



MARS
2026



Les banques centrales, enjeux et outils des rivalités géopolitiques

Arnaud ODIER

L’Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d’information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l’Ifri est une fondation reconnue d’utilité publique par décret du 16 novembre 2022. Elle n’est soumise à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.

L’Ifri associe, au travers de ses études et de ses débats, dans une démarche interdisciplinaire, décideurs politiques et experts à l’échelle internationale.

Les opinions exprimées dans ce texte n’engagent que la responsabilité de l’auteur.

ISBN : 979-10-373-1186-3

© Tous droits réservés, Ifri, 2026

Couverture : © Shutterstock.com

Comment citer cette publication :

Arnaud Odier, « Les banques centrales, enjeux et outils des rivalités géopolitiques », *Études de l’Ifri*, Ifri, mars 2026.

Ifri

27 rue de la Procession 75740 Paris Cedex 15 – FRANCE

Tél. : +33 (0)1 40 61 60 00 – Fax : +33 (0)1 40 61 60 60

E-mail : accueil@ifri.org

Site internet : ifri.org

Auteur

Arnaud Odier travaille pour la filiale de banque d'investissement d'un grand groupe bancaire français.

Résumé

Les banques centrales sont devenues des acteurs stratégiques majeurs des équilibres économiques internationaux. Face aux crises systémiques (2008, Covid-19), les principales banques centrales ont développé une coordination sans précédent de leurs interventions, favorisant la naissance du « consensus de Jackson Hole ». Visant à préserver la stabilité du système financier international, leur influence repose sur une capacité institutionnelle unique à créer de la liquidité monétaire, permettant l'acquisition d'actifs ou le refinancement des institutions bancaires.

En réaction à cette architecture financière occidentale, la Chine et la Russie accélèrent l'élaboration d'infrastructures alternatives : systèmes de paiement transfrontaliers, projets de monnaie numérique multilatérale, diversification des réserves de change vers l'or, réduction progressive des avoirs en dollars. La stratégie chinoise vise l'internationalisation du yuan comme monnaie de réserve, tout en préservant son contrôle strict sur les mouvements de capitaux.

Les interventions politiques de l'administration Trump sur la politique monétaire américaine, conjuguées au gel des avoirs souverains russes, fragilisent le consensus transatlantique. L'émergence de *stablecoins* adossés au dollar pourrait aggraver cette fragmentation du système, faisant naître des doutes quant à l'hégémonie bienveillante des États-Unis et incitant chaque zone monétaire à développer ses propres infrastructures financières dans l'attente de conflits à venir qui constitueront autant de tests pour l'influence géopolitique des banques centrales.

Executive summary

Central banks have become major strategic players in international economic balances. Faced with systemic crises (2008, Covid-19), the major central banks have developed unprecedented coordination of their interventions, fostering the emergence of the “Jackson Hole consensus.” Aiming to preserve the stability of the international financial system, their influence is based on a unique institutional capacity to create monetary liquidity, enabling the acquisition of assets or the refinancing of banking institutions.

In response to this Western financial architecture, China and Russia are accelerating the development of alternative infrastructures: cross-border payment systems, multilateral digital currency projects, diversification of foreign exchange reserves into gold, and a gradual reduction in dollar holdings. China’s strategy aims to internationalize the yuan as a reserve currency, while maintaining strict control over capital movements.

The Trump administration’s political interventions in US monetary policy, combined with the freezing of Russian sovereign assets, are undermining the transatlantic consensus. The emergence of dollar-backed stablecoins could exacerbate this fragmentation of the system, raising doubts about the benevolent hegemony of the United States and encouraging each currency area to develop its own financial infrastructure in anticipation of future conflicts that will test the geopolitical influence of central banks.

Sommaire

INTRODUCTION	5
LE BILAN DES BANQUES CENTRALES : UNE ARME POLITIQUE ET FINANCIÈRE.....	8
LA STABILISATION DU SYSTÈME FINANCIER INTERNATIONAL : L’OBJECTIF POLITIQUE IMPLICITE DU « CONSENSUS DE JACKSON HOLE »	13
LA STRATÉGIE DES BANQUES CENTRALES DES PUISSANCES ÉMERGENTES : BÂTIR DES ALTERNATIVES AU « CONSENSUS DE JACKSON HOLE »	19
UNE ÉVOLUTION ACCÉLÉRÉE PAR LES CHOIX POLITIQUES DES ÉTATS-UNIS ET DE L’UNION EUROPÉENNE	28
CONCLUSION	32

Introduction

Depuis le début de son second mandat, Donald Trump a multiplié les critiques à l'encontre du président de la Réserve fédérale, Jerome Powell. Cette attitude n'a, en soi, rien d'extraordinaire, tant elle apparaît motivée par de pures considérations de politique intérieure. Préoccupé par les prochaines échéances politiques, le président américain cherche en effet à mobiliser tous les outils disponibles à court terme pour répondre aux attentes de son électorat. Or, le maintien de taux d'intérêt élevés pénalise les ménages et les entreprises qui souhaitent investir ou refinancer leur dette, nourrissant ainsi le mécontentement d'une partie de l'opinion. On peut s'étonner, en revanche, du retentissement planétaire des dissensions entre le chef de l'exécutif et le plus haut responsable de la politique monétaire américaine. L'inquiétude qui s'exprime à ce propos dans les médias du monde entier révèle un aspect inédit du rôle dévolu aujourd'hui aux banques centrales : celles-ci contribuent désormais de manière décisive aux grands équilibres économiques et géostratégiques mondiaux.

Du fait de leur statut exceptionnel, les banques centrales se situent depuis toujours au point de contact entre les institutions politiques et les marchés financiers. Tant que ceux-ci demeuraient sous le contrôle strict des administrations nationales, cette situation unique ne leur conférait aucune influence particulière. À partir des années 1980, des développements technologiques accélérés (dans le domaine de la structuration financière comme de l'exécution des transactions) ont transformé en profondeur le secteur financier¹. Ces évolutions, combinées à une augmentation continue de la dette publique dans le monde – la dette publique globale a triplé entre 1975 et 2022, dépassant 91 000 milliards de dollars, soit 92 % du produit intérieur brut (PIB) mondial ² –, ont débouché sur une véritable émancipation des marchés à l'égard des États. Les banques centrales apparaissent dès lors comme les seules institutions publiques susceptibles d'influer de manière déterminante sur le secteur financier et, plus particulièrement, sur les entités définies comme systémiques par le Conseil de stabilité financière³.

1. A. Boot *et al.*, « Financial Intermediation and Technology », *Discussion Papers*, n° 2438, Banque centrale européenne, juillet 2020, disponible sur : www.ecb.europa.eu.

2. V. Gaspar, M. Poplawski-Ribeiro et J. Yoo, « La dette mondiale retrouve sa tendance à la hausse », Blog du Fonds monétaire international, 13 septembre 2023, disponible sur : www.imf.org.

3. En 2009, le Conseil de stabilité financière a défini les institutions d'importance systémique (Systemically Important Financial Institutions – SIFIs) comme celles dont « la faillite désordonnée, en raison de leur taille, de leur complexité et de leur interconnexion systémique, causerait des troubles importants au système financier dans son ensemble et à l'activité économique ».

On peut donc considérer que ce n'est pas de façon volontaire, mais plutôt en réponse à des crises dont ils n'avaient en général pas anticipé le déclenchement, que les banquiers centraux se sont peu à peu retrouvés en position d'exercer une influence majeure dans le champ géopolitique. C'est dans l'urgence que les principaux instituts d'émission ont mis sur pied les dispositifs qui ont empêché l'effondrement du système bancaire lors de la crise financière (*Emergency Facilities* représentant 1 200 milliards de dollars pour la seule Réserve fédérale durant l'année 2008⁴). La politique de *Quantitative Easing* qui, dans un second temps, a permis de garantir la pérennité des marchés obligataires fut mise en œuvre de façon massive et coordonnée, alors même que la science économique jugeait son efficacité plus que douteuse⁵. En dépit de cette relative impréparation au rôle qu'elles ont dû endosser pour faire face à la crise financière de 2008-2009, à la crise des dettes souveraines dans la zone euro (2010-2012), puis à celle du Covid (2020-2022), les principales banques centrales ont pu réussir dans leur mission de stabilisation du système financier mondial grâce à une étroite coordination de leurs décisions de politique monétaire. C'est notamment à l'occasion du séminaire qui réunit chaque été les banquiers centraux des principaux pays développés à Jackson Hole (Wyoming) que s'est forgé le sentiment de leur commune vocation en matière géopolitique. À cet égard, on peut dire qu'il existe désormais un « consensus de Jackson Hole », non pas dans le domaine de la théorie monétaire mais en ce qui concerne les relations avec les gouvernements.

Par réaction, ce consensus a favorisé la naissance de ce qui peut apparaître comme son exact négatif. La conjonction entre une politique américaine de rupture, la montée en puissance de la Chine dans le domaine financier et, plus directement encore, l'accumulation des sanctions imposées à la Russie dans le cadre du conflit en Ukraine ont en effet conduit les banques centrales des pays marginalisés par le consensus de Jackson Hole à réfléchir aux moyens de contourner les sanctions, en concevant des alternatives au système financier contrôlé par les États-Unis. Ce sont des rivalités de puissance, des conflits de nature géopolitique et non financière, qui ont placé les banques centrales en Chine, en Inde ou en Russie, dans une position – à la fois inconfortable et stratégique – de compétition avec leurs homologues du camp occidental. C'est dans la perspective de possibles affrontements futurs, notamment entre les États-Unis et la Chine, que les stratégies mises en place par les banques centrales de ce second groupe d'États prennent toute leur signification.

4. B. S. Bernanke, « Implications of the Financial Crisis for Economics », conférence du Center for Economic Policy Studies, Princeton, New Jersey, 24 septembre 2010, disponible sur : www.federalreserve.gov.

5. Selon la fameuse boutade de Ben Bernanke, président de la Fed (Réserve fédérale), en 2014: « The problem with QE is that it works in practice, but it doesn't work in theory. » Voir J. Caton, « Did Ben Bernanke Implement QE before the 2008 Financial Crisis? », American Institute for Economic Research, février 2022.

S'il est vrai que les banques centrales se distinguent par l'extrême complexité financière des opérations qu'elles doivent mener (qu'il s'agisse de surveillance et de régulation du secteur financier, de pilotage des taux ou d'interventions sur les marchés), il n'en demeure pas moins que ces opérations, dès lors qu'on les envisage sous l'angle géopolitique, visent des objectifs simples. Dans la conduite de leurs différentes missions, les défenseurs du consensus de Jackson Hole cherchent en priorité à conforter le système financier international, assurer la viabilité de ses structures essentielles et garantir la stabilité de ses principaux opérateurs (banques commerciales systémiques). À l'inverse, les banques centrales des États en opposition au camp occidental (au premier rang desquels la Chine et la Russie) tendent à remettre en cause l'ordre financier tel qu'il a été mis en place sous l'autorité des États-Unis depuis la fin du système de Bretton Woods en 1971.

