

L'Empire aux pieds d'argile : la faille économique du projet de Donald Trump

AUTEUR Gilles Gressani

DATE 21 février 2025



FEDERICO FUBINI — Federico Fubini en est persuadé : dans toute sa rhétorique impériale, l'Amérique de Donald Trump a un talon d'Achille qui la rend bien plus faible qu'elle ne le paraît.

Depuis un mois cette faille est là, sous nos yeux. Personne n'en parle.

Pourtant elle explique pourquoi le président américain applique une doctrine de coercition économique encore largement méconnue — celle de son conseiller économique Stephen Miran — qui vise à éroder la souveraineté de l'Europe en ciblant le cœur même de la zone euro.

Entretien.

Après un mois, la trajectoire impériale de Donald Trump n'a pas encore reçu de coup d'arrêt — de l'Ukraine au Groenland, nous sommes sidérés. Y a-t-il un talon d'Achille de Donald Trump ?

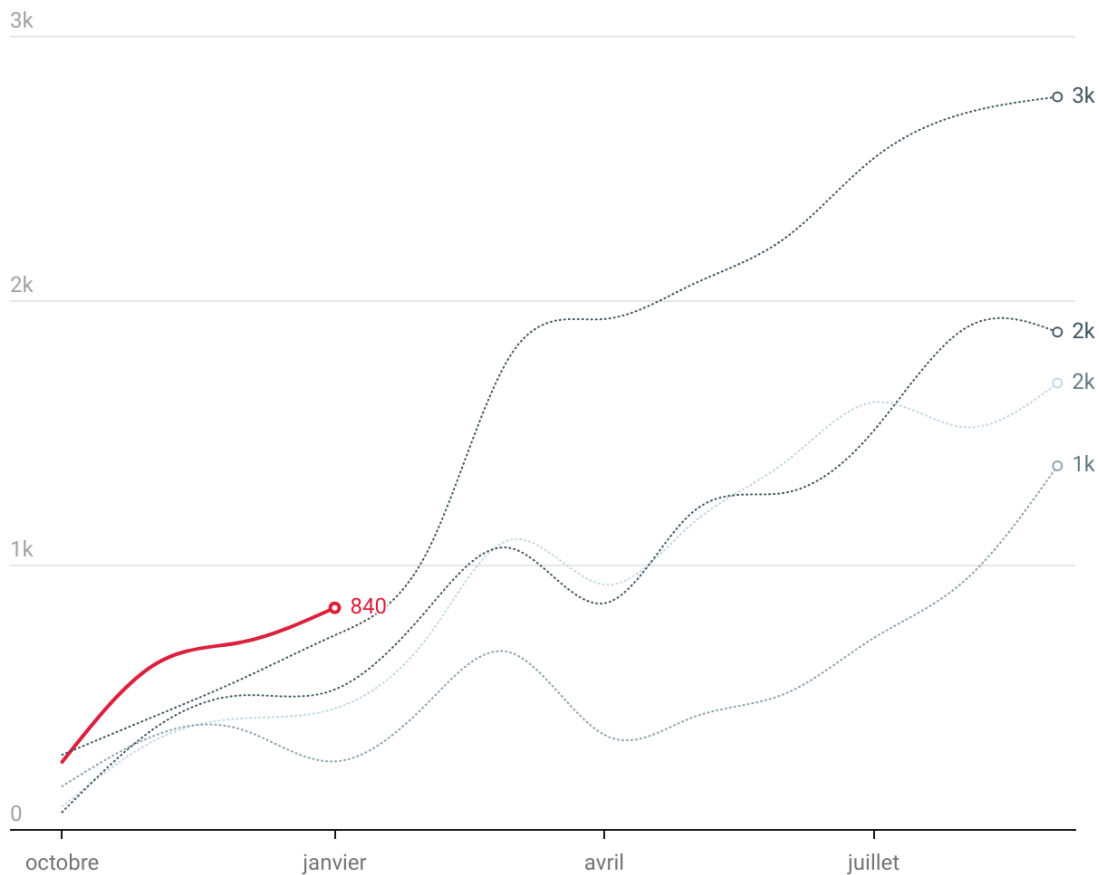
Federico Fubini – Oui, absolument, et il faut le chercher du côté de l'énorme et croissant déficit public américain. Les États-Unis sont contraints de trouver chaque année des acheteurs pour au moins 2 000 milliards de

dollars supplémentaires en bons du Trésor – soit un montant légèrement inférieur au PIB italien – qu'ils doivent placer sur les marchés tout en espérant ne pas avoir à augmenter les taux d'intérêt offerts pour attirer les investisseurs. Une telle hausse pourrait déclencher une spirale récessive pour les États-Unis et s'avérer financièrement insoutenable à moyen et long terme.

