RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

L'HUMEUR DU VENDREDI

# *À vos marques ! Les rendez-vous de la rentrée 2025*



*V. Riches-Flores*
contact.vrf@richesflores.com

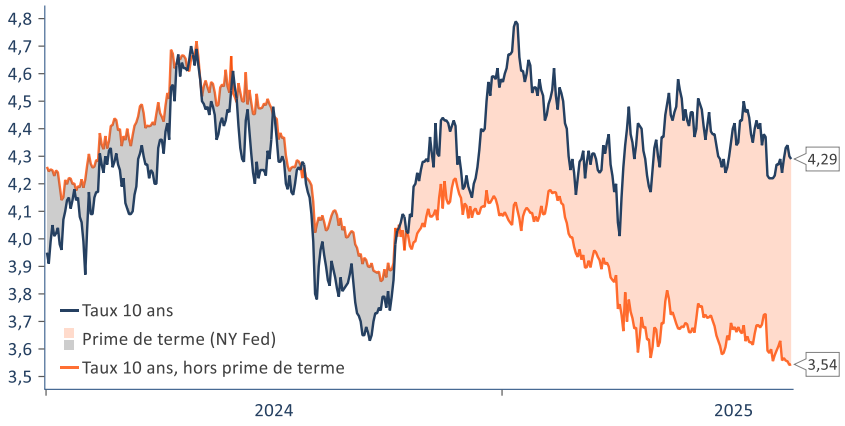
Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

**22 août 2025**

Intense, l'actualité des marchés financiers a, malgré tout, peu évolué en août et les thématiques de rentrée semblent proches de celles de juin-juillet, avec, néanmoins, trépidante gestion américaine oblige, quelques variations…

- Stablecoins contre primes de terme. L'avenir de la Fed sera l'un de ces premiers rendez-vous, dans le sillage du dernier symposium de Jackson Hole de l'ère Powell, avec à la clé un chapelet de questions : quel nouveau président, quand, pour quelle politique monétaire et jusqu'où l'administration ira-t-elle pour imposer des baisses de taux à la Fed ? Derrière ces questions essentielles, s'agissant de la banque centrale de la première monnaie de réserve au monde, une réalité : celle d'une administration aux prises avec des primes de termes sur lesquelles des baisses de taux directeurs imposées et des stablecoins pourraient avoir l'effet inverse à celui recherché. Le fait est que défiance et inflation se combattent mal par une offre monétaire déguisée.

TAUX DES T-NOTES À 10 ANS ET PRIME DE TERME




Sources : RichesFlores Research, Macrobond *modèle FRB

- L'inflation américaine et celle du reste du monde. Ce pourrait bien être le deuxième rendez-vous. Inflation américaine, certes, laquelle semble toutefois offrir une trajectoire assez claire à la hausse, mais, aussi, mondiale. Rarissimes ont été les épisodes d'inflation américaine qui ne se sont pas propagés au reste du monde par le passé. Pourrait-il en être différemment aujourd'hui ? Peu évoqué à ce stade, compte-tenu du contrecoup dépressif attendu du protectionnisme américain, le sujet pourrait faire surface sous peu. Pourquoi la question d'une possible résurgence de l'inflation mondiale, du moins occidentale, se pose-t-elle ?

- Les camouflets camouflés des accords à la Trump. Poignées de mains et sourires convenus cachent mal l'amertume des pays soumis aux sanctions commerciales américaines. L'administration de D. Trump, chacun l'a bien compris, promet d'user encore largement de sa position de force. Mais le monde s'organise et finira peut-être par se révéler moins tributaire des exigences du locataire de la maison blanche, du moins hors d'Europe, laquelle n'a pas encore trouvé le chemin de l'indépendance. La menace géopolitique l'y conduira-t-elle ? Il est à craindre qu'elle ait l'effet inverse.

- *« Back in USSR ♪»*. En même temps que le rêve d'une paix retrouvée ou, a minima, l'espoir d'un cessez-le-feu entre l'Ukraine et la Russie, se profilaient ces derniers jours, la question de la sécurité européenne s'est imposée. C'est que, hier considérée comme une lubie, l'idée d'une stratégie de reconquête des républiques du feu empire soviétique par V. Poutine paraît de moins en moins fantaisiste. Doux délire ou réalité ? Toujours est-il que face à la menace l'Europe, démunie, préférera, encore, faire semblant de croire à l'aile protectrice des Etats-Unis…

Mais cette rentrée sera aussi celle de la mesure du contrecoup des droits de douane pour l'économie mondiale et, plus proche, pour la France, où la dégradation des perspectives risque fort d'aggraver plus encore la situation du gouvernement en place.