En dépit de crises violentes, le système financier international se caractérise par sa remarquable résilience. On doit cependant noter que les adaptations qui y ont été progressivement apportées, après avoir été initialement conçues dans le cadre de négociations entre gouvernements (accords de la Jamaïque en 1976, du Plaza en 1985, du Louvre en 1987), ont été plus récemment mises en place par le biais d'interventions convergentes des banques centrales (*Quantitative Easing*, taux négatifs à partir de 2008). Au-delà du pilotage des taux directeurs, ces évolutions ont pu être menées à bien grâce à la mobilisation d'importantes ressources financières dans le cadre d'opérations de marché (acquisitions et cessions d'actifs), de refinancement des banques commerciales ou de transfert de devises entre instituts d'émission. Dans tous les cas de figure, ces opérations ont un impact – direct ou indirect – sur le bilan des banques centrales. L'influence de ces dernières sur le plan géopolitique est donc en partie conditionnée par les caractéristiques techniques et opérationnelles de leurs moyens d'intervention.

Le bilan des banques centrales : une arme politique et financière

Dans la gestion de leur bilan, les banques centrales sont confrontées en premier lieu à des problèmes d'ordre technique et financier. Pour autant, la dimension politique et stratégique de ces opérations ne peut en aucun cas être négligée. Du fait des montants en jeu, ces engagements ne sauraient en effet être décidés sans prendre en compte leur impact sur la croissance économique ou les marges de manœuvre budgétaires des États. Leur portée stratégique est encore accrue dans les pays qui conservent un important secteur financier sous contrôle étatique⁶ ou dont le gouvernement exerce une influence directe sur les choix de politique monétaire (si elles se révélaient efficaces, les pressions exercées sur Jerome Powell puis son successeur, après sa nomination en mai 2026, feraient entrer les États-Unis dans cette catégorie⁷).

La compréhension de l'influence des banques centrales dans la sphère politique nécessite une première approche d'ordre technique. C'est en effet dans l'exercice de leurs missions essentielles que cette influence se fait sentir. Le principal mécanisme à prendre en compte est celui qui fait de toute banque centrale la banque des banques, c'est-à-dire l'institution qui assure aux établissements de crédit la possibilité d'échanger des capitaux à tout moment et de se refinancer auprès d'un prêteur en dernier ressort. En effet, le passif d'une banque centrale ne se limite pas à la monnaie fiduciaire (pièces et billets) mise à la disposition des opérateurs économiques par l'intermédiaire des banques commerciales. Qu'il s'agisse des montants en jeu⁸ ou de l'impact sur le fonctionnement du secteur financier, les passifs correspondant aux réserves (soit les soldes des comptes détenus par les

6. C'est le cas de la Chine où la banque centrale (People's Bank of China – PBoC), le fonds de gestion des réserves de change (State Administration of Foreign Exchange – SAFE), le fonds souverain chargé des investissements en capital (China Investment Corporation – CIC) et l'ensemble des banques d'État gèrent de façon coordonnée leurs réserves, qui dépassent vraisemblablement de loin les 5 000 milliards de dollars.

7. Voir C. Conces Binder, « Political Pressure on Central Banks », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 53, juin 2021 : « About 10 % of central banks reportedly face political pressure in an average year. Even central banks with high legal independence frequently face pressure—nearly always for looser monetary policy. Pressure on the central bank is associated with higher inflation and inflation persistence. »

8. Dans le bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2024, les engagements en euros envers des établissements de crédit de la zone euro totalisaient plus de 3 000 milliards d'euros, tandis que la monnaie fiduciaire en circulation représentait 1 588 milliards d'euros. Voir « Bilan consolidé de l'Eurosystème au 31 décembre 2024 », Banque centrale européenne, 2025, disponible sur : www.ecb.europa.eu.

banques commerciales, les institutions financières internationales et l'État revêtent une importance critique. En dernier ressort, la stabilité du secteur financier repose sur la possibilité ainsi offerte aux banques de solder leurs engagements par des mouvements dans les livres de la banque centrale. Ces dépôts des banques commerciales sont rémunérés au « taux de la facilité de dépôt » (selon la nomenclature de la Banque de France), qui constitue l'un des « taux directeurs » permettant de piloter la politique monétaire.

C'est toutefois l'actif du bilan des banques centrales qui doit être scruté en priorité afin de comprendre les ressorts de leur influence dans la sphère géoéconomique. On y trouve de l'or, des réserves de change (sous forme de liquidités ou d'obligations libellées en devises), des titres (obligations souveraines ou d'entreprises libellées dans la devise nationale), des Droits de tirage spéciaux (DTS) émis par le Fonds monétaire international (FMI), ainsi que des créances sur les établissements financiers ayant un compte ouvert dans les livres de la banque centrale. Ces créances correspondent à des prêts octroyés aux banques souhaitant disposer de liquidités pour de courtes périodes. Elles sont garanties par des titres déposés par les banques dans le cadre d'un *Repurchase Agreement (Repo)* et rémunérées au « taux de prise en pension », qui constitue le second taux directeur d'une banque centrale (toujours supérieur au taux de la facilité de dépôt).

Les actifs en devises ont pour vocation d'être rapidement cédés dans les périodes de stress financier : ils offrent donc en général une forte liquidité, combinée à un niveau de risque modéré. C'est pourquoi les banques centrales privilégient les obligations des principaux émetteurs souverains. Logiquement, les banques centrales qui émettent les monnaies de réserve détiennent des montants réduits d'actifs en devises étrangères (au premier chef la Réserve fédérale dont les actifs en devises représentent 67,3 milliards de dollars sur un total de bilan de plus de 6 700 milliards). À l'inverse, la People's Bank of China (PBoC) détient à elle seule pour 3 317,4 milliards de dollars de réserves de change, ce qui représente près d'un quart du stock à l'échelle mondiale⁹. Bien que prépondérante (57,8 % à fin 2024¹⁰), la part du dollar dans la répartition des réserves de change n'est cependant pas immuable. Les données du FMI font apparaître une lente érosion de la part du dollar depuis 2015, en partie imputable à l'apparition du yuan parmi les monnaies de réserve (2,18 % des réserves mondiales à fin 2024), tandis que le poids de l'euro demeure stable autour de 20 %. Il faut noter toutefois que ces rééquilibrages n'expriment pas des changements en valeur absolue : exprimé en dollars, le poids respectif des différentes monnaies de réserve est tributaire des fluctuations de la devise américaine. Il en va de même pour l'or, dont la très forte progression dans les actifs de

9. En augmentation de 32,2 milliards de dollars à fin juin 2025. Voir « China's Foreign Exchange Reserves Increase in June », Xinhua News Agency, 7 juillet 2025, disponible sur : <https://english.news.cn>.

10. « IMF Data Brief: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves », FMI, 19 mars 2025, disponible sur : <https://data.imf.org>.

réserve est due, dans une large mesure, à la hausse des cours¹¹. Seuls quelques instituts d'émission ont mis en place des dispositifs visant à accroître leurs stocks de métal précieux. La PBoC a ainsi procédé à des achats d'or tout au long de l'année 2025, augmentant ses réserves de 27 tonnes¹².

Dans la conduite des opérations de marché (achat ou vente de titres, de devises ou d'or), les banques centrales ne se distinguent pas des banques commerciales, excepté en ce qui concerne le transfert de capital permettant le règlement de la transaction. Lorsque la banque centrale achète une obligation auprès d'une banque commerciale, elle crédite le compte de dépôt de cette banque dans ses livres. Pour peu que le rendement à l'échéance de l'obligation soit supérieur au taux de rémunération du dépôt correspondant, la banque centrale réalise un bénéfice. Toutefois, à la différence des autres établissements financiers, la banque centrale peut ajuster sans limite le niveau de son actif, en émettant autant de monnaie banque centrale qu'il sera nécessaire pour financer ses achats de titres ou refinancer les banques commerciales de son ressort. Sur le plan comptable, il n'existe donc pas de limite directe à la taille du bilan d'une banque centrale¹³. S'il est vrai que leur indépendance (théorique), ainsi que la compétence et l'efficacité des organisations sur lesquelles ils s'appuient assurent aux banquiers centraux une réelle influence, il n'en demeure pas moins que l'essentiel de leur influence dérive de cette capacité sans équivalent.

La non-soumission des banques centrales aux règles comptables se traduit donc par une tolérance très élevée au risque de perte financière. Comme pour les gouvernements (du moins tant qu'ils parviennent à financer leurs déficits), ce statut exorbitant leur confère la possibilité de mettre les mécanismes de marché au service d'objectifs économiques et stratégiques qui peuvent entrer en contradiction avec les impératifs d'une gestion financière rationnelle. Les politiques d'achat massif de titres obligataires mises en œuvre depuis la crise en ont fourni la preuve : pour l'exercice 2024, les résultats de la Banque centrale européenne (BCE) et des banques de l'Eurosystème ont été fortement négatifs, du fait d'un effet ciseaux entre la faible performance des portefeuilles de titres hérités de la période de taux très bas (antérieure à 2022) et un passif essentiellement rémunéré au taux de la facilité de dépôt de la BCE (3,73 % en moyenne sur

11. Alors que le stock d'or de la Banque de France est demeuré identique entre 2023 et 2024 (2 436,8 tonnes), sa valeur est passée de 161,7 à 204,4 milliards d'euros, reflétant l'augmentation de 26,6 % du cours de l'or durant cette période.

12. Le stock d'or détenu par la Chine représentait 2 306 tonnes à fin décembre, soit 8,5 % du total des réserves. Voir R. Jia, « China Gold Market Update: December Demand Rebounds », World Gold Council, 15 janvier 2026, disponible sur : www.gold.org.

13. Le bilan de la Banque du Japon – qui représente 130 % du PIB – illustre cette capacité à refinancer sans limite les achats d'actifs réalisés dans le cadre d'une politique monétaire non conventionnelle. Voir J. Barthelemy et A. Penalver : « La monnaie de banque centrale n'a rien de magique », *Bloc-notes Éco*, Banque de France, 20 mai 2020, disponible sur : www.banque-france.fr.

l'année¹⁴). Bien qu'il leur soit en principe possible de fonctionner pendant un temps avec des fonds propres négatifs ou d'obtenir une recapitalisation de la part des pouvoirs publics, les banques centrales constituent – tout comme les banques commerciales – des provisions pour faire face à ce risque de perte.