Déficit fédéral cumulé des États-Unis, par année fiscale

En milliards de \$ US.

..... 2021 2022 2023 2024 — 2025



Graphique: Le Grand Continent • Source: Bipartisan Policy Center, Congressional Budget Office

En quoi cette fragilité est-elle propre à l'administration Trump ?

Donald Trump a fait campagne et a réussi à consolider autour de lui une grande partie de la finance et du *business* sur une promesse : confirmer en 2026 les baisses d'impôts pour les entreprises déjà instaurées lors de son premier mandat (de 35 % à 21 %) et les réduire encore jusqu'à 15 %.

S'il ne parvenait pas à contenir la dynamique et le poids de la dette publique et à en assurer le financement sans difficultés, il risquerait de perdre le

soutien d'une partie cruciale de son électorat à la veille des élections de mi-mandat.

Les *stablecoins* émis aux États-Unis pourraient devenir des moyens de paiement alternatifs à l'euro en Italie et dans les autres pays de la zone euro.

FEDERICO FUBINI

En quoi cela concerne-t-il les Européens ?

Nous, Européens, entrons en jeu de deux manières.

Tout d'abord, brandir la menace de droits de douane punitifs est, pour Trump et son équipe, un moyen d'essayer de forcer d'autres pays à acheter et à détenir davantage de titres américains ; ainsi, les États-Unis pourraient financer leur déficit public croissant tout en maintenant les taux d'intérêt sur la dette sous contrôle. Les pays tiers ne pourraient éviter les droits de douane que s'ils s'engageaient à réévaluer leur monnaie par rapport au dollar et, en même temps, à investir dans de nouveaux titres de dette publique américaine à long terme, avec des échéances pouvant aller jusqu'à cent ans.

Trump cherche à placer l'Europe face à une alternative brutale : acheter davantage de dette américaine au fur et à mesure de son émission – et ce malgré des rendements faibles – ou risquer de perdre l'accès au marché des consommateurs américains et à ce qu'il reste du parapluie sécuritaire du Pentagone.

Quelle est la deuxième manière ?

Nous sommes également concernés directement parce que les *stablecoins* émis aux États-Unis pourraient devenir des moyens de paiement alternatifs à l'euro en Italie et dans les autres pays de la zone euro. La simple mise en œuvre d'un projet visant à remplacer partiellement l'euro en Europe par des *stablecoins* américains – en d'autres termes, par des dollars numériques – contribuerait largement au même objectif : financer les vastes et croissants déséquilibres financiers du gouvernement des États-Unis.

Sur quoi fondez-vous votre argument ?

On trouve tout dans les décrets et les déclarations officielles de l'administration américaine de ce premier mois. Il faut relier les points pour

