

Flash Economie

N° 61
2 juin 2025

Y a-t-il des signes de recul de la demande de dollars ou de dette publique des Etats-Unis ?

Nous nous interrogeons sur la présence d'un éventuel recul de la demande de dollars ou de dette publique des États-Unis. Ce recul serait lié à l'inquiétude des investisseurs quant aux effets des politiques économiques poursuivies par l'administration Trump (hausse des droits de douane, rejet de l'immigration, rejet du rôle du dollar comme monnaie de réserve).

Un recul de la demande de dollars se verrait à une dépréciation du taux de change du dollar non liée à une baisse anticipée des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis.

Un recul de la demande de Treasuries se verrait à une hausse des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis non liée à un mouvement similaire des taux d'intérêt à court terme.

Nous concluons qu'à la fois la demande de dollars et la demande de titres publics américains ont reculé, mais pas dans des proportions massives.

Patrick Artus

Conseiller économique senior

patrick.artus-ext@ossiam.com

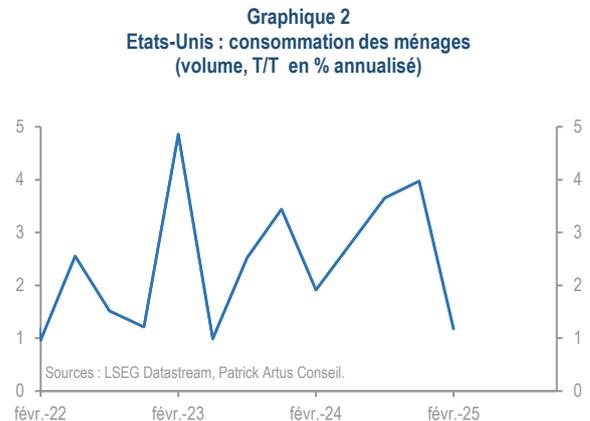
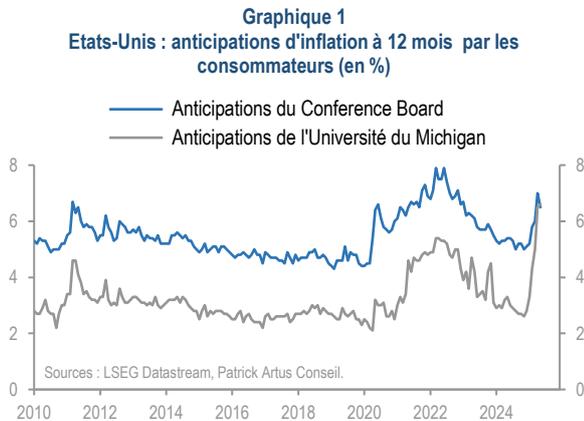
✕ @PatrickArtus

in Patrick Artus

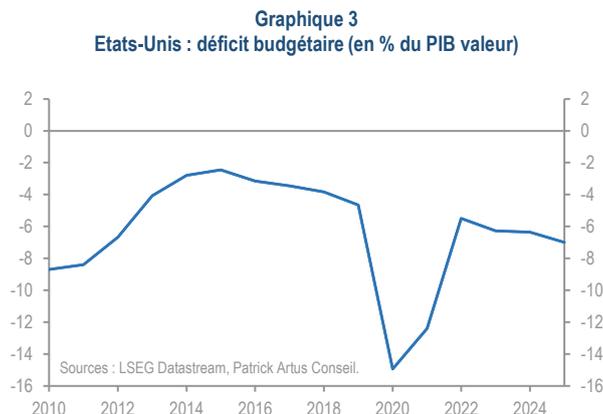
Communication marketing : ce document n'a pas été élaboré selon les dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières et ses auteurs ne sont pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur l'instrument concerné avant la diffusion de la communication.

Un risque souvent commenté

Les politiques économiques menées par l'administration Trump (hausse forte des droits de douane, rejet de l'immigration, préférence pour un dollar faible) vont affaiblir, si elles sont poursuivies, la croissance des États-Unis (l'inflation anticipée, Graphique 1, étant systématiquement associée à un recul de la consommation des ménages, Graphique 2).