L'expansion du bilan des banques centrales par le biais d'achats – ponctuels ou sous forme de programmes réguliers – de titres de dette sur le marché secondaire a pu être définie par les économistes comme un outil « non conventionnel » de la politique monétaire destiné à compenser l'impact de chocs négatifs (déflation ou blocage du marché monétaire)¹⁵. D'un point de vue politique, il s'agit en revanche d'une manifestation parfaitement congruente au statut exceptionnel des banques centrales, ce que confirme la généralisation de ce type de stratégie dans de très nombreux pays¹⁶. Il n'y a donc pas véritablement de solution de continuité entre l'usage des outils conventionnels de la politique monétaire et le pilotage à des fins stratégiques du bilan de la banque centrale. Comme Brad Setser l'expose au sujet des portefeuilles obligataires en dollars acquis par la PBoC, le rééquilibrage des réserves de change peut être vu comme un instrument d'influence économique dès lors qu'il implique des montants assez significatifs pour influencer sur les cours et donc sur le taux auquel les émetteurs souverains se financent¹⁷. Il en va de même pour l'augmentation régulière des stocks d'or caractéristique des pays exportateurs soucieux de limiter leur exposition à la devise américaine¹⁸. Cette stratégie assure non seulement une fonction de couverture du bilan en période de volatilité accrue des marchés, mais constitue aussi un moyen de s'affranchir du contrôle des États-Unis sur les transactions en dollars.

Au-delà des portefeuilles d'actifs qu'elles financent par la création monétaire, les banques centrales conservent également la possibilité d'agir par le biais d'engagements hors bilan. Elles peuvent en effet mettre en place des opérations spécifiques dans le cadre des relations qu'elles entretiennent avec d'autres banques centrales. C'est notamment le cas des *swaps* de devises consentis à des partenaires privilégiés par les instituts d'émission gérant les monnaies de réserve. Ces contrats, identiques dans la forme aux *swaps* conclus entre opérateurs privés, sont destinés à pallier un manque de devises résultant d'un stress de marché ou de difficultés spécifiques à un

14. Pertes 2024 : BCE : 7,9 milliards / Bundesbank : 19,8 milliards / Banque de France : 17,4 milliards. Voir A. Bénassy-Quéré, « Comptes des banques centrales : le corollaire du succès », *Tribune*, Banque de France, 27 mars 2025, disponible sur : www.banque-france.fr.

15. B. Bernanke, « The New Tools of Monetary Policy – American Economic Association Presidential Address », Brookings Institution, 4 janvier 2020, disponible sur : www.brookings.edu.

16. S. M. Potter et F. Smets, « Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis », *Committee on the Global Financial System (CGFS) Papers*, n° 63, Banque des règlements internationaux, 7 octobre 2019, disponible sur : www.bis.org.

17. B. Setser, « Puissance et interdépendance financière », *Notes de l'Ifri*, Ifri, mai 2024.

18. La Chine demeure le principal moteur de cette accumulation d'or physique : entre novembre 2024 et juin 2025, le stock d'or de la PBoC a augmenté de 34,2 tonnes.

établissement financier. Leur impact financier est par nature limité dans le temps, mais il traduit de manière concrète une volonté de coopération entre banques centrales qui va au-delà de leurs missions purement techniques.

La stabilisation du système financier international : l'objectif politique implicite du « consensus de Jackson Hole »

Si l'on s'en tient au terme des mandats qui leur sont officiellement confiés par le législateur, les banquiers centraux poursuivent en général quatre objectifs, dont la portée se limite par construction à leur marché domestique :

- assurer le bon fonctionnement du système financier en fournissant les liquidités nécessaires ;
- contrôler l'inflation grâce au pilotage de la masse monétaire ;
- limiter les fluctuations du taux de change ;
- encourager la croissance et le plein-emploi.

Il est rare qu'un institut d'émission s'attache de manière explicite à la poursuite de ces quatre missions. Elles n'en sont pas moins toujours prises en considération dans la définition des stratégies mises en œuvre par les banques centrales. Du fait de l'interconnexion des marchés, leurs décisions (du moins pour les principales d'entre elles) ont des répercussions qui dépassent le cadre national ou régional. *A minima* la Réserve fédérale et la BCE doivent prendre en compte l'impact de leurs choix de politique monétaire sur l'équilibre global du système financier et sur la situation économique des autres régions du monde.

À première vue, l'existence d'une responsabilité politique implicite des grandes banques centrales paraît évidente. Un lien direct peut être établi entre le fait d'émettre une monnaie de réserve et l'exercice d'une influence décisive sur la scène internationale : les trois devises qui, historiquement, constituent l'essentiel des réserves de change (USD, EUR, GBP) sont en effet aux mains de membres permanents du Conseil de sécurité. Cette concentration tend à se renforcer avec l'émergence du yuan comme monnaie de réserve *en devenir*. Dans ce contexte, la position américaine apparaît tout de même exceptionnelle. Du fait de leur incontestable prééminence en matière financière, les États-Unis sont en mesure d'utiliser le dollar comme un moyen de pression sur leurs ennemis et leurs rivaux. La compétence de contrôle extraterritorial que les autorités américaines se

sont attribuée sur les transactions en dollars constitue ainsi une exception, d'autant plus contestée que ce sont les banques des pays occidentaux qui ont jusqu'à présent subi les conséquences les plus lourdes de cette « arsenalisation » du dollar¹⁹. Il n'en demeure pas moins que la visée originelle de ces sanctions s'inscrit dans le cadre de la lutte contre les nouvelles menaces stratégiques identifiées par les autorités américaines au lendemain du 11 septembre 2001²⁰. L'instrumentalisation de ces dispositifs a progressivement fait naître un sentiment de méfiance à l'égard des interventions américaines qui n'a pas fondamentalement altéré la crédibilité de la Réserve fédérale, mais dont les pays exclus du « consensus de Jackson Hole » ont néanmoins pris prétexte pour accélérer la mise en place de structures offrant des alternatives à l'usage exclusif du dollar²¹.

Si l'influence d'un État se trouve évidemment renforcée par le contrôle exercé sur une devise importante, il existe cependant des monnaies de réserve sans poids politique significatif : c'est le cas du franc suisse (CHF), du yen (JPY), de la couronne norvégienne (NOK), du dollar australien (AUD), canadien (CAD) ou singapourien (SGD). Le rôle stabilisateur de ces devises tient précisément à l'attitude de modération (voire de neutralité) qui caractérise les pays émetteurs. Dans cette perspective, le « consensus de Jackson Hole » apparaît moins comme un alignement sur la position stratégique des États-Unis que comme l'expression d'une solidarité de fait entre pays émetteurs de monnaies fortes. Malgré son rôle prédominant, la Réserve fédérale se trouve donc, à cet égard, dans une situation ambiguë : à la fois pierre angulaire du système financier international et bras armé de Washington. C'est pourquoi il existe une incompatibilité entre l'affirmation de l'exceptionnalisme américain et l'expression d'un consensus qui, par définition, repose sur une conception partagée du rôle des banques centrales. La politique de Donald Trump et son conflit avec Jerome Powell ont révélé au grand jour cette contradiction latente. La désignation de Kevin Hassett, principal conseiller économique du Président, comme probable successeur à la tête de la Réserve fédérale, ne garantit nullement que cette contradiction latente soit appelée à se résoudre au profit de l'exécutif. Une trop évidente subordination de la banque centrale à l'égard de l'autorité politique priverait les États-Unis d'un outil d'influence certes

19. S. Jean, « La géoéconomie à l'épreuve des rivalités de puissance », *Le Monde selon l'Ifri*, saison 1, épisode 2, Ifri, février 2024, disponible sur : www.ifri.org ; C. Abely, « The Expansion of US Dollar-Based Sanctions », Social Science Research Network (SSRN), 1^{er} mars 2025, disponible sur : <https://papers.ssrn.com>.

20. En se basant sur son expérience de secrétaire adjoint au Trésor en charge de la lutte contre le terrorisme et la criminalité financière, Juan Zarate a mis en lumière la dimension financière de la mobilisation américaine qui a suivi les attentats du 11 septembre 2001, ainsi que la prise de conscience progressive de l'usage qui pourrait être fait des restrictions d'accès au système financier américain pour affaiblir d'éventuels rivaux. Voir J. C. Zarate, *Treasury's War: The Unleashing of a New Era of Financial Warfare*, New York, Public Affairs, 2013.

21. D. Mac Dowell, *Bucking the Buck: US Financial Sanctions and the International Backlash against the Dollar*, Oxford, Oxford University Press, 2023.

puissant mais fragile : les dirigeants des grands instituts d'émission pourraient désertier le Wyoming et transporter leur symposium annuel dans les Alpes bavaroises.

Au-delà d'une volonté affirmée de coopération, le consensus de Jackson Hole renvoie à des actions concrètes menées de bonne foi par les banques centrales en vue d'assurer la pérennité du système financier. Les partenaires des États-Unis se sont ainsi imposé de ne rien entreprendre qui pourrait remettre en cause le statut du dollar comme devise de référence. Fidèles à leur réputation d'extrême prudence, les banques centrales régulièrement représentées à Jackson Hole se distinguent par la remarquable stabilité de leurs réserves en dollars, alors même que la part du dollar dans l'ensemble des réserves de change mondiales connaît un relatif déclin²². En contrepartie de cet engagement implicite à respecter la prééminence du dollar dans la composition de leurs portefeuilles d'actifs en devises, la Réserve fédérale a mis en place depuis 2008 des contrats de *swaps* bilatéraux avec les principales banques centrales des pays alliés des États-Unis²³. Il s'agit d'un dispositif qui peut être activé aussi bien pour des motifs techniques que stratégiques. Ce dispositif n'est nullement réservé aux seuls pays émergents confrontés à des crises de devises. La Banque nationale suisse (BNS) y a ainsi eu recours pour un montant de 20,3 milliards de dollars en octobre 2022. Cette mesure d'urgence était destinée à assurer le refinancement de Crédit suisse, dans une conjoncture où le marché interbancaire lui était fermé *de facto* après l'annonce de pertes majeures et alors que son absorption par UBS n'avait pas encore été confirmée²⁴. Une opération analogue – mais répondant à des objectifs politiques clairement identifiés – a été réalisée au profit de l'Argentine pour un montant de 20 milliards de dollars le 20 octobre 2025, c'est-à-dire six jours avant une élection cruciale pour le président Milei²⁵.

22. La BNS seule fait exception car la Suisse a préféré accumuler des réserves en euros au cours de la dernière décennie, la zone euro, proche géographiquement, étant son partenaire commercial le plus important. Voir S. Arslanalp, B. Eichengreen et C. Simpson-Bell, « Prédominance du dollar dans le système de réserves internationales », Blog du Fonds monétaire international, 12 juin 2024, disponible sur : www.imf.org et « FMI, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) », FMI, 9 juillet 2025, disponible sur : <https://data.imf.org>.