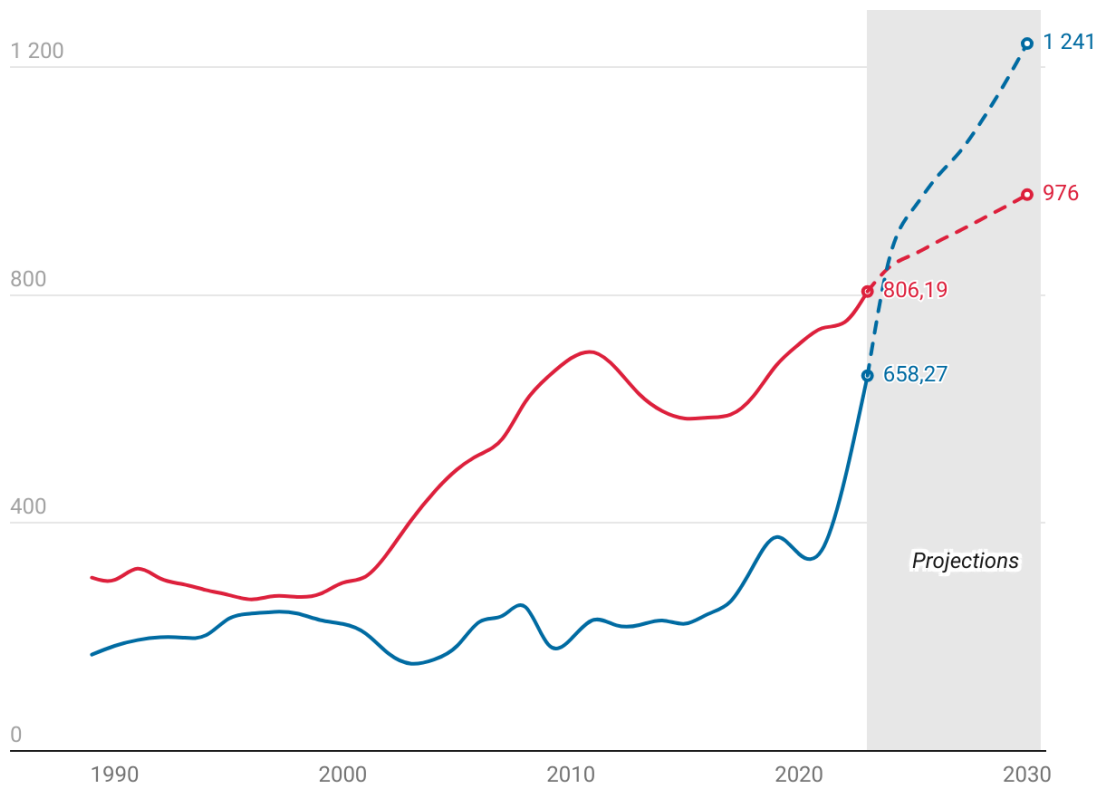
comprendre la logique sous-jacente au trumpisme : sa propre vulnérabilité pousse Trump à s'attaquer à la souveraineté européenne.

Le problème de Trump est que le déficit fédéral américain est d'une ampleur telle qu'il génère un besoin de financement excessif non seulement pour les États-Unis, mais aussi pour le reste du monde. Selon les données de la Federal Reserve de Saint-Louis, le déficit du gouvernement en 2024 s'élève à 6,3 % du produit intérieur brut (PIB), tandis que la dette atteint 120,7 % du PIB. Ces deux indicateurs devraient continuer à croître dans les années à venir, d'autant plus rapidement si Trump confirme et renforce les réductions fiscales arrivant à échéance en 2026.

À partir de 2024, les États-Unis paieront plus pour le service de leur dette que leur défense

En milliards de \$ US.