De plus, les projets fiscaux de Donald Trump (prolongation des baisses d'impôts du Tax Cuts and Jobs Act, nouvelles baisses sur les impôts locaux, baisses d'impôts sur les pourboires, sur les profits des entreprises) vont conduire, s'ils sont menés à leur terme, à une hausse forte du déficit public qui est déjà très élevé (Graphique 3).



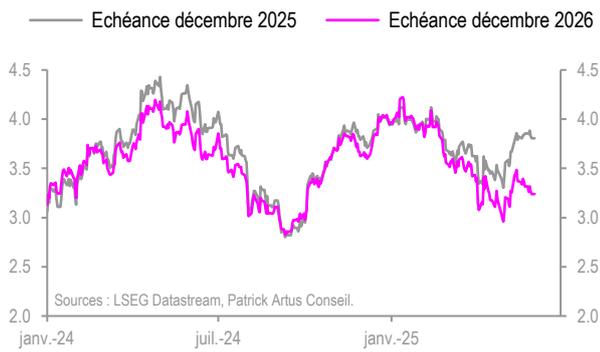
Si on tient compte de plus des risques institutionnels (prééminence du pouvoir exécutif sur le pouvoir législatif et sur le pouvoir judiciaire, menaces sur l'indépendance de la Banque Centrale), on voit qu'il existe un risque de recul de la demande de dollars (avec la croissance faible, les tentations pour remettre en cause le rôle de monnaie de réserve du dollar) et de recul de la demande de dette publique des États-Unis (avec les déficits publics très élevés et les menaces sur l'Etat de droit).

Y-a-t-il des signes de recul de la demande de dollars ?

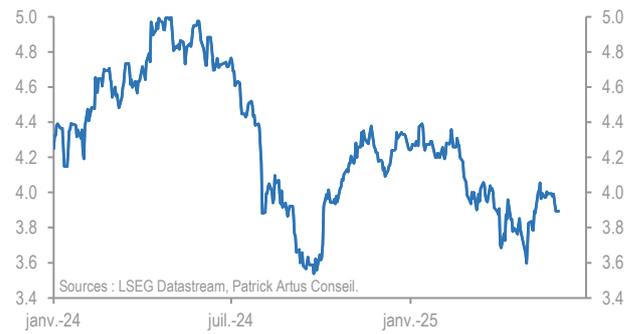
Un recul de la demande de dollars se verrait à une dépréciation du dollar non liée à une baisse anticipée des taux d'intérêt à court terme aux États-Unis.

Quand on regarde les taux d'intérêt à 3 mois anticipés pour la fin de 2025 et pour la fin de 2026 (Graphique 4) et le taux d'intérêt à 2 ans (Graphique 5), on voit une légère baisse anticipée des taux d'intérêt à court terme.

Graphique 4
Etats-Unis : contrats Eurodollar (3 mois)



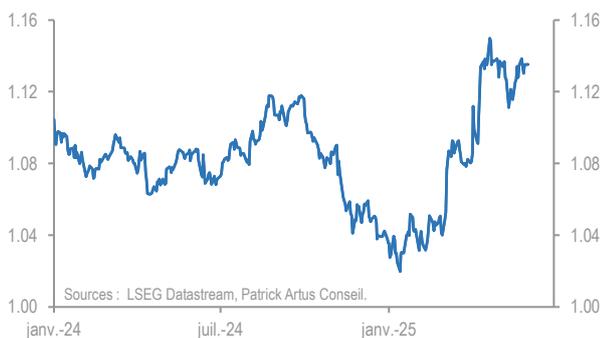
Graphique 5
Etats-Unis : taux d'intérêt à 2 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



