

LA CRISE

N°65, Septembre 2026

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement !

ISSN 2563-9234 – Montréal – Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM), UQÀM

REQUIEM POUR LE DOLLAR ?

A la recherche des tenants et aboutissants d'une dédollarisation floue

Résumé : Sur la base du début d'une dédollarisation déjà actée dans les faits mais encore très limitée, l'avenir du dollar sera la résultante de forces géopolitiques qui le poussent principalement vers le déclin et de forces des marchés monétaires, obligataires et actions qui peuvent le pousser vers le déclin ou le maintenir dans une situation dominante. La grande force du dollar est la faiblesse de la concurrence ! L'Euro est la monnaie régionale d'un nain géopolitique incapable de retenir ses capitaux. Le Yuan est la monnaie d'une immense puissance industrielle et commerciale qui peut planter quelques banderilles sur le dollar pour affirmer sa présence internationale sans toutefois être armé pour en prendre la place. Aujourd'hui, seul l'or peut constituer une alternative sérieuse au dollar, mais seulement dans la fonction de réserve de valeur. Le dollar n'a qu'un seul véritable ennemi : l'Administration américaine elle-même, mais, quel ennemi redoutable ! Toutefois, la prospective du dollar est d'autant plus périlleuse que la nature de sa demande internationale est en train de changer, se désengageant d'une dette américaine incertaine pour se focaliser sur une technologie américaine flamboyante mais grande dévoreuse de capitaux... pour le meilleur ou pour le pire ?



Image générée par l'IA Grok.

1. État des lieux du rôle international du dollar.

p.3

1.1. Pour le dollar « tout va très bien ».

p.3

1.2. Pour le dollar « on déplore un tout petit rien ».

p.6

1.3. Le Dollar go home des Banques centrales

p.8

2. Le dollar contesté de l'extérieur et fragilisé de l'intérieur

p.12

2.1. Le dollar menacé par des assauts externes

p.12

2.2. Les États-Unis ou le plus redoutable ennemi du dollar ?

p.18

Alerte ouragan : grosse dépression en vue sur l'Océan de la Finance

p.22

La terrible nouvelle vient de tomber : le dollar est en grave danger ! Le très sérieux journal économique français *Les Echos*, dans son édition numérique du 19 août, évoque *une « guerre sainte » contre le dollar menée par les Talibans*. Certes, on peut raisonnablement supposer que l'Afghani (monnaie afghane) ne remplacera pas le dollar demain matin ... si ce n'est en Afghanistan, et encore ... même pas sûr ! Mais, les Talibans ne sont pas seuls dans leur croisade anti-dollar. De par le monde, ils sont légion ceux qui voudraient bien avoir la peau du billet vert. Face à de telles menaces, l'heure ne serait-elle pas venue de songer à composer le « *Requiem pour le dollar* » dont cette chronique a fait son titre ? Et, pour faire bonne mesure dans le genre macabre, j'ai suggéré à l'IA Grok de proposer l'illustration des funérailles du dollar qui figure en première page de cette chronique, tout en laissant à Trump, Vance, Rubio et Bessent le soin de porter le cercueil, car si une telle éventualité devait advenir, ils en seraient bien les premiers responsables !

Toutefois, il faut toujours se méfier des titres, même assortis d'un point d'interrogation suggérant la neutralité innocente d'un auteur qui ne fait que poser une question, et cette chronique ne doit pas échapper à cette saine méfiance : un titre, c'est comme une vitrine, c'est du marketing, commercial ou éditorial, pour attirer l'attention du client ou du lecteur. Le sous-titre est plus important, indiquant la problématique sous-jacente : « **A la recherche des tenants et aboutissants d'une dédollarisation floue** ».

Par dédollarisation floue, on entend que cette dédollarisation ne saute pas aux yeux, ne s'impose pas comme une évidence incontournable ; elle s'inscrit plutôt en filigrane, comme une dimension cachée, perceptible sous certaines focales, mais pas en pleine lumière statistique. Nous allons précisément commencer par un état des lieux du rôle international du dollar, à partir des dernières données disponibles. Cet état des lieux confirmera que le supposé agonisant a toujours bon pied bon œil et qu'il faut vraiment le regarder sous un angle très spécifique pour lui trouver mauvaise mine (mine d'or, bien sûr !).

Toutefois, le fait d'être encore en bonne santé n'empêche pas d'être attaqué ! Dans l'arène monétaire internationale nombreux sont ceux qui s'emploient à planter des banderilles acérées dans le dollar : banderilles aux noms ou sigles mystérieux (Petroyuan, BRICS Pay, MNBC, Mbridge) que nous nous efforcerons d'explicitier et d'analyser dans une deuxième partie. Mais, les États-Unis sont largement à l'origine de ces contournements du dollar qui peuvent être lus comme des réponses aux sanctions américaines visant à empêcher l'accès au dollar des pays sanctionnés, au nom de l'extraterritorialité du droit américain : quand on n'a pas accès au dollar, il faut bien trouver d'autres véhicules de règlement des transactions. On doit même pousser la réflexion plus loin : les États-Unis, et plus particulièrement l'administration américaine actuelle, ne constituent-ils pas le pire ennemi du dollar ? En remettant en cause l'indépendance de la Banque centrale et en augmentant sans limite la dette fédérale américaine, Trump ne serait-il pas le fossoyeur en chef du dollar ? A moins que le dollar ne soit immortel, grâce aux miracles de la technologie et de l'IA.

Contrairement aux habitudes, ce numéro ne se terminera pas sur une rubrique spécifique *Et mes sous dans tout ça*. Pas besoin, on aura parlé de nos sous de la première à la dernière page. Vous allez avoir du dollar, encore du dollar, rien que du dollar. Cependant, pour conclure, un avis d'alerte ne sera peut-être pas inutile : ouragan en vue, une grosse dépression se forme sur l'Océan de la Finance. Difficile de savoir quand et avec quelle force il touchera les terres habitées de l'économie réelle : demain peut-être, ou après les *Midterms*, ou l'année prochaine ? A moins qu'il ne s'étiolle faute d'être alimenté : j'en doute, mais, allez savoir !

1. État des lieux du rôle international du dollar

Pour rendre compte du rôle international du dollar, on peut s'inspirer de la chanson *Tout va très bien Madame la Marquise*¹ :

**« Tout va très bien, madame la marquise, tout va très bien, tout va très bien.
Pourtant il faut, il faut que l'on vous dise, on déplore un tout petit rien ».**

Il en va de même pour le dollar. Si on regarde son évolution par rapport aux autres monnaies, on ne peut que dire *tout va très bien, tout va très bien*. Mais si on s'intéresse à son évolution par rapport à l'étalon monétaire transhistorique et universel que constitue l'or, force est de constater qu'*on déplore un tout petit rien*, et peut-être même un très gros rien, car il semble bien que le mot d'ordre de beaucoup de Banques centrales soit aujourd'hui « *Dollar go home* » !

1.1. Pour le dollar, « tout va très bien, tout va très bien » !

La Banque centrale américaine (la FED) a publié en juillet 2025 une note² particulièrement documentée et complète sur le rôle international du dollar. En une quinzaine de graphiques le rôle international du dollar est examiné dans toutes ses dimensions et comparé au même rôle international des autres monnaies jouant un tel rôle. L'Encadré N°1, en page suivante, reprend trois graphiques de cette note.

Le premier de ces graphiques est particulièrement éclairant, retraçant l'évolution d'un Indice d'Utilisation Internationale des Monnaies (IUIM), de 2001 (donc après la mise en place de l'Euro) jusqu'à 2024. Cet IUIM est un indice synthétique, une moyenne pondérée de cinq formes d'utilisation internationale de ces devises dont je renvoie la description en note de bas de page³. Ce graphique permet d'avoir une vision immédiate de la place de chaque monnaie dans l'économie mondiale et son évolution sur plus de 20 ans. L'[annexe statistique](#) de la note de la FED permet d'affiner la vision avec des données chiffrées pour chacune des années.

Le dollar est en 2001 à l'indice 71,4 ; il descend à 60,7 en 2008 et se situe en 2024 à 66,6. Donc, une certaine volatilité sur la période et une diminution non négligeable sur l'ensemble de la période ... qui restent néanmoins à interpréter.

L'Euro est à 23,1 en 2001, monte à 31,4 en 2008 et se retrouve à 23,8 en 2024, quasiment au point de départ de 2001. Donc, selon cet indice d'utilisation internationale des monnaies, l'Euro est au plus haut quand le dollar est au plus bas, et ce n'est pas un hasard. Car derrière ces variations il n'y a pas tant des modifications dans les structures fondamentales des opérations financières et de paiements internationaux mais bien plutôt des mouvements de parité entre les monnaies : depuis sa création l'Euro vaut en moyenne 1,18\$. La moyenne 2001 est à 1,11\$, la moyenne sur la dernière année (depuis août 2025) à 1,16\$. Par contre, en 2008, l'Euro monte jusqu'à 1,60 \$, ce qui gonfle automatiquement le montant des transactions en Euro convertis en dollar (la construction de l'indice suppose la conversion de toutes les monnaies en dollar) et fait ainsi monter l'indice de l'Euro et baisser celui du dollar.

¹ 1935, [Parole et musique de Paul Misraki](#). Editions Ray Ventura. Ecouter sur [Youtube](#)

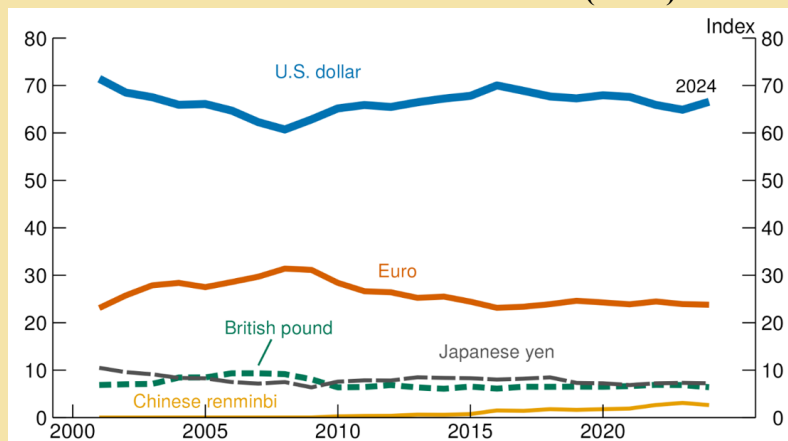
² FEDS Notes, [The International Role of the U.S. Dollar](#), July 18, 2025.

³ « L'indice est une moyenne pondérée de la part de chaque devise dans les réserves de devises divulguées mondialement (pondération de 25%), du volume de transactions en devises étrangères (25%), de l'émission de dettes en devises étrangères (25%), des créances en devises étrangères et bancaires internationales (12,5%), ainsi que des passifs en devises étrangères et bancaires internationales (12,5%) ». Source : traduction IA de la note méthodologique du premier graphique de l'Encadré N°1.