23. Les principales bénéficiaires sont la Banque centrale européenne (BCE), la Bank of Japan (BoJ), la Bank of England (BoE), la Banque de Suède, la Banque nationale suisse (BNS), la Norges Bank, les banques centrales du Danemark, d'Australie, du Canada, de Corée, de Nouvelle-Zélande, du Brésil, du Mexique et de Singapour. Voir M. Wells, « The Fed's Dollar Liquidity Swap Lines », *Econ Focus*, 2024/4, Federal Reserve of Richmond, disponible sur : www.richmondfed.org.

24. « Central Bank Liquidity Swap Operations », Federal Reserve Bank of New York, disponible sur : www.newyorkfed.org ; A. N. Burghartz, « The Credit Suisse Crisis and International Law II: We Live in a Swap Line World », *European Journal of International Law*, 1^{er} mai 2023, disponible sur : www.ejiltalk.org.

25. S. Morland et D. Graham : « Argentina's Central Bank Says It Signed \$20 Billion Currency Swap Deal with US », Reuters, 21 octobre 2025, disponible sur : www.reuters.com.

À mesure que les tensions géopolitiques trouvent leur traduction dans le champ des relations financières, l'importance critique des infrastructures garantissant les flux de capitaux est devenue peu à peu évidente. À cet égard, la comparaison avec les infrastructures énergétiques telles que les pipelines s'impose d'elle-même. Les sanctions prises à l'encontre du système bancaire russe en réponse à l'invasion de l'Ukraine (incluant le gel des avoirs de la banque centrale) ont mis en lumière l'importance du système de messagerie interbancaire SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication²⁶), ainsi que des dépositaires centraux internationaux (notamment Euroclear et Clearstream). Il est significatif que, malgré leurs imperfections techniques (notamment la vulnérabilité du système SWIFT aux attaques informatiques²⁷) et leurs coûts de fonctionnement relativement élevés (en comparaison des services instantanés, transparents et quasi gratuits offerts par la *blockchain* dans le domaine du règlement-livraison et des opérations sur titres²⁸), ces organisations n'ont pas vu leur monopole remis en cause par les banques centrales, qui par ailleurs promeuvent activement l'innovation en matière financière. On peut raisonnablement penser que le maintien du *statu quo* offre des avantages (autorités de tutelle belges et luxembourgeoises offrant de réelles garanties de fiabilité, cadre juridique stable) qui compensent largement le surcoût économique et le risque opérationnel inhérents au système actuel. Envisagé dans ses manifestations les plus concrètes, le « consensus de Jackson Hole » semble donc reposer sur des fondements de nature politique autant que financière. Si une forme de concurrence entre banques centrales peut parfois se faire jour en son sein, cette concurrence révèle non pas des conflits internes mais plutôt des difficultés d'adaptation aux changements du contexte macroéconomique et géopolitique.

C'est ce qui apparaît clairement dans les déclarations de Christine Lagarde concernant la montée en puissance de l'euro et son accession au statut de véritable devise internationale. Lors d'une conférence de presse très largement reprise par les médias, la présidente de la BCE a en effet fortement insisté sur les bouleversements qui menacent aujourd'hui l'ordre économique mondial²⁹, afin de justifier l'idée selon laquelle l'euro se trouve désormais en position de revendiquer un rôle comparable à celui du dollar. Pour autant, l'ambition qui s'affirme ainsi au sein de la zone euro n'est pas de supplanter le dollar, dont la suprématie est toujours vue

26. M. Cipriani, L. Goldberg et G. La Spada, « Financial Sanctions, SWIFT, and the Architecture of the International Payments System », *Staff Reports*, n° 1047, Federal Reserve Bank of New York, janvier 2023, disponible sur : www.newyorkfed.org.

27. « Attacking the SWIFT Banking System », Packetlabs, 6 février 2025, disponible sur : www.packetlabs.net.

28. « Central Securities Depositories in Europe: Sound Foundations for the Capital Markets Union », *Monthly Report*, Bundesbank, mars 2025, disponible sur : <https://publikationen.bundesbank.de>.

29. « We are witnessing a profound shift in the global order: Open markets and multilateral rules are fracturing, and even the dominant role of the US dollar, the cornerstone of the system, is no longer certain. » Voir C. Lagarde, « Europe's Global Euro Moment », ECB Blog, 17 juin 2025, disponible sur : www.ecb.europa.eu.

comme souhaitable, mais de créer un duopole afin de tirer des bénéfices économiques du « privilège exorbitant » dont il avait jusqu'à présent l'exclusivité : afflux de capitaux étrangers, coûts de financement réduits, protection contre les fluctuations du marché des changes ou les mesures coercitives imposées de l'extérieur (« insulation from sanctions and coercive measures »). On pourrait s'étonner que Christine Lagarde se préoccupe de préserver la pacifique Europe d'éventuelles sanctions financières : une telle précaution révèle l'importance des enjeux géostratégiques à ses yeux. C'est d'ailleurs la « crédibilité sur le plan géopolitique » qu'elle mentionne en premier lieu dans l'énumération des trois piliers sur lesquels doit s'appuyer « l'euro global ». Reprenant les conclusions d'une étude publiée en 2017 par le National Bureau of Economic Research³⁰, Christine Lagarde rappelle ainsi que la capacité d'un émetteur à honorer ses engagements envers ses alliés a un impact direct sur la confiance des investisseurs. Elle conclut donc en premier lieu à la nécessité pour l'Union européenne (UE) de reconstituer son potentiel militaire afin d'assurer à l'euro le rôle mondial qui lui revient. Indice de leur importance somme toute secondaire, les aspects purement financiers de cette montée en puissance ne sont abordés que dans un second temps. Il s'agit d'offrir un volume suffisant de titres de dette publique européenne afin de satisfaire l'appétit des investisseurs internationaux pour les *safe assets*, et particulièrement celui des banques centrales soucieuses d'étoffer leurs réserves en euros. Ces obligations seraient destinées à financer en particulier les investissements de l'Union en matière de défense³¹. L'affirmation du rôle international de l'euro suppose enfin que les banques centrales partenaires de la BCE puissent bénéficier, comme pour le dollar, de *swaps* de devises leur garantissant un accès à la liquidité, y compris en période de tension. On le voit : en cherchant ainsi à dupliquer le rôle et l'action de la Réserve fédérale, Christine Lagarde semble avoir pour ambition non pas de contester la prééminence américaine mais de faire de l'euro une sorte de frère jumeau du dollar.

Cet objectif se révèle d'autant plus pertinent que la position de la Réserve fédérale apparaît plus incertaine depuis le début du second mandat de Donald Trump. Le « consensus de Jackson Hole » repose en effet sur la convergence des objectifs que s'assignent des banques centrales prémunies par la loi contre les empiétements du pouvoir exécutif. En cherchant à obtenir par la contrainte un changement de majorité au sein du Federal Open Market Committee (FOMC), le président américain envoie un signal

30. B. Eichengreen, A. Mehl et L. Chitu, « Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice », *NBER Working Paper*, n° 24145, National Bureau of Economic Research (NBER), décembre 2017, disponible sur : www.nber.org. Les auteurs évaluent à 30 % l'augmentation possible du poids d'une devise dans les réserves de change détenues par les alliés d'un État, dès lors qu'il se dote de capacités de défense jugées fiables par les investisseurs.

31. « Joint financing of public goods, like defence, could create safer assets. » Il est significatif que cet exemple concerne encore le potentiel militaire de l'UE.

clair à l'ensemble des banques centrales : la baisse des taux, dont bénéficieraient aussi bien les ménages que le Trésor américain, doit désormais être considérée comme un objectif prioritaire, fût-ce au détriment du statut du dollar ou de la stabilité financière globale. Ce signal est d'autant plus difficile à interpréter qu'il n'est pas dépourvu d'ambiguïtés, comme le prouve le discours prononcé par Stephen Miran au Hudson Institute le 7 avril 2025³². Avant sa nomination (8 août 2025) comme membre du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale en remplacement d'Adriana Kugler, démissionnaire, Stephen Miran avait été choisi par Donald Trump pour présider le conseil économique de la Maison-Blanche. C'est à ce titre qu'il détaille les grandes lignes de la stratégie voulue par l'exécutif pour concilier deux objectifs en théorie inconciliables : combattre la perte de compétitivité due à un dollar trop élevé, sans perdre les bénéfices politiques offerts par le rôle central de la devise américaine au sein du système financier, bénéfices qui se manifestent, entre autres, par la capacité des États-Unis à imposer des sanctions.

Une telle incertitude quant à l'indépendance de la Réserve fédérale, jointe aux craintes provoquées par les pressions américaines en matière commerciale, ne peut qu'affaiblir la coopération entre banques centrales et pousser certaines d'entre elles à réviser la gestion de leur bilan. C'est ce qui s'est produit entre janvier et juin 2025, en réaction aux menaces de rétorsion douanière formulées par l'administration américaine. Afin de ne pas donner prise aux accusations de manipulation du marché des changes, différentes banques centrales, particulièrement en Asie, ont ainsi révisé la gestion de leurs réserves. Taïwan, la Corée du Sud, l'Inde et la Malaisie font partie des États qui ont annoncé la fin des interventions destinées à éviter une trop forte appréciation de leur monnaie face au dollar. Rien n'indique que les politiques de change de ces pays aient été significativement infléchies au cours des dernières années. C'est bien plutôt la tolérance implicite dont ces politiques bénéficiaient qui semble s'être brutalement réduite, conformément à la stratégie de Donald Trump consistant à privilégier les intérêts à court terme de l'économie américaine. De tels revirements de la part des banques centrales trahissent une défiance inédite de la part de pays qui, comme Taïwan ou la Corée du Sud, se caractérisent pourtant par un strict alignement sur les positions des États-Unis. Dès lors qu'une semblable évolution se manifeste en son sein, toute tentative pour s'affranchir du « consensus de Jackson Hole » s'en trouve légitimée.

32. S. Miran, « CEA Chairman Steve Miran Hudson Institute Event Remarks », Washington, D.C., Maison-Blanche, 7 avril 2025, disponible sur : www.whitehouse.gov.

