et destructrices ». Il lui a aussi attribué le sobriquet de « TOO LATE » (trop tard), car Jerome Powell refuse obstinément de se plier aux souhaits de Donald Trump, qui veut une baisse rapide et significative des taux d’intérêt. Il n’est donc guère surprenant que le président américain persiste à réclamer des changements au sein du puissant comité de la Fed.

La visite de Donald Trump sur le chantier de rénovation de la Réserve fédérale à Washington s’inscrivait dans cette démarche. Fin juillet, il est venu inspecter les travaux, accompagné de Jerome Powell. Il a alors critiqué le chef de la Fed pour avoir laissé les coûts dérapier. Alors que ce dernier secouait la tête, Donald Trump a sorti de sa veste un document censé documenter tous les gaspillages, ajoutant qu’ils venaient d’être constatés. Chaussant ses lunettes de vue, Jerome Powell a indiqué que le président avait ajouté dans ses « calculs » un bâtiment achevé depuis cinq ans. Les pires critiques du président américain n’auraient pas pu trouver mieux ...

Le mandat de Jerome Powell comme président de la banque centrale américaine arrive à échéance en mai 2026. D’ici là, il devra jouer les boucs émissaires pour Donald Trump. Dès que quelque chose ne va pas quelque part,

Graphique 1
Perte de confiance dans le dollar
Indice USDX : évolution du dollar américain face à un panier de 6 devises (indexé, 1er janvier 2000 = 100)

Les performances historiques ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.
Source : Bloomberg, Flossbach von Storch, données au 15 août 2025

le président américain pourra rejeter la faute sur lui ou sur la Fed.

DES POSTES POUR DES FIDÈLES

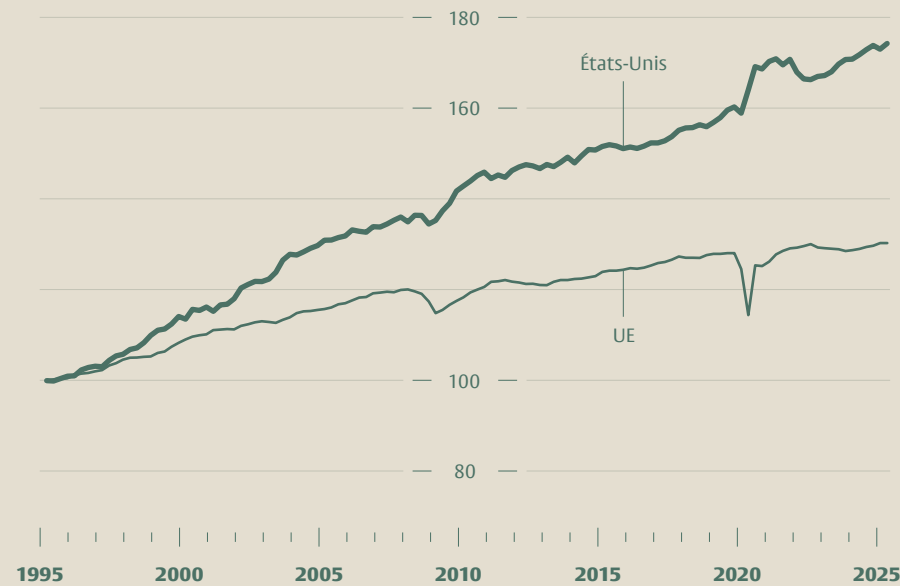
L’objectif de Donald Trump est de nommer à autant de postes que possible des fidèles, favorables à une politique monétaire souple. Ce n’est toutefois pas si facile, car il ne suffit pas de nommer un nouveau chef de la Fed. Les décisions en matière de taux sont prises par douze membres disposant du droit de vote et Donald

Trump ne peut en changer que deux avant la fin de son mandat. S’il avait les mains totalement libres, le dollar aurait probablement chuté encore plus fortement.

Tel que nous connaissons le président américain, cela ne l’empêche pas de vouloir avoir le plus d’influence possible sur la politique monétaire américaine. C’est aussi dans ce but que s’inscrit le débat public sur le successeur potentiel de Jerome Powell et sa nomination précipitée cette année encore – une date inhabituellement précoce et qui envoie un signal fort.

Cela permettrait en effet de mettre en place un président fantôme qui influencerait les attentes du marché quant à la future politique des taux d’intérêt, bien avant le changement de mandat effectif, et reléguerait le chef en exercice de la banque centrale au rang de simple figurant.





AU FINAL, CE N'EST PAS CE QUI COMPTE ...

L'idéal, pour Donald Trump, serait d'occuper le poste lui-même. Comme cela lui est interdit, il va tout mettre en œuvre pour accroître pas à pas son influence au sein de la Réserve fédérale américaine. La confiance dans le dollar devrait plutôt en souffrir.

Au final, c'est cependant la prospérité économique d'un pays qui compte pour la valeur de sa monnaie. Et dans ce cadre, les États-Unis ont – encore – des atouts. L'économie connaît une croissance solide, le marché du travail semble rester stable. Les États-Unis représentent juste 4% de la population mondiale, mais ils génèrent plus d'un quart de la production économique mondiale et environ un tiers des bénéfices des entreprises dans le monde. La Commission européenne estime que 42% des dépenses mondiales dans la

Graphique 2
Les Américains sont plus productifs
Production par travailleur
(indexé, 1995 = 100)

Source : Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics,
Flossbach von Storch,
données au 15 août 2025

recherche et le développement proviennent des entreprises américaines. Cette part s'élève même à 70% pour les dépenses de développement de logiciels.

C'est l'une des principales raisons de la productivité élevée des États-Unis, qui a augmenté beaucoup plus fortement qu'en Europe au cours des vingt dernières années (voir graphique 2). Après la crise financière de 2008, la croissance de la productivité a encore accéléré, grâce à des investissements massifs et des innovations dans la haute technologie. Les grandes entreprises technologiques se sont forgé une position

dominante à l'échelle mondiale, ce qui se reflète également dans une nette hausse de leur valeur boursière.

Fin 2008, la capitalisation boursière des entreprises incluses dans le S&P500 s'élevait à seulement huit mille milliards de dollars américains.

Dernièrement, elle dépassait les cinquante mille milliards, soit plus de six fois autant.

À DÉFAUT D'AUTRES SOLUTIONS

Dès les années 1830, Alexis de Tocqueville décrivait les États-Unis, dans son livre *De la démocratie en Amérique*, comme un pays unique, caractérisé par la démocratie, l'individualisme et l'égalité des chances, qui se distinguait des sociétés européennes par une combinaison particulière de liberté, de religion et de progrès économique.

Il est prématuré, cette fois encore,
de sonner le glas du dollar.
D'autant plus qu'il n'existe tout simplement
pas d'autres solutions appropriées.

Depuis des décennies, le dollar est prisé dans le monde entier comme moyen de conservation de la valeur. Le commerce des principales matières premières s'effectue majoritairement dans la devise américaine. Aucun pays ne dispose d'un marché de capitaux aussi profond que les États-Unis.

C'est pourquoi il est prématuré, cette fois encore, de sonner le glas du dollar. D'autant plus qu'il n'existe tout simplement pas d'autres solutions appropriées. L'euro ? Il est inadapté par construction. Le franc suisse ou la couronne norvégienne ? Des devises robustes, mais trop peu liquides. Le renminbi chinois ? Aucune sécurité juridique pour les investisseurs étrangers. On a donc (encore) besoin du dollar américain.

Toutefois, si l'économie américaine faiblissait et que l'inflation restait malgré tout au-dessus de l'objectif de 2%, un président de la banque centrale loyal

à Donald Trump pourrait faire fi de la stabilité monétaire et se mettre au service du gouvernement. Dans ce cas, la faiblesse du dollar se poursuivrait.

Les conclusions à en tirer pour l'avenir : le statut du dollar comme monnaie de référence n'est certes pas menacé, mais son importance pourrait diminuer. Les investisseurs, nous y compris, pourraient en venir à la conclusion que la part de dollar idéale dans un portefeuille mondial largement diversifié devrait (nettement) baisser à l'avenir.

Des pays comme la Chine tentent depuis longtemps déjà de rendre leurs réserves de devises moins dépendantes du dollar, même si c'est plutôt pour des raisons géostratégiques. La forte hausse du prix de l'or au cours des dernières années en témoigne notamment. →

Dr. Bert Flossbach est Cofondateur et propriétaire de Flossbach von Storch SE.





Ralentissement en vue

Il est historiquement prouvé que les droits de douane ne stimulent pas la croissance. La loi douanière Smoot-Hawley de 1930 en est un exemple notoire. Sur la page d'accueil du Sénat américain, elle est « reconnue » comme l'un des actes législatifs les plus désastreux de l'histoire du Congrès.

Cette loi visait à l'époque à aider les agriculteurs en détresse. Finalement, les taxes douanières progressèrent en moyenne d'environ 20 points de pourcentage. Les principaux partenaires commerciaux des États-Unis réagirent par des droits réciproques agressifs et des restrictions à l'importation de produits américains. Les exportations américaines dans les pays qui avaient pris des mesures de rétorsion chutèrent jusqu'à 33%. Fait particulièrement grave : le recul se fit particulièrement sentir dans les produits d'exportation américains les plus importants en termes de valeur, tels que les voitures et les produits agricoles, alors que la loi visait précisément à les protéger.

Un déficit commercial des États-Unis dans les échanges de marchandises est une normalité depuis des décennies (voir graphique 3). Des droits de douane plus élevés aux États-Unis n'y changent que très peu. Parallèlement, les États-Unis bénéficient d'un important excédent dans la balance des services, principalement généré par les grands groupes technologiques américains. C'est là que les partenaires commerciaux des États-Unis, en particulier l'Union européenne (UE), disposent d'un argument : en théorie, ils pourraient, à l'instar de Trump avec les excédents commerciaux, imposer des droits de douane sur les services américains. Cependant, de tels droits de douane seraient peu recommandables. Notamment parce que Trump interpréterait vraisemblablement une telle démarche comme une provocation et pourrait être incité à prendre de nouvelles contre-mesures.