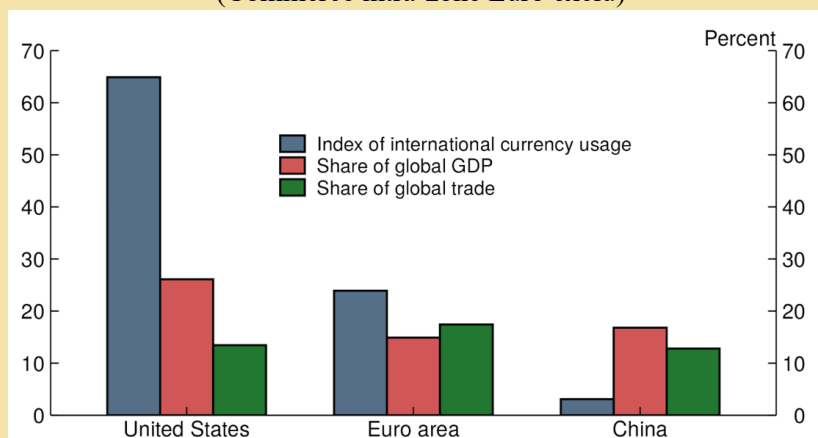
ENCADRÉ N°1 : LE RÔLE INTERNATIONAL DU DOLLAR

« Tout va très bien Mme la Marquise, tout va très bien »

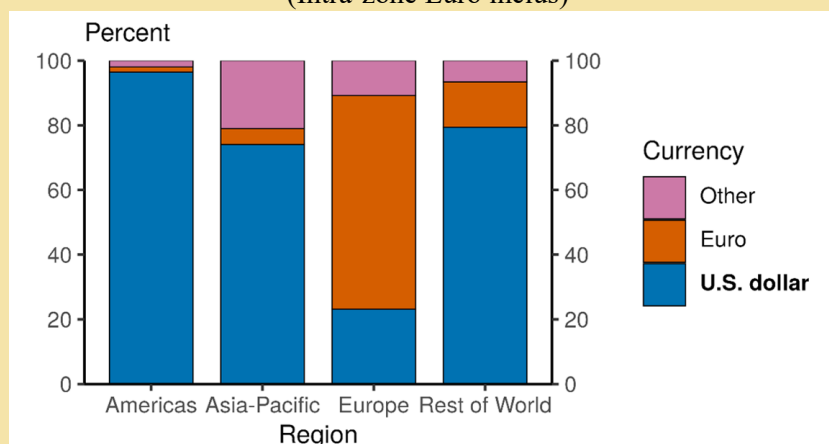
Indice d'utilisation internationale des monnaies (IUIM) : 2001-2024



IUIM, Parts PIB et Commerce (2024)
 (Commerce intra-zone Euro exclu)



Monnaies de facturation par régions
 (Intra-zone Euro inclus)



Source des 3 graphiques : FEDS Notes, *The International Role of the US Dollar*, July 18, 2025

Pas grand-chose à signaler sur la Livre sterling et le Yen, si ce n'est un affaiblissement relatif de leur participation aux opérations monétaires internationales. Le seul fait vraiment nouveau de ce premier quart du XXI^e siècle est la timide apparition du Renminbi chinois (nom officiel du Yuan) dans les opérations internationales : de l'indice 0 jusqu'en 2009, le Renminbi apparaît à 0,3 en 2010 pour monter progressivement jusqu'à 3,1 en 2023.

Ce premier indicateur que constitue l'IUIM marque donc bien la suprématie du dollar par rapport aux autres monnaies, tout au long de la période considérée (2001-2024). Le deuxième graphique confirme largement cette domination en juxtaposant, pour l'année 2024, cet indice aux parts dans l'économie mondiale du PIB et du commerce international des États-Unis, de la Zone Euro (commerce intra-zone exclu) et de la Chine :

- États-Unis : IUIM 64,9 ; PIB 26,1% ; commerce 13,4%.
- Zone Euro : IUIM 23,9 ; PIB 14,9% ; commerce 17,4% (intra-zone exclu⁴).
- Chine : IUIM 3,1 ; PIB 16,8% ; commerce 12,8%.

La visualisation de cette juxtaposition est saisissante, marquant bien la sur-représentation du dollar par rapport au poids économique des États-Unis et la sous-représentation de la monnaie chinoise relativement au poids économique de la Chine, la Zone Euro apparaissant comme la plus équilibrée dans ses indicateurs. Et même si [La Chine accélère son offensive monétaire en Asie centrale](#) (Les Echos, 31/08/26) la perspective d'une part significative du Yuan dans les opérations monétaires internationales ne peut que rester lointaine : ce n'est pas grave, la Chine est une adepte du temps long ! Actuellement, le Yuan n'est pas armé pour jouer un rôle important dans le Système monétaire international, faute de convertibilité complète. Le pouvoir chinois veut garder un strict contrôle des mouvements de capitaux entrants et sortant de Chine. Il souhaite aussi maintenir la sous-évaluation de sa monnaie à travers une gestion administrée de sa parité pour renforcer la compétitivité prix de son industrie et favoriser l'emploi : il est donc hors de question de laisser la fixation de la parité du yuan à des marchés des changes échappant au contrôle de l'État chinois.

Le troisième et dernier graphique de cet Encadré N°1 permet de mieux comprendre la véritable nature de l'Euro. Cette monnaie n'est internationale que par erreur d'interprétation due à un effet d'optique statistique, elle est fondamentalement la monnaie régionale de la zone Euro. Même si des firmes exportatrices européennes peuvent marginalement facturer en Euros pour des exportations hors zone Euro, on constate que l'essentiel de la facturation en Euro se fait en zone Euro.

Finalement, pour conclure cette première analyse, on ne peut que constater que, face aux autres grandes monnaies faisant l'objet d'opérations internationales, pour le dollar « *tout va très bien* ».

⁴ Au sens littéral du terme, le commerce entre les 21 pays de la zone Euro (sur les 27 pays de l'Union Européenne) est un commerce international puisque réalisé entre des nations différentes, alors que le commerce entre l'Etat de Californie et celui du Texas n'est pas un commerce international, tout comme le commerce entre deux régions chinoises. Aussi, pour disposer de données comparables il importe d'exclure le commerce intra-zone Euro des chiffres du commerce extérieur de la zone Euro et de ne considérer que le commerce avec l'extérieur de la zone.

1.2. Pour le dollar, « on déplore un tout petit rien » !

Toutefois, la route du dollar n'est peut-être pas aussi confortable qu'il pourrait y paraître. Le dollar n'a pas un petit caillou dans la chaussure, plutôt une grosse pépite (pépite d'or bien sûr) qui pourrait finir par le faire boitiller douloureusement !

L'encadré N°2 en page suivante, **Le dollar et l'or**, laisse deviner que, pour les opérateurs financiers internationaux, le dollar n'est plus *as good as gold* et qu'on ne sait trop s'il faut dire que « la relique barbare⁵ » est redevenue fortement désirable ou que le dollar s'est transformé en repoussoir, à moins que les deux ne soient vrais simultanément.

Le premier graphique décrit l'évolution des réserves d'or des banques centrales (réserves connues et donc déclarées) entre le 1^{er} trimestre 2001 et le 1^{er} trimestre 2025, en termes de stock physique (courbe rouge, poids d'or, en onces) et de valeur monétaire en dollar (courbe bleue, volume physique multiplié par le prix du moment). En valeur, la part de l'or dans les réserves des Banques centrales a plus que doublé depuis 2015, passant de 10% à 23%, alors que le volume physique des réserves d'or a faiblement augmenté, de l'ordre de 10%. L'origine de cette divergence est bien évidemment imputable à une hausse considérable du prix de l'or sur la période, passant de 1200 \$ l'once début 2015 à 2800 \$ début 2025. Selon la note de la FED dont ce graphique est extrait, il n'y a pas lieu de s'inquiéter de cette évolution quant au statut du dollar : *tout va très bien, tout va très bien* ! La preuve : « Weiss (2025)⁶ montre que l'augmentation des réserves d'or ne s'accompagne généralement pas d'une baisse des réserves en dollars américains, sauf dans le cas de la Chine, de la Russie et de la Turquie. Ainsi, bien que l'or ait gagné en popularité en tant qu'actif de réserve, l'accroissement des réserves d'or n'est pas nécessairement lié à une diminution des réserves en dollars »⁷

Faut-il en déduire que le fait que le prix de l'or flambe et que la Russie, la Chine et la Turquie (excusez du peu !) diminuent leurs réserves en dollar n'est en rien un signe de défiance à l'égard du dollar ? Heureusement que la FED est là pour nous le signaler, ça ne vient pas spontanément à l'esprit ! Et les experts du Deutsche Bank Research Institute n'ont pas l'air plus convaincus, à en croire le deuxième graphique de l'Encadré N°2, Parts de l'or et du dollar dans les réserves des banques centrales.

Jusqu'à la fin des années 1980, les réserves en or (exprimés en dollars courants) sont supérieures aux réserves en dollars. Les deux courbes se croisent au début des années 1990 et la part du dollar va monter au-delà de 60% tandis que l'or descend à 10% des réserves. Depuis le début des années 2000, le mouvement s'est inversé, lentement tout d'abord, plus franchement depuis 2020, le dollar redescendant à 40% et l'or remontant à 30%, sans compter les achats d'or non comptabilisés officiellement (on y reviendra plus loin). La question aujourd'hui est de savoir si et quand les deux courbes vont se recroiser. Mais ce qui est déjà certain, c'est que le facteur déterminant de la considérable augmentation récente du prix de l'or n'est pas à chercher dans les achats d'or du bijoutier de votre quartier, ni dans les lingotins de votre oncle de Pithiviers, dans les dots des princesses indiennes ou dans les lingots des Tonton Cristobal⁸ du monde entier.

⁵ Cette formule, pour désigner l'or, est de Keynes.

⁶ Weiss, C. (2025). "Central Bank Gold Purchases and the Dollar's Role in International Reserves", *Working Paper*.

⁷ Traduction IA dans : Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz, and Stephanie Curcuru (2025). "The International Role of the U.S. Dollar – 2025 Edition," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, July 18, 2025, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3856>.