La stratégie des banques centrales des puissances émergentes : bâtir des alternatives au « consensus de Jackson Hole »

Pour les puissances émergentes, remettre en question le fonctionnement du système financier international est un moyen particulièrement efficace d'accélérer les mutations géopolitiques. Il leur est d'autant plus facile de poursuivre cet objectif qu'elles ont à leur disposition une large gamme de stratégies possibles, conçues et éprouvées depuis longtemps par les puissances actuellement dominantes. À l'heure actuelle, seuls les États-Unis (parfois timidement suivis par l'UE) peuvent infliger des sanctions susceptibles d'isoler entièrement une économie des flux mondiaux des capitaux (gel des réserves de change détenues par l'intermédiaire d'un dépositaire central, exclusion du système SWIFT). À cette exception près, les banques centrales des pays n'appartenant pas au « consensus de Jackson Hole » peuvent exercer une influence équivalente par leurs politiques de change, mais aussi par les variations de leurs actifs de réserve et leur capacité à encourager (ou à bloquer) la création d'institutions financières. Cette panoplie d'instruments peut aussi bien nécessiter une coopération active avec d'autres institutions que se trouver à la discrétion de la seule banque centrale.

C'est en particulier le cas des politiques de change. Lorsque ces stratégies visent à fausser la concurrence internationale en renforçant artificiellement la compétitivité-prix d'une économie, elles ont pour conséquence indirecte de miner la confiance entre banques centrales et donc de rendre partiellement inopérantes les mesures de coopération qu'elles pourraient envisager. Dans son rapport 2025 sur les politiques de change³³, le Département américain du Trésor signale que neuf partenaires commerciaux majeurs – parmi lesquels on retrouve aussi bien la Chine ou le Vietnam que des alliés extrêmement fidèles des États-Unis, comme le Japon, Taïwan et la Suisse – ont été inscrits sur une « liste de surveillance » qui les désigne pour d'éventuelles sanctions. Une telle suspicion ne peut que

33. *Report on Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States*, Département du Trésor américain, 5 juin 2025, disponible sur : <https://home.treasury.gov>.

fragiliser l'esprit d'entraide qui devrait animer les banques centrales de ces pays en vue de garantir la stabilité du marché international des capitaux.

La méfiance peut également s'installer lorsqu'un État est suspecté d'utiliser le bilan de sa banque centrale en vue d'exercer une pression politique sur les émetteurs souverains dont il achète la dette. Ce fut le cas lorsque l'opinion américaine prit conscience que ses créanciers étrangers étaient en mesure de provoquer l'effondrement du marché obligataire et donc une hausse brutale des coûts de financement³⁴. Brad Setser a analysé les ressorts du compromis implicite auquel sont finalement parvenues l'administration fédérale et la PBoC au sujet des portefeuilles de titres américains détenus par les institutions financières chinoises. Bâtie avant même la crise de 2008, l'exposition massive de la PBoC et des organismes qui lui sont rattachés (notamment la State Administration of Soft Exchange, SAFE) constituait en effet un risque qui était également perçu comme critique par les autorités monétaires de Pékin³⁵. C'est pourquoi Brad Setser évoque à ce propos l'apparition d'un « équilibre de la terreur financière », qui a conduit les deux adversaires à privilégier une approche coopérative. On aurait toutefois tort de penser que la tentation d'exercer cette forme de chantage sur les États-Unis est un cas de figure particulier de la rivalité stratégique sino-américaine. Ce serait oublier qu'une inquiétude semblable s'était déjà fait jour au cours des années 1990, en réponse à l'accumulation de la dette américaine par la Banque centrale japonaise (BoJ). La possibilité de déséquilibrer le plus grand marché obligataire mondial est en réalité intrinsèquement liée à la constitution de réserves de change massives par les banques centrales des grands pays exportateurs. Elle demeure cependant limitée par la part croissante prise par les investisseurs privés (hors États-Unis) dans la détention de la dette américaine.

Les banques centrales exercent en outre un contrôle direct sur diverses organisations, telles que les fonds souverains, les dépositaires centraux, les banques commerciales ou les gérants d'actifs, ainsi que les opérateurs de systèmes de paiement. L'écosystème formé par ces institutions peut être mis au service d'objectifs politiques, soit par un recalibrage des interventions existantes, soit par la création d'entités nouvelles destinées à court-circuiter les institutions existantes ou à se mettre à couvert d'éventuelles sanctions. Ces modalités d'action ne sont pas réservées aux

34. Brad Setser cite à ce propos la déclaration d'Hillary Clinton durant la campagne de 2008 : « Comment les États-Unis peuvent-ils imposer leur droit commercial à leur banquier ? » Voir B. Setser, « Puissance et interdépendance financière », *op. cit.*

35. Selon Brad Setser, les investissements chinois en T-bonds et en titres d'agences gouvernementales (notamment Fannie Mae et Freddie Mac) dépassaient déjà 2 000 milliards de dollars en 2008 et n'ont commencé à refluer qu'en 2015 pour se stabiliser aujourd'hui autour de 1 500 milliards (en incluant les réserves détenues de manière officieuse dans les livres d'Euroclear et de Clearstream). En cas de crise obligataire, la stratégie directionnelle adoptée par la PBoC (absence de couverture des actifs en dollars) aurait en effet placé les institutions financières chinoises dans une position difficile, notamment pour continuer à assurer la stabilité du yuan sur le marché des changes.

États marginalisés par le « consensus de Jackson Hole », comme le prouve la création en 2019 de la société Instrument in Support of Trade Exchanges (INSTEX). Née d'une initiative conjointe de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, cette plateforme visait à permettre les échanges commerciaux avec l'Iran sans recourir à des transactions en dollars susceptibles d'exposer les parties prenantes aux sanctions américaines. Les trois actionnaires fondateurs ont été rejoints par sept pays européens (Belgique, Danemark, Espagne, Finlande, Pays-Bas, Norvège, Suède), soucieux de poursuivre des échanges limités aux biens de première nécessité. La société, basée à Paris, fonctionnait comme une chambre de compensation opérant exclusivement sur les créances commerciales avec l'Iran. Les dix gouvernements actionnaires ont annoncé la dissolution de la société le 9 mars 2023, arguant d'un « blocage continu de la part des autorités iraniennes », précisant que cette décision avait été prise « pour des raisons exclusivement commerciales » et sans faire mention de possibles pressions de la part des États-Unis³⁶. Sur ce point comme dans d'autres domaines de la diplomatie financière, on constate ainsi que les États soucieux de s'affranchir de la tutelle américaine se distinguent non par leur capacité d'innovation mais par leur volonté d'employer tous les instruments disponibles.

Ayant à sa disposition tous ces moyens, et s'étant fixé pour objectif de contester l'hégémonie occidentale dans tous les domaines, c'est la Chine qui apparaît aujourd'hui comme la principale menace pour le « consensus de Jackson Hole ». La PBoC se trouve au cœur d'un écosystème financier que le pouvoir chinois entend mettre au service de ses ambitions géostratégiques. Si elle a été clairement formulée par le président Xi Jinping lors du sommet de l'Organisation de coopération de Shanghai (1^{er} septembre 2025) sous la forme d'une « Initiative pour la gouvernance mondiale³⁷ », cette ambition se manifeste déjà dans les actions conduites par les institutions financières d'État agissant de concert avec les banques commerciales placées sous leur influence. La composante originelle de cette stratégie demeure la politique de change menée depuis les années 2000 en vue de maintenir la compétitivité des exportations chinoises depuis le décollage économique du pays. Bien que son impact sur le taux de change effectif réel de la devise chinoise soit

36. « Iran – Les 10 actionnaires d'INSTEX ont décidé de liquider INSTEX du fait du blocage continu de la part de l'Iran (9 mars 2023) », communiqué du Ministère de l'Europe et des Affaires étrangères, 9 mars 2023, disponible sur : www.diplomatie.gouv.fr.

37. Dans son discours de clôture, le président chinois cible de manière générale l'attitude des États-Unis : « the Cold War mentality, hegemonism and protectionism continue to haunt the world ». Il réaffirme aussi plus directement son opposition à l'extraterritorialité des sanctions américaines (« There should be no double standards, and the house rules of a few countries must not be imposed upon others »). Voir « Pooling the Strength of the Shanghai Cooperation Organization to Improve Global Governance », Ministère des Affaires étrangères de la République populaire de Chine, 1^{er} septembre 2025, disponible sur : www.fmprc.gov.cn.

incontestable³⁸, la politique de change agressive de la PBoC ne constitue plus l'enjeu central dans la rivalité financière sino-américaine. Comme le prouve l'hésitation du Trésor américain à accuser la Chine de manipuler le marché des changes, cet aspect de la stratégie chinoise ne représente pas un enjeu décisif dans la perspective de la lutte d'influence avec les États-Unis. En effet, pour permettre au yuan d'atteindre au statut de monnaie de réserve, la PBoC doit nécessairement renoncer à fixer le taux de change, dans la mesure où même les réserves colossales dont elle dispose ne suffiraient pas à stabiliser le cours au niveau requis pour stimuler les exportations³⁹. Les autorités chinoises semblent s'être désormais fixé pour objectif prioritaire de dépasser « l'équilibre de la terreur financière », afin de pouvoir revendiquer une plus grande indépendance vis-à-vis des États-Unis. Cela implique de modifier en profondeur l'allocation des actifs du bilan de la banque centrale.

Dans cette perspective, le renforcement des réserves en or apparaît comme la mesure la plus immédiatement efficace. La PBoC a ainsi augmenté ses réserves d'or sans interruption au cours des dernières années, jusqu'à en détenir à l'heure actuelle plus de 2 400 tonnes, soit le 3^e stock le plus important au monde après les États-Unis (8 133 tonnes) et l'Allemagne (3 351 tonnes). Malgré cette augmentation continue du stock d'or, les actifs libellés en dollars demeurent une composante essentielle du bilan de la banque centrale. Ceci s'explique à la fois par la volonté de ne pas déstabiliser le marché obligataire (ce qui implique de détenir jusqu'à maturité les titres d'émetteurs américains), mais aussi par l'absence de véritable solution alternative. Sans réduire brutalement son exposition à la dette américaine, la PBoC a toutefois procédé depuis 2018 à un rééquilibrage de son portefeuille, aboutissant à une baisse significative du poids des T-bonds (- 27 % entre 2022 et fin 2024, pour atteindre un montant de 759 milliards de dollars) compensée par la montée en puissance des obligations émises par les agences bénéficiant d'une garantie fédérale, particulièrement bien représentées dans le portefeuille de la SAFE⁴⁰. Ces titres bénéficient d'une notation comparable à celle de la dette souveraine, tout en offrant des rendements légèrement meilleurs. Il faut toutefois noter que la gestion du bilan des institutions financières publiques en Chine se caractérise par une très forte opacité, notamment en ce qui concerne les masses importantes de titres déposés auprès d'Euroclear et de Clearstream. Pour y remédier, les analystes ont pris l'habitude de calculer un agrégat « Chine-Benelux » permettant d'évaluer le montant réel des réserves de change chinoises détenues à l'étranger. Cet agrégat se situe à l'heure

38. Le taux de change effectif réel du yuan (calculé par la BRI) accuse ainsi une baisse de 18 % entre mars 2022 et novembre 2025. Voir « Real Broad Effective Exchange Rate for China (RBCNBIS) », Federal Reserve Economic Data, 2026, disponible sur : <https://fred.stlouisfed.org>.