Il reste difficile d'évaluer dans quelle mesure le conflit douanier pèsera finalement sur la croissance aux États-Unis et sur l'économie mondiale dans son ensemble – il ne l'a sans aucun doute pas favorisée. Et il est également permis de douter que les « accords » récemment conclus par Trump résisteront dans la durée. Quelques jours seulement après l'accord commercial avec l'UE, le président américain menaçait déjà de relever les droits de douane convenus de 15% à 35%, si les entreprises européennes ne réalisaient pas, dans les années à venir, le volume d'investissements prévu de 600 milliards de dollars aux États-Unis. Que Trump continue d'utiliser, selon la situation et son humeur, son instrument de pression favori semble donc quasiment acquis. ♦



Graphique 3
Un déséquilibre historique
Les États-Unis, en déficit pour le commerce de marchandises mais en excédent pour les services

Source : LSEG Datastream, Flossbach von Storch, données au 15 août 2025

En sucre, la Fed ? Certaine- ment pas !

La possible remise en question de l'indépendance de la banque centrale américaine a suscité de nombreuses inquiétudes ces derniers mois. Ces craintes sont-elles justifiées ? La banque centrale la plus puissante au monde est plus résistante que l'on ne pourrait le penser.

Julian Marx



Malgré son jeune âge (elle a 28 ans), Karoline Leavitt, la porte-parole de Donald Trump, est rompue aux relations presse. Chaque semaine, elle répond aux questions des journalistes à la Maison-Blanche. L'attachée de presse du président lit souvent devant les caméras le contenu de notes rédigées au préalable. Généralement, ces papiers n'apparaissent pas à l'image.

Le 30 juin 2025, toutefois, Karoline Leavitt a clairement montré une feuille où figuraient les taux directeurs de 44 pays, classés par ordre croissant et sur laquelle le président américain avait griffonné à l'intention de Jerome Powell, le président de la Réserve fédérale américaine (Fed), les propos suivants (en anglais) :

« Jerome, tu as coûté une fortune aux États-Unis. Tu dois abaisser nettement les taux ».
Le message ne pouvait être plus clair.

Pour Donald Trump, les États-Unis devraient figurer en haut de ce classement, avec un taux directeur inférieur à 2%. À son grand dam, toutefois, le pays de l'Oncle Sam ferme la marche, avec un taux de 4,5%. Cette mise en scène curieuse est un nouvel acte du spectacle que forme la politique de taux américaine. Au cours des mois précédents, Donald Trump avait déjà tenté à plusieurs reprises de faire pression sur la politique monétaire. Jusqu'ici, ses efforts sont restés vains.

Pour autant, les craintes d'une atteinte à l'indépendance de la banque centrale américaine demeurent. Après tout, ce ne serait pas la première fois dans l'histoire de la Fed que la politique monétaire serait orientée en fonction des besoins d'un président.

UN PRÉCÉDENT PEU GLORIEUX

Par le passé, deux hommes ont en effet conclu un pacte. Le premier craignait de ne pas être réélu à la présidence des États-Unis, et l'autre était censé l'aider. Il s'agissait de Richard Nixon, le 37^e président des États-Unis (de 1969 à 1974) et d'Arthur Burns, que Nixon avait nommé à la tête de la Réserve fédérale en 1969. Ce dernier avait la réputation d'être expert en matière de cycles conjoncturels... mais il se pourrait bien que cela n'ait pas été la raison de sa nomination.

Car Richard Nixon appréciait surtout Arthur Burns pour la loyauté dont il avait fait preuve lors de précédentes rencontres au sein du clan républicain. En mars 1960, ce dernier avait ainsi appelé Richard Nixon, alors vice-président, pour l'avertir que l'économie allait probablement s'effondrer avant les élections de novembre.

Arthur Burns aurait alors insisté pour qu'il fasse tout son possible afin d'éviter ce scénario. Peine perdue : Richard Nixon, candidat à la présidence, n'avait pas su convaincre Dwight Eisenhower de mener une politique budgétaire plus expansive. Il avait alors mis sa défaite électorale, en 1960, sur le compte de la légère hausse du taux de chômage américain.

Très affecté, Richard Nixon s'était juré que l'histoire ne se répéterait plus jamais. Onze ans plus tard, alors qu'il occupait désormais lui-même la Maison-Blanche, Richard Nixon s'alarma tout naturellement de la hausse du taux de chômage, qui avait grimpé de moins de 5 à plus de 6% sur l'année 1971. Il s'efforça donc, de manière de plus en plus manifeste, d'influencer la politique de taux américaine, comme le montrent les conversations enregistrées sur les « Nixon tapes ».

Richard Nixon affirma ainsi clairement à Arthur Burns, qui était enfin venu lui rendre visite dans le Bureau ovale le 10 octobre 1971 : « Je ne veux pas quitter précipitamment la ville », faisant clairement référence à la possibilité de ne pas être réélu. De nombreuses conversations s'ensuivirent, lors desquelles Richard Nixon plaida pour une politique monétaire plus expansive. Il demanda à Arthur Burns de lui faire une faveur.

Ainsi, Richard Nixon chercha sans relâche à saper l'indépendance de la Réserve fédérale américaine – après tout, il avait déjà mis en garde Arthur Burns dès octobre 1969, peu après la nomination de ce dernier à la présidence de la Fed :

« Je connais le mythe de l'autonomie de la Fed. »
« Mes relations avec la Fed seront désormais différentes de celles qu'entretenait Bill Martin (l'ancien président de la Fed). Ce dernier avait toujours six mois de retard lorsqu'il voulait faire quelque chose. Je compte sur toi, Arthur, pour nous préserver d'une récession. »

Le reste appartient à l'Histoire. Richard Nixon a remporté les élections présidentielles en novembre 1972 avec une majorité écrasante, obtenant près de 61% des suffrages exprimés. Dans les années 1970, la politique monétaire américaine a dû composer avec la « grande inflation », une période où les prix s'envolaient du fait des chocs pétroliers et de la politique monétaire et budgétaire expansive.

Au final, personne ne pourra probablement dire avec certitude si Arthur Burns a adopté un cap monétaire expansif sous pression politique ou par conviction personnelle. Sa politique a toutefois laissé un goût amer.



En fin de compte,
même pour le président
des États-Unis,
il n'est pas si facile
d'instrumentaliser
la banque centrale
américaine à ses
propres fins.

UN REGARD CRITIQUE SUR LE PRÉSENT

Personne ne sait encore quel arrière-goût le président américain actuel pourrait laisser. Le fait que Donald Trump puisse nommer un nouveau président à la Fed, le mandat de quatre ans de Jerome Powell à la tête de l'institution arrivant à son terme en mai 2026, fait polémique. Le président américain risque de choisir un président dont la loyauté envers sa personne et sa fixation pour les taux bas sera plus importante que son engagement pour le double mandat de la Fed.

Les escarmouches sur un possible endoctrinement du prochain président de la Fed pourraient donc bien perdurer encore un moment. L'heure de vérité arrivera toutefois l'an prochain. Dans l'intervalle, une autre question émerge : jusqu'où ira l'influence d'un président de banque centrale « malavisé » ?

NOUVEAU PASSAGE DE TÉMOIN

Car les décisions de modification des taux ne sont pas prises à huis clos, dans le bureau du président de la banque centrale. Elles résultent d'un choix unanime par un comité composé de douze personnes : le FOMC, ou *Federal Open Market Committee*. Or, le président américain en exercice n'a qu'une influence limitée sur sa composition. Seuls sept des douze membres du FOMC habilités à voter sont nommés par la Maison-Blanche. Ces sept personnes constituent le conseil des gouverneurs (*Board of Governors*), l'organe de direction du système de la Réserve fédérale, basé à Washington, D.C.

Les cinq autres membres du FOMC sont choisis parmi les présidents des douze banques régionales de la Fed, qui assurent des missions opérationnelles dans leur zone d'intervention (la surveillance des banques, notamment). Avec le Conseil des gouverneurs, elles forment le système de la Réserve fédérale. Le président de la Réserve fédérale de New York dispose d'un siège permanent au FOMC, tandis que les quatre sièges restants sont attribués à tour de rôle aux présidents des onze autres banques régionales de la Réserve fédérale. Or, le président américain ne peut influencer directement la nomination des présidents des douze banques régionales.

Et pour les sept membres du Conseil des gouverneurs qu'il peut nommer, son influence est très limitée. En effet, les mandats ont une durée de quatorze ans. En outre, les nominations au Conseil des gouverneurs sont échelonnées dans le

temps : un mandat arrive à échéance tous les deux ans. Cet étalement est déterminant pour l'indépendance politique de la Fed : un président ne peut donc utiliser son pouvoir pour remplacer l'ensemble des gouverneurs par des personnes favorables à sa politique pendant son mandat de quatre ans. Durant le reste de la présidence de Trump, seuls deux mandats au sein du Conseil des gouverneurs arriveront à expiration de manière régulière : en janvier 2026 celui d'Adriana Kugler, qui toutefois a déjà démissionné début août et a donc quitté son poste de manière anticipée, ainsi qu'en janvier 2028 celui de l'actuel président de la Réserve fédérale, Jerome Powell. Ainsi, la durée échelonnée des mandats assure stabilité et continuité au sein du Conseil des gouverneurs.