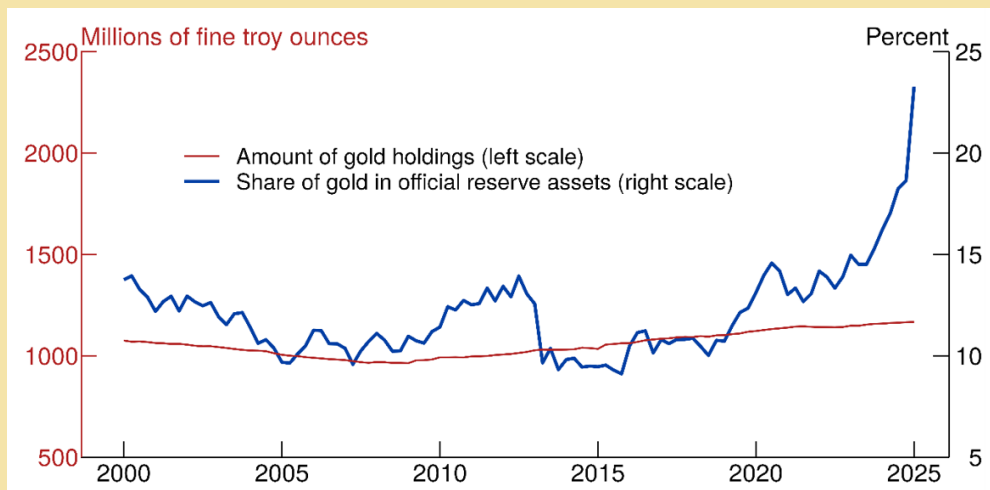
⁸ Cf. [la chanson de Pierre Perret](#)

ENCADRÉ N°2 : LE DOLLAR ET L'OR

« Pourtant, il faut que l'on vous dise, on déplore un tout petit rien »

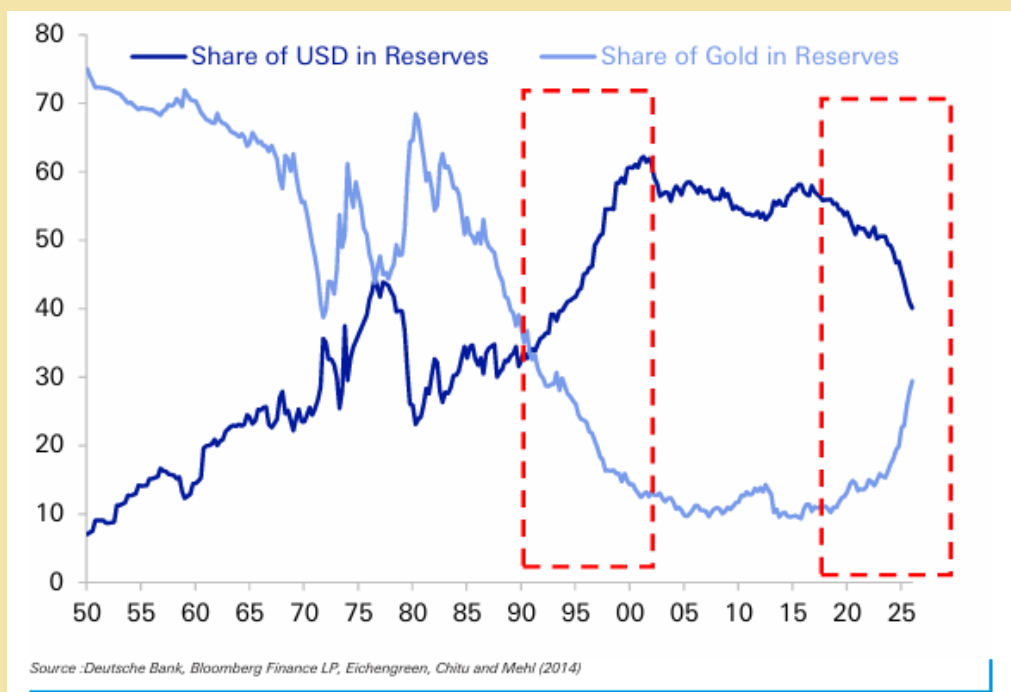
Les réserves en or des Banques centrales

(Onces et % du total des réserves)



Source : FEDS Notes, [The International Role of the US Dollar](#), July 18, 2025

Parts du dollar et de l'or dans les réserves des Banques centrales



Source : Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, Eichengreen, Chitu and Mehl (2014)

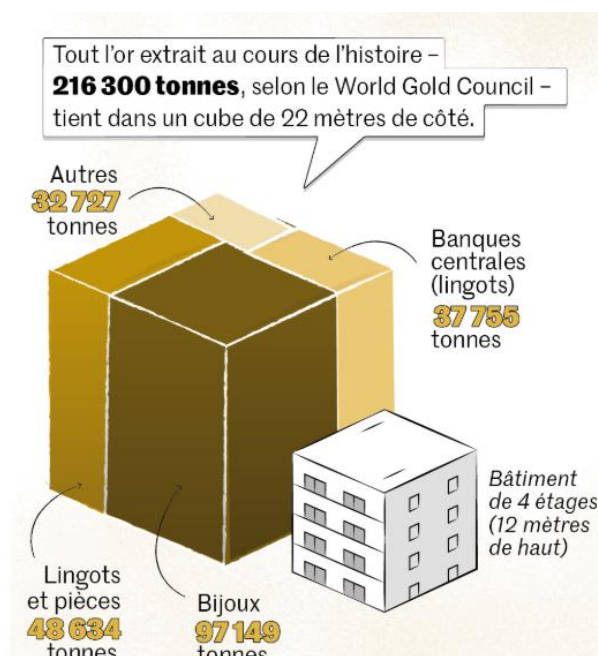
Source : Deutsche Bank Research Institute, [The return of history : gold, the dollar, and the monetary future](#), M. Sachdeva, M. Hsueh, April 27, 2026.

Il faut plutôt chercher du côté de ceux qui achètent l'or non pas au gramme ou au kilo mais à la tonne ! Devinez qui a acheté plus de 100 tonnes en 2025 : réponse précise un peu plus loin, dans l'encadré N°3, mais c'est une Banque centrale, bien sûr.

On va donc s'intéresser aux achats massifs d'or de certaines Banques centrales, traduisant des volontés politiques de désengagement d'un dollar utilisé par les États-Unis comme instrument de pression politique et de sanctions. Le *Dollar go home* des États en lutte contre le Grand Satan monétaire prend la relève du *US go home* des peuples en lutte contre l'impérialisme américain. Et le meilleur moyen, pour une Banque centrale, de mettre en œuvre le *Dollar go home* consiste à acheter de l'or, beaucoup d'or même lorsqu'elle en a peu dans ses réserves.

1.3 Le *Dollar go home* des Banques centrales

En termes de stock accumulé, les Banques centrales ne sont pas les plus gros détenteurs d'or, comme en témoigne l'infographie ci-dessous, extraite d'un article du Monde (28/04/2025) intitulé [Le double rôle de l'or, valeur refuge et arme politique, pour les banques centrales](#).



Source : [Le Monde 28/04/2025](#)

Sur un stock historique accumulé de 216.300 tonnes, elles n'en détiendraient que 37.735 tonnes soit 17,5%. Par contre, en matière de flux annuels à l'achat, ces Banques centrales sont des acteurs majeurs dans la période actuelle, avec de grosses transactions qui alimentent une demande très soutenue face à une offre d'autant plus limitée que les incertitudes géopolitiques n'incitent pas les autres acteurs du marché à vendre : tous les ingrédients étaient réunis pour la spirale haussière du prix de l'or que l'on vient de connaître ces dernières années, culminant au-dessus de 5000 \$ l'once au premier trimestre 2026, avant de revenir en zone 4000 (4500 \$ début septembre 2026).

L'Encadré N°3 en page suivante, **L'or des Banques centrales**, fait le point sur l'implication aurifère des Banques centrales, en termes de stocks comme de flux, à partir des données publiées par le World Gold Council.

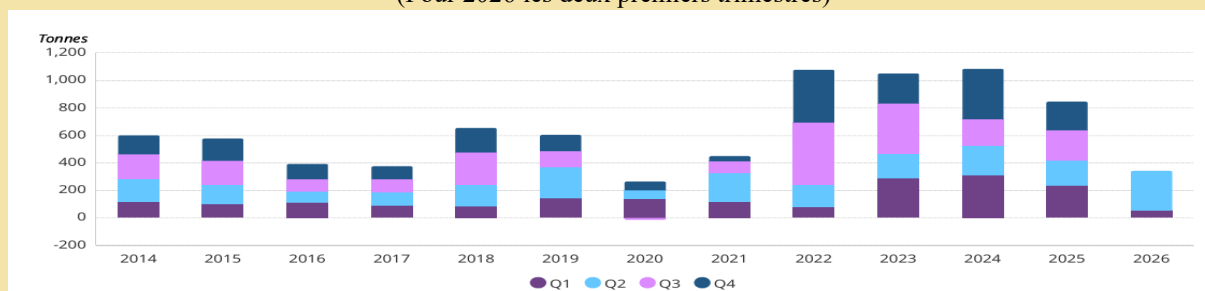
ENCADRÉ N°3 : L'OR DES BANQUES CENTRALES

Stocks d'or officiels des Banques centrales en 2026 (tonnes) : 25 premiers pays

	Tonnes	% of reserves**	Holdings as of
1 United States	8 133,5	81,4%	juin 2026
2 Germany	3 349,5	81,0%	avr 2026
3 IMF	2 814,0	¹⁾	juin 2026
4 Italy	2 451,8	77,0%	mai 2026
5 France	2 437,0	78,5%	avr 2026
6 China, P.R.: Mainland	2 346,4	8,0%	juin 2026
7 Russian Federation	2 283,0	41,4%	juin 2026
8 Switzerland	1 039,9	12,7%	mai 2026
9 India	880,5	16,8%	juin 2026
10 Japan	846,0	8,5%	juin 2026
11 Poland, Rep. of	632,4	27,9%	juin 2026
12 Netherlands, The	612,5	70,0%	avr 2026
13 Turkey ⁵⁾	530,6	56,4%	juin 2026
14 ECB	508,4	50,0%	janv 2026
15 Uzbekistan, Rep. of	431,7	87,5%	juin 2026
16 Taiwan Province of Ct	423,9	8,3%	avr 2026
17 Portugal	382,7	75,7%	avr 2026
18 Kazakhstan, Rep. of	368,4	76,6%	juin 2026
19 Saudi Arabia	323,1	7,9%	mai 2026
20 United Kingdom	310,3	18,6%	juin 2026
21 Lebanon	286,8	79,1%	Mar 2025
22 Spain	281,6	29,5%	avr 2026
23 Austria	280,1	71,3%	juin 2026
24 Thailand	234,5	10,9%	juin 2026
25 Belgium	227,4	55,0%	juin 2026

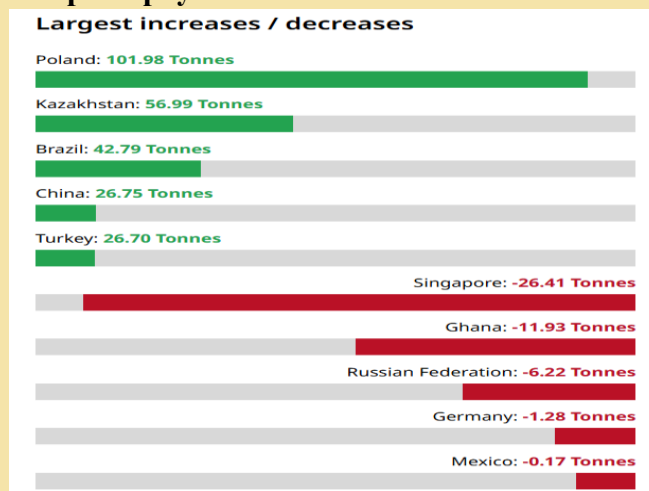
Source : World Gold Council (base de données mise à jour août 2026)

2014-2026 : Les achats nets d'or des Banques centrales, en tonnes, par trimestre
 (Pour 2026 les deux premiers trimestres)



Source : [World Gold Council](#)

Principaux pays acheteurs et vendeurs d'or en 2025



Source : [World Gold Council](#)

Le premier tableau permet de visualiser les stocks d'or des 25 Banques centrales ou institutions internationales (FMI et BCE) qui en détiennent le plus, des États-Unis avec 8133 tonnes à la Belgique avec 227 tonnes. Ce même tableau indique la part très variable qu'occupe l'or dans les réserves de ces Banques centrales (or physique + devises étrangères + DTS du FMI⁹) s'échelonnant entre 87,5% (Ouzbékistan) et 7,9% (Arabie Saoudite) : 10 pays ont plus de 70%, dont le quart de tête (États-Unis, Allemagne, Italie, France), 4 pays ont moins de 10% (Chine, Japon, Taiwan, Arabie Saoudite) ... sauf à ce qu'ils nous fassent des cachotteries quant à leur véritable stock d'or (voir plus loin) !