39. R. Zeidan, « De-dollarization, the Belt and Road Initiative, and the Future of the Chinese Yuan », *Georgetown Journal of International Affairs*, avril 2024, disponible sur : <https://gjia.georgetown.edu>.

40. C. Leng, S. Yu et J. Leahy, « How China Is Quietly Diversifying from US Treasuries », *Financial Times*, 2 mai 2025, disponible sur : www.ft.com.

actuelle autour de 1 500 milliards de dollars et se caractérise par une très grande stabilité depuis 2018.

Le rééquilibrage des réserves de change peut être vu comme une mesure défensive, destinée à accélérer le découplage de la Chine vis-à-vis des États-Unis. Les ambitions chinoises en matière de géopolitique financière impliquent également la mise en œuvre de mesures offensives. Elles consistent pour l'essentiel à dupliquer la diplomatie financière américaine et à se poser en alternative aux banques centrales formant le « consensus de Jackson Hole ». Quel meilleur outil que les *swaps* de change en yuan pour attirer et favoriser la mise en place d'un réseau de coopération entre banques centrales susceptibles de concurrencer celui de la Réserve fédérale ? À partir de 2009, la PBoC a ainsi activement négocié des contrats de *swap* en yuan, représentant (à fin 2021) un notionnel de 448 milliards de dollars répartis entre 40 banques centrales⁴¹.

En complément des liens tissés par la PBoC avec les autres banques centrales, les autorités chinoises cherchent à promouvoir les financements en yuan auprès de leurs partenaires commerciaux. À l'occasion de sa visite en Chine (12-13 mai 2025), le président brésilien a ainsi annoncé l'émission de dette publique libellée en yuan (*Panda bonds*), justifiée à la fois par le renforcement constant des liens commerciaux avec la Chine et par la volonté d'abaisser les coûts de financement en devises (les taux en yuan étant inférieurs de 200 à 400 points de base aux taux en dollars ou en euros⁴²). En juillet 2025, le gouvernement hongrois avait auparavant levé 4 milliards de yuans (478 millions d'euros) sur le marché interbancaire chinois avec le soutien de la PBoC. Cette obligation offre un coupon de 2,5 %, alors que le taux des titres d'État hongrois en euros pour une maturité identique est de 6,34 %. Cette émission n'est pas la première : la Hongrie, qui fut le premier pays européen à signer un partenariat dans le cadre de la Belt and Road Initiative (2015), a régulièrement fait appel à des financements chinois depuis lors⁴³.

On peut cependant être sceptique quant à la capacité de la Chine à transformer, dans un avenir proche, le yuan en une véritable monnaie de réserve. En effet, cet objectif implique pour l'essentiel de renoncer à mener une politique de change active, c'est-à-dire à soutenir les exportations chinoises par une sous-évaluation délibérée de sa devise. Une telle stratégie implique la mise en œuvre d'une politique de soutien massif aux capacités industrielles, ce qui assure aux exportations chinoises une compétitivité-

41. J. Watrous, S. Paduano, « PBOC Swap Lines and the IMF in the Global Financial Architecture: Competition or Cooperation? », Boston University Global Development Policy Center, avril 2025, disponible sur : www.bu.edu.

42. M. Pooler et M. Stott, « Brazil Plans Panda Bond As Lula Looks to Bolster Ties with China », *Financial Times*, 9 juin 2025, disponible sur : www.ft.com.

43. Y. Shenggao, « Growth on Horizon as Panda Bonds Attract New Investors around the Globe », *China Daily*, 30 août 2025, disponible sur : <https://global.chinadaily.com.cn>.

prix sans équivalent. À supposer que le Parti communiste chinois poursuive en parallèle l'ambition de faire croître significativement la part du yuan dans les réserves de change de banques centrales, la PBoC et, plus largement, les institutions financières chinoises auraient la plus grande difficulté à désarmer la méfiance croissante que ces politiques industrielles ont fait naître chez les partenaires de la Chine⁴⁴. De ce point de vue, le franchissement du seuil symbolique des 1 000 milliards de dollars d'excédent commercial aura précipité cette prise de conscience, notamment en Europe. Une telle performance – réalisée en dépit de l'augmentation des droits de douane imposée par Donald Trump et de la chute brutale des importations chinoises aux États-Unis (- 30 % à fin novembre 2025 par rapport à la même période en 2024)⁴⁵ – apparaît comme le résultat d'une politique délibérée de *dumping* industriel.

Pour l'heure, le développement international du yuan comme monnaie d'usage dans les transactions internationales concerne presque exclusivement le commerce extérieur chinois. Pour lui conférer un véritable statut de devise internationale concurrente du dollar, il serait nécessaire de libéraliser sans restriction les flux de capitaux. Renoncer au contrôle des flux financiers constituerait une concession probablement trop importante, sachant que le pouvoir chinois semble privilégier nettement la stabilité financière interne. Si un tel assouplissement de la surveillance étatique sur les échanges de capitaux est un jour engagé, il ne devrait l'être qu'avec la plus extrême prudence. Dans la perspective d'un affrontement direct avec les États-Unis, il est crucial que de semblables mesures soient aisément et rapidement réversibles. L'internationalisation progressive du yuan, son éventuelle accession au statut de monnaie de réserve n'offrent en effet pas de garanties suffisantes contre les sanctions qui pourraient être imposées, en cas de crise politique majeure, par les autorités financières américaines avec l'aval des pays attachés au « consensus de Jackson Hole ». Pour s'assurer une réelle indépendance, la Chine et ses alliés doivent donc travailler à la création d'un système financier parallèle, susceptible d'être strictement isolé de celui que contrôlent les autorités américaines et les institutions multilatérales. Le développement de ces nouveaux circuits financiers se traduit par des coopérations internationales de plus en plus étroites dans le domaine des transferts de capitaux et des flux interbancaires.

L'affirmation des ambitions chinoises en matière de transferts financiers s'est d'abord concrétisée par la construction d'un système de paiements transfrontaliers entièrement autonome : le Cross-border Interbank Payment System (CIPS). Conçu par la PBoC en 2012 et opérationnel depuis le 8 octobre 2015, ce mécanisme assure l'exécution et la

44. J. Matthes, « Yuan Undervaluation against the Euro: Unfair Cost Advantages for China? », IW Report n° 36, Institut der Deutschen Wirtschaft, juillet 2025, disponible sur : www.iwkoeln.de.

45. A. Al-Haschimi, *et al.*, « China's Growing Trade Surplus: Why Exports Are Surging As Imports Stall », *ECB Economic Bulletin*, BCE, n° 7/2025, disponible sur : www.ecb.europa.eu.

compensation des flux interbancaires en yuan entre les institutions financières (banques centrales et banques commerciales) des pays associés à cette initiative. À l'heure actuelle, 176 participants directs et 1 552 participants indirects (banques correspondantes), actifs dans 47 pays, sont connectés par ce système. Les montants de capitaux échangés quotidiennement dépassent désormais 650 milliards de yuans (92 milliards de dollars). Bien que ces transactions demeurent nettement inférieures en volume et en extension à celles qui transitent par la messagerie SWIFT (7 500 milliards échangés chaque jour, 11 500 participants), le CIPS en constitue néanmoins une réplique totalement opérationnelle. En mettant sur pied une infrastructure qu'elle contrôle entièrement, la PBoC poursuit ainsi l'objectif avoué de promouvoir l'usage du yuan comme devise internationale, tout en facilitant la mise en œuvre de la Belt and Road Initiative⁴⁶. L'existence de ce mécanisme a d'ailleurs contribué à l'intégration en 2016 – puis au renforcement en 2022 – du yuan dans le panier de devises retenu par le FMI pour l'émission de ses DTS. Le conflit russo-ukrainien a eu pour effet collatéral d'accélérer le processus d'extension du réseau CIPS. À la suite des sanctions internationales consécutives à l'annexion de la Crimée (2014), la Banque centrale de Russie a développé un Système de transfert de messages financiers (SPFS) offrant aux banques russes un équivalent de SWIFT. Avec 400 participants (dont 52 institutions étrangères basées dans 12 pays), le SPFS n'a jamais atteint la taille critique. En revanche, les dirigeants de la PBoC ont engagé des discussions avec leurs homologues russes en vue de raccorder le SPFS au CIPS chinois, permettant ainsi d'étendre le mécanisme à d'autres devises que le yuan⁴⁷.

La stratégie chinoise consistant à promouvoir des flux de capitaux déconnectés des infrastructures de marché contrôlées par les pays occidentaux s'est également concrétisée avec le lancement du projet mBridge en 2021. Ce mécanisme, initialement promu par la Chine, Hong Kong, les Émirats et la Thaïlande, est également patronné par l'Arabie saoudite depuis 2024. Le projet mBridge a pour objet d'exécuter des paiements transfrontaliers en recourant à une *blockchain* ad hoc (mBridge Ledger) pour échanger des flux de capitaux sous forme de monnaie électronique de banque centrale (Central Bank Digital Currency – CBDC). Il s'agit en premier lieu d'un système de compensation permettant le règlement des échanges commerciaux entre des pays liés par des

46. « CIPS has played a positive role in contributing to the development of the Shanghai International Financial Center, promoting two-way opening-up of the financial sector, strengthening financial support to China's real sector economy, serving the Belt and Road Initiative (BRI) financing and facilitating the global use of RMB. » Plus de détails dans la section « About Us », disponible sur : www.cips.com.cn.

47. « Russia Central Bank Will Not Name Banks Linked to SWIFT Alternative », Reuters, 19 avril 2022, disponible sur : www.reuters.com ; Y. Fan et E. Voronkova, « Modern Payment Infrastructure of Cross-Border Settlements of Russia and China », Plekhanov University of Economics, 7 juin 2024, disponible sur : www.e3s-conferences.org.

partenariats commerciaux étroits (y compris pour les exportations d'hydrocarbures par l'Arabie saoudite). Concrètement, ce dispositif connecte les banques centrales et les banques commerciales des pays participants et permet donc de contourner le système SWIFT, contrôlé de fait par les États-Unis. La Banque des règlements internationaux (BRI) a participé à la conception et à la mise en place du système. Elle s'en est retirée en 2024, laissant aux banques centrales qui s'y sont associées le soin de mener le projet à son terme⁴⁸. Le système mBridge repose sur des innovations techniques non encore stabilisées et ne peut donc être considéré à ce stade comme une solution pleinement opérationnelle.