PAS EN SUCRE

En fin de compte, même pour le président des États-Unis, il n'est pas si facile d'instrumentaliser la banque centrale américaine à ses propres fins. La nomination prochaine d'un nouveau président de la Fed ne se traduira donc pas forcément par une politique monétaire alignée sur le dessein de Donald Trump. Car au-delà du président de la Réserve fédérale, onze autres membres ont voix au chapitre – et Donald Trump ne peut les remplacer comme de simples marionnettes.

Il n'en reste pas moins qu'un président de la Fed « malavisé » pourrait causer beaucoup de remous au sein de la banque centrale la plus puissante au monde. Idéalement, sa nomination ne devrait pas remettre en question l'indépendance de l'institution dans son ensemble. L'intégrité de tous est toutefois un prérequis essentiel. Les membres de la Réserve fédérale américaine ont généralement déjà accompli un parcours professionnel long et couronné de succès ; ce sont souvent des personnalités établies à l'apogée de leur carrière.

Si Donald Trump continue toutefois de contester encore leur indépendance, il leur incombera de se profiler comme les garants de l'avenir d'une institution vieille de plus de cent ans.

Il reste à espérer que les membres du FOMC ne sont pas en sucre, et ne s'inscriront pas dans la lignée peu glorieuse d'Arthur Burns. Les mugissements de Donald Trump n'auront alors pas raison de l'indépendance de la banque centrale américaine. ♦

Julian Marx est analyste chez Flossbach von Storch SE.

L'EURO COMME MONNAIE DE RÉSERVE INTERNATIONALE

À la fin de l'année dernière, les journalistes financiers et les analystes bancaires célébraient encore l'« exceptionnalisme américain ». Ils s'efforçaient ainsi de donner toute sa dimension à la performance exceptionnelle du marché boursier des États-Unis. Début 2025, nous avons souligné que l'analogie avec le terme créé par l'aristocrate français Alexis de Tocqueville ne se justifiait pas en premier lieu par la performance boursière, mais par l'évolution économique du pays.

Thomas Mayer



L'économie américaine impressionne depuis longtemps par la forte croissance de sa productivité, notamment en comparaison de l'Europe et du Japon. Nous avons donc conclu qu'une correction des hausses précédentes des cours des actions pouvait se produire tôt ou tard, mais qu'il serait erroné d'en déduire la fin de l'exceptionnalisme américain et une situation similaire à celle qui a suivi l'éclosion de la « bulle économique » japonaise au début des années 1990¹.

Avec la faiblesse qui s'est installée sur le marché boursier américain depuis début 2025, les mêmes personnes qui portaient récemment aux nues cet « exceptionnalisme américain » le dénigrent désormais. La correction des actions, le recul du marché obligataire et la faiblesse du dollar américain sont considérés comme autant de signes indiquant que la domination américaine sur les marchés financiers mondiaux arrive à son terme. Bien sûr, les mutations géopolitiques ont toujours existé, depuis l'Empire romain jusqu'à l'Empire britannique, entraînant des évolutions correspondantes dans la suprématie financière mondiale. Il semble donc prématuré d'évoquer la fin de la domination du dollar. Toutefois, malgré toutes les faiblesses des États-Unis, particulièrement flagrantes sous la présidence de Donald Trump, il n'existe toujours aucune autre solution réaliste pour remplacer le dollar américain comme monnaie de réserve internationale. La livre britannique n'est que l'ombre de ce qu'elle était au XIX^e siècle, le yen japonais est la monnaie d'une population vieillissante et le yuan chinois ne bénéficie d'aucune sécurité juridique.

Le remplacement par l'euro est souvent évoqué. En revanche, dans sa conception actuelle, l'euro est une monnaie incomplète,

dont l'achèvement risque d'échouer devant l'incapacité des peuples européens à s'unifier au niveau fiscal et bancaire au travers d'une union politique. Or, une telle union n'est une condition indispensable à une monnaie complète que si celle-ci est conçue comme une monnaie d'État, sous forme de monnaie de crédit fiduciaire. Je vais essayer de montrer dans ce qui suit que l'euro pourrait être complet s'il était organisé sous une autre forme. Il remplirait alors les conditions indispensables pour devenir potentiellement une monnaie de réserve internationale.

**LES CARACTÉRISTIQUES
INDISPENSABLES D'UNE MONNAIE
DE RÉSERVE**

Le concept de monnaie de réserve provient de l'époque des taux de change fixes. Si la balance des paiements extérieurs (compte des opérations courantes et compte de capital) devenait déficitaire, il fallait alors des réserves en devises pour financer le déficit. À défaut, une dévaluation de la monnaie risquait de se produire, voire la faillite de l'État si la dette était libellée en devises, si la dévaluation avait été trop longtemps reportée ou si le pays n'était pas en mesure de rétablir rapidement l'équilibre de sa balance des paiements. Avec l'avènement des taux de change flexibles (ou « flottants ») après l'effondrement du système de Bretton Woods au début des années 1970, les réserves en devises ont d'abord semblé superflues. Il est toutefois devenu rapidement clair que les marchés des changes ne permettaient pas toujours d'équilibrer facilement une balance des paiements, mais qu'ils développaient parfois une vie propre, ce à quoi la politique a voulu répondre en intervenant sur ces marchés. Pour ce faire, il fallait donc toujours une réserve en devises.

Que faut-il donc à une devise pour devenir une monnaie de réserve ? Elle doit présenter au niveau international les caractéristiques bien connues qui sont attribuées à une monnaie nationale. Elle doit donc (1) être acceptée comme moyen de transaction à l'échelle mondiale, (2) convenir pour la conservation de la valeur et (3) servir d'unité de compte. Ces caractéristiques, généralement répertoriées dans le dictionnaire, sont liées entre elles. Pour qu'une devise puisse servir de moyen de transaction international, elle doit être introduite comme unité de compte et – afin d'être disponible au moment de la transaction – pouvoir être conservée comme telle. Sa fonction d'unité de compte dépend aussi du fait qu'elle est utilisée comme moyen de transaction. Sa fonction de conservation de valeur est superflue si elle n'est pas acceptée comme moyen de transaction ni comme unité de compte. Par ailleurs, les fonctions de moyen de transaction ou d'unité de compte ne peuvent se développer si la possibilité de conservation de valeur fait défaut.

Le dollar américain était la monnaie de réserve du système de Bretton Woods, qui a vu le jour en 1944. Il jouait le rôle de monnaie pivot à laquelle les autres devises étaient rattachées. En raison de l'importance économique des États-Unis pour le monde occidental à l'époque, le dollar américain était l'héritier naturel de la livre sterling comme instrument d'échange international, mais aussi d'unité de compte et de réserve de valeur.

Avec la fin du système de Bretton Woods et la libéralisation des marchés de capitaux, les marchés financiers mondiaux ont connu un essor considérable. Le dollar a aussi pris de

plus en plus d'importance comme moyen de transaction sur les marchés financiers, acquérant le statut de véhicule mondial de liquidités. En parallèle, les obligations d'État américaines sont devenues des « actifs sûrs ». Leur rendement est considéré comme une référence pour les rendements de tous les autres instruments financiers dans le monde entier.

**COMMENT L'EURO POURRAIT
DEVENIR UNE MONNAIE DE RÉSERVE
INTERNATIONALE**

L'euro souffre essentiellement de trois faiblesses par rapport au dollar américain. Premièrement, il n'a une qualité de crédit unique que sous la forme de l'argent liquide émis par la Banque centrale européenne (BCE). La qualité des dépôts créés par les banques grâce à l'octroi de crédits dépend de la capacité financière des États qui garantissent ces dépôts en dernier ressort. Or, cette garantie devrait être supérieure en Allemagne, où les finances publiques sont (encore) relativement solides, qu'en Italie ou en Grèce, par exemple.

Deuxièmement, les transactions internationales concernent souvent la zone dollar, car les banques américaines jouent un rôle essentiel comme correspondantes pour les virements au sein du réseau Swift. Ainsi, les paiements en euro au-delà des frontières sont difficiles à effectuer sans l'intervention d'établissements américains. C'est l'expérience qu'ont faite les pays européens lorsqu'ils ont voulu contourner les sanctions imposées par le premier gouvernement Trump sur les échanges avec l'Iran, en créant un système de paiement indépendant des États-Unis du nom d'INSTEX (Instrument in Support

En tant que monnaie de réserve, une devise doit être acceptée comme moyen de transaction à l'échelle mondiale, convenir pour la conservation de la valeur et servir d'unité de compte.



La première étape vers l’euro en tant que monnaie centrale 100% numérique serait la création d’un dépôt bancaire en euros entièrement couvert par des fonds de la banque centrale.



of Trade Exchanges). La mise en place du système s’est révélée complexe et a nécessité de lourds processus bureaucratiques qui ont compliqué son fonctionnement. Les entreprises craignaient par ailleurs des sanctions américaines si elles utilisaient le système – un risque qu’elles ne voulaient pas courir. INSTEX est donc resté largement inefficace.

Troisièmement, il manque à la zone euro un actif sûr, où il serait possible de placer les moyens de transaction libellés en euros. Dans la zone euro, les emprunts d’État allemands sont considérés comme des actifs sûrs. Bien qu’il soit inférieur à celui des emprunts souverains italiens, le volume de marché des emprunts d’État allemands peut suffire à remplir cette fonction d’actif sûr dans la zone euro. En revanche, ce marché, qui ne représente qu’un onzième de celui des obligations d’État américaines, est tout simplement trop limité pour servir d’actif sûr à l’échelle mondiale.