— Defense — Intérêts



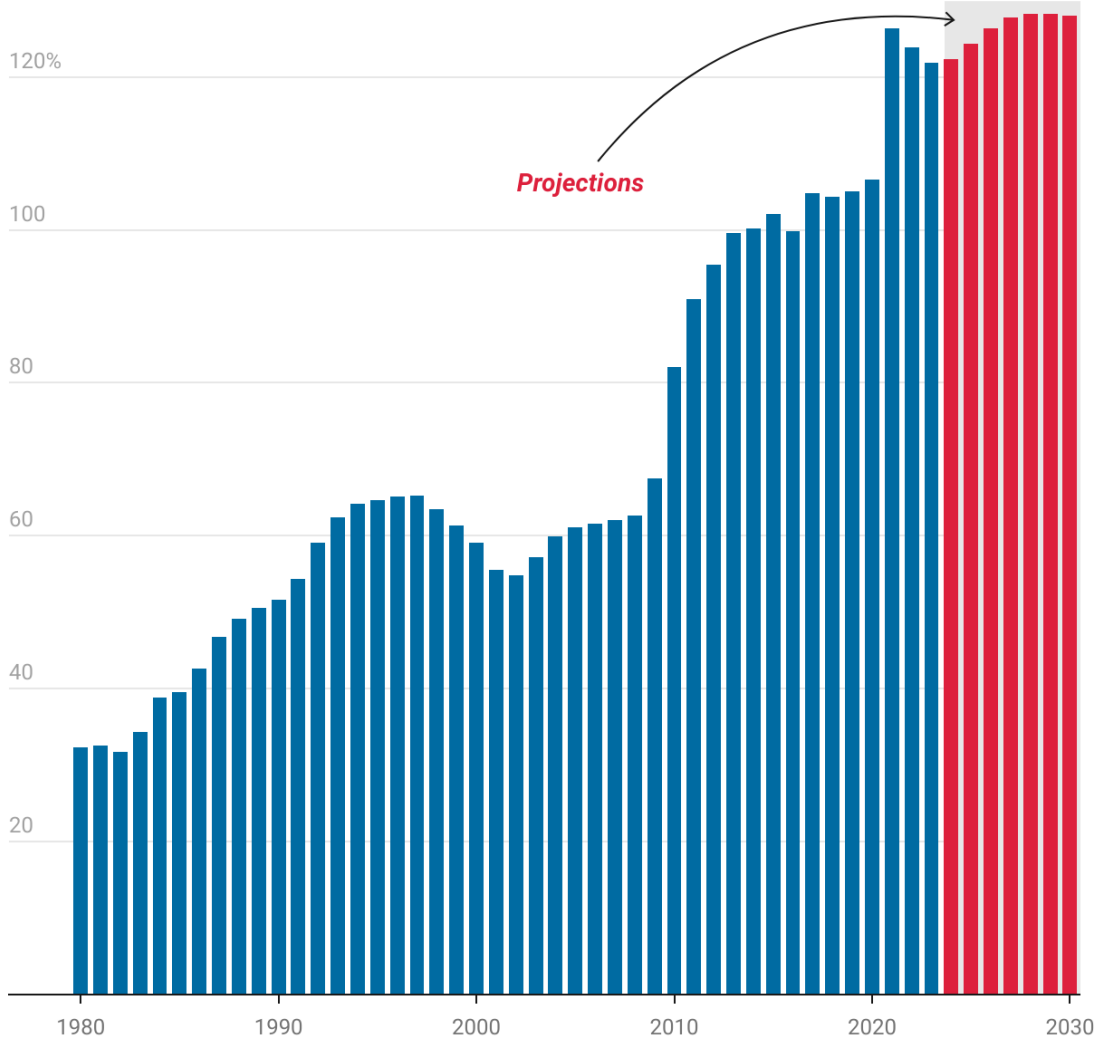
Graphique: Le Grand Continent • Source: Congressional Budget Office, Office of Management and Budget

Ces chiffres ne sont toutefois pas nécessairement insoutenables : le Japon a géré pendant des décennies un déficit similaire ainsi qu'un endettement public encore plus élevé que celui des États-Unis...

Oui. Mais ce qui rend la situation américaine unique, c'est la taille de son économie : avec un PIB de plus de 29 000 milliards de dollars en 2024, les

États-Unis représentent 27 % du PIB mondial, estimé à environ 109 000 milliards de dollars.

Dette publique des États-Unis, en % de PIB



Graphique: Le Grand Continent • Source: Office of Management and Budget (OMB)

Le besoin de financement du déficit américain – et donc le volume de titres supplémentaires que le Trésor de Washington doit placer chaque année auprès des investisseurs publics et privés – est d’une ampleur inédite à l’échelle mondiale. Selon les données officielles, 1 958 milliards de dollars de nouvelles émissions nettes sont prévues en 2024, soit 1,8 % du PIB mondial. Et ce chiffre ne prend en compte que les nouvelles émissions nettes, qui viennent s’ajouter aux 40 000 milliards de dollars de dette – soit près de la moitié du PIB mondial – déjà présents dans les portefeuilles des investisseurs privés, des fonds, des banques et des banques centrales du monde entier. Cette dette doit être en partie renouvelée chaque année. Ce

total inclut également la dette d'agences garanties par le gouvernement, telles que Fannie Mae et Freddie Mac.

C'est sa propre vulnérabilité qui pousse Trump à s'attaquer à la souveraineté européenne.