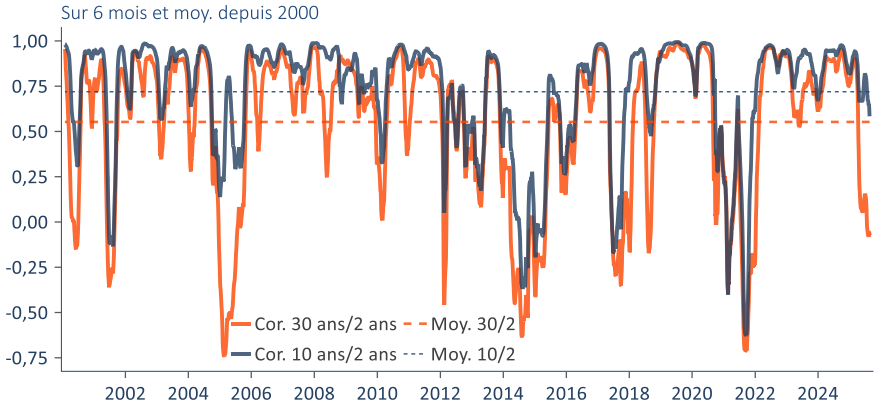
À vos marques, cette rentrée ne sera, à l'évidence, pas de tout repos !

## Stablecoins contre primes de terme

À 4,93 %, vendredi matin, avant le discours de J. Powell, les anticipations de baisse des taux directeurs et le forcing de D. Trump sur la composition du board de la Fed n'y font rien : les taux à 30 ans campent à quelques points de leurs records récents, soit 150 points de base au-dessus du niveau auquel ils se situeraient si la confiance dans la dette américaine, mesurée par le modèle de prime de terme de la Fed au premier trimestre 2025, n'était pas entamée comme c'est le cas depuis la réélection de D. Trump.

C'est, en effet, sur les échéances de très long terme que se décrypte le mieux la défiance en place, comparable à ce qu'ont provoqué les épisodes les plus extrêmes du XXI$^{ème}$ siècle. Ces périodes se caractérisent, notamment, par l'effondrement de la corrélation entre le rendement des T-Bonds à 30 ans et les anticipations de politique monétaire, ci-dessous représentées par le rendement des taux à 2 ans.

### Corrélation entre les taux 30 et 10 ans avec les T-Notes à 2 ans aux Etats-Unis

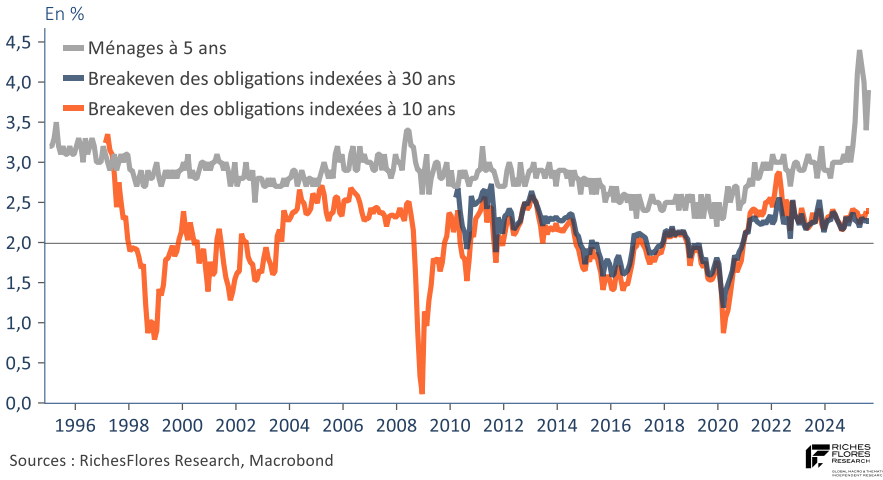



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le phénomène, s'il n'est pas encore visible sur les échéances de moindre duration, 10 ans en l'occurrence, n'en dénote pas moins une perte grandissante de confiance dans les titres de la dette fédérale de très long terme, avec pour conséquence de déconnecter le niveau des taux longs de celui des taux directeurs. C'est en cela que la situation est dangereuse, confisquant de facto aux responsables monétaires une partie de leur capacité d'influencer la formation des taux longs.