Les idées ne manquent pas pour développer un actif européen sûr en euro. L’introduction d’euro-obligations, dont les États membres de la zone euro seraient solidairement responsables, fait depuis longtemps l’objet de discussions². La pérennisation de l’émission d’obligations européennes, comme celles qui avaient été émises à titre exceptionnel pour le fonds NextGenerationEU, est également évoquée. L’Allemagne et d’autres États aux finances publiques solides s’y opposent toutefois, car ils ne veulent pas assumer les risques de défaillance des États membres plus endettés de l’UEM.

Pour contourner ces obstacles, l’économiste américain Markus Brunnermeier et ses coauteurs ont proposé des emprunts structurés

du nom de « ESBies »³. Comme pour des titres de créance adossés à des actifs (CDO), il s’agit de regrouper des obligations souveraines des pays de la zone euro et d’émettre deux tranches ainsi couvertes pour l’ensemble du portefeuille. Une tranche senior aurait la priorité lors du remboursement et serait donc particulièrement sûre. La tranche junior servirait de coussin de sécurité à la tranche senior et serait plus risquée (ce qui serait rémunéré par un rendement supérieur). Toutefois, ce plan a jusqu’à présent échoué devant la crainte des pays financièrement forts d’être tenus responsables si les défauts des paiements excédaient le volume de la tranche junior. De plus, la création et la gestion des ESBies sont complexes techniquement et nécessiteraient une nouvelle autorité de l’UE.

Or, l’introduction d’un euro numérique offre la possibilité de lever ces obstacles. Cet euro numérique pourrait être mis à la disposition de tous comme monnaie de banque centrale, transférable électroniquement et indépendamment de systèmes de paiement liés aux États-Unis. La Banque centrale européenne pourrait alors émettre un « actif sûr ».

L’EURO NUMÉRIQUE, UNE « MONNAIE COMPLÈTE »

Lors de publications précédentes, j’ai déjà décrit comment l’euro numérique pourrait devenir une monnaie complète⁴. La première étape vers l’euro en tant que monnaie centrale 100% numérique serait la création d’un dépôt bancaire en euros entièrement couvert par des fonds de la banque centrale. Le montant nécessaire à la banque centrale pour garantir ce dépôt serait à son tour couvert par des obligations d’État (comme

prévu dans le Plan de Chicago du 16 mars 1933). Entre 2015 et 2022, la BCE a acheté une quantité considérable d’emprunts publics et privés, afin, selon ses propres déclarations, d’augmenter la masse monétaire et donc l’inflation. À l’inverse, le dépôt sécurisé remplacerait les dépôts existants sans augmenter la masse monétaire.

Si les titulaires des dépôts actuels transféraient leur argent vers un dépôt sécurisé, la somme des dépôts et donc de la masse monétaire resterait inchangée⁵. Pour couvrir les réserves, les banques pourraient utiliser les grandes quantités de réserves excédentaires qu’elles ont acquises lors du traitement des achats de titres pour la BCE. Elles pourraient créer des réserves supplémentaires pour couvrir les dépôts en vendant à la BCE les emprunts souverains qu’elles détiennent dans leurs bilans ou, si elles n’en ont pas, en achetant de ces emprunts sur le marché contre d’autres valeurs en leur possession. Si besoin, la BCE pourrait accepter de la part des banques d’autres crédits bancaires que les emprunts d’État contre des avoirs de réserve et remplacer ces créances à leur amortissement par des emprunts d’État. Cela permettrait de créer un dépôt sécurisé et un actif tout aussi sûr que les billets de banque, sans nécessiter de garantie de dépôt par les États. Dans une deuxième étape, le dépôt sécurisé pourrait être transformé en monnaie numérique de banque centrale (avec une technologie de « registre distribué » pour le transfert)⁶.

Chaque augmentation future de la masse monétaire se ferait sous la forme de nouveaux achats d’obligations d’État par la BCE. Ces achats devraient être décidés indépendamment de toute influence politique

et dans une perspective à long terme. La croissance de la masse monétaire en euro numérique pourrait, en s’inspirant de la « règle des k% » de Milton Friedman, s’aligner sur le taux de croissance à long terme du produit intérieur brut réel (le potentiel de croissance) de l’économie de la zone euro, tel qu’estimé par une organisation internationale donnée (par exemple l’OCDE). Les modifications du taux de croissance potentiel qui représenteraient ensemble plus de 0,5% dans un sens ou dans l’autre, pourraient conduire à une adaptation de l’algorithme dans le cadre d’un « hard fork », dans la mesure où les participants au réseau, les « nœuds » parviennent à un consensus sur cet ajustement (voir ci-dessous). L’argent ne serait donc plus un instrument discrétionnaire de la politique économique. Compte tenu du rôle déstabilisateur que la politique monétaire a joué dans le système des fonds de crédit, cela ne serait pas vraiment un inconvénient.

Avec l’euro numérique comme monnaie complète, l’Union monétaire serait achevée même sans union fiscale et bancaire, car autant la monnaie papier que la monnaie électronique seraient désormais une obligation de la BCE et auraient donc une qualité de crédit unique.

UN SYSTÈME DE PAIEMENT INDÉPENDANT DES ÉTATS-UNIS

L’euro numérique serait transféré « de pair-à-pair » à l’aide d’une technologie de registre distribué (*Distributed Ledger Technology, DLT*), de sorte que tous les paiements nationaux et internationaux pourraient être effectués en dehors du système de paiement traditionnel lié aux États-Unis, avec un contrôle

Avec l’euro numérique comme monnaie complète, l’Union monétaire serait achevée même sans union fiscale et bancaire.



L'euro,
en tant que
moyen d'échange
électronique,
pourrait être
utilisé aussi
bien dans la
zone euro
qu'au niveau
international.

→ décentralisé et privé. Afin de minimiser les coûts des transactions et d'optimiser leur rapidité, les paiements pourraient être organisés via une DLT « avec autorisation ». Des acteurs privés agréés par la BCE, tels que des banques ou des éditeurs de logiciels, contrôleraient et vérifieraient les transactions (en assumant donc le rôle des « nœuds »). L'euro, en tant que moyen d'échange électronique, pourrait ainsi être utilisé aussi bien dans la zone euro qu'au niveau international.

UN ACTIF « SÛR » ÉMIS PAR LA BCE

L'idée des ESBies de Markus Brunnermeier et de ses coauteurs n'a jusqu'à présent pas trouvé de large soutien, en raison de doutes quant à la capacité de la tranche junior à offrir un matelas de sécurité efficace en cas de défaut de paiement. En outre, il semble difficile de parvenir à un consensus entre toutes les institutions concernées sur l'organisation de la gestion d'un tel emprunt structuré. Il faudrait créer une nouvelle institution de l'UE, ce qui devrait être approuvé par tous les États membres. À l'inverse, le transfert de l'émission des actifs sûrs à la BCE rencontrerait probablement moins d'obstacles.

Dans un article paru en 2021, Dirk Meyer et Arne Hansen ont examiné la pratique des émissions obligataires. Ils ont découvert que « les titres de créance émis par les banques centrales [...] sont historiquement un instrument très couramment utilisé »⁷. Sur 57 banques centrales, 41% y ont eu recours pour différentes raisons ; pour 33%, cela était autorisé, mais n'a pas été mis en œuvre et pour 26%, cela était interdit. Après avoir étudié le cadre juridique de la BCE, MM. Meyer et Hansen sont arrivés à la conclusion que « cet instrument est aussi

[...] à la disposition de la BCE conformément à l'orientation (UE) 2015/510 de la Banque centrale européenne concernant la mise en œuvre du cadre de politique monétaire de l'Eurosystème (BCE/2014/60) ». La négociabilité des obligations de la BCE n'est assortie d'aucune restriction, mais leur émission est soumise à des critères d'éligibilité plus stricts en ce qui concerne les contreparties. La durée est limitée à moins de 12 mois et l'attribution est arrondie à 100 000 euros, de sorte que seuls les investisseurs institutionnels peuvent être pris en considération (art. 39, al. 1). La limite de durée des obligations de la BCE ne doit toutefois pas être un obstacle à leur rôle d'actif sûr, car elle peut être prolongée à l'aide de swaps de maturité⁸.

Les deux auteurs proposent l'émission d'obligations de la BCE pour récupérer l'argent créé par la politique d'assouplissement quantitatif. Il s'agit maintenant de créer un actif européen sûr. Lorsque la BCE émet ses propres titres de créance garantis par des obligations d'État inscrites à l'actif de son bilan, cela soulève des soupçons de financement public. Toutefois, si l'euro numérique est établi comme une monnaie complète, comme décrit ci-dessus, et soumis à des règles quantitatives claires, il est possible de séparer l'émission de monnaie et l'émission d'obligations. Dans le cas d'une émission obligataire, l'objectif est de créer un actif sûr, de sorte que le volume de l'émission est déterminé par la demande d'un moyen de préservation de la valeur pour les euros numériques détenus en réserves de change. Ni dans ce cas ni lors de l'émission d'euro numérique en tant que monnaie, les besoins de financement des États membres de la zone euro ne doivent jouer un rôle.

CONCLUSION

Actuellement, l'euro ne peut pas remplacer le dollar américain en tant que monnaie de réserve. Comme la monnaie unique européenne ne peut être détenue sous forme d'actif sûr dans le volume nécessaire, son utilité en tant que moyen de transaction et donc en tant qu'unité de compte est limitée. L'émission de titres de créance par la BCE pourrait remédier à cette situation.

En ce qui concerne la conception, les obligations de la BCE seraient semblables aux ESBies. La tranche junior serait représentée par les fonds propres de la BCE. Un défaut de paiement de la tranche senior ne serait pas à craindre, car une banque centrale peut aussi travailler avec des fonds propres négatifs. Il reste que la confiance dans la monnaie et dans les obligations d'un émetteur dont les fonds propres sont négatifs serait plutôt faible. Cette situation devrait inciter la BCE à se montrer sélective dans le choix des obligations des États membres de la zone euro qui pourraient servir de réserve pour la monnaie et les titres de créance. Au lieu d'acheter selon sa « clé de répartition du capital » (comme lors de l'assouplissement quantitatif), la BCE devrait acheter en fonction de la qualité, une nouvelle incitation pour les États membres de l'UEM à renforcer leur qualité de crédit grâce à une politique budgétaire solide. ♦

Prof. Dr. Thomas Mayer est directeur fondateur du Flossbach von Storch Research Institute.