Les initiatives lancées en vue d'affirmer le statut international du yuan ne se sont pas limitées à l'ouverture de circuits financiers indépendants. Elles ont eu également pour objet de renforcer l'interconnexion financière entre la Chine et la place de Hong Kong, notamment à travers le projet Southbound Bond Connect, destiné à favoriser l'entrée des grands investisseurs institutionnels de la République populaire sur le marché obligataire hongkongais⁴⁹. Ce projet lui-même ne constitue toutefois qu'une étape dans la construction d'un écosystème aussi complet que possible, ainsi que le démontrent l'extension des accords Southbound Bond Connect aux contrats de Repo portant sur des titres libellés en d'autres devises que le yuan (dollar, euro et dollar de Hong Kong) ou encore l'ouverture en février 2025 de ce dispositif à des banques internationales sous l'appellation « Northbound Repo Connect⁵⁰ ». Le fait que Citi, l'un des plus grands groupes bancaires américains, ait officiellement annoncé sa participation à cet accord, auparavant limité à dix banques locales, marque une victoire importante pour la PBoC et laisse supposer que de plus en plus d'institutions financières occidentales vont désormais chercher à s'assurer des flux réguliers de refinancement en yuan⁵¹.

Cette stratégie de la PBoC ne saurait enfin atteindre ses objectifs si elle n'associait également les entreprises et les ménages à la modernisation des flux de capitaux. Dans cette perspective, la PBoC et la Hong Kong Monetary Authority (HKMA) ont annoncé en juin 2025 le lancement du système Payment Connect, assurant l'interconnexion entre le réseau de paiement dématérialisé chinois (Internet Banking Payment System, IBPS) et son

48. « Project Mbridge Reached Minimum Viable Product Stage », Bank of International Settlements (BIS), novembre 2024, disponible sur : www.bis.org.

49. « Joint Announcement of the People's Bank of China and the Hong Kong Monetary Authority », Hong Kong Monetary Authority (HKMA), 15 septembre 2021, disponible sur : www.hkma.gov.hk.

50. « ICMA Welcomes New Measures by the PboC and HKMA to Further Open Up China's Onshore Repo Market to Global Investors », International Capital Market Association, 8 juillet 2025, disponible sur : www.icmagroup.org ; « Northbound Bond Connect: Empowering Global Investors to Access China's Onshore Bond Market », Hong Kong Central Moneymarkets Unit (CMU), 17 avril 2025, disponible sur : www.cmuomniclear.com.

51. S. Thomson, « Citi Joins Enhanced Northbound Repo Connect Scheme As Primary Liquidity Provider », The Trade, 3 septembre 2025, disponible sur : www.thetradenews.com.

équivalent à Hong Kong (Faster Payment System, FPS)⁵². Bien que, pour l'heure, seules six banques participent à cette initiative, elle n'en apparaît pas moins comme un premier jalon du processus qui doit aboutir à l'établissement d'un cadre juridique et opérationnel commun permettant de transférer des fonds de manière quasi gratuite et instantanée entre la quasi-totalité des pays d'Asie de l'Est. Les diverses innovations financières promues par la PBoC – y compris celles qui, comme dans ce cas, semblent les plus éloignées des grands enjeux stratégiques – contribuent néanmoins à l'affirmation de la Chine comme puissance financière. Bien qu'elles n'entraînent pas nécessairement de changement dans l'allocation des actifs de la banque centrale, elles pourraient avoir un impact fort sur son bilan. Dans l'hypothèse où le yuan serait reconnu – fût-ce de manière partielle – comme monnaie de réserve, la PBoC aurait en effet la possibilité de transférer tout ou partie de ses réserves en dollars, devenues dès lors inutiles, vers des structures d'investissement contrôlées par le gouvernement. Inenvisageable à court terme, une telle évolution susciterait de nouveaux défis pour les autorités monétaires chinoises, contraintes – comme le sont actuellement les États-Unis ou la zone euro – d'assouplir le contrôle qu'elles exercent aujourd'hui sur les flux de capitaux et de fournir aux marchés des volumes considérables d'actifs libellés en yuan afin de répondre aux besoins des investisseurs privés et des banques centrales⁵³.

52. « The HKMA and the PBoC Launch Payment Connect », HKMA, 20 juin 2025, disponible sur : www.hkma.gov.hk.

53. B. Eichengreen *et al.*, « The Renminbi's Unconventional Route to Reserve Currency Status », VoxEU, Centre for Economic Policy Research (CEPR), 31 octobre 2022, disponible sur : <https://cepr.org>.

Une évolution accélérée par les choix politiques des États-Unis et de l'UE

Si le bilan des banques centrales peut effectivement apparaître à l'heure actuelle comme un outil aux mains des gouvernements dans la poursuite de leurs ambitions géopolitiques, cet état de fait ne peut être tenu pour acquis. Une crise financière majeure suffirait à modifier entièrement cet équilibre, dans la mesure où elle nécessiterait de nouveau une injection massive de liquidités sous forme de rachat d'obligations ou de prêts accordés aux institutions financières. Tout laisse penser que les marchés ne vont pas échapper à l'alternance entre des phases d'expansion financière, caractérisées par des prises de risque mal contrôlées (*Minsky moment*), et des phases de correction brutale nécessitant l'intervention des banques centrales. Malgré le succès des opérations de sauvetage menées en 2008-2009 puis lors du Covid, le recours au bilan des instituts d'émission pour stabiliser les marchés de capitaux continue à être l'objet de sévères critiques⁵⁴. Dans un contexte caractérisé jusqu'à présent par un relatif équilibre des marchés, ce sont des facteurs d'ordre politique ou des innovations techniques qui, pour l'instant, semblent influencer en premier lieu sur la stratégie des banques centrales et leur implication dans les rivalités de puissance.

Pour les institutions financières publiques ou privées, les décisions politiques se traduisent par des pressions externes difficilement modélisables et dont les conséquences sont en général négatives. Le gel des avoirs de la Banque centrale de Russie en offre un exemple éclairant. Cette décision, prise par l'UE et les pays du G7, n'est pas seulement venue justifier *a posteriori* toutes les initiatives tendant à affaiblir les circuits financiers construits au fil du temps par les États occidentaux ; elle expose les institutions chargées de l'appliquer à des risques qui n'avaient pu être anticipés. La mise sous séquestre de 190 milliards d'euros d'actifs détenus dans les livres d'Euroclear a permis de dégager des revenus significatifs (4 milliards d'euros en 2024) transférés au gouvernement ukrainien afin de soutenir son effort de guerre. Une mesure de rétorsion aussi radicale suscite cependant des difficultés techniques et juridiques majeures, notamment le gel par les autorités russes de 33 milliards d'actifs détenus pour le compte

54. J. Cochrane et A. Seru, « Ending Bailouts, At Last », *Journal of Law Economics and Policy*, 14 juin 2024, p. 169-193, disponible sur : www.hoover.org.

des clients d'Euroclear dans les livres du dépositaire central national russe⁵⁵. En outre, plus de cent procédures ont été engagées à l'encontre d'Euroclear par la Banque centrale de Russie, ainsi que par des entités russes ayant fait l'objet de sanctions. Dans ce contexte, le projet de transfert des titres russes à un véhicule *ad hoc* censé mobiliser les ressources financières ainsi confisquées au profit de l'Ukraine ne pourra qu'accroître la pression sur les dépositaires centraux internationaux (Euroclear et Clearstream), tout en fragilisant la crédibilité des institutions financières européennes aux yeux des investisseurs issus des pays émergents⁵⁶. S'il manifeste de façon tangible la suprématie des institutions occidentales dans le domaine financier, le gel des avoirs russes a donc pour conséquence indirecte de renforcer la détermination des gouvernements hostiles au « consensus de Jackson Hole ».

Les attaques lancées contre la Réserve fédérale par l'administration Trump relèvent d'une logique différente. Elles procèdent en effet de motivations idéologiques dont le bien-fondé peut être discuté, mais qui, par définition, ne tiennent nul compte des conséquences géopolitiques qu'elles entraînent. Depuis le commencement de son second mandat, Donald Trump s'est distingué par la violence de ses déclarations concernant la Réserve fédérale et plus particulièrement son président. Dans un premier temps, ces critiques se sont concentrées sur la politique monétaire jugée trop restrictive, au vu des besoins des ménages américains dont la consommation et l'investissement seraient stimulés par une baisse des taux. Cependant, le président ne s'est pas contenté de contester les décisions du FOMC : c'est l'indépendance même de la Réserve fédérale qu'il remet en cause, comme le laissent penser la démission imprévue d'Adriana Kugler le 1^{er} août 2025 – immédiatement remplacée au sein du FOMC par Stephen Miran, principal conseiller économique de Donald Trump –, puis la destitution contestée de Lisa Cook, elle aussi membre du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, le 25 août. La reprise en main de la Réserve fédérale par l'exécutif semble toutefois aller au-delà de ces décisions individuelles, aussi brutales soient-elles. Il est significatif que le Secrétaire au Trésor, Scott Bessent, par ailleurs ancien dirigeant du *hedge fund* Key Square et non économiste de profession, ait publié un article de portée essentiellement théorique sur la réforme de la politique monétaire américaine et la nécessité de restreindre drastiquement les compétences de la Réserve fédérale, notamment en ce qui concerne l'achat d'actifs tel qu'il a été pratiqué dans le cadre du *Quantitative Easing*⁵⁷. Les évolutions qui s'annoncent pourraient donc aboutir à une réelle perte d'influence et de

55. J. Watkins, « Euroclear and Clearstream Shut Down Settlement of Russian Securities », The Trade, 2 mars 2022, disponible sur : www.thetradenews.com.

56. L. Dubois et P. Tamma, « EU's Russian Asset Plan Equals Expropriation, Warns Euroclear », *Financial Times*, 15 juillet 2025, disponible sur : www.ft.com.

57. S. Bessent, « The Fed's New Gain-of-Function Monetary Policy », *The International Economy*, printemps 2025, disponible sur : www.international-economy.com.

crédibilité pour la Réserve fédérale. En supprimant *de facto* son indépendance et en réduisant sa capacité à intervenir directement sur les marchés, les décisions de l'exécutif mettraient la banque centrale américaine dans l'impossibilité de conserver son statut d'instance régulatrice ultime de la finance mondiale.