Peut-être à tort, cette situation ne semble pas trouver son origine dans les anticipations implicites d'inflation des marchés, du moins, sur ceux des obligations indexées du Trésor américain. En effet, contrairement à celles des agents, ménages en particulier, celles-ci n'ont pas réagi au retour de D. Trump au pouvoir -ce qui n'est pas sans poser question.

### Anticipations d'inflation aux Etats-Unis



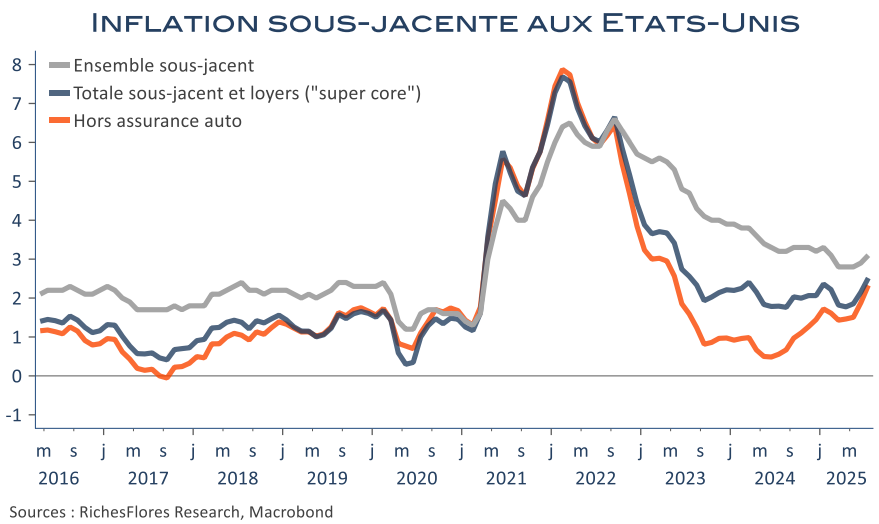

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La prime exigée par les investisseurs s'expliquerait donc par la dégradation de leur opinion sur la soutenabilité de la dette, ce qui, « appelons un chat un chat » s'assimile à une dégradation de la qualité de la signature du Trésor américain.

Face à une telle situation, la stratégie de l'administration interroge.

Rien de pire, en effet, dans un tel cas de figure, que l'ingérence promise du pouvoir politique dans la gestion monétaire. Baisser les taux directeurs alors que l'inflation

menace de repartir à la hausse ajouterait vraisemblablement à la prime de défiance une prime d'inflation susceptible de faire grimper davantage les taux longs, tout au moins de les empêcher de baisser.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Scott Bessent, le secrétaire d'État au Trésor, tente de contourner le problème. C'est là qu'interviennent les stablecoins. Puisque les acquéreurs de Treasuries traînent la patte, proposons leur d'autres instruments, en l'occurrence des crypto monnaies… indexées sur ces mêmes bons du Trésor ! Les Américains sont censés en être friands et en garnir, quelque peu aidés par une législation favorable, leurs fonds de pension, permettant, au détour, de financer toujours plus de besoin de l'État fédéral et des États fédérés.

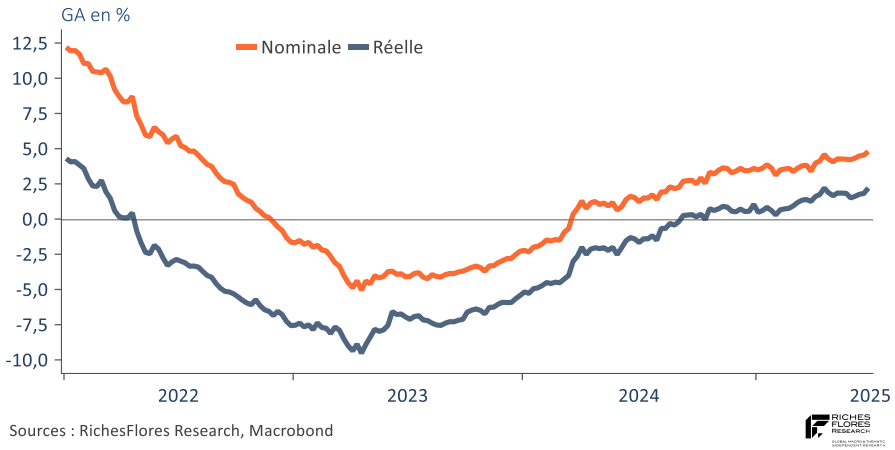
L'idée vise, avant tout, à réduire la dépendance au financement étranger en offrant une attractivité nouvelle aux placements domestiques sur la dette américaine. Sur le fond, néanmoins, les solutions sont des faux-semblants. A terme, étrangers ou nationaux exigeront des primes de risques accrues au fur et à mesure du gonflement de la dette, avec pour principale différence de rendre les Américains plus exposés aux pertes que ces primes de risques représenteront sur leur capital.