1 Thomas Mayer, *Der amerikanische Exzeptionalismus*. Flossbach von Storch Research Institute, MAKRO 9 janvier 2025, p.10.
2 Voir p. ex. « *Now is the time to reopen the Eurozone bond debate* », Financial Times du 27 mai 2025.
3 Markus K. Brunnermeier, Sam Langfield, Marco Pagano, Ricardo Reis, Stijn Van Nieuwerburgh, Dimitri Vayanos, *ESBies: Safety in the tranches*. CERS : Working Paper Series No. 2016/21.
4 Thomas Mayer, *The digital euro: An opportunity likely to be missed*. Flossbach von Storch Research Institute, Macroeconomics, 12 septembre 2023.
5 Pour une présentation complète, cf. Mayer (2023).
6 Avec une technologie de type "Distributed Ledger" (DLT), plusieurs entités indépendantes les unes des autres se chargent de la vérification des transactions. La blockchain la plus connue est celle du Bitcoin, où tout le monde peut en principe se qualifier pour la vérification dans le cadre d'un processus concurrentiel. Une DLT « avec autorisation », dans laquelle une autorité centrale sélectionne les vérificateurs, est une autre possibilité. Contrairement à la technologie DLT, dans le système de registre central (« Central Ledger », CLT), toutes les vérifications sont effectuées par un organisme central. La DLT devrait bénéficier d'une plus grande confiance de la part des utilisateurs que la CLT en raison de l'indépendance des vérificateurs.
7 Dirk Meyer / Arne Hansen : « *Inflationsabwehr durch EZB-Schuldverschreibungen?* » Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 15/2021, p. 19.
8 Dans un swap de maturité, deux parties échangent les échéances de leurs obligations. L'une des parties reçoit une obligation avec une échéance plus longue en échange d'une obligation de maturité inférieure. Afin que cet échange n'entraîne aucune détérioration de la qualité de crédit, les besoins en emprunts à plus long terme pourraient être couverts par des swaps contre des emprunts d'État allemands correspondants. Pour répondre à la demande, l'État allemand pourrait s'endetter en émettant principalement des obligations à long terme.



Faisant fi du chaos douanier et des guerres en Ukraine et au Proche-Orient, les actions mondiales poursuivent inlassablement leur hausse, dopées par les attentes liées à l'intelligence artificielle (IA), que rien ne semble pouvoir brider.

DES QUESTIONS CRUCIALES

Bert Flossbach

Quatre groupes américains donnent l'impulsion à la vague d'investissements massifs dans l'IA : Microsoft, Alphabet, Amazon et Meta. Rien que cette année, ces quatre sociétés ont investi plus de 300 milliards de dollars dans de nouveaux centres de données, afin de s'assurer une capacité de mémoire et une puissance de calcul suffisantes. Bank of America estime que d'ici 2030, les investissements atteindront près de 1000 milliards de dollars à travers le monde ; 84% seront consacrés à l'IA.

Cela soulève deux interrogations cruciales : comment ces dépenses pourront-elles être monétisées ? Et quelle part des attentes futures est déjà intégrée dans les cours boursiers actuels ?

Que les nouvelles technologies soient encensées sans avoir encore véritablement fait leurs preuves est naturel – surtout lorsqu'il s'agit d'innovations révolutionnaires telles que l'IA. La question de savoir combien elle pourrait rapporter est pour l'instant secondaire. Car les entreprises craignent avant tout qu'un concurrent ne parvienne à dominer le marché.

LE PLUS GRAND RISQUE

Les grands acteurs de l'IA peuvent se permettre de prendre le risque de surinvestir. Ils doivent même le faire, pour ne pas se laisser dépasser.

Mais autant l'avancée de l'IA est une certitude, autant le potentiel de gain qui lui est associé est encore incertain. Le phénomène le plus tangible est pour l'instant la croissance du besoin de mémoire et de puissance de calcul dans le cloud. Microsoft a récemment fait état d'un taux de croissance de 175% pour son activité liée à l'IA, ce qui se traduirait par un chiffre d'affaires annualisé de 13 milliards de dollars. Ce chiffre paraît énorme... mais il représente moins de 5% du chiffre d'affaires total du groupe. Chez OpenAI (ChatGPT), le chiffre d'affaires annualisé s'élève à quelque dix milliards de dollars. Dans les deux cas, les frais sont supérieurs aux ventes.

Le coût élevé de ce modèle d'affaire transpire clairement de l'annonce faite par OpenAI, qui prévoit, à partir de 2028, de louer à Oracle quelque 4,5 gigawatts de puissance de calcul : →

cela correspond à la production énergétique de quatre réacteurs nucléaires et aux besoins de près de trois millions de ménages américains. Cette opération devrait coûter trente milliards de dollars par an.

En revanche, comment les revenus de la publicité et les abonnements des utilisateurs pourront-ils augmenter grâce à l'IA ? C'est moins clair. Meta indique qu'elle est en mesure d'améliorer l'efficacité des publicités pour sa clientèle entreprise grâce à la mise en œuvre de l'IA, mais sans expliquer concrètement l'effet de cette dernière sur les recettes publicitaires. Les revenus issus des abonnements aux versions les plus sophistiquées de ChatGPT proviennent majoritairement de la clientèle entreprises. La plupart des particuliers se contentent de la version gratuite.

CULTIVER L'OPTIMISME ...

Le chiffre d'affaires potentiel de l'IA suffira-t-il à amortir les investissements gigantesques qu'elle nécessite ? C'est loin d'être garanti. Les entreprises qui consacrent beaucoup d'argent à l'IA doivent cultiver l'optimisme pour justifier ces investissements vis-à-vis de leurs actionnaires. Leurs discours suscitent des attentes élevées, mais augmentent aussi le potentiel de déception, d'autant plus que le monde numérique est particulièrement disruptif.

Il est donc judicieux d'investir dans des entreprises appartenant à différentes catégories de la chaîne de création de valeur numérique. Les grands acteurs technologiques tels que Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet ou encore Apple peuvent être qualifiés de « services aux collectivités numériques ». Ils séduisent par leurs revenus relativement certains, dans la mesure où ils font partie intégrante de la vie de la quasi-totalité des individus et des entreprises.

Une deuxième catégorie regroupe les spécialistes qui dominent un domaine d'activité important, opèrent de manière rentable et sont protégés de la concurrence existante et potentielle par des remparts solides. Citons, parmi les plus connus, les plateformes de réservation telles que Booking, Airbnb ou Uber, les services de streaming comme Netflix ou Spotify, les spécialistes de la cybersécurité tels que Palo

Alto ou Fortinet, ou encore des fournisseurs établis de logiciels d'entreprise tels que SAP ou Salesforce, des cabinets de conseil informatiques comme Accenture ou Infosys et des prestataires de services financiers comme Visa ou Mastercard.

La troisième catégorie d'entreprises englobe les fournisseurs d'infrastructures, pilier important de la chaîne de création de valeur numérique. Ce groupe est surtout composé des fournisseurs de matériel nécessaire aux infrastructures de l'IA : puces, centres de données, approvisionnement en électricité... et notamment aussi des sociétés industrielles classiques telles que Schneider Electric, Legrand ou Amphenol, pour qui les équipements pour l'IA représentent une activité accessoire, mais dont l'importance croît. Les fabricants de machines tels qu'ASML ou Applied Materials entrent aussi dans cette catégorie, en tant que fournisseurs des producteurs de semi-conducteurs.

Les entreprises qui profitent de l'essor de l'IA ne constituent toutefois pas forcément de bons investissements. Il est crucial de déterminer dans quelle mesure l'avenir est déjà anticipé dans leur cours boursier actuel, et quels sont les risques et les opportunités de ces titres.

NVIDIA, FLEURON DE L'IA

Dans aucune autre société on ne débat autant du rapport entre opportunités et risques que chez Nvidia, l'entreprise la plus valorisée au monde avec une capitalisation boursière de plus de quatre mille milliards de dollars (au 31 juillet 2025). Selon le scénario qui se réalisera, la valeur boursière pourrait doubler ou se réduire de moitié au cours des prochaines années.

Il faudra toutefois faire preuve d'un peu d'imagination pour que la valeur de l'entreprise double et atteigne la somme astronomique de 8000 milliards de dollars. Car cela présuppose que tous les investissements dans l'IA attendus à l'horizon 2030 atterrissent dans les carnets de commandes de Nvidia, ou que les grands clients de l'entreprise investissent la quasi-totalité de leurs bénéfices dans des puces Nvidia. Ces deux hypothèses semblent improbables.

En revanche, pour que la valorisation soit divisée par deux, il suffit que l'essor des investissements ralentisse nettement. Une dynamique moindre ne signerait toutefois pas l'arrêt de mort de l'IA. Les fortes fluctuations de cours des sociétés qui tirent profit de l'IA exigent cependant des investisseurs des nerfs d'acier et parfois aussi beaucoup de patience, alors même que certains signes pointent actuellement vers une surchauffe temporaire du secteur : réductions sur les services d'IA payants, rachats d'entreprises spécialisées à des prix élevés, valorisations parfois extrêmes ...

