

ET SI LES ÉTATS-UNIS RÉORGANISAIENT LE SYSTÈME ENTRE DOLLAR, *STABLECOIN* ET *BITCOIN* ?

Yves Choueifaty

Président
TOBAM

Diplômé de l'ENSAE, il commence sa carrière, comme stagiaire, chez Crédit Lyonnais Asset Management II en deviendra directeur général. Il quittera CLAM aux premières semaines du rapprochement avec CA-AM qui donnera naissance à Crédit Agricole Asset Management, puis Amundi. En 2005, il invente le « Diversification Ratio » et crée TOBAM (Think Out of the Box Asset Management). À partir de 2013, il s'intéresse de très près aux cryptomonnaies, et plus particulièrement au Bitcoin. En 2023, il crée LBRTY, stratégie visant à réduire l'exposition (en particulier indirecte) aux autocraties.



L'herméneutique étudie la manière dont le sens est produit, transmis et compris. Elle vise notamment à comprendre la rationalité des décisions. C'est à partir de ce prisme que nous avons étudié quelques décisions des États-Unis, sous l'ère Trump ...

L'économie repose sur un socle immatériel, mais indispensable et exigeant : la confiance. Les systèmes monétaires, eux aussi, ne tirent pas directement leur légitimité d'un mandat légal, d'un décret, mais de ce qui peut en être perçu comme la conséquence hypothétique : la confiance dans la capacité à stocker la valeur, à préserver le pouvoir d'achat, à assurer une cohérence, des passifs et des actifs, dans le temps. Et la confiance ne se décrète pas. Historiquement, la clé de voûte de la confiance était « métallique » : l'or et l'argent en constituaient le fondement. Leur relative rareté, leur durabilité physique et leur résistance à la dépréciation constituaient une garantie rudimentaire, mais fonctionnelle, de capacité à conserver la valeur. Cependant leurs limites pratiques - faible liquidité, stocks absolument non auditables, rareté aléatoire, coûts de transport et de stockage - les rendent incompatibles avec les exigences d'une finance moderne,

numérique et mondialisée. Après 1945, le dollar s'est imposé comme nouvelle référence. À l'origine adossé à l'or via Bretton Woods, il s'est ensuite appuyé sur la stabilité institutionnelle américaine et sur une domination économique, financière et géopolitique sans équivalent. Plusieurs décennies durant, l'architecture a tenu : les actifs en dollars étaient liquides, exécutoires, dignes de crédit dans tous les sens du terme. Le dollar est devenu la clé de voûte de la confiance mondiale. Cette position est aujourd'hui fragilisée par la trajectoire des finances publiques américaines.

Avec une dette fédérale dépassant les 37 000 milliards de dollars et une résorption de long terme de celle-ci politiquement peu plausible, un régime se dessine où l'érosion graduelle ou la dévaluation en valeur absolue du dollar sert, en fait, l'intérêt objectif souverain : une inflation persistante allège le poids réel des engagements nominaux ; un dollar plus faible soutient la compétitivité et la pression budgétaire des programmes sociaux s'atténue en termes réels. Dans ce cadre, la crédibilité monétaire, plutôt qu'un objectif de politique, devient un actif mobilisable : un stock de confiance susceptible d'être consommé ou échangé contre d'autres priorités macroéconomiques.

À la recherche des rationalités cachées

Cette dynamique n'est pas propre aux États-Unis. Par construction, les monnaies « décrétées » (fiat) ne connaissent pas de contrainte physique d'émission et sont exposées aux cycles politiques et économiques. Elles sont de facto structurellement vouées à l'érosion. Ce n'est pas un risque théorique, mais une certitude statistique, visible par exemple dans la dégradation tendancielle des agrégats monétaires réels. Hayek l'avait anticipé dans « Pour une vraie concurrence des monnaies » : un monopole monétaire finit par miner la stabilité qu'il prétend garantir.

Dès lors, la question devient : quel substitut à la monnaie fiat en termes de clé de voûte de la confiance ? Et comment gérer la transition ? Avant de répondre, il convient de préciser l'optique adoptée ici. Plutôt que d'attribuer mécaniquement les choix publics à l'opportunisme conjoncturel, nous adoptons un prisme herméneutique : le pari de la générosité. Il postule de façon volontariste

que des décisions apparemment hétérodoxes répondent à une rationalité à identifier. Ce biais interprétatif n'avalise pas les politiques menées ; il en dévoile des motivations.

Emprunter au maximum tant qu'on est crédible...