FEDERICO FUBINI

C'est là que les promesses de la campagne entrent en jeu ?

En effet, et il faut comprendre ce que cela signifie. Ces 2 000 milliards de dollars supplémentaires que le Trésor américain doit attirer chaque année auprès de nouveaux investisseurs viennent s'ajouter à la dette des agences semi-publics et aux plans de réductions fiscales, qui coûteront encore des centaines de milliards de dollars par an. En somme, le gouvernement américain doit prélever près de 3 000 milliards de dollars supplémentaires chaque année sur le marché mondial et auprès des banques centrales des autres pays. Et il doit le faire sans que les taux d'intérêt augmentent. Si les taux venaient à grimper, le coût de la dette publique et privée aux États-Unis deviendrait insoutenable, exposant le pays à une grave récession, avec des conséquences potentiellement catastrophiques pour le dollar, son statut de monnaie de réserve mondiale, ainsi que pour un marché boursier de Wall Street déjà fragile et déséquilibré.

Mais émettre chaque année 3 000 milliards de dollars en titres publics et semi-publics n'est pas anodin. Ce montant est quasiment équivalent à la croissance économique nette mondiale annuelle, estimée à environ 3 %. Cela signifie que presque tous les nouveaux flux d'épargne des pays du monde entier devraient être détournés vers le financement du déficit américain.

Est-ce la condition pour financer la réduction des impôts ?

C'est en effet une condition nécessaire : Trump ne peut réduire davantage les impôts des multinationales américaines et des grandes fortunes sans parvenir à rediriger ces flux vers les États-Unis. Comme on le sait, les personnes les plus riches du monde – Elon Musk, Mark Zuckerberg (Meta-Facebook), Jeff Bezos (Amazon) – ne paient pratiquement pas d'impôts sur leurs revenus personnels, et leurs entreprises en paient relativement peu. Pire encore, Trump exerce déjà des pressions sur les pays européens pour qu'ils renoncent aux accords internationaux négociés au sein de l'OCDE

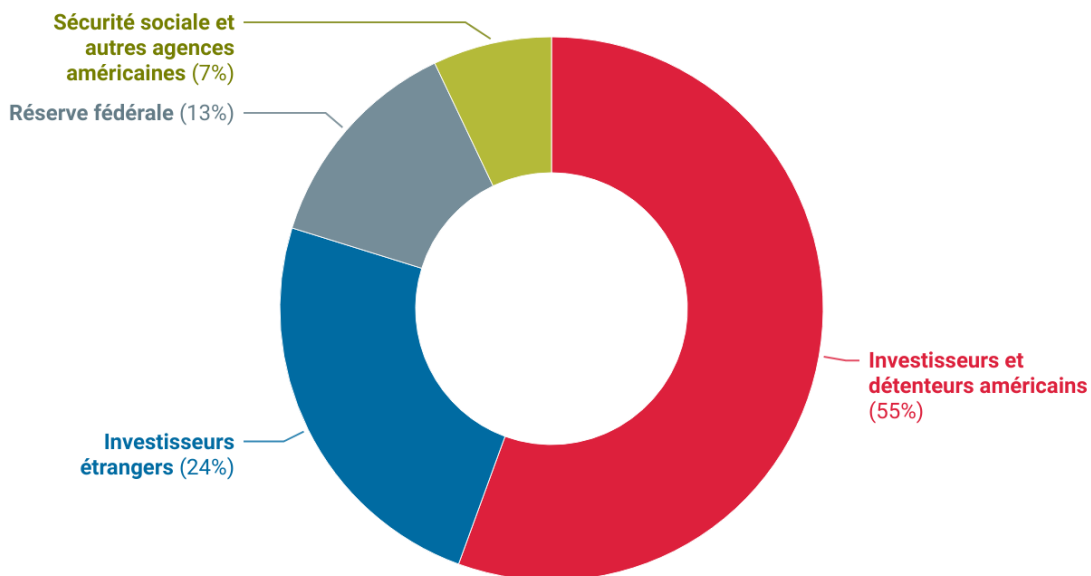
visant à augmenter la taxation des grandes entreprises technologiques américaines.