Cette menace est encore aggravée par des innovations techniques qui sont appelées à modifier en profondeur le fonctionnement des marchés de capitaux. Or, ces innovations sont fortement encouragées par les autorités américaines, au risque d'affaiblir à terme la position dominante du dollar. Ce n'est bien évidemment pas l'objectif visé par le *GENIUS Act* (*Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act*), promulgué le 18 juillet 2025. Ce texte définit un cadre juridique extrêmement favorable à l'émission de *stablecoins* indexés sur le dollar⁵⁸. En devançant ainsi leurs concurrents, les États-Unis cherchent à tirer parti de l'usage croissant des actifs numériques comme moyens de paiement alternatifs pour soutenir la demande de bons du Trésor américains. Cette stratégie devrait être payante à moyen terme. À l'heure actuelle, les actifs garantissant l'émission des *stablecoins* en dollars s'élèvent à 250 milliards de dollars (les deux principaux émetteurs, Tether et Circle, comptant pour 58 % du total). Le marché des *stablecoins* en dollars pourrait atteindre, selon les estimations, entre 500 et 2 000 milliards d'ici 2028⁵⁹. L'initiative américaine ne pourra que précipiter les évolutions en cours dans les autres grandes zones monétaires. Soucieuse d'éviter que l'euro ne soit supplanté par le dollar américain, y compris dans les échanges entre Européens, la BCE a ainsi annoncé que l'euro numérique entrerait dans sa phase opérationnelle en octobre 2025⁶⁰. Afin de simplifier sa mise en œuvre et de hâter sa mise sur le marché, les autorités monétaires européennes devraient d'ailleurs renoncer au développement long et coûteux d'une *blockchain* spécifique et opter pour un système existant.

Les conséquences du *GENIUS Act* seront-elles nécessairement positives pour l'influence des États-Unis dans le domaine de la diplomatie financière ? On peut en douter. Pour commencer, le développement des *stablecoins* émis par des sociétés privées peut être vu comme un facteur possible de déstabilisation des marchés. Jean Tirole a notamment exprimé son inquiétude quant au risque de voir les émetteurs de *stablecoins* remplacer progressivement les actifs sans risque qui garantissent la valeur

58. Contrairement aux autres cryptomonnaies, telles que Bitcoin, dont la valeur est exclusivement déterminée par le marché, la valeur des *stablecoins* est garantie par des dépôts en actifs libellés en devises fortes (en particulier le dollar), détenus et gérés par l'émetteur.

59. S. Jacewitz, « Stablecoins Could Increase Treasury Demand, but Only by Reducing Demand for Other Assets », *Economic Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 8 août 2025, disponible sur : www.kansascityfed.org.

60. « Progress on the Digital Euro », BCE, disponible sur : www.ecb.europa.eu ; J. Schaaf, « From Hype to Hazard: What Stablecoins Mean for Europe », *ECB Blog*, 28 juillet 2025, disponible sur : www.ecb.europa.eu.

de leurs cryptoactifs (bons du Trésor en dollars ou en euros) par des titres plus rentables mais également plus volatils. De tels arbitrages, réalisés hors du contrôle des autorités de surveillance, pourraient se traduire par des pertes massives pour les épargnants en cas de crise, rendant nécessaires des opérations de sauvetage coûteuses pour les finances publiques⁶¹. Outre la menace d'ordre systémique qui pourrait découler d'une mauvaise gestion prudentielle, la montée en puissance des États-Unis dans le domaine des cryptoactifs vient également bouleverser l'équilibre politique qui constituait la base du système financier international depuis 1971. Comme le montrent les efforts de la BCE pour opposer une solution européenne aux avancées américaines, c'est le principe même d'un marché des capitaux unifié à l'échelle mondiale et régulé de fait par la Réserve fédérale qui semble aujourd'hui remis en cause. Dès lors que les États-Unis assument clairement leur ambition de prendre l'avantage dans la compétition technologique et juridique auquel se livrent les principales autorités monétaires, on ne peut plus guère prétendre que la suprématie américaine est par nature bénéfique à l'ensemble des marchés financiers mondiaux. La fiction d'une hégémonie bienveillante des États-Unis en matière financière semble donc en voie de se dissiper.

En désignant Kevin Warsh comme successeur de Jerome Powell à la tête de la Réserve fédérale (30 janvier 2026), Donald Trump a toutefois cherché à ne se fermer aucune issue. Le futur responsable de la politique monétaire américaine s'est en effet distingué par des prises de position critiques à la fois sur le niveau des taux (jugé trop élevé au vu des gains de productivité qu'on peut attendre du déploiement de l'intelligence artificielle) et sur la gestion du bilan de la Réserve fédérale (jugé trop lourd pour être ajusté aux besoins réels de l'économie américaine)⁶². Or, la baisse des taux en dollars demeure contradictoire, en théorie, avec la réduction du portefeuille d'actifs détenu par la Réserve fédérale. L'équilibre fragile entre ces deux options pourrait en outre être remis en cause par le lancement de nouvelles initiatives militaires ; il pourrait l'être encore par une reprise – réclamée par l'électorat – de l'investissement public dans les infrastructures, entraînant ainsi une aggravation des déficits publics. Compte tenu des incertitudes découlant aussi bien des tensions internationales que de la conjoncture électorale ou économique, il est naturel que l'administration américaine cherche à temporiser – sans renoncer entièrement à l'idée de mettre au pas les autorités monétaires. Si l'époque caractérisée par une confiance sans réserve dans l'intervention stabilisatrice des États-Unis semble désormais révolue, les circonstances présentes offrent ainsi un répit bienvenu au modèle de coopération mis en place par les banques centrales occidentales.

61. « Stablecoins Could Trigger Taxpayer Bailouts, Warns Nobel Economics Laureate », *Financial Times*, 31 août 2025, disponible sur : www.ft.com.

62. K. Warsh, « Commanding Heights: Central Banks at a Crossroads », Hoover Daily Report, Hoover Institution, 25 avril 2025, disponible sur : www.hoover.org.

Conclusion

Quelles sont les puissances financières susceptibles de vouloir rompre de manière radicale avec les règles qui gouvernent aujourd'hui encore l'essentiel des flux de capitaux à travers le monde ? Il est peu probable que la zone euro et le Japon souhaitent une confrontation directe avec les États-Unis. Leurs tentatives en vue de promouvoir la numérisation de leurs devises (qu'il s'agisse de monnaies numériques de banques centrales ou de *stablecoins* émis par des entités privées) pourront bien contribuer à l'affaiblissement des circuits de capitaux basés sur l'existence de SWIFT et des réseaux de banques correspondantes. Il n'en demeure pas moins que ni la BCE ni la BoJ ne devraient renoncer à leur coopération avec la Réserve fédérale. Déjà réduite au statut de paria du système financier international, la Russie se montre prête à soutenir toute initiative qui permettra l'émergence de circuits de financement parallèles. Plus que toute autre grande puissance, c'est la Chine qui semble avoir aujourd'hui le plus vif intérêt pour la fragmentation des marchés. La perspective d'un conflit ouvert avec les États-Unis au sujet de Taïwan justifie en effet toutes les mesures prises pour se prémunir d'avance contre d'éventuelles sanctions. Toutefois, la nécessité de conserver une stricte mainmise sur les flux de capitaux ne pourra que compliquer les efforts entrepris par la PBoC.

Les attaques lancées successivement contre le Venezuela et l'Iran par les États-Unis auront un impact indirect sur l'édification d'un système financier parallèle. L'excellence technique et l'efficacité opérationnelle des nouveaux dispositifs ne sauraient en effet suffire à saper les fondements d'un système financier bénéficiant de la garantie implicite des principales puissances occidentales. C'est l'adhésion d'un nombre croissant d'États et d'institutions financières qui, à terme, peut seule assurer le succès de systèmes alternatifs. On a vu que les marchés d'hydrocarbures ont connu de façon précoce un tel découplage, favorisé par les sanctions internationales et les besoins en énergie de la Chine. La possible réintégration de deux très importants pays producteurs de pétrole dans les mécanismes des marchés internationaux pourrait porter un coup sensible aux innovations financières parrainées par la Chine. L'émergence d'un marché de l'énergie entièrement dédollarisé justifiait la mise en place d'institutions financières échappant à l'influence occidentale. La possible extinction de ce réseau d'échange met en lumière les motivations ultimes de la Chine et de ses partenaires : l'anticipation d'un affrontement majeur avec les États-Unis.

Bien que son émergence sur la scène internationale apparaisse moins agressive que celle de la Chine et, pour l'heure, principalement guidée par son aspiration au développement économique, un État paraît aujourd'hui en

mesure de précipiter les évolutions en cours et de modifier les équilibres financiers au détriment des États-Unis. Il s'agit de l'Inde. Tout en conservant, comme la Chine, un contrôle relativement strict des flux de capitaux, l'Inde s'est aussi dotée de systèmes de paiement internes très performants. Avec une croissance du PIB de 6,4 % en 2025 et des projections se situant au-dessus de 6 % pour la période 2026-2030⁶³, l'économie indienne devrait significativement accroître sa part dans les échanges mondiaux. Or, les contraintes résultant des choix stratégiques américains semblent se combiner pour favoriser un rapprochement avec la Chine et la Russie. Subissant depuis le 27 août 2025 des droits de douane de 50 %, l'Inde a été l'une des principales cibles des initiatives de Donald Trump en matière de politique douanière. Bien que l'impact économique réel de ces mesures apparaisse limité (un certain nombre de produits électroniques, tels que les médicaments, les semi-conducteurs et les smartphones, bénéficient en effet d'une exemption⁶⁴), son impact politique est d'autant plus fort que cette situation résulte d'une volonté de punir le gouvernement indien, accusé de complaisance envers la Russie. Il est vrai qu'après la Chine, l'Inde est désormais la principale destination du pétrole russe, qui représente près de 36 % de ses importations d'hydrocarbures (contre environ 2 % avant le début de la guerre en Ukraine)⁶⁵.

Le sommet de l'Organisation de coopération de Shanghai (1^{er} septembre 2025) a marqué une étape supplémentaire dans le rapprochement de l'Inde avec la Chine, les deux puissances ayant pris le parti de mettre en évidence leurs intérêts communs sans être parvenues pour autant à régler leurs différends historiques. Ce rapprochement pourrait notamment se traduire par l'interconnexion des systèmes de paiement et la mise en place de *swaps* entre la PBoC et la Bank of India. Compte tenu de son dynamisme économique, de son poids démographique et de son influence géostratégique, l'Inde semble en mesure d'entraîner avec elle d'autres nations du « Sud global » dans une coopération financière avec la Chine, qui pourrait, dans un contexte de tensions internationales aiguës, porter un coup fatal au « consensus de Jackson Hole ».

63. « India », FMI, disponible sur : www.imf.org.

64. « No Reciprocal Tariff on Indian Electronics Exports to the US », *The New Indian Express*, 26 août 2025, disponible sur : www.newindianexpress.com.

65. « Brief on India-Russia Economic Relations, Embassy of India in Russia », Embassy of India Moscow, Russia, disponible sur : <https://indianembassy-moscow.gov.in> ; « India's Russian Oil Imports Set to Rise in September in Defiance of US », Reuters, 28 août 2025, disponible sur : www.reuters.com.



27 rue de la Procession 75740 Paris cedex 15 – France

Ifri.org