L'histoire économique est riche d'expériences comparables qui consistent à tenter de détourner les contraintes de financement par la création de nouveaux moyens monétaires. Parmi celles-ci, l'expérience des assignats français de 1790, dont la valeur était garantie par celle des biens du Clergé, mérite d'être rappelée. Le site histoire-image.org relate efficacement la débâcle qui s'en est suivie quelques années plus tard, dont nous reprenons quelques brefs extraits : *Après la chute de Robespierre (27 juillet 1794), l'abandon de l'économie dirigée, des contraintes économiques et des pratiques de la Terreur est inscrit dans la ligne de réaction thermidorienne. La Convention repentante libère les prix, les changes, la Bourse, les métaux. Mais elle relance l'inflation car l'État n'a plus d'autre ressource. En avril 1795, on annonce la fabrication de 3,2 milliards d'assignats nouveaux. Le rythme des émissions passe en 1795 de 700 millions par mois à 3 milliards, puis, avec le Directoire, à 5. L'inflation monstrueuse qui s'ensuit désorganise complètement l'économie. Les conséquences sociales dramatiques – la disette et la mort par inanition – frappent la population salariée et les gens à revenus fixes. Mais, à cette époque, l'assignat reste accepté, à sa valeur nominale, pour le paiement des impôts et pour l'acquisition des domaines nationaux.*

*Le Directoire fixe le plafond des assignats en circulation à la somme de 30 milliards. Devant les difficultés qu'il rencontre à les faire accepter, il porte le montant à 40 milliards et annonce que les presses seront ensuite brisées ! La planche aux assignats est effectivement détruite le 30 pluviôse an IV (19 février 1796) devant une foule considérable. Le Directoire, qui en reste cependant tributaire, tente de lancer un nom nouveau, le mandat, mais il échoue comme l'assignat. En février 1797, il ne vaut plus que 1 % de sa valeur monétaire initiale. Le Directoire procède à sa démonétisation pour revenir à la monnaie métallique. Comme on ne dispose plus alors que de 300 millions de livres en métal, la déflation est très brutale. Le citoyen qui a fait confiance au papier a ainsi perdu dans la proportion de 3 000 pour 1. Toutefois la situation monétaire est à peu près assainie* (source : https://histoire-image.org/etudes/debacle-assignats).

En quoi les stablecoins se différencient-ils des assignats ? Difficile de trouver une réponse convaincante. La véritable question est celle de la dette américaine, doublée d'une réaccélération de la croissance monétaire. En l'absence de maîtrise de ces deux piliers de contrôle de l'inflation, il fait peu de doutes que les tensions sur le coût de la dette ont plus de chances de se poursuivre que l'inverse, ceci plus encore si la banque centrale est contrainte de mener une politique inverse à celle qu'imposeraient les risques en présence.

## Croissance de la masse monétaire M2 aux Etats-Unis




Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une baisse des taux de la Fed, aujourd'hui plus envisageable que l'inverse, comme confirmé par J. Powell lors de son intervention de Jackson Hole, ne permettra vraisemblablement pas de provoquer une inversion de tendance durable des tensions sur les taux longs sans ralentissement significatif de la croissance économique. Jusqu'où la future Fed pourrait-elle dès lors aller pour forcer les choses ? Le retour du quantitative easing sous une forme ou sous une autre, revient forcément dans le radar.

En attendant, les stablecoins concurrencent le BTC et, dans une moindre mesure, les métaux précieux. Ces derniers restent néanmoins les seuls véritables remparts de protection à long terme face à ce qui se prépare.