Une question purement géopolitique se pose à ce stade : la Chine ne peut-elle pas faire dérailler ce processus ?

Absolument. On peut d'ailleurs se poser la question : est-il crédible que la Chine continue à financer le nouveau et croissant déficit public de son grand rival – alors que Pékin détient déjà près de 800 milliards de dollars en titres américains – lui permettant ainsi de vivre au-dessus de ses moyens tout en renforçant sa propre défense ?

Mais cette question ne concerne pas uniquement la Chine. Elle se pose également aux grands détenteurs de dette américaine, comme le Japon – qui détient déjà au moins 1 100 milliards de dollars de dette américaine – ou l'Union européenne.

Qui détient la dette américaine ?



Au troisième trimestre 2024.

Graphique: Le Grand Continent • Source: Federal Reserve Bank of St. Louis, U.S. Department of the Treasury

Pourquoi financer le déficit américain au risque de subir les conséquences d'une probable dévaluation future du dollar due aux déséquilibres financiers des États-Unis ?

C'est bien la question. Mais cela va encore plus loin car l'administration américaine souhaiterait également que les autres pays acceptent une dévaluation compétitive contrôlée du dollar. Or, aucune des grandes

banques centrales mondiales ne souhaite, à ce stade, accroître significativement son exposition nette à la dette américaine. Du moins, pas volontairement. C'est là qu'intervient la stratégie de coercition de Trump et de son administration pour les y contraindre.

Pensez-vous qu'il s'agit d'un positionnement réfléchi au sein de l'administration Trump ?

Oui et je pense même que le *Grand Continent* pourrait la baptiser « doctrine Miran », du nom de la personne qui a été appelée à la systématiser. C'est en effet ce qu'écrit le nouveau président du Council of Economic Advisors de la Maison-Blanche, Stephen Miran, l'un des hommes les plus proches du président et l'un des plus influents dans la stratégie des droits de douane.

Titulaire d'un doctorat à Harvard, Miran a fait carrière comme grand investisseur chez Hudson Bay Capital, et est proche du secrétaire au Trésor Scott Bessent. Après la victoire de Trump en novembre, Miran a publié un long document stratégique pour la nouvelle administration^①. Il y expose un problème complexe, en forme de trilemme. Il s'agit de concilier trois objectifs difficiles à atteindre simultanément : d'abord trouver des financements pour près de 5 000 milliards de dollars de nouvelle dette supplémentaire due aux baisses d'impôts au cours des dix prochaines années, en plus des 2 000 milliards supplémentaires par an déjà prévus. Par la suite dévaluer le dollar afin que les États-Unis puissent exporter davantage et importer moins. Enfin maintenir des rendements bas sur la dette américaine, afin de préserver des taux d'intérêt modérés et garantir le statut du dollar en tant que monnaie de réserve dominante dans le monde.

Aucune des grandes banques centrales mondiales ne souhaite, à ce stade, augmenter significativement son exposition nette à la dette américaine. Du moins, pas volontairement. C'est là qu'intervient la stratégie de coercition de Trump.

|

FEDERICO FUBINI

Pourquoi s'agit-il d'un trilemme et quelle est la contradiction ?

D'un point de vue strictement économique, à terme, les investisseurs étrangers pourraient accepter d'acheter de la dette américaine en dollars, malgré le risque de dévaluation et le financement du gigantesque déficit fédéral, uniquement à des taux d'intérêt plus élevés.

C'est là qu'entre en jeu une logique géopolitique impériale ?

Miran résout ce problème en menaçant d'autres pays. Il écrit : « Il est plus facile d'imaginer qu'après une série de droits de douane punitifs, des partenaires commerciaux comme l'Europe et la Chine deviennent plus enclins à accepter un certain type d'accord monétaire en échange d'une réduction des tarifs. » Et encore : « Tout accord devrait inclure un engagement sur les échéances », c'est-à-dire que les gouvernements et banques centrales étrangers devraient accepter d'acheter des titres américains à long terme, plus instables et risqués. Miran propose des obligations d'une durée d'un siècle, à des taux faibles, comme condition pour éviter les guerres commerciales de Trump et le retrait de la protection militaire américaine.