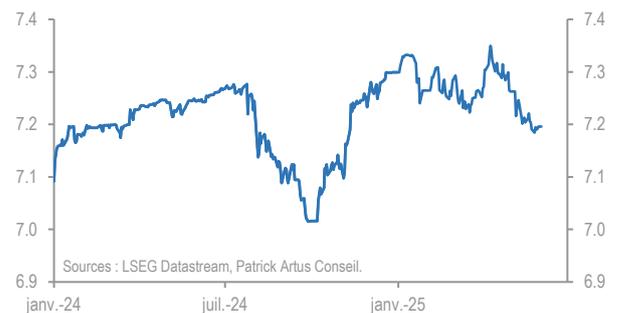
Depuis le 20 janvier 2025 (investiture de Donald Trump), la dépréciation du dollar par rapport à l'euro (Graphique 6a) est nette mais pas très forte ; la dépréciation du dollar par rapport au RMB est très faible (Graphique 6b).

La zone euro et la Chine ont baissé leurs taux d'intérêt, cette dépréciation du dollar ne peut donc pas être associée à une politique monétaire plus expansionniste aux États-Unis que dans le reste du monde.

Graphique 6a
Taux de change euro-dollar (1€ = ...\$)



Graphique 6b
Etats-Unis : taux de change du dollar vis-à-vis du RMB (1\$ = ... RMB)



Au total, il y a une baisse de la demande internationale de dollars, parce que l'orientation de la politique monétaire des États-Unis aurait dû impliquer au contraire une appréciation du dollar.

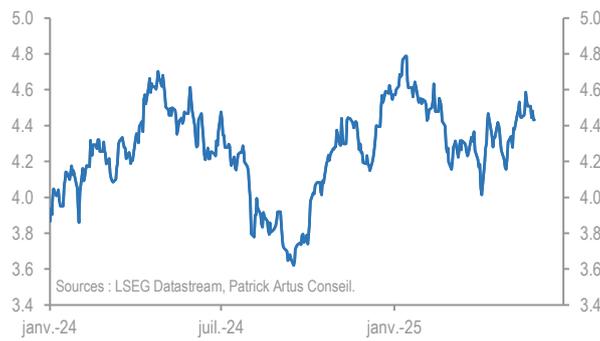
Cette dépréciation du dollar reste cependant limitée, parce que les négociations commerciales entre les États-Unis et les autres pays ont abouti (Royaume-Uni), ou vont très probablement aboutir (Europe, Chine) à des droits de douane très inférieurs à ceux mis en place au début d'avril 2025.

Y-a-t-il des signes de recul de la demande de Treasuries ?

Un recul de la demande de Treasuries se verrait à une hausse des taux d'intérêt à long terme ou à une résistance à la baisse des taux d'intérêt par rapport aux taux d'intérêt à court terme ou aux anticipations d'inflation à long terme.

Le Graphique 7 montre les taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique des États-Unis.

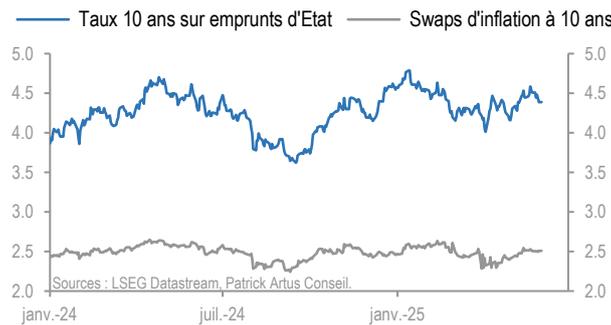
Graphique 7
Etats-Unis : taux à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



Quand on compare les taux d'intérêt à 10 ans et les taux d'intérêt à 2 ans ou les taux d'intérêt à 3 mois anticipés (Graphiques 4 et 5 plus haut), on voit un élargissement de l'écart entre taux d'intérêt à long terme et taux d'intérêt à court terme.

Quand on compare les taux d'intérêt à 10 ans et l'inflation anticipée à 10 ans (mesurée par le swap d'inflation à 10 ans), Graphique 8, on voit que la hausse des taux d'intérêt à long terme dans la période récente n'est pas due à une hausse de l'inflation anticipée.