## De l'inflation américaine à celle du reste du monde

Les signes d'une résurgence de l'inflation américaine, nous l'avons montré dans notre résumé du 17 août, se multiplient et il fait peu de doutes que l'entrée de droits de douanes quasi-généralisés dans le courant du mois d'août risque d'exacerber les tendances déjà en place.

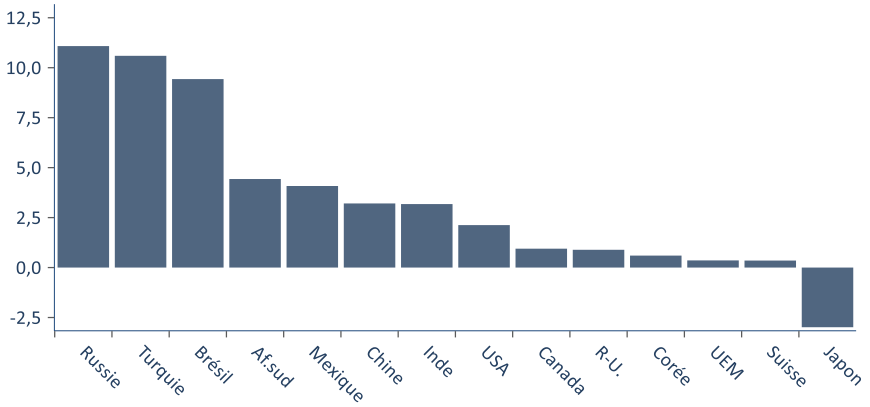
Le reste du monde restera-t-il à l'écart de ce risque ? C'est peu probable. Si, dans un premier temps, les effets dépressifs des droits de douanes ont tout lieu de pressuriser les prix des entreprises exportatrices et, par-delà, leurs marges et l'inflation, la politique américaine par sa nature laisse peu de place à un scénario de maîtrise de l'inflation mondiale.

1- Les droits de douanes pousseront, in fine, les entreprises américaines et celles du reste du monde à augmenter leurs prix sur une large majorité de leurs marchés, qu'ils soient soumis à des droits de douanes ou non.

2- Les tensions géopolitiques et diplomatiques exacerbées par la posture belliqueuse de l'administration Trump, suggèrent des frictions récurrentes sur l'approvisionnement et, *in fine*, l'offre des entreprises. Comment ces dernières se manifesteront et dans quels secteurs est, à ce stade, difficile à anticiper mais la tendance pourrait s'illustrer sans tarder dans un certain nombre de secteurs.

3- **Le laxisme monétaire imposé par l'administration américaine à la Fed est un appel d'air à des politiques monétaires mondialement assouplies, d'autant plus tentant dans un contexte de guerre économique**. C'est bien par cette influence que les anticipations de baisses des taux nées des derniers chiffres de l'emploi ont eu pour effet de soutenir les marchés mondiaux, en particulier ceux des pays émergents exportateurs de matières premières, les plus sensibles aux évolutions respectives du dollar et des taux de financement américains. Comme nous l'avions souligné dans nos perspectives trimestrielles, **la baisse du dollar et des taux américains ouvre la porte à une normalisation des pratiques monétaires souvent très restrictives parmi ces pays.**

## Taux d'intérêt directeurs réels




Sources : RichesFlores Research, Macrobond

**La BCE, dans l'expectative, n'a pas lieu de s'opposer à la tendance et sera sans nul doute plus tentée de suivre la Fed que l'inverse**, quand bien même probablement à distance compte-tenu du bas niveau de ses taux directeurs. Si les anticipations d'inflation n'ont pas décroché, elles sont stables, légèrement au-dessus de l'objectif officiel de 2 %.