En termes de flux annuels d'achats et de ventes d'or par les Banques centrales, si sur les quinze dernières années elles ont été des acheteuses nettes (plus d'achats que de ventes) il n'en a pas toujours été ainsi¹⁰. Pendant les années 1990 et le début des années 2000, elles étaient vendeuses nettes (plus de ventes que d'achats). Après une première alerte avec la crise financière asiatique de 1997, la Grande Crise financière démarrée en 2007-8 va faire basculer les Banques centrales dans un nouveau paradigme vis-à-vis de l'or et dès 2010 les achats vont dépasser les ventes. Les achats nets sont de l'ordre de 400 à 600 tonnes suivant les années (moyenne 473), jusqu'en 2021. Les achats nets s'amplifient en 2022 avec le début de la guerre en Ukraine et les blocages de fonds russes dans les pays occidentaux qui alertent de nombreux pays sur les risques de détention de réserves en devises étrangères, d'où une fuite vers l'or. Les achats nets vont dépasser les 1000 tonnes en 2022, 2023 et 2024. Pour 2025, une estimation encore provisoire les donne à 863 tonnes.

Mais, qui achète ? Le dernier graphique de l'encadré N°3 indique les cinq plus gros acheteurs et les cinq plus gros vendeurs pour 2025. Il faut toutefois prendre un peu plus de recul pour avoir une vision vraiment fondée, tel ou tel pays pouvant être acheteur net une année et inactif ou vendeur net l'année suivante. En partant de la base de données du World Gold Council et en prenant les cinq dernières années disponibles (2021 à 2025) voici le classement des acheteurs nets de plus de 100 tonnes sur les cinq ans :

1. Chine, 358 tonnes (on notera que la Chine avait acheté 454 T en 2009 et 708 en 2015).
2. Pologne 322 tonnes
3. Turquie 219 tonnes
4. Inde 203 tonnes
5. Brésil 106 tonnes

Vous vous interrogez peut-être sur la Russie ? Elle a commencé à vendre en 2025, 6,2 tonnes, et sur le premier semestre 2026 elle a déjà vendu 43,5 tonnes : la dispendieuse guerre en Ukraine commence à faire sentir ses effets. Mais il faut savoir qu'entre 2007 et 2022, sur 16 ans donc, elle avait acheté 1930 tonnes, plus de 100 tonnes par an en moyenne. Le projet russe de s'immuniser contre des sanctions économiques vient donc de très loin. Et si on a la curiosité de s'intéresser à l'année 2007 pendant laquelle les achats russes prennent de l'ampleur avec 49 tonnes (puis les années suivantes 69,130,140 tonnes), on constate que c'est l'année du fameux discours de Poutine à la Conférence sur la Sécurité de Munich (10 février 2007). Du discours à l'action, de la parole aux actes, l'or serait-il le premier pas vers la guerre ?

⁹ Droits de Tirages Spéciaux du Fonds Monétaire International

¹⁰ Pour plus de détails : *World Economic Forum*, [Here's how central banks have used gold in the last 30 years](#)

Toutefois, il faut rester très prudent avec les statistiques relatives à l'or : on est là sur un domaine qui justifie grandement les dictons¹¹ associant mensonges et statistiques ! En évoquant les réserves des Banques centrales, on parle souvent de « réserves officielles ». Faut-il donc en déduire qu'il pourrait y avoir des réserves officieuses ? Et c'est bien ce qui se passe avec des achats d'or non déclarés au FMI, institution supposée tenir à jour les statistiques financières internationales. Dans un article de février 2026, Nicolas Perrin¹² (un bon connaisseur du marché de l'or) attire l'attention sur le fait qu'il y a des acheteurs clandestins :

« Sur les 863 tonnes d'or accumulées par les banques centrales en 2025, seules 371 tonnes ont fait l'objet d'une déclaration au FMI. On ignore donc quelles banques centrales ont acquis... 492 tonnes de métal jaune !

Pour être précis, ces achats secrets font grand bruit depuis 2022. Ils avaient alors représenté plus de 50% du total de la demande des banques centrales, puis 53% en 2023, et 66% en 2024. Nous pouvons donc ajouter à cette liste le chiffre de 57% pour 2025. Depuis 2022, les banques centrales ne déclarent donc pas la moitié de l'or qu'elles achètent : voilà la réalité tangible de ce que le CMO¹³ appelle pudiquement une « tendance constante » !

Mais alors... quelles banques centrales achètent des centaines de tonnes d'or sous le manteau ? Nous quittons ici les eaux claires des chiffres globaux pour pénétrer dans les eaux troubles des statistiques nationales, mais ce que je vais avancer n'est qu'un secret de Polichinelle. Le CMO ne peut bien sûr pas le déclarer publiquement, mais, dans les milieux autorisés, tout le monde sait que ce sont avant tout la Chine et l'Arabie saoudite qui accumulent le plus d'or en toute opacité ».

La Chine n'est pas vraiment une surprise dans cette affaire : on la sait très acheteuse, multipliant quasiment par 10 son stock officiel entre 2000 et 2025, de 395 à 3600 tonnes. Mais l'Arabie Saoudite, je l'ai à peine évoquée dans les lignes qui précèdent. Et pour cause : dans la base de données du World Gold Council, si l'Arabie Saoudite apparaît bien dans les stocks d'or à la 19^e place avec 323 tonnes représentant 7,9% de ses réserves, la ligne Arabie Saoudite est vide sur les 15 dernières années dans le tableau « *Changes in central Bank reserve holdings* », comme s'il n'y avait eu ni achat ni vente entre 2009 et 2025¹⁴. Faudrait-il cacher à l'Oncle Sam qu'au lieu de stocker les pétrodollars dans la dette américaine on achète de l'or parce qu'on ne croit plus que le dollar puisse avoir un avenir radieux ?

On va revenir sur les pétrodollars sous peu, mais pour en finir avec ce bilan du rôle international du dollar, on ne peut que constater que :

- 1/ Si le dollar joue toujours un rôle très dominant dans les transactions internationales, faute de concurrents sérieux pour le moment,
- 2/ Il est fortement challengé par l'or dans la fonction de réserve. L'or est plus que jamais au cœur de la géopolitique mondiale et des ambitions des Empires renaissants (Russie, Chine, Inde, Turquie) engagés dans ou se préparant à des conflits susceptibles de les priver de la possibilité de commercer en dollars du fait de sanctions et blocages de fonds.

¹¹ Le plus célèbre est sans doute celui attribué à Benjamin Disraeli : « Il y a trois sortes de mensonges : les mensonges, les sacrés mensonges et les statistiques ».

¹² Nicolas Perrin, [Banques centrales : encore 57% d'achats secrets d'or en 2025 !](#), L'or et l'argent, 9/02/2026

¹³ Conseil Mondial de l'or = World Gold Council

¹⁴ Sur l'ensemble de la période 2002-2025 prise en compte par la base de données WGC, une seule opération notable apparaît pour l'Arabie Saoudite, en 2008, avec l'achat de 180 tonnes.

2. Le dollar contesté de l'extérieur et fragilisé de l'intérieur

A voir l'état des lieux de la dédollarisation que nous venons de constater, il est clair que le dollar n'est ni mort ni agonisant et qu'il serait donc prématuré de se mettre à composer un *Requiem*. Néanmoins, dans l'arène monétaire internationale, le dollar se fait planter quelques banderilles, même si on n'assiste pas à une corrida, tout au plus à une petite novillada¹⁵, faute de torero capable de manier l'estoc de la mise à mort. Mais, finalement, l'éventuel matador ne pourrait-il pas être un ennemi de l'intérieur ? En effet, à bien des égards, la politique américaine semble plutôt compromettre l'avenir du dollar que de le préserver.

2.1. Le dollar menacé par des assauts externes

Les banderilles plantées plus ou moins adroitement dans le dollar sont de plusieurs types. Le pétroyuan vient concurrencer le pétrodollar. Les BRICS, après avoir rêvé d'une monnaie commune, essayent de lancer le BRICS Pay, une tentative de substitut au système SWIFT de paiement international. Le projet Mbridge vise à fédérer des MNBC (Monnaies Numériques de Banques Centrales) autour d'une plateforme numérique d'échanges transfrontaliers. Tous ces éléments contribuent à dessiner l'esquisse d'un système monétaire international multipolaire dans lequel le dollar ne serait plus hégémonique.

2.1.1. Le pétroyuan à l'assaut du pétrodollar

Faute de *Requiem* pour le dollar, ne serait-il pas opportun de songer à une marche funèbre pour les pétrodollars ? C'est sans doute encore un peu prématuré, mais les premières notes de la partition se jouent déjà en sourdine dans les détroits moyen-orientaux, même si la fanfare vénézuélienne vient de mettre fin à son concert anti-pétrodollar.

Les pétrodollars sont une bien vieille affaire qui nous fait remonter le temps géopolitique jusqu'aux années 1970. Le 15 août 1971, Nixon abolit la convertibilité du dollar en or, ouvrant une crise de confiance dans la monnaie américaine qui va être quelque peu chahutée par la suite sur les marchés des changes. La guerre du Kippour en octobre 1973 déclenche le premier choc pétrolier qui voit le prix du pétrole quadrupler, paralysant l'économie mondiale. Tout le génie géopolitique de Henry Kissinger (Secrétaire d'État américain de septembre 1973 à janvier 1977) va être de lier le soutien au dollar et l'accroissement de la production de pétrole pour en réguler le prix. Il va ainsi proposer à l'Arabie Saoudite un accord de coopération qui sera signé à Washington le 8 juin 1974, juste avant un voyage du Président Nixon au Moyen Orient. Un article du Monde (disponible dans les archives en ligne du Monde) en date du 11 juin 1974 traite de cet accord : [Les États-Unis et l'Arabie Saoudite ont signé un important accord de coopération](#). Cet article décrit comment les États-Unis vont envoyer des spécialistes pour aider l'Arabie Saoudite à doubler rapidement sa production de pétrole et comment ils vont contribuer à assurer sa sécurité militaire. Mais il ne dit rien de ce qui passionne aujourd'hui les experts de la chose pétrolière et les historiens : y a-t-il eu un volet secret de cet accord ? Les Saoudiens se seraient engagés :

¹⁵ La novillada est un « spectacle » taurin dans lequel de jeunes toreros (*novilleros*), pas encore qualifiés en tant que matador, combattent de jeunes taureaux (*novillos*). En quelque sorte, c'est une corrida sans mise à mort.