Miran parle même de « zones de sécurité », où les pays concernés devraient financer leur appartenance en achetant des obligations du Trésor américain : « Si vous ne remplacez pas vos obligations à court terme par des obligations à très long terme, les droits de douane vous excluront du marché. » Il insiste sur l'obligation imposée à l'Europe et à la Chine d'acheter des obligations américaines à long terme, expliquant que cela permet de « transférer le risque de la dette des États-Unis du contribuable américain vers les contribuables étrangers », maintenant ainsi les taux d'intérêt bas sur le marché américain. Et il ajoute : « Comment les États-Unis peuvent-ils forcer leurs partenaires à accepter un tel accord ? D'abord, par la menace des tarifs douaniers. Enfin, par la promesse du parapluie militaire, et le risque de le perdre. »

S'agit-il d'un chantage impérial ? Comme dans l'Empire romain, les non-citoyens paient le tribut dont sont exclus les citoyens...

Si ce n'est pas du chantage, alors je ne sais pas comment l'appeler autrement. L'objectif est de confisquer une partie des réserves de l'Europe en forçant le continent à payer une partie de la dette américaine *via* une dévaluation du dollar et des rendements artificiellement bas sur les obligations américaines.

Miran va encore plus loin en proposant que la Maison-Blanche utilise des pouvoirs spéciaux pour réduire les coupons d'intérêt sur les obligations américaines détenues par les banques centrales étrangères qui refuseraient de réévaluer leur monnaie par rapport au dollar.

En d'autres termes, un défaut de paiement punitif. Et c'est sur la base de ces idées que Miran est devenu le président du Council of Economic Advisors de Trump.

Vous parlez également d'une dimension liée aux stablecoins. De quoi s'agit-il ?

Oui cette logique est accompagnée d'une deuxième qui concerne les initiatives de Trump sur les *stablecoins* afin de renforcer la position du dollar face aux autres devises.

Le 23 janvier, le président américain a signé un décret visant à « promouvoir et protéger la souveraineté du dollar américain partout dans le monde (*worldwide*) », notamment en encourageant le développement et l'expansion des *stablecoins* adossés au dollar à l'échelle mondiale.

Le Congrès travaille déjà à une législation pour encadrer cette directive dans un délai de cent jours. Les *stablecoins* basés sur le dollar sont des moyens de paiement numériques dont la valeur est garantie par des dépôts en dollars détenus par l'émetteur.

Le scénario le plus probable est celui d'une dévaluation du dollar imposée par le marché et non orchestrée par un accord entre gouvernements.

FEDERICO FUBINI

Ces dépôts permettent aux utilisateurs de convertir leurs *stablecoins* en dollars à un taux fixe et sont majoritairement investis en obligations du Trésor américain.

L'expansion mondiale de ces *stablecoins* – y compris en zone euro – signifie une augmentation des dépôts en dollars au détriment d'autres devises, comme l'euro, tout en finançant directement la dette publique américaine.

Le 4 février, David Sacks, conseiller spécial de l'administration Trump pour les cryptomonnaies, a affirmé que « les *stablecoins* ont le potentiel de renforcer la domination internationale du dollar et de générer des milliers de milliards de dollars de demande pour les titres du Trésor américain ». Des entreprises comme Tether, qui capitalise 142 milliards de dollars sous la direction de Giancarlo Devasini – récemment devenu actionnaire de la Juventus –, ou Circle avec 56 milliards de dollars, détiennent déjà autant de dette américaine que certaines grandes banques centrales. Cette stratégie s'inscrit donc dans une tentative de renforcer l'hégémonie du dollar et de financer le déficit américain grâce à une adoption massive des *stablecoins* à l'étranger.

Comment cela pourrait-il avoir un effet négatif sur l'euro ?

Prenons un exemple. Cette monnaie numérique pourrait offrir aux restaurants ou aux loueurs sur Airbnb des commissions plus basses que celles de Mastercard ou American Express. Elle pourrait également conclure des accords avec des sociétés de location de voitures, offrant des réductions pour les paiements en *stablecoins*. Ainsi, certains utilisateurs – d'abord les touristes, puis de plus en plus de personnes – pourraient commencer à l'adopter en Europe, notamment en Italie, en France et en Allemagne, réduisant ainsi les dépôts en euros au profit des dollars numériques. Cela financerait indirectement la dette américaine, puisque les *stablecoins* doivent correspondre à des dépôts en dollars, majoritairement investis dans des obligations d'État des États-Unis.