LES HABITS NEUFS DE L'EMPEREUR

Par ailleurs, une étude attentive des chiffres publiés par les entreprises technologiques s'impose. Nombre d'entre elles excluent un énorme poste de coûts dans le calcul de leur résultat. Les acteurs sectoriels ont en effet coutume de verser une part significative du salaire sous la forme d'une rémunération à base d'actions (*stock-based compensation* ou SBC en anglais). La plupart du temps, il s'agit d'options sur actions. Certes, les coûts d'options liés à cette rémunération sont pris en compte dans le compte de résultat officiel, mais ils sont souvent exclus dans la version ajustée (*adjusted earnings*).

L'idée est d'éliminer les effets qui n'ont pas d'incidence sur la trésorerie, afin de faciliter la comparaison des résultats. Fondamentalement, cela a du sens. C'est pourquoi les analystes et investisseurs mettent l'accent en premier lieu sur ces résultats ajustés. Toutefois, ces rémunérations à base d'actions ne sont pas des frais ponctuels : elles reviennent tous les trimestres. Dans certaines entreprises, elles représentent plus de 10% du chiffre d'affaires, ou la moitié du bénéfice. Dans certains cas, elles dépassent même le bénéfice total, ce qui signifie que ces entreprises sont déficitaires, alors même qu'elles annoncent un bénéfice (ajusté).

La prudence est donc de mise : ces entreprises et leurs actions sont dans de nombreux cas bien plus onéreuses que ne le laisse penser leur bénéfice ajusté. Dans les phases de forte croissance, ces objections sont souvent balayées. Mais si le sentiment change et que les investisseurs y regardent de plus près, ils voient que plus d'un empereur ne porte, de fait, aucun habit. ♦

Les entreprises qui profitent de l'essor de l'IA ne constituent toutefois pas forcément de bons investissements. Il est crucial de déterminer dans quelle mesure l'avenir est déjà anticipé dans leur cours boursier actuel, et quels sont les risques et les opportunités de ces titres.

Des inquiétudes, mais pas de crise

Le gestionnaire de portefeuille Michael Illig rapporte ses impressions de son dernier voyage aux États-Unis et explique pourquoi les entreprises américaines de qualité restent importantes pour son portefeuille, malgré les turbulences liées aux droits de douane.

M. Illig, vous vous êtes récemment rendu aux États-Unis pour participer à une conférence sur le secteur technologique et rencontrer quelques dirigeants d'entreprise. Comment était l'ambiance ?

Chez les entreprises et les investisseurs américains, je la qualifierais de prudente, mais en aucun cas de négative. Malgré les références constantes à l'incertitude accrue au vu des nombreux revirements politiques, presque tous les représentants d'entreprise que j'ai rencontrés ont décrit la demande actuelle comme globalement solide.

Vous aviez également rendu visite à des entreprises aux États-Unis en décembre dernier, peu de temps après l'élection de Donald Trump à la présidence. Comment le climat a-t-il évolué ?

En décembre dernier, de nombreuses discussions avec des responsables d'entreprise avaient clairement révélé la frustration croissante liée à la politique économique des démocrates au cours des dernières années, ressentie comme fortement interventionniste et de plus en plus empreinte d'idéologie. Ainsi, même si l'imprévisibilité de Donald Trump a été un sujet constant dès son élection, elle semblait supportable compte tenu de l'espoir d'une orientation favorable aux entreprises. J'avais donc ressenti en décembre un climat positif, à la limite de l'optimisme. Cette fois-ci, c'était différent. Ces propos ont cédé la place à des déclarations beaucoup plus mesurées, sans pour autant basculer dans un climat de crise. C'est le vieux slogan anglais « Keep calm and carry on » (NdT : Restez calmes et continuez normalement) qui caractérise à mon avis le mieux l'ambiance actuelle dans les entreprises.

Début avril, Donald Trump a instauré des droits de douane massifs sur les importations américaines, puis leur mise en œuvre a été reportée. Comment cette politique douanière erratique est-elle perçue dans les entreprises américaines ?

Les droits de douane ont été l'un des principaux motifs de l'incertitude importante soulignée par de nombreuses entreprises. Toutes souhaitaient avoir plus de sécurité dans la planification, à l'exception peut-être des sociétés de conseil et des fournisseurs de logiciels qui peuvent aider les entreprises à gérer cette complexité croissante. La plupart de mes inter-

locuteurs estimaient cependant que les droits de douane effectifs seraient finalement bien inférieurs aux énormes droits réciproques envisagés début avril.

Pensez-vous qu'il est désormais préférable pour les entreprises américaines de s'abstenir de critiquer la politique ?

Je préfère ne pas spéculer sur ce point. En tout cas, je n'ai pratiquement pas entendu de critiques directes du gouvernement de la part de dirigeants d'entreprise.

Est-ce qu'il y avait des commentaires positifs sur Donald Trump et sa politique ?

La retenue allait dans les deux sens. Globalement, le sujet de la politique a été largement évité, à l'exception de questions concrètes sur les droits de douane ou les mesures d'économies du gouvernement. J'ai principalement entendu des opinions tranchées sur la politique de la part de chauffeurs Uber, notamment de supporters ardents du président, qui voient dans sa politique la solution aux problèmes dramatiques qui frappent, selon eux, l'Europe. D'autres chauffeurs hispanophones se sont montrés en revanche très préoccupés par la situation. Même s'ils étaient en situation régulière dans le pays, ils craignaient une modification de leur droit de séjour. Ces discussions reflètent la forte polarisation de la société et du débat public, à l'instar des différentes positions des chaînes d'information que j'ai découvertes en zappant dans ma chambre d'hôtel.

De nombreux experts sont très sceptiques vis-à-vis des États-Unis du fait de la politique douanière américaine. Certains prévoient une récession en cas d'application des droits de douane prévus initialement. Sur place, que disaient les représentants d'entreprise à propos de l'environnement économique ?

Les participants à la conférence s'intéressaient naturellement surtout au paysage informatique. Même si les mots « incertitude » et « prudence » étaient sur toutes les lèvres, personne ne parlait d'un recul sévère des investissements informatiques. L'avis général était que les projets de transformation allaient se poursuivre. La modernisation était même parfois perçue comme plus urgente en raison du va-et-vient sur les droits de douane et de l'incertitude géopolitique →

accrue. Certains observaient aussi que la croissance avait récemment décollé ici en Europe, même si elle partait d'un faible niveau l'année passée.

Lors de votre voyage, vous avez aussi eu affaire à quelques entreprises industrielles. Comment allaient-elles ?

Mes interlocuteurs ont fait état d'un léger ralentissement, mais aucun d'entre eux n'a constaté de recul important en avril. Selon les retours des entreprises, les craintes d'un arrêt brutal de tous les investissements non urgents par les entreprises et les consommateurs à la suite du choc douanier début avril ne semblent pas s'être concrétisées jusqu'à présent.

Cela semble rassurant. Toutefois, au vu des incertitudes, n'est-il pas risqué que plus de la moitié de la fortune du fonds soit investie aux États-Unis ?

Si les droits de douane à l'importation annoncés, puis reportés, étaient appliqués comme prévu initialement, nous pensons que les répercussions économiques seraient effectivement dramatiques. Nous estimons cependant que ce scénario est peu probable. Dans l'ensemble, nous comptons toutefois sur des droits de douane plus élevés qu'avant et sur des conflits commerciaux qui vont perdurer. Cela pèsera sur la croissance, sans toutefois réduire à néant les atouts d'une économie américaine dynamique et de ses nombreuses entreprises prospères. D'autant plus que l'effet ne se limitera pas à l'économie américaine, car les pays avec une importante part d'exportations vers les États-Unis en souffriront également.

Il reste qu'un niveau élevé de droits de douane devrait aussi se traduire par une hausse des coûts pour les entreprises américaines de votre portefeuille, et peser en conséquence sur leurs bénéfices. Ces perspectives ne sont pas très réjouissantes, n'est-ce pas ?

Il s'agit effectivement d'une évolution clairement défavorable qui devrait peser sur la croissance économique au niveau mondial. Il faut cependant établir une distinction entre les entreprises. Celles qui bénéficient d'une forte position concurrentielle, notamment parce que leurs produits sont importants pour leurs clients et difficilement remplaçables, ont en règle générale un fort pouvoir de fixation des prix.

Nous sommes convaincus que beaucoup des entreprises de nos portefeuilles seraient moins touchées que la moyenne par des droits de douane potentiels. De plus, nous nous efforçons de gérer des portefeuilles équilibrés et d'éviter les dépendances au chemin emprunté et les risques de concentration. Dans ce cadre, l'emplacement du siège social d'une entreprise ne joue qu'un rôle mineur.

Fin mai, environ 60 % de l'actif du fonds était investi aux États-Unis ...

... à l'aune de la part de chiffre d'affaires que toutes nos entreprises réalisent aux États-Unis, cette pondération se situe plutôt à 45 % pour le portefeuille. Beaucoup de nos entreprises américaines sont en effet actives à l'international, une bonne partie réalisant la majorité de leurs ventes à l'extérieur des États-Unis. De plus, nous accordons une grande importance à ce que nos entreprises présentent une forte capacité d'adaptation et de résistance, non seulement grâce à leur bonne position concurrentielle, mais aussi en raison d'autres facteurs, comme la solidité de leur bilan. Elles devraient donc survivre en cas de crise économique importante et de droits de douane élevés.

Survivre dans les situations extrêmes, cela semble effectivement utile, mais pas non plus vraiment séduisant.

Ce que je viens de décrire est une exigence minimale. Une entreprise de qualité doit naturellement présenter de bonnes perspectives à long terme concernant l'augmentation de son bénéfice et la génération de valeur pour ses actionnaires. Pour ce faire, ces entreprises doivent cependant pouvoir surmonter des revers temporaires sans dommages substantiels. Indépendamment de la possibilité que les événements actuels liés à la guerre commerciale ou aux conflits géopolitiques se transforment en de tels revers, la prochaine crise viendra inévitablement. Selon moi, il est impossible d'éviter de telles crises, ni d'ailleurs de les prédire. En revanche, il est possible de s'y préparer, et c'est exactement ce que nous faisons dans notre sélection d'entreprises.