Graphique 8
Etats-Unis : taux à 10 ans sur les emprunts d'Etat et swaps d'inflation à 10 ans (en %)

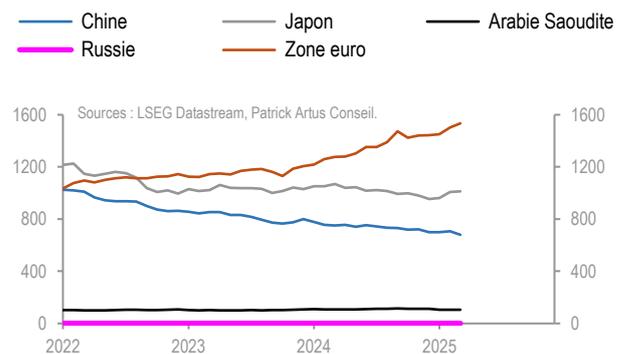


Au total, le maintien à un niveau élevé des taux d'intérêt à 10 ans sur la dette publique des États-Unis, si on prend en compte de plus l'affaiblissement de la croissance anticipée (Graphique 9), avec une pentification de la courbe des taux d'intérêt depuis le mois de mars 2025, semble indiquer un recul de la demande pour la dette publique des États-Unis, lié probablement au recul de la demande des non-résidents non européens (Graphique 10).

Graphique 9
Etats-Unis : PMI Composite (indice)



Graphique 10
Etats-Unis: détention de Treasuries par pays (en Md\$)



Synthèse : un recul de la demande de dollars et de dette publique des États-Unis, mais qui reste limité

Nous concluons donc que, à la fois la demande de dollars et la demande de dette publique des États-Unis se sont affaiblies depuis l'élection de Donald Trump.

Ces affaiblissements se voient au recul du taux de change du dollar et à la hausse des taux d'intérêt à long terme sur la dette publique des États-Unis, qui ne sont pas explicables par d'autres mécanismes (en particulier par un assouplissement monétaire des États-Unis).

Mais la taille du recul de la demande de dollars et de Treasuries reste assez faible, il ne s'agit pas d'une remise en cause du rôle de monnaie dominante du dollar ou du rôle directeur de la dette publique des États-Unis.

Avertissement

Ossiam, filiale de Natixis Investment Managers, est un gestionnaire d'actifs français agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément n° GP-10000016). Bien que l'information contenue dans le présent document provienne de sources jugées fiables, Ossiam ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie quant à l'exactitude de toute information dont elle n'est pas la source. Les informations présentées dans ce document sont basées sur les données du marché à un moment donné et peuvent changer de temps à autre. Le présent document a été préparé uniquement à des fins d'information et ne doit pas être considéré comme une offre, une sollicitation d'offre, une invitation ou une recommandation personnelle d'acheter ou de vendre des actions participantes, tout titre ou instrument financier d'un Fonds Ossiam, ou de participer à toute stratégie de placement, directement ou indirectement. Il est destiné à être utilisé uniquement par les destinataires auxquels Ossiam le met directement à disposition. Ossiam ne traitera pas les destinataires de ce document comme ses clients du fait qu'ils aient reçu ce document. Tous les renseignements sur la performance présentés dans ce document sont fondés sur des données historiques et, dans certains cas, sur des données hypothétiques, et peuvent refléter certaines hypothèses à propos des frais, des impôts, des charges de capital, des attributions et d'autres facteurs qui influent sur le calcul de rendements. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont des énoncés de notre jugement à cette date et sont susceptibles de changer sans préavis. Ossiam n'assume aucune responsabilité fiduciaire pour les conséquences, financières ou autres, provenant d'un placement dans un titre ou un instrument financier décrit dans ce document ou dans tout autre titre, ou de la mise en œuvre d'une stratégie de placement. Les informations contenues dans ce document ne sont pas destinées à être distribuées ou utilisées par une personne ou une entité, par un pays ou une juridiction, où cela serait contraire à la loi ou à la réglementation ou qui assujettirait Ossiam à toute exigence d'inscription dans ces juridictions. Ce document ne peut être distribué, publié ou reproduit, en entier ou en partie.