- d'une part à facturer toutes leurs exportations de pétrole en dollar, obligeant ainsi tous les acheteurs à se procurer des dollars sur les marchés des changes (bon pour soutenir la parité du dollar),
- d'autre part, à placer leurs plantureux excédents de dollars dans de l'achat de bons du Trésor américain (les *treasuries*).

Ce n'est certainement pas dans cette chronique que l'on tranchera le débat sur l'existence ou pas de ce volet secret. On remarquera simplement que :

- pour les non croyants (pas d'accord secret) la raison n'est autre que TINA (*There is no alternative*) : le dollar comme monnaie de facturation allait de soi, les *Treasuries* aussi pour leur volume disponible à l'achat et pour leur liquidité,
- pour les croyants (accord secret), la meilleure preuve c'est qu'en décembre 1974 les Saoudiens font savoir qu'ils n'acceptent plus les paiements en Livre sterling, monnaie de l'ex-Empire britannique, traditionnel partenaire occidental de l'Arabie Saoudite.

Peu importe finalement pour comprendre la situation actuelle de savoir s'il y a eu accord secret ou pas : sur les deux thèmes (dollar et dette) la réalité s'éloigne du *deal* initial, qu'il ait été formalisé dans un accord secret ou qu'il ait résulté de pratiques inévitables fautes d'alternatives. En effet, le dollar n'est plus la seule monnaie de facturation du pétrole et l'enthousiasme de l'Arabie Saoudite pour acheter de la dette américaine n'est plus très évident, à supposer qu'il ne l'aie jamais été.

On estime aujourd'hui que 15 à 20% des échanges pétroliers mondiaux ne se font plus en dollar. Les ventes russes à l'Inde sont facturées en Rouble. L'Inde peut occasionnellement acheter en Roupie, en particulier aux Émirats Arabes Unis. La Chine achète une partie de son pétrole en Yuan (dans le Golfe et notamment à l'Arabie Saoudite) d'où le vocable de pétroyuan (calqué sur le pétrodollar) de plus en plus utilisé pour rendre compte du fait que le dollar a perdu son monopole sur les marchés pétroliers, même s'il reste largement dominant.

Quant à l'achat de dette américaine par l'Arabie Saoudite, on entre là dans le domaine de la légende ou du fantasme géopolitique, au moins pour ce qui concerne les quinze dernières années, pour lesquelles on a une bonne visibilité statistique. La base de données du Trésor américain¹⁶ sur les détenteurs étrangers des *Treasuries* n'individualise l'Arabie Saoudite que depuis 2012, auparavant fondue dans une catégorie « *Oil exporters* ». En 2011, ces *Oil exporters* sont 3^e en termes de montant détenu avec 260 milliards \$, très loin derrière la Chine et le Japon, chacun à plus de 1000 milliards. En 2012, désormais individualisée, l'Arabie Saoudite détient 77 milliards et se classe au 15^e rang. Les avoirs augmentent jusqu'en 2019 à 180 milliards, au 12^e rang. Ils vont ensuite diminuer jusqu'en 2022 (119 milliards, 16^e rang) pour remonter légèrement jusqu'à fin 2025 à 149,5 milliards, tout en perdant encore une place dans le classement, au 17^e rang). Mais, entre 2012 et 2025, la dette américaine (y compris intragouvernementale) est passée de 16.000 à 38.000 milliards \$ et la part de l'Arabie Saoudite de 0,48% à 0,39% : pas vraiment besoin d'un accord secret pour ça ! Et pendant ce temps, l'Arabie Saoudite accumule de l'or, dans le plus grand secret ... statistique.

Où en sommes-nous en ce troisième trimestre de l'année 2026 ? La guerre d'Iran rebat-elle les cartes ? Accélère-t-elle le recul des pétrodollars ? Les avis divergent. Pour Aaron Brown

¹⁶ Major foreign holders of treasury securities : ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/mfhhis01.txt

(Bloomberg), dans le *Japan Times* du 13 avril 2026, [La guerre contre l'Iran vient de briser le pétrodollar](#). Mallika Sachdeva (Deutsche Bank), dans une note du 24 mars 2026, recherche [Ce que l'Iran signifie pour le dollar : une tempête parfaite pour le pétrodollar](#). A l'inverse, Paul Blustein (Center for Strategic and International Studies) remarque, dans le *Financial Times* du 28 avril 2026, qu'il y a [Beaucoup de remous à propos de l'accord pétrodollar de 1974](#) mais que, tout bien considéré, RAS TVB pour le dollar, toujours pour la même raison : TINA (*There is no alternative*).

Toutefois, l'élément le plus significatif et le plus porteur de mauvaises nouvelles pour le dollar est peut-être que l'Arabie Saoudite fricote avec les BRICS, étant plus ou moins en cours d'adhésion, tantôt annoncée reportée, tantôt confirmée¹⁷, mais penchant à l'évidence du côté d'un monde multipolaire. La période Kissinger des relations privilégiées américano-saoudiennes est assurément révolue ! Et les piètres performances militaires des États-Unis dans la guerre contre l'Iran et leur impuissance à protéger les pays arabes du Golfe ne donnent certainement pas envie à ces derniers de s'enfermer dans un tête-à-tête avec l'Oncle Sam.

2.1.2. BRICS Pay, MNBC et Mbridge à l'assaut de SWIFT et du dollar

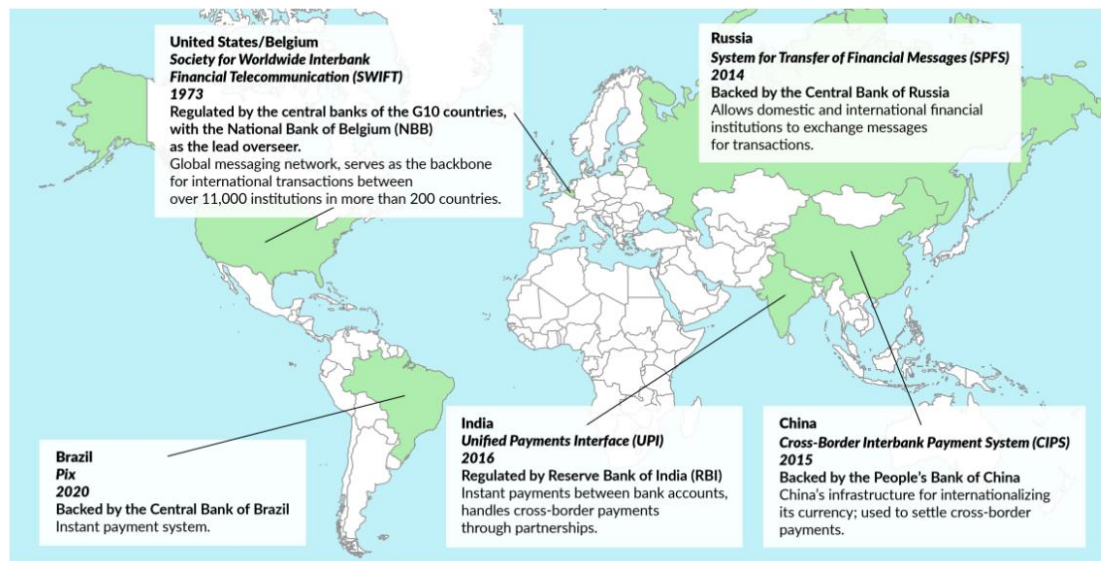
Les BRICS et le dollar vous connaissez : ouf, c'est déjà ça de moins à vous expliquer ! Pour le reste, BRICS Pay, MNBC, Mbridge et SWIFT, c'est peut-être du chinois pour vous, et vous n'avez pas tort... car la Chine est au premier plan dans tout ça ! Mais je sens que je vais devoir mobiliser toutes mes capacités pédagogiques pour vous expliquer ces noms et acronymes bizarres ... en supposant que j'ai moi-même tout compris ... ce dont il peut m'arriver de douter ! D'ailleurs, on ne va pas rentrer dans la technique monétaire et bancaire, l'objectif est de comprendre les enjeux géopolitiques en arrière-plan qui sont, eux, tout à fait limpides. Il s'agit de corneriser le dollar et que plus personne ne puisse dire TINA (pas d'alternative au dollar), en construisant un système financier international multipolaire dans lequel les pays occidentaux en général et les États-Unis en particulier ne dicteront plus leurs exigences : *business is business* et on ne veut ni droit international ni droits de l'homme dans le business, et encore moins de droits de la femme pourraient ajouter les talibans (ceux qui veulent déclarer la « guerre sainte » au dollar) !

Commençons par SWIFT : rien qu'à développer l'acronyme, *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications*, je vous sens déjà inquiets. En fait, c'est très simple : SWIFT est le WhatsApp international des banquiers, une messagerie super sécurisée, « chiffrée de bout en bout » comme on dit chez WhatsApp. Le banquier A de New-York envoie un message au banquier B de Londres, Paris ou Moscou en lui disant « je viens de débiter le compte de mon client X de telle somme que je te crédite ; merci d'en créditer ton client Y, N° de compte yyyyyyyy ». Et voilà, l'affaire est faite, des millions et des millions de fois chaque jour, des milliards et des milliards de fois chaque année, entre plus de 11.000 institutions bancaires et financières de plus de 200 pays. Tout fonctionne à merveille, jusqu'à ce que la Russie envahisse la Crimée en 2014 puis le gros de l'Ukraine en 2022, ou bien que l'Iran enrichisse de l'uranium. Dès lors, les pays occidentaux, dans le cadre de sanctions économiques, demandent à SWIFT (société coopérative de droit belge ayant son siège près de Bruxelles) de débrancher tout ou partie des établissements bancaires de ces pays sanctionnés. Il ne faut pas chercher plus loin

¹⁷ Cf. ce document (mis à jour avril 2026) du plan stratégique saoudien Vision 2030 : [Adhésion saoudienne aux BRICS | Stratégie multipolaire Vision 2030](#)

l'origine de tentatives multiples d'échapper à SWIFT, à travers la mise en place de plateformes de paiements alternatives. La carte ci-dessous fait le point sur la situation en 2025. La Russie met en place son système SPFS (*System for Transfer of Financial Messages*) dès 2014 : quel hasard, c'est l'année de l'invasion et annexion de la Crimée ! La Chine installe en 2015 sa plateforme de paiements transfrontaliers, le *Cross-Border Interbank Payment System* (CIPS). L'Inde réplique l'année suivante, en 2016, avec son *United Payments Interface* (UPI). Tous ces systèmes sont adossés à la Banque centrale du pays et réservés aux transactions interbancaires, comme SWIFT.