La qualité des entreprises doit donc réduire leur vulnérabilité aux crises. Dans certaines situations boursières difficiles, comme celle que nous avons connue en avril dernier, les cours baissent toutefois

de manière généralisée, y compris pour les entreprises de qualité. Comment vivez-vous ces périodes en tant que gestionnaire de portefeuille ?

C'est exact – dans de telles phases, nous ne sommes bien sûr pas épargnés par des reculs de cours. Cependant, dans ces périodes de crise marquées, ils ont historiquement moins reculé que la moyenne. Ce qui compte pour nous finalement, ce n'est pas la volatilité, c'est-à-dire les fluctuations à court terme. L'essentiel, c'est que ces fluctuations momentanées ne se transforment pas en pertes de valeur durable. Cela se produit surtout lorsque les entreprises subissent des dommages substantiels, ce qui signifie que leur capacité bénéficiaire est réduite. Comme nous connaissons très bien les entreprises dans lesquelles nous investissons et que nous estimons qu'elles sont très résilientes, nous pouvons mieux dormir la nuit en période de crise. Il est ainsi beaucoup plus facile pour nous de saisir les opportunités qui se présentent.

En quoi est-il plus facile de détecter des opportunités, et celles-ci se sont-elles présentées lors de la récente correction du marché ?

Il est plus facile de nous concentrer sur les opportunités lorsque nous ne sommes pas trop occupés à « éteindre le feu » ailleurs. Si un grand nombre de nos sociétés étaient en détresse lors d'une crise, nous serions totalement occupés à analyser les dommages, pour vendre activement si nécessaire. La grande résilience de nos entreprises nous donne en revanche plus de temps pour rechercher les cas où le bébé a été jeté avec l'eau du bain, comme cela se produit régulièrement sur les marchés boursiers lors des crises. Si nous sommes convaincus que les perspectives de rendement d'une entreprise n'ont pas été touchées de façon significative, bien que l'action ait fortement corrigé, nous trouvons de bonnes occasions d'achat. C'est précisément ce qui s'est passé début avril, où nous avons été relativement actifs selon nos critères avec, outre le renforcement de positions existantes, l'acquisition d'une nouvelle participation.

Ce va-et-vient offre donc des opportunités. Merci pour ces éclairages !

Michael Illig est gestionnaire de portefeuille chez Flossbach von Storch SE.

« Selon moi, il est impossible d'éviter de telles crises, ni d'ailleurs de les prédire. En revanche, il est possible de s'y préparer, et c'est exactement ce que nous faisons dans notre sélection d'entreprises. »

A cartoon illustration of Donald Duck and a pig, likely representing a bank, surrounded by a large pile of gold coins and dollar signs. Donald Duck is on the left, wearing his signature blue hat and red bow tie, looking surprised. The pig is on the right, wearing a red and white striped shirt and a blue bow tie, looking happy. They are both surrounded by a large pile of gold coins and dollar signs, suggesting wealth and investment.

Les coffres se remplissent

→

Julian Marx

Aux quatre coins du monde, les banques centrales voient dans l'or une réserve de valeur. Les stocks augmentent de manière vertigineuse et la tendance ne devrait pas s'inverser à court terme.



Pour la Bundesbank, l'or n'est pas un phénomène de mode. Cela fait plusieurs décennies déjà que le métal jaune fait partie intégrante de la politique monétaire de la banque centrale allemande. En 1961, le stock d'or de cette dernière a pour la première fois franchi la barre des 3000 tonnes. Depuis, ce niveau est la plupart du temps resté stable.

Les coffres sont donc bien remplis. La Bundesbank conservait, à la fin de l'année dernière, 3361 tonnes d'or dans trois entrepôts à Francfort, New York et Londres. La Bundesbank dispose ainsi du deuxième plus important stock d'or détenu par une banque centrale ou une organisation financière internationale dans le monde. Quelque 51 % de son or est stocké à Francfort, près de 37 % à New York et les 12 % restants, à Londres.

La répartition régionale des stocks d'or n'est pas aléatoire, mais correspond aux deux fonctions les plus importantes des réserves d'or : inspirer confiance à l'échelle nationale et offrir la possibilité d'échanger dans les plus brefs délais de l'or en devises sur les places boursières spécialisées dans la négociation de ce métal précieux à l'étranger. De nombreuses banques centrales estiment que ces deux fonctions sont devenues encore plus cruciales ces dernières années.

EFFRITEMENT DE LA CONFIANCE

Jusqu'à présent, les réserves de change des banques centrales étaient majoritairement constituées de dollars américains. Si l'on exclut l'or, près de 58 % des réserves de change mondiales étaient libellées en billet vert à la fin de l'an dernier. Cela n'a rien de surprenant. En 2024, par exemple, plus de 60 % des emprunts et crédits libellés en monnaie étrangère étaient émis en dollar américain. Le billet vert domine ainsi toujours de manière écrasante la scène financière internationale et son statut de monnaie de référence planétaire n'est pas immédiatement remis en cause.

Toutefois, l'aspiration à une plus grande autonomie financière, dans de nombreuses régions du monde, est tout à fait compréhensible. Il y a trois ans, déjà, le gel des réserves de

devises russes, en réaction à la guerre en Ukraine, a constitué un signal d'alarme pour les adversaires géopolitiques des États-Unis. En outre, le conflit commercial déclenché par Donald Trump et alimenté par sa rhétorique belliqueuse, cette année, a fortement entamé la confiance vis-à-vis des États-Unis et de ses institutions. Le président américain a encore enfoncé le clou en exprimant à plusieurs reprises le souhait de faire du Canada le 51^e État fédéré des États-Unis, semant le doute même chez ses alliés de longue date. Le leadership incontesté qu'assumaient les États-Unis et le dollar se retrouve ainsi de plus en plus contesté.

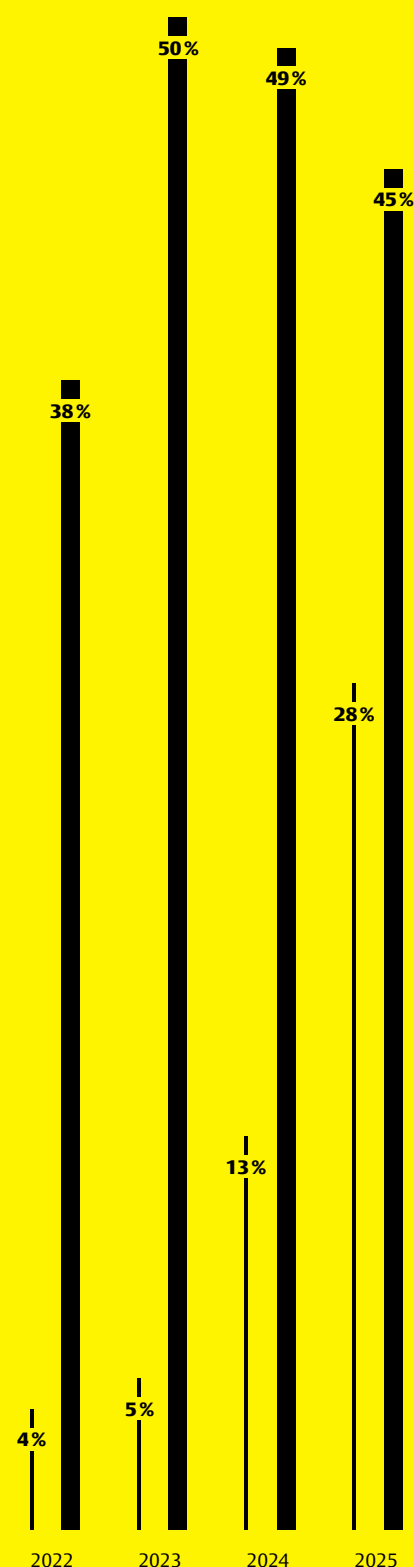
Pour un adversaire géopolitique tel que la Chine, ces évolutions pourraient bien constituer une aubaine lui permettant d'accroître le plus possible son influence. La part du renminbi, la monnaie locale chinoise, dans le règlement des opérations de commerce extérieur sur les marchandises chinoises est ainsi passée de 26 % en 2023 à 38 % en 2024. Pour l'instant, cette hausse reflète surtout le recours accru au renminbi pour le règlement des transactions commerciales entre la Russie et la Chine, qui ont nettement augmenté depuis l'annonce de sanctions dans le sillage de l'invasion massive de l'Ukraine.

Mais ces développements ne sont pas passés inaperçus dans les autres banques centrales non plus, comme le montre la Central Bank Gold Reserves Survey, une enquête annuelle menée par le World Gold Council (WGC) auprès de représentants des banques centrales du monde entier. L'enquête publiée en juin 2025 reflète ainsi un scepticisme croissant vis-à-vis du dollar (voir graphique 1).

À la question « À votre avis, quelle part des réserves sera libellée en dollar américain dans cinq ans ? », 73 % des personnes interrogées ont répondu que la part du dollar dans les réserves de change allait selon eux diminuer. Elles étaient même 28 % à estimer que le dollar américain représenterait une part nettement moins importante des réserves de change – c'est 15 points de pourcentage de plus qu'un an auparavant. Seuls 10 % des personnes interrogées estimaient à l'inverse que le dollar américain occuperait à l'avenir une place plus importante dans les réserves de change.



Si l'on regarde vers l'avenir, plusieurs signes semblent indiquer que la demande de métal jaune provenant des gendarmes monétaires ne diminuera pas tout de suite, bien au contraire.