Cette initiative s'inscrit également dans la trajectoire impériale de Donald Trump, car elle cible directement l'indépendance et le pouvoir de la Réserve fédérale des États-Unis

Il suffit de lire attentivement l'Executive Order du 23 janvier sur la technologie financière numérique pour s'en rendre compte . L'administration Trump exprime un fort soutien aux stable coins, en insistant sur un terme clef : « *worldwide* » – à l'échelle planétaire. Ce projet a deux conséquences : puisque ces actifs sont pour l'immense majorité endossés au dollar, l'administration finit de fait par favoriser une base monétaire en dollars qui échappe au contrôle direct de la Réserve fédérale des États-Unis.

C'est une attaque radicale à l'indépendance de la banque centrale, marquant une tentative de réduction significative de son rôle.

Remettre en question le monopole de la Fed sur la création monétaire en dollars est, en soi, tout à fait extraordinaire, mais il y a un deuxième élément crucial : l'Executive order propose la création d'un groupe de travail avec la participation « du Département du Trésor, du Département de la Justice, de la Commission des valeurs mobilières et d'autres agences concernées » – la plupart des départements de l'administration sont convoqués, à l'exception de la Fed. Cette exclusion est lourde de sens et constitue un nouveau coup porté au système de *checks and balances*, réduisant ainsi le rôle de contrepoids de la banque centrale.

Je reste convaincu que la stratégie de coercition économique de Trump contre le reste du monde a peu de chances de fonctionner.

FEDERICO FUBINI

Cette dynamique est d'autant plus frappante que la mise en œuvre de ce projet impliquerait, selon plusieurs analystes, une suspension de l'État de droit aux États-Unis. Un bon nombre de conflits d'intérêts apparaissent évidents...

C'est en effet probable. Howard Lutnick, secrétaire au Commerce sous Trump, contrôle la plateforme de devises numériques Cantor Fitzgerald et détient 5 % de Tether, un stablecoin fondamentalement adossé au dollar.

Cinq jours après le décret sur les *stablecoins*, Elon Musk a annoncé un accord avec Visa permettant les paiements numériques via son réseau social X.

Mais si la dimension interne au système juridique américain peut nous concerner, l'essentiel de cette démarche reste externe et il faut la comprendre en tant que telle. L'administration Trump prépare une attaque contre le statut de l'euro comme monnaie de réserve, menée directement sur le territoire européen, afin de financer les déséquilibres économiques des États-Unis.

Comment devrions-nous réagir ?

La seule réponse possible pour l'Europe est d'accélérer le lancement d'un moyen de paiement numérique souverain : l'euro numérique. Le temps presse, mais les normes nécessaires pour sa mise en œuvre sont bloquées au Parlement européen depuis près de deux ans...

Certains des principaux décideurs économiques de la zone euro en sont heureusement conscients. L'espoir est que le système politique européen réagisse, car nous disposons des outils nécessaires.

Quelles sont les chances que cette tentative de consolidation impériale aboutisse ?

Je reste convaincu que la stratégie de coercition économique de Trump contre le reste du monde a peu de chances de fonctionner. Elle ressemble davantage à un signe du déclin de l'Amérique plutôt qu'à une affirmation impériale. Le scénario le plus probable est celui d'une dévaluation du dollar imposée par le marché et non orchestrée par un accord entre

gouvernements, d'une hausse des taux d'intérêt sur la dette américaine et d'une pression accrue sur la Réserve fédérale pour qu'elle monétise cette dette.

Cela ne signifie toutefois pas que nous, Européens, devons rester passifs, pendant que certains tentent de nous priver de notre souveraineté monétaire.

SOURCES

- ① Stephen Miran, « A User's Guide to Restructuring the Global Trading System », Hudson Bay Capital, novembre 2024.¹
- ② STRENGTHENING AMERICAN LEADERSHIP IN DIGITAL FINANCIAL TECHNOLOGY, White House, 23 janvier 2025.¹