Payment systems around the world



Source : Bob Savic, [BRICS making incremental progress in dollar-free trade](#),
October 2, 2025, Geopolitical Intelligence Service, Liechtenstein

Le système Pix mis en place par le Brésil en 2020 est d'une nature différente : ce n'est pas un système de paiement transfrontalier à l'usage des institutions bancaires et financières mais un système national de paiement instantané à la disposition de tous les agents économiques résidents : 80% des Brésiliens utilisent Pix, à hauteur de 54% des transactions en 2024¹⁸. Pix vient ainsi concurrencer les paiements par carte bancaire, au grand dam des réseaux américains Visa et Mastercard, alimentant ainsi le courroux de Trump qui voit par ailleurs le Brésil acheter de l'or (plus de 100 tonnes sur les cinq dernières années) et vendre de la dette américaine (300 milliards \$ fin 2019, 170 fin 2025). Trump menace donc ces Brésiliens, coupables de crime lèse-dollar, de leur mettre 100% de droits de douanes ! Les élections présidentielles brésiliennes à venir (4 et 25 octobre), entre un Lula BRICS FIRST et un Bolsonaro junior TRUMP FIRST, auront donc, au-delà des enjeux intérieurs, une signification géopolitique évidente.

Tous ces systèmes, à l'exception de Pix qui est d'une nature différente, sont des réponses plus ou moins improvisées aux sanctions effectives ou potentielles via une suspension de la

¹⁸ [Guerre commerciale : Pix, ce système de paiement brésilien au coeur du bras de fer avec Trump](#), Les Echos 6/08/2026

possibilité d'utiliser SWIFT. En eux-mêmes et pris individuellement, ils ne mettent pas en place une multipolarité monétaire et financière internationale qui menacerait l'hégémonie du dollar. Pour ce faire, il faudrait coordonner, fédérer toutes ces approches individuelles.

La première piste avancée ces dernières années, sans beaucoup de conviction, a été la mise en place d'une monnaie commune, voire unique, des BRICS c'est-à-dire d'un ensemble de pays représentant presque la moitié de la population mondiale et plus tiers du PIB mondial. Ecartons immédiatement l'hypothèse monnaie unique (type Euro) se substituant totalement aux anciennes monnaies nationales qui disparaîtraient donc, avec une Banque centrale fixant un seul taux d'intérêt pour l'ensemble de la zone: ce serait assurément un poids lourd monétaire mondial susceptible de faire de l'ombre au dollar mais c'est totalement irréaliste pour un ensemble aussi hétérogène avec des pays de tailles et aux structures économiques disparates, n'ayant pas le même type de gouvernance et donc peu susceptibles de faire converger leurs politiques économiques. On voit déjà avec l'Euro combien c'est compliqué, entre pays pourtant proches géographiquement, culturellement et économiquement.

L'hypothèse monnaie commune, coexistant avec les monnaies nationales, peut sembler plus réaliste mais n'est guère plus convaincante car on ne voit pas vraiment ce qu'elle apporterait si ce n'est une facilitation technique des échanges, mais qui peut être atteinte autrement. C'est en effet l'objet du projet BRICS Pay que l'on peut qualifier de SWIFT bis, intégrant les systèmes déjà existants, déjà cités plus haut (SPSF russe, CIPS chinois, UPI indien, Pix brésilien). BRICS Pay *« est conçu comme un système de messagerie financière transfrontalière décentralisé qui permet les transactions entre les pays BRICS en utilisant leurs monnaies nationales. Cela inclut le chiffrement, les nœuds consensus distribués, l'authentification multi-facteurs et la capacité technique de traiter jusqu'à 20 000 messages par seconde. Il est important de noter qu'il ne nécessite pas de frais de transaction obligatoires et est développé comme un protocole open source, garantissant que chaque pays puisse gérer son propre nœud tout en restant interopérable avec les autres »*¹⁹.

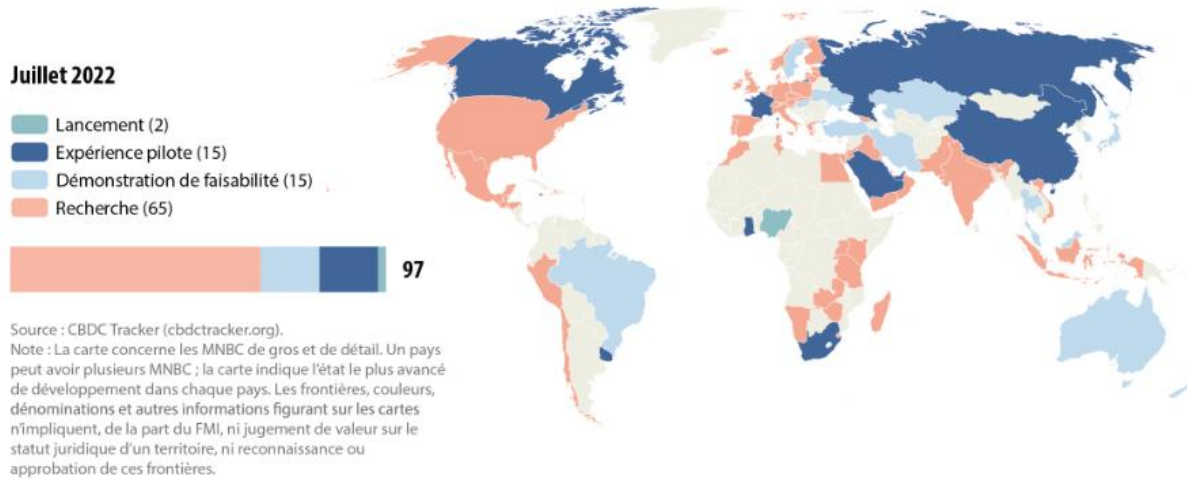
Pour le moment BRICS Pay est au stade pré expérimental d'études techniques qui semblent piétiner, donc encore loin du stade opérationnel. D'ici là, il pourrait bien être dépassé et rendu obsolète par le projet Mbridge de plateforme MNBC (Monnaie Numérique de Banques Centrales) impulsé par la Chine. Cette chronique, déjà trop longue, ne me laisse pas la possibilité de traiter sérieusement des monnaies numériques. Toutefois, pour prendre conscience de l'ampleur du phénomène, sachez que déjà en 2022, 97 Banques centrales travaillaient sur des projets de monnaie numérique, à des stades d'avancement différents : voir la carte ci-dessous. La monnaie numérique aujourd'hui c'est comme l'IA il y a cinq ans, personne n'en avait entendu parler : dans cinq ans nous aurons tous dans nos téléphones une appli MNBC et/ou une carte de paiement MNBC dans notre portefeuille. La Banque centrale européenne²⁰ s'y intéresse de très près, et là encore, comme au Brésil avec le système Pix, Visa et Mastercard peuvent se faire du souci, voyant fondre leur part dans les transactions européennes à l'horizon 2029, année supposée de pleine mise en œuvre du système. Trump va

¹⁹ Geopolitical Intelligence Service (Liechtenstein), Bob Savic, [BRICS making incremental progress in dollar-free trade](#), October 2, 2025,

²⁰ Voir [L'Euro numérique expliqué](#)

encore maugréer, mais en 2029 il se sera plus Président : ouf, on va éviter 100% de droits de douane !

Carte des pays travaillant sur un projet MNBC



Source : [Les MNBC ont le vent en poupe](#), Andrew Stanley, Finance et Développement, 09/2022

Cette digression MNBC étant faite, revenons à Mbridge. La Chine a une longueur d'avance en matière de MNBC avec son [Yuan numérique](#) (e-CNY). Les tests ont débuté en avril 2020. Un an plus tard 100.000 personnes avaient téléchargé l'application, fin 2021 la Banque centrale chinoise revendiquait 261 millions d'utilisateurs. Sur la base de cette expérience et de son succès, la Chine a lancé le projet MBridge, de plateforme d'échanges transfrontaliers en monnaie numérique, basée sur une technologie de blockchain dédiée appelée *Mbridge Ledger*. Le projet est accompagné au départ par la BRI (Banque des Règlements Internationaux, dite Banque centrale des Banques centrales) mais elle s'en retire en 2024 : il n'est pas interdit de penser que les États-Unis ne sont pas totalement étrangers à ce retrait ! Pour l'heure, les essais réunissent la Chine, Hong Kong, la Thaïlande, les Émirats Arabes Unis et l'Arabie Saoudite. A en croire le titre d'un article de Reuters en date du 16/01/2026 (article traduit par Boursorama) il semble que le succès soit au rendez-vous : [La plateforme de monnaie numérique transfrontalière dirigée par la Chine connaît un essor fulgurant](#). Voilà donc une nouvelle et belle banderille plantée dans le dos du dollar. Pour autant le dollar n'est pas mort et on n'a toujours pas d'urgence à composer le *Requiem* !

Pour l'heure, le dollar, challengé dans l'arène monétaire internationale, peut dormir sur ses deux oreilles, malgré les quelques banderilles plantées dans son dos. Il semble bien possible que ne soit pas encore né le matador qui emportera sa queue et ses deux oreilles en guise de trophée. Toutefois, si le dollar maîtrise encore bien ses ennemis, peut-être devrait-il se méfier de ceux qui se présentent comme ses amis, mais n'arrêtent pas de le fragiliser.

2.2. Les États-Unis ou le plus redoutable ennemi du dollar ?

On vient de terminer un inventaire aussi complet que possible des attaques externes contre le dollar, depuis les achats massifs d'or par les Banques centrales jusqu'aux pétroyuans, aux plateformes alternatives de paiements transfrontaliers et autres monnaies numériques. Mais il ne faut pas perdre de vue que la plupart des causes d'invalidité ou de mortalité relèvent de processus de délabrement ou déliquescence internes. Il pourrait bien en être ainsi pour le dollar, à moins que Zorro n'arrive, chevauchant son Tornado technologique dopé à l'IA !