Sous ce prisme, certaines évolutions fiscales américaines récentes gagnent à être relues. Souvent caricaturé en simple stimulus populiste, le vaste « paquet » budgétaire One Big Beautiful Bill s'interprète alors autrement : comme une réponse raisonnée à l'épuisement de la monnaie en tant qu'actif d'épargne de très longue durée. Explication : supposons un décideur public, lucide et prospectif, convaincu que la capacité du dollar à jouer ce rôle touche à sa limite, et qu'une alternative programmatiquement rare et décentralisée - comme Bitcoin - est susceptible d'acquérir une crédibilité suffisante pour être candidat à ce statut de nouvelle référence. Dans ce scénario, la stratégie souveraine logique consiste à émettre autant de dette de longue maturité que possible tant que subsiste un reliquat de crédibilité, puis à convertir ce capital-temps en actifs et capacités productives accroissant le potentiel réel de l'économie. Des mesures réduisant la fiscalité des entreprises et encourageant ainsi l'investissement, ou limitant les désincitations au travail liées à certains transferts ne relèvent alors pas d'un tropisme idéologique : elles visent à réorienter capital et main-d'œuvre vers les secteurs où se créent production, marges, résilience et prospérité tandis que l'inflation grignote la valeur réelle des passifs et réduit le coût effectif de l'endettement. Ce qui, vu de l'extérieur, ressemble à une fuite en avant budgétaire peut ainsi être compris comme une adaptation préemptive : non pas abandon irresponsable de la discipline, mais monétisation calculée d'un stock résiduel de confiance, avant qu'il ne s'épuise.

Les stablecoins pour se refinancer

Un indice convergent de ce cadre d'analyse est l'essor des stablecoins comme instrument quasi direct de monétisation de la dette. Pour préserver la parité avec le dollar, leurs émetteurs (Tether, Circle, etc.) allouent structurellement leurs réserves à des instruments de dette souveraine et à des dépôts sécurisés. Chaque jeton crée une demande décentralisée et persistante de dette publique américaine, particulièrement sur les marchés offshore, offrant à l'émetteur souverain une base d'acheteurs crypto natifs récurrents. Ce qui n'était qu'une innovation périphérique dans le domaine du paiement devient un canal structurel d'absorption fiscale : les canaux financiers de la finance décentralisée prolongent - et accélèrent - la monétisation du crédit public. Les stablecoins ne se contentent pas de refléter le dollar ; ils l'opérationnalisent en flux de refinancement quasi automatiques.

Parallèlement, la multiplication d'initiatives américaines autour de Bitcoin peut se réinterpréter à travers ce prisme et se lire comme les éléments d'une stratégie d'appropriation plutôt que comme un simple enthousiasme spéculatif. Clarification réglementaire,



facilitation de l'adoption institutionnelle, multiplication des vecteurs d'investissement, développement de capacités domestiques de minage et d'infrastructures, accumulation par des entités publiques et privées : autant de briques qui inscrivent de facto Bitcoin dans une orbite américaine.

Une discrète OPA sur le Bitcoin

Si cette orientation aboutit, Bitcoin devient un actif de réserve parallèle d'essence américaine parce que largement détenu par des acteurs américains. Et la stratégie combine alors deux vertus : la sortie par dépréciation du « problème » de la dette et l'appropriation par les États-Unis d'un levier géo-économique durable dans un ordre monétaire moins centré sur le dollar. Dans une telle configuration, la détention de stocks significatifs de Bitcoin

« La crédibilité monétaire, plutôt qu'un objectif de politique, devient un actif mobilisable : un stock de confiance susceptible d'être consommé ou échangé contre d'autres priorités macroéconomiques. »

par des acteurs américains - publics et privés - participerait autant de la gestion du passif souverain que de la projection de puissance.

L'intérêt du pari de la générosité n'est pas de valider cette stratégie ni d'en prédire le succès. Il est d'en rendre lisibles des motifs potentiels : transformer une crédibilité monétaire finissante en options réelles, utiliser l'inflation comme amortisseur de dettes anciennes, adosser le refinancement à des mécanismes décentralisés via les stablecoins, préparer une bascule graduelle vers une clé de voûte de la confiance de rareté programmée (Bitcoin) avec une empreinte américaine maximale.

Il s'agit moins d'ériger un système normatif que d'anticiper la trajectoire qui résulte des incitations dominantes.

Dans une ère où la confiance monétaire se dilue, la capacité à interpréter les comportements institutionnels de long terme - plutôt qu'à n'en juger qu'à travers la seule conjoncture - devient un avantage stratégique. La question n'est pas de savoir si la monnaie décrétee, la monnaie fiat, perdra de sa crédibilité : le processus est à l'œuvre. La question est de gérer au mieux la transition vers le monde de demain et, pour les plus puissants, de transformer un déclin en levier stratégique. ■