ANTICIPATIONS D'INFLATION 5 ANS/5 ANS EN UEM

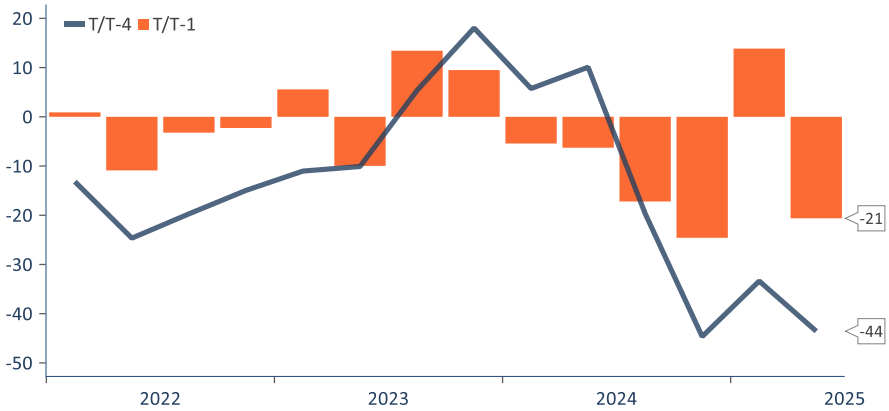



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Par ailleurs, le contrecoup économique des droits de douanes justifie qu'elle assouplisse sa politique quelque peu.

Au deuxième trimestre l'économie allemande s'est contractée de 0,3 %, bien au-delà de la baisse de 0,1 % initialement annoncée. Les dépenses publiques, en hausse de 0,8 % par rapport au premier trimestre, n'ont pas été suffisantes pour compenser la stagnation des dépenses de consommation des ménages et, surtout, la chute de 21 % des exportations nettes de biens et services et celle, consécutive, de 1,4 % de l'investissement privé. Très impactée par la hausse des tarifs du secteur automobile au deuxième trimestre, aujourd'hui ramenés à 15 %, l'Allemagne aura manifestement du mal à surmonter les sanctions commerciales américaines, dans un contexte, qui plus est, d'appréciation de l'euro.

EVOLUTION DES EXPORTATIONS NETTES DE B&S ALLEMANDS À PRIX CONSTANTS, EN %




Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Dans les conditions en présence dans lequel ni les conditions économiques ni les conditions financières ne justifient le nouveau cycle de baisse des taux que s'apprête à initier la Fed, ces tendances ont tout lieu d'aller de pair avec une montée progressive des tensions sur les prix des matières premières, comme l'a d'ailleurs été leur réaction immédiate aux propos de J. Powell ce vendredi.

INDICE DES CONDITIONS FINANCIÈRES AMÉRICAINES (BANQUE FÉDÉRALE DE CHICAGO)




Sources : RichesFlores Research, Macrobond

D. Trump finira peut-être par féliciter J. Powell après l'avoir traîné dans la boue comme il l'a fait ces derniers temps, tant l'appel d'air provoqué par son changement de discours pourrait se révéler porteur pour les bourses mondiales. Pas sûr, pour autant qu'il gagne beaucoup sur son portefeuille d'obligations dont on entend dire qu'il a gonflé de 100 millions depuis son accession au pouvoir…

## "Back in USSR"

La Russie pourrait-elle gâcher la fête ? Le sujet, en tout cas, continuera d'occuper les devants de la scène internationale et, plus particulièrement, européenne. Les espoirs de paix de ces deux dernières semaines sont loin d'être gagnés et, au-delà de ce que signifie un prolongement de la guerre pour l'Ukraine, l'Europe est en première ligne de ce conflit au coût de plus en plus lourd et de moins en moins accepté par les populations.

En lieu et place d'une rencontre entre V. Poutine et V. Zelensky, qui avait émergé des tractations internationales du début de semaine, les frappes russes sur l'Ukraine se sont intensifiées jusqu'à toucher la Pologne, sur le territoire de laquelle a malencontreusement abouti un drone russe jeudi. Incident ou provocation, la réponse n'est pas encore certaine mais la deuxième lecture est incontestablement encouragée par les démonstrations récentes des dirigeants russes affichant de plus en plus ouvertement leur nostalgie de l'empire soviétique. La menace change donc de nature et, avec elle, les réponses que l'Europe pourrait formuler. Sauf que cette dernière n'a guère les moyens de ses besoins de protection et, qu'en la matière, les Américains, restent les « alliés » naturels des Européens…