2.2.1. Le dollar entre gouvernance de la FED et Trésor des Danaïdes.

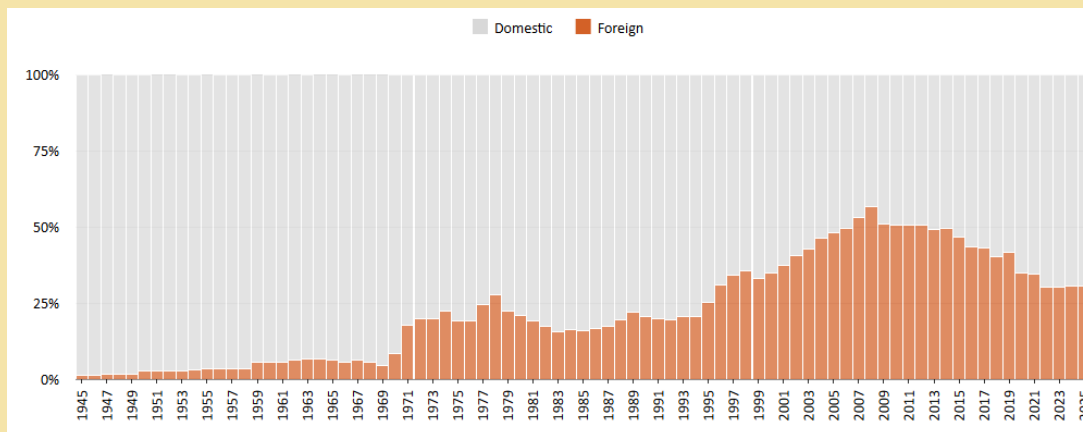
Une monnaie, c'est d'abord et avant tout l'affaire d'une Banque centrale, à laquelle a été confiée une mission, un ou des objectifs. La stabilité des prix constitue la mission la plus communément attribuée à la Banque centrale, avec une cible d'inflation généralement fixée à 2%, ni trop pour ne pas enclencher une boucle inflationniste avec une spirale prix-salaire, ni trop peu pour ne pas risquer dans une déflation paralysante incitant les consommateurs à différer leurs achats. La BCE (Banque centrale européenne) se focalise sur ce seul objectif des prix et donc du pouvoir d'achat de la monnaie. La FED américaine a une mission plus complexe dans la mesure où elle doit veiller aussi à l'emploi et donc à la croissance économique. Que la mission soit unique ou duale, l'outil essentiel pour la remplir est la fixation du taux d'intérêt, à la hausse ou à la baisse en fonction des perspectives d'évolution des prix et de la croissance, freinant ou au contraire facilitant le recours au crédit pour financer achats ou investissements.

La Banque centrale poursuit donc des objectifs de long terme, qui ont besoin de stabilité dans une action qui ne doit pas être perturbée par des considérations de court terme et en particulier par les échéances électorales du pouvoir politique, par exemple les *Midterms* aux États-Unis. D'où l'idée de la nécessité de l'indépendance de la gouvernance de la Banque centrale vis-à-vis du pouvoir exécutif, condition de sa crédibilité et de la confiance des marchés dans l'évolution de la parité de cette monnaie. Et c'est là que le bât blesse pour le dollar. Trump n'a eu de cesse d'obtenir de Jerome Powell (Président de la FED jusqu'à la fin de son mandat en Mai 2026) qu'il baisse les taux alors que des tensions inflationnistes se faisaient de plus en plus pressantes, en le menaçant de destitution et en entamant des actions judiciaires à son encontre. Autant dire que les marchés vont scruter attentivement l'attitude de Trump vis-à-vis du nouveau Président, Kevin Warsh, et l'action de ce dernier face à la recrudescence de l'inflation aux États-Unis : la confiance dans le dollar en dépendra et pourrait se dégrader si l'indépendance de la FED n'est pas confortée. Car, de confiance, le dollar en a bien besoin, au moment où le Trésor américain fait penser au tonneau des Danaïdes, avec un déficit budgétaire croissant, et une dette fédérale en forte hausse, faisant fuir ses détenteurs étrangers, au carrefour du *Dollar go home* et de la crainte diffuse d'un défaut déguisé.

Le déficit budgétaire qui avait atteint 3130 milliards \$ et 14% du PIB en 2020 s'est stabilisé en 2023, 2024 et 2025 autour de 1800 milliards \$ et 6% du PIB. Mais les perspectives ne sont pas bonnes : sur le premier semestre 2026 ces 1800 milliards ont déjà été atteints, le budget de la défense est supposé passer de 900 milliards en 2026 à 1500 milliards en 2027, sans parler de la promesse démagogique de Trump de verser 5000 \$ à tous les adultes américains (1350 milliards \$ au total) si les Républicains remportent les deux chambres lors des *Midterms*. Sachant que toute augmentation d'impôts est proscrite, la dette est inévitablement appelée à se creuser, et l'appétence étrangère à en absorber une partie va en diminuant.

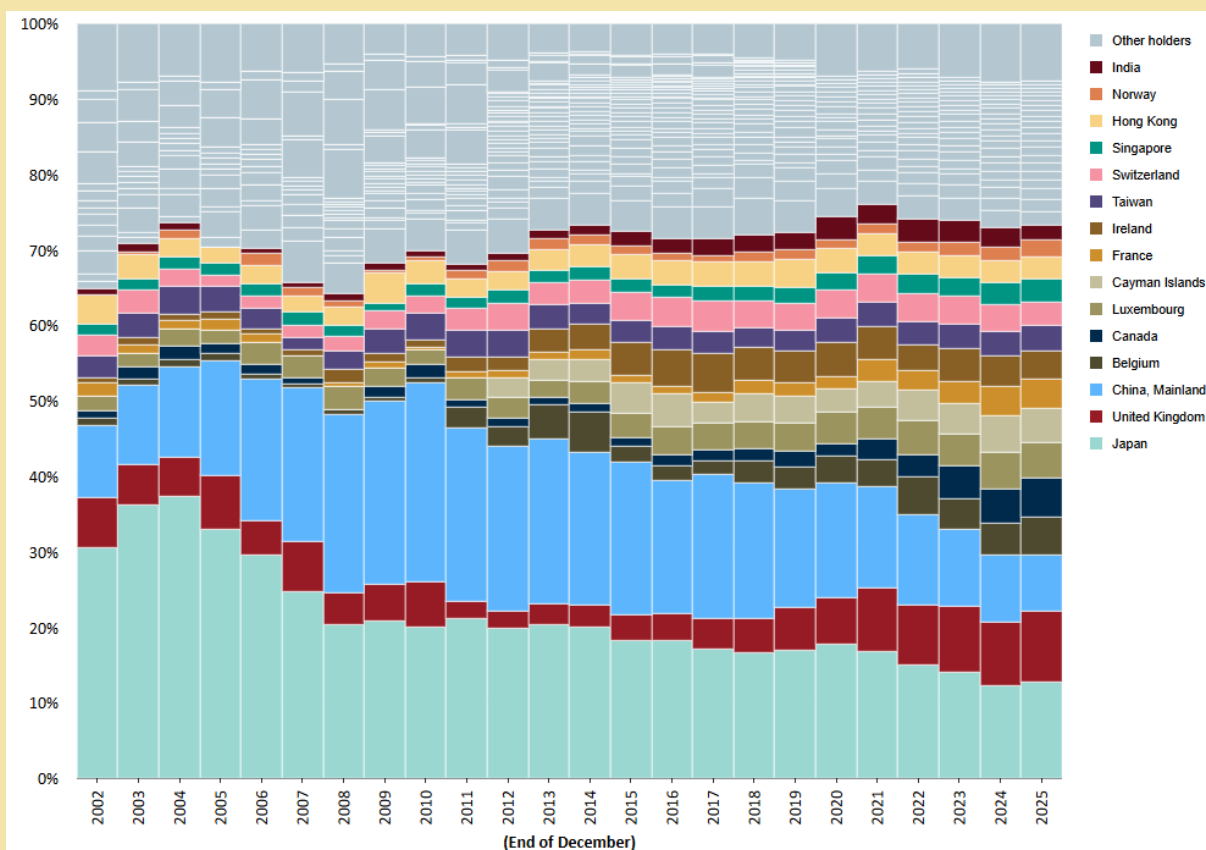
ENCADRÉ N°4 : QUI DÉTIENT LA DETTE FÉDÉRALE AMÉRICAINE ?

Évolution des parts des détenteurs nationaux et étrangers (% , 1945-2025)



Source : Congress.gov, [Foreign holdings of federal debt](#)

Les détenteurs étrangers de la dette fédérale américaine, par pays (% , 2002-2025)



N.B. : un conseil, cliquez sur la source ci-dessous et vous accéderez à la version interactive de ce graphique qui vous permettra de connaître le pays et le % précis correspondant à chaque case.

Source : Congress.gov, [Foreign holdings of federal debt](#)

La dette fédérale, hors dette intra gouvernementale, en dollar constant janvier 2026²¹, était en janvier 2010 à 12.514 milliards \$, en janvier 2020 (avant impact Covid) elle passe à 21.843 pour arriver en janvier 2026 à 31.455, soit une augmentation de 151%, hors inflation, sur la période 01/2010 – 01/2026 ! De son côté, le PIB, exprimé en dollar constant aussi, a augmenté de 43% sur la même période, soit 3,5 fois moins vite que la dette.

L'Encadré N°4 (page précédente) **Qui détient la dette fédérale américaine ?** retrace l'évolution de la détention étrangère de cette dette, globalement et par pays détenteurs. Le premier graphique permet de visualiser l'évolution globale sur 80 ans, de 1945 à 2025 : part étrangère négligeable puis peu significative jusqu'au début des années 70, augmentation progressive jusqu'à un maximum de 56,5% en 2008. La crise financière qui démarre cette année-là semble doucher l'enthousiasme étranger ; la part étrangère va reculer progressivement pour descendre à 30,2% en 2022 et se maintenir à cet étiage jusqu'à 2025 (30,7%), même si cette détention étrangère a continué à légèrement augmenter en valeur absolue (montant détenu). Par contre, en passant à l'analyse par pays (deuxième graphique) sur la période 2002-2025, on va constater des évolutions radicales à la baisse, en valeur relative et absolue pour les plus gros détenteurs qu'ont été le Japon et la Chine :

- en valeur relative le Japon passe de 37% de la détention étrangère en 2004 à 12,8% en 2025, la Chine passe de 26,3% en 2010 à 7,4% en 2025 ;
- en valeur absolue (montant en dollar courant) la réduction de l'encours chinois est la plus spectaculaire : sur les cinq dernières années la Chine passe de 1072 milliards \$ (fin 2020) à 684 fin 2025, affirmant clairement sa volonté de se désengager du dollar. La diminution du Japon est moins significative, voire anecdotique : de 1251 milliards \$ en 2020 à 1185 en 2025. Par ailleurs, sur la même période, l'Inde passe de 216 milliards à 183 et le Brésil de 258 à 168 : pure coïncidence, n'est-ce pas ? Ce sont deux membres fondateurs des BRICS !

En contrepartie, des centres financiers et des paradis fiscaux (Royaume-Uni, Irlande, Singapour, Luxembourg, Îles Caïmans) ont vu leurs parts et leurs montants augmenter significativement, symbolisant l'amorce d'un virage vers une détention plus spéculative de la dette américaine.

A la volonté géopolitique de se retirer de la dette américaine, clairement manifestée par divers pays, la méfiance envers cette dette et son support monétaire, le dollar, est exacerbée par un doute croissant quant à la capacité du Trésor américain à gérer le service de sa dette (le paiement des intérêts), *a fortiori* en période de hausse des taux. Faute de volonté politique d'augmenter les recettes (hausse d'impôts) et de diminuer les dépenses, l'augmentation du déficit budgétaire, de l'encours de la dette et du montant des intérêts à verser annuellement semble inéluctable. Dès lors, flotter au-dessus de la dette américaine comme un doux parfum de quasi-défaut si les partenaires habituels en venaient à ne plus souscrire à cette dette, voire à vendre leurs encours ou à attendre le terme du remboursement sans remettre au pot. La réponse serait probablement le [scénario Stephen Miran](#)²² que j'ai déjà évoqué dans des numéros précédents de cette chronique : transformation de toute la dette américaine en dette à 100 ans, à taux d'intérêt nul ou très faible. Vous n'êtes plus très intéressés à acheter des *Treasuries* ?