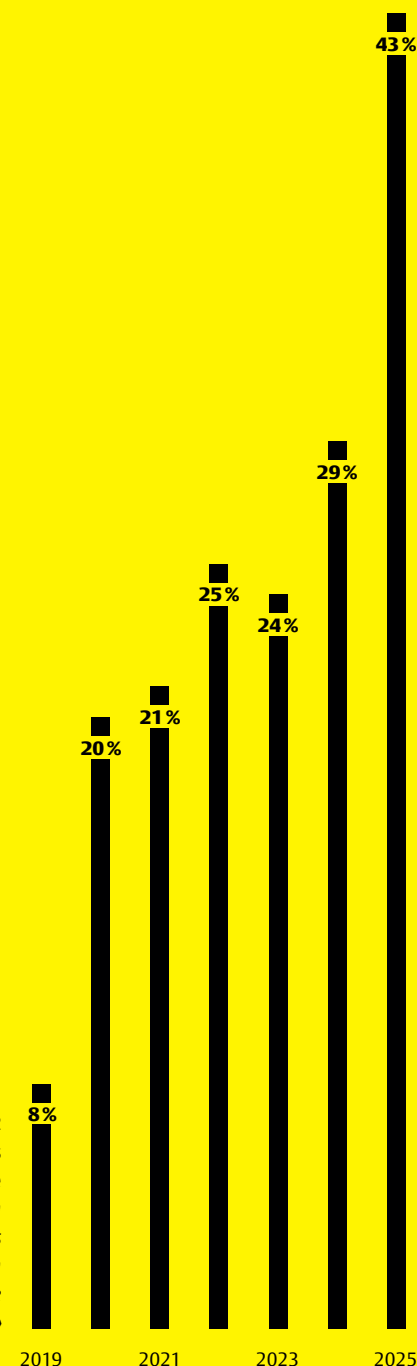


Graphique 1
Un scepticisme croissant à l'égard du dollar
« À votre avis, quelle part des réserves sera libellée en dollar américain dans cinq ans ? »

— Une proportion significativement plus faible
■ Une proportion légèrement inférieure

Source : enquête Central Bank Gold Reserves du World Gold Council, Flossbach von Storch, données en juin 2025

Graphique 2
Les acheteurs d'or à la barre
« Quelle sera l'évolution probable des réserves d'or de votre institution au cours des douze prochains mois ? »



Pourcentage de banques centrales prévoyant une augmentation de leurs réserves d'or au cours des 12 prochains mois

UN « ÂGE D'OR »

Un proverbe dit que le malheur des uns fait le bonheur des autres. Alors que l'engouement pour le dollar américain s'est manifestement quelque peu étiolé récemment, la demande d'or n'a pas faibli ces dernières années. Entre 2022 et 2024, la demande nette d'or mondiale provenant des banques centrales a chaque année dépassé les 1000 tonnes, soit deux fois plus que la moyenne des années 2010.

Si l'on regarde vers l'avenir, plusieurs signes semblent indiquer que la demande de métal jaune provenant des gendarmes monétaires ne diminuera pas tout de suite, bien au contraire. La dernière enquête du WGC montre que les aléas géopolitiques devraient rester le moteur de cette demande. En effet, 77% des gérants de ces réserves de change officielles considèrent la géopolitique comme l'un des principaux facteurs déterminant la constitution de leur portefeuille. Au vu des crises qui se multiplient, de nouveaux achats d'or semblent donc probables. Pas moins de 43% des institutions interrogées ont fait part de leur intention d'étoffer encore leurs stocks d'or ces 12 prochains mois : c'est un nouveau record (voir graphique 2). Aucun sondé ne table sur une diminution des réserves d'or.

Si la tendance actuelle se poursuit, ce n'est qu'une question de temps avant que les réserves d'or mondiales des banques centrales et organisations financières internationales n'atteignent de nouveaux records. Le record absolu enregistré en 1965 est déjà à portée de main. À l'époque du système de Bretton Woods, lorsque l'or pouvait être échangé contre le dollar à un cours prédéfini, les stocks d'or des banques centrales s'élevaient à 38 000 tonnes environ. Début 2025, les réserves officielles d'or atteignaient déjà près de 36 300 tonnes.

Les manuels d'histoire pourraient bien devoir être réécrits ces prochains mois si le record établi il y a 60 ans est remplacé par un nouveau sommet – ce qui ancrerait encore davantage le rôle de l'or comme monnaie de réserve. Il y a toutefois une différence notable : en 1965, le prix officiel pour une once d'or était de 35 dollars environ. Depuis, exprimé en billet vert, il a presque été multiplié par 100. ♦

Glossaire

Brève explication des termes techniques

Action – Une action est un titre de propriété. Son détenteur est copropriétaire d’une société par actions. En achetant une action, l’actionnaire acquiert une part du capital social de l’entreprise.

Catégorie d’actifs – Les produits financiers peuvent être classés en différents groupes en fonction de leurs caractéristiques. Les catégories d’actifs (ou de placement) traditionnelles sont les actions, les obligations, l’immobilier ou encore les métaux précieux.

Indice d’actions – Un indice d’actions (ou indice boursier) est un indicateur qui reflète l’évolution moyenne des cours d’un panier d’actions d’un pays, d’une région ou d’un secteur déterminés.

Produit Intérieur Brut (PIB) – Valeur de tous les biens et services produits dans un pays au cours d’une année

Diversification – Répartition du patrimoine sur différentes catégories d’actifs, titres, régions, secteurs et devises, dans l’objectif de réduire les risques inhérents à chaque placement financier, en optant pour une large assiette de supports.

Inflation – Hausse globale des prix des biens qui s’accompagne d’une perte du pouvoir d’achat conféré par l’argent.

Liquidité – La liquidité reflète la « disponibilité monétaire » d’un actif, soit son potentiel à générer des flux de trésorerie immédiatement ou à court terme. La liquidité d’un actif ne doit pas être confondue avec celle d’un marché. Cette dernière est assurée lorsque la différence entre les cours acheteur et vendeur est faible et lorsque des volumes importants peuvent être négociés sans influencer fortement les cours.

Indice MSCI World – Cet indice d’actions reflète l’évolution des Bourses des pays industrialisés. Il inclut plus de 1600 actions de 23 pays.

Indice Nikkei 225 – Le Nikkei 225 est l’indice phare du marché boursier japonais. Il reflète la performance de 225 des plus importantes entreprises cotées japonaises. Le Nikkei 225 est un indice d’actions pondéré par les cours.

Obligation – Un titre en échange duquel l’émetteur obtient un crédit sur le marché des capitaux. Les obligations peuvent être émises dans différentes devises et avec différentes échéances.

Portefeuille – Un ensemble de valeurs mobilières en dépôt.

Indice S&P 500 – Le S&P 500 est l’indice de référence pour l’évolution des places boursières américaines. Il reflète la performance de 500 grandes capitalisations ayant leur siège aux États-Unis. Les titres qu’il englobe représentent environ 80% de la capitalisation boursière du marché boursier américain.

INFORMATIONS JURIDIQUES

Le présent document est destiné entre autres à des fins publicitaires.

Les informations et évaluations contenues ne représentent en aucun cas des conseils de placement. Les informations contenues et les avis, exprimés dans le présent document, sont des évaluations de Flossbach von Storch Invest S.A. au moment de la publication. Ils peuvent être modifiés à tout moment sans notification préalable. Les informations relatives à l’évolution des marchés reflètent l’avis et les futures attentes de Flossbach von Storch Invest S.A. Mais les évolutions effectives et les résultats peuvent fortement diverger des attentes. Toutes les informations ont été regroupées avec grand soin. La valeur de tout placement peut augmenter ou baisser et vous percevrez éventuellement moins d’argent que le montant investi.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

© 2025 Flossbach von Storch. Tous droits réservés.

IMPRESSUM

Éditeur :
Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
Téléphone +352.275.607-0, Fax +352.275.607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Conseil d’administration :
Christoph Adamy, Markus Müller, Christian Schlosser

Btw-nr. : LU 25691460
Registre de Commerce: Luxembourg No B 171513
Autorité de surveillance compétente : Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF),
283, route d’Arlon, 2991 Luxembourg, Luxembourg

Date limite de rédaction : 15 août 2025

BE 112 0825 XXXX FR

La réimpression ou la divulgation du contenu du document, en particulier par l’inclusion sur des sites Web de tiers et la reproduction sur des supports de données de toute nature nécessitent l’accord écrit préalable de Flossbach von Storch.

Rédaction :
Dr. Bert Flossbach, Prof. Dr. Agnieszka Gehringer,
Jens Hagen, Michael Illig, Dörte Jochims, Thomas Lehr,
Julian Marx, Prof. Dr. Thomas Mayer, Christian Panster,
Kurt von Storch

Conception : Markus Taubeneck, Carolin Euskirchen
et Heller & C
Impression : TheissenKopp GmbH

CRÉDIT PHOTO

Droits d’images : © Carolin Euskirchen, Illustration (page de titre, P. 2) ; © Marc Comes, CHB-P (P. 3) ; © Sarndy, Getty Images (P. 5 en haut) ;
© L’IA génère avec Ideogram (P. 5 en bas) ; © Sarndy, Getty Images (P. 6–13) ; © Carolin Euskirchen, Illustration (P. 14–21) ;
© Tanarch, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustration (P. 22–27) ; © Guirong Hao, Getty Images; Markus Taubeneck, Illustration (P. 28–35) ;
© Frank Schemmann (P. 40) ; © L’IA génère avec Ideogram (P. 44–49) ; © Marc Comes, CHB-P (verso)

Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
www.flossbachvonstorch.lu



Flossbach von Storch