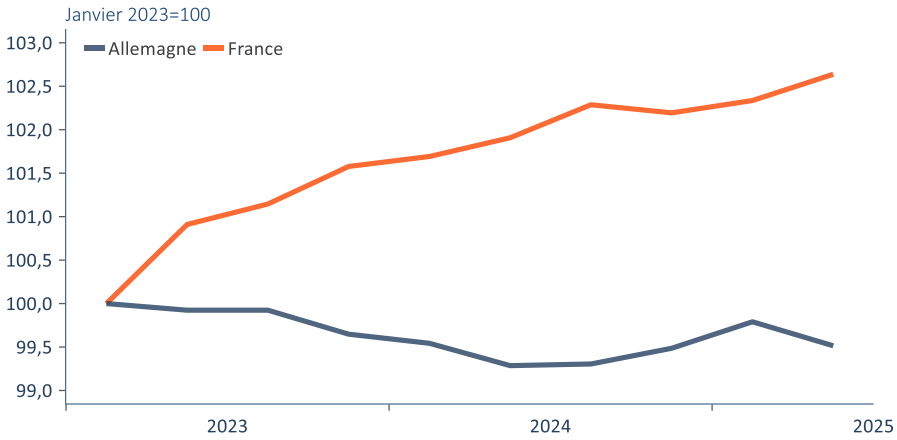
**L'Europe, par son refus de voir le monde tel qu'il est depuis la création de la monnaie unique, est à la solde des Américains qui n'ont guère l'intention de lui offrir un service de protection sans contreparties. Dit autrement, accord commercial, finalement couché sur le papier cette semaine, ou non, les risques de tensions commerciales renouvelées entre les Etats-Unis et l'UE paraissent encore très élevés.**

## France : ça passe, ou ça casse ?

**À ce jeu-là, la France n'est pas la mieux lotie. Si l'automobile et les produits pharmaceutiques ont été finalement exonérés de surtaxe additionnelle, et à ce titre, soumis, comme les autres produits à 15 % « seulement » de droits de douanes américains, les vins et spiritueux n'ont pas été sortis du champ des importations ciblées. Il s'agit d'un coup dur dont l'économie hexagonale se serait bien passée dans la situation en présence, même si l'aéronautique compense une partie de cette déception.**

Quand bien même mieux portante que sa voisine allemande, l'économie française vivote et semble, surtout, bien peu à même de subir le contrecoup d'un budget de rigueur en préparation.

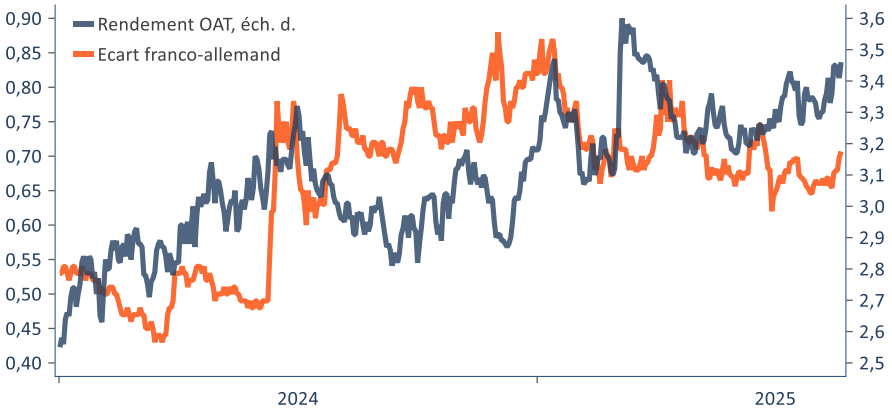
PIB À PRIX CONSTANT




Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le risque politique est à nouveau dans tous les esprits avec une rentrée sociale à haut risque qui pourrait finir par avoir raison du gouvernement en place dans un contexte budgétaire des plus tendus, progressivement plus menaçant. Les écarts de taux franco-allemands, plutôt graduellement en baisse depuis le printemps, se sont redressés ces derniers jours à l'approche de négociations budgétaires promises à l'échec. La France entre de nouveau dans une période de tensions et de risques politiques qui ne manqueront pas de marquer cette rentrée 2025.

RENDEMANT DE L'OAT 10 ANS FRANÇAISE ET ÉCART AVEC LE BUND ALLEMAND




Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, on l'aura compris cette rentrée ne s'annonce pas sous le signe de l'apaisement, quand bien même le changement de cap de J. Powell viendra en adoucir les contours, au moins, d'ici aux prochaines données d'inflation, attendues le 11 septembre, une semaine avant le prochain FOMC du 17.

Pour rappel, notre Synthèse de la première quinzaine d'août du 17 août.

Véronique Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité.
Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com