Mais, pas de panique, Zorro va arriver et sauver le dollar, car « le dollar ne meurt pas, il se transforme ». Voyons cela de plus près.

²¹ Hors dette intragouvernementale, en dollar constant donc corrigé de l'inflation, base janvier 2026, source [macrotrends.net](#)

²² Conseiller économique de Trump, depuis septembre 2025 membre du Conseil des gouverneurs de la FED

2.2.1 Les valeurs technologiques au secours du dollar, ou risque accru ?

Selon un *Special Report* de Mallika Sachdeva (Deutsche Bank) en date du 7 juillet dernier, repris dans un article du même jour de Adam Button dans *Investing live* intitulé [The dollar isn't dying, it's mutating into a risk asset](#) (Le dollar ne meurt pas, il se transforme en un actif à risque) la nature de la demande internationale du dollar est en train de muter et cela change toute notre perception monétaire et financière internationale. Raisonnement très stimulant.

Jusqu'à il y a peu, l'épargne étrangère venait se mettre à l'abri aux États-Unis en achetant de la dette fédérale. Face aux perspectives incertaines de cette dette, dont on vient de rendre compte ci-dessus, ce rôle de refuge s'estompe et la demande étrangère de dollars correspondant à ce rôle diminue fortement. Mais une autre demande se développe car une autre épargne prend le relai : non plus pour acheter de la dette mais pour financer la technologie américaine en général et l'IA en particulier, qui ont des besoins en capitaux énormes et promettent, dit-on, des profits hors normes. Il est vrai que les performances de l'indice boursier des cent plus grandes valeurs technologiques américaines, le Nasdaq 100, ont de quoi attirer le chaland : en moyenne sur les 20 dernières années la performance annuelle a été de 16,6% et sur les 10 dernières années de 20%. Même si les performances passées ne préjugent pas des performances à venir, il y a là de quoi inciter l'épargne asiatique à traverser le Pacifique et l'épargne européenne à traverser l'Atlantique !

Ainsi la demande internationale de dollar a muté, a changé de nature. On est passé du dollar dette au dollar technologie, du dollar sécurité au dollar risque, du dollar des *Treasuries* au dollar des « Sept Magnifiques ». Cette demande a migré, a changé de destination : elle ne va plus vers le Trésor américain mais vers Wall Street, avec tous les risques qu'impliquerait un éclatement de la bulle technologique américaine, si les résultats n'étaient pas à la hauteur des promesses. De même que la bulle internet a éclaté, que la bulle des subprimes s'est violemment dégonflée entraînant une énorme crise financière et économique, la question du jour n'est pas de savoir si une explosion de la bulle technologique américaine interviendra, mais quand. Et plus tard cette explosion interviendra et plus elle sera violente, conduisant à un probable atterrissage brutal du dollar, dont souffriront aussi ceux qui seront restés investis dans la dette américaine. On comprend mieux pourquoi ces derniers jours le fonds souverain norvégien vient d'annoncer son intention de réduire son exposition aux dettes souveraines en général et aux *Treasuries* en particulier, avec une perspective de vendre un tiers des 200 milliards \$ qu'il en possède, même s'il n'envisage pas de réduire la pondération des États-Unis dans son portefeuille.

Pour conclure ce tour d'horizon des perspectives du dollar, on peut dire qu'une multipolarité monétaire se met lentement et laborieusement en place. Si la fin de l'hégémonie totale du dollar peut être considérée comme une perspective crédible, sauf accélération imprévisible de l'Histoire il a encore de belles années de dominance devant lui. D'ailleurs, à quel moment et sur quels critères pourrait-on proclamer la mort du dollar ? Demain ou après-demain, il existera toujours en tant que monnaie des États-Unis, il jouera toujours un rôle international majeur en tant que monnaie de la première ou deuxième puissance économique mondiale, ancrée solidement dans les usages et les institutions monétaires internationales. On ne pourra le déclarer mort que lorsque la fin de sa dominance sera actée : il faudra attendre pour cela qu'une autre monnaie joue un rôle au moins aussi important que le sien dans la vie économique mondiale. Ce sera peut-être le cas un jour, mais ce n'est pas demain la veille !

Alerte Ouragan :

Grosse dépression en vue sur l'Océan de la Finance

***Avertissement :** cet avis de tempête en deux pages est émis en mode non documenté, sans données chiffrées, sans tableaux ni graphiques, sans références renvoyant à des sources académiques ou professionnelles. Sinon, il faudrait un numéro entier de cette chronique !*

Rarement les conditions d'une tempête financière majeure n'ont été réunies comme elles le sont actuellement, aussi bien sur les marchés de la dette que sur les marchés actions, aussi bien d'un point de vue économique que d'un point de vue institutionnel.

Sur les marchés de la dette, tous les indicateurs sont au rouge. Les taux montent : c'est normal face à l'inflation, aux dérapages des déficits publics et des encours hors contrôle des dettes souveraines et au vu de l'endettement en général. Mais la hausse des taux n'est pas finie : la guerre en Iran conduit au blocage du Détroit d'Ormuz et possiblement de celui de Bab El Mandeb, créant de fortes tensions sur les marchés des hydrocarbures bruts ou transformés et débouchant sur de fortes hausses des prix énergétiques et autres produits issus des hydrocarbures. Le changement climatique, aggravé par le phénomène cyclique El Niño en cours d'activation, perturbe la production agricole par l'exacerbation des sécheresses comme des inondations, autre source de hausse des prix, alimentaires cette fois. Des effets inflationnistes de second tour deviennent probables : revendications salariales, hausse des coûts salariaux, hausse des prix généralisée à tous les secteurs. La faible inflation des dernières années et les taux bas associés vont être un lointain souvenir.

Ces hausses de taux conduisent à une dépréciation des titres à taux fixe (les obligations) qui se traduit par un « effet de richesse » négatif : se sentant moins riches qu'auparavant, notamment à travers la baisse de valeur des fonds de pension, les Ménages sont incités à réduire leur consommation pour augmenter leur épargne, ce qui est très mauvais pour l'activité économique et pour la perception des impôts sur la consommation (type TVA), aggravant les déficits publics. Face à la hausse du coût du crédit, les entreprises freinent leurs investissements. Ces taux en hausse fragilisent aussi la solvabilité des Ménages dans les nombreux pays où les prêts immobiliers se font à taux variable : des défauts de paiement deviennent plus probables, fragilisant les organismes prêteurs et rappelant les mauvais souvenirs de la crise des subprimes.

Mais là ne s'arrêtent pas les risques de crédit, car il n'y a pas que le crédit bancaire, distribué par des banques en bonne et due forme, soumises aux contraintes émises par les Autorités compétentes. S'est développé au cours des dernières décennies ce qu'il est convenu d'appeler le crédit privé, c'est-à-dire le financement des entreprises par le secteur financier non bancaire, dit finance de l'ombre. Il s'agit de fonds d'investissement se finançant eux-mêmes directement auprès d'investisseurs privés à la recherche de rémunérations plus élevées que celles du secteur bancaire, mais prompts à quitter le navire dès que le vent tourne. Plusieurs de ces fonds d'investissement ont dû, ces derniers mois, bloquer ou limiter les retraits pour ne pas avoir à liquider leurs actifs à perte. Voilà qui doit rappeler de mauvais souvenirs à ceux qui détenaient en 2007-2008 des parts de fonds de trésorerie dit « dynamiques », dopés aux subprimes. On

constate par ailleurs que ces fonds spéculatifs (ou *hedge funds*) détiennent désormais plus de dette souveraine que les acheteurs habituels que sont les Banques centrales et les gestionnaires d'actifs traditionnels (banquiers et assureurs, à travers les assurances vies et les plans de retraite), source d'instabilité supplémentaire pour les marchés obligataires. Pour faire bonne mesure, précisons que ces fonds se financent aussi, et largement, auprès du secteur bancaire traditionnel : la déconfiture pourrait donc être contagieuse !

Quant aux « marchés actions », ils sont sous surveillance étroite. Après avoir beaucoup monté au cours des dernières années, dans le cadre d'achats spéculatifs sous effet de levier (financement des achats à crédit), ils ont au minimum besoin d'ajustements à la baisse ... qui n'interviendront pas à cause de l'effet FOMO (*Fear of missing out*), qui incite à ne pas vendre de crainte de manquer une prochaine hausse. Dès lors, la perspective la plus probable est celle d'une brusque dégringolade non contrôlée au premier trou d'air dans la croissance, aggravée par des ventes à découvert (hyper spéculatives et aggravant les baisses des indices boursiers), sans même évoquer un éclatement de la bulle technologique américaine qui provoquerait un plongeon généralisé en Amérique, Europe et Asie.

Peut-être peut-on espérer limiter les dégâts grâce à des avoirs en or. Réponse : **non et oui !** **NON**, parce que les chutes importantes des indices boursiers provoquent des réactions techniques défavorables à l'or, à travers des ventes obligées pour couvrir des appels de marge, c'est-à-dire des demandes d'apports de fonds à ceux qui ont financé leurs achats de titres avec du crédit, afin de compenser la baisse de valeur de la garantie sous-jacente (les actions). Dans ces conditions, l'actif le plus facile à réaliser rapidement est l'or, d'où des ventes brutales déstabilisant le marché. **OUI**, dans la période actuelle, sachant qu'en cas de chute significative des cours de l'or, des Banques centrales à l'affût de quelques tonnes d'or supplémentaires ne laisseront pas passer cette occasion pour renforcer leurs réserves en or et diminuer leurs réserves en dollars, ce qui devrait limiter la baisse à l'horizon de quelques mois. Attention quand même : l'or est devenu un actif spéculatif. Les cryptoactifs sont aussi soumis au même risque technique, mais, dans leur cas, les Banques centrales ne voleront pas à leur secours. De toutes manières, adossés au néant du vide intersidéral, ces cryptoactifs sont capables de se crasher tout seuls, sans avoir besoin d'une catastrophe sur les actifs financiers traditionnels, dès lors qu'ils perdent la confiance aveugle des adeptes de la secte libertarienne.

Globalement, la situation est d'autant plus inquiétante que beaucoup des mesures prudentielles mises en place après la Grande Crise 2008-2009 ont été allégées ou supprimées pour le système bancaire *stricto-sensu* ou sont contournées par la finance de l'ombre, en particulier aux États-Unis, sous la pression incessante des lobbys financiers qui voient dans les règles prudentielles des limites inacceptables à leur liberté d'action. De quoi s'interroger sur l'incapacité du monde financier à tirer les leçons de l'Histoire, même de la plus récente, des dernières décennies. On pourrait presque en rire si seul le monde de la Finance souffrait de ses pertes de mémoire. Hélas, toutes les économies et toutes les sociétés en sont victimes. De quoi méditer la formule :

***Errare humanum est, perseverare diabolicum*²³ !**

Henri REGNAULT, le 14 septembre 2026
henri.regnault@univ-pau.fr

²³ Traduction pour les allergiques au latin : L'erreur est humaine, persévérer (dans l'erreur) est diabolique.