

10 Lundi Finance



ALFREDO PIACENTINI
CHRONIQUEUR

Un œil sur la place

Un dollar en perte d'hégémonie?

Le recul récent du dollar est à la fois inédit, par son ampleur et sa rapidité, et troublant. Historiquement, en périodes d'incertitude économique-politique et de taux directeurs américains comparativement élevés, le billet vert a plutôt eu tendance à s'apprécier. Faut-il voir dans sa trajectoire de ces derniers mois une défiance durable des marchés financiers à l'égard des actifs américains? Et comment dès lors, pour les investisseurs suisses que nous sommes, positionner les portefeuilles? Sachant bien que l'évolution des devises est notamment difficile à prédire, et que les avis en la matière sont aussi nombreux que les experts proclamés.

Commençons par la réalité des faits: depuis son pic de mi-janvier, le dollar américain affiche une baisse d'environ 13% contre le franc suisse, et quasiment autant contre l'euro. L'indice DXY, mesure du billet vert vis-à-vis d'un panier de six devises majeures, a même connu son pire premier semestre depuis 1973, année de l'effondrement du système de Bretton Woods.

Une dépréciation aussi intense, sur une courte période, péjore évidemment les performances des portefeuilles des investisseurs non-américains. Tout comme elle fausse aussi quelque peu l'analyse de l'évolution des cours des actifs s'échangeant essentiellement en dollars.

Fin de l'exceptionnalisme américain

Ainsi, les gains de 25-30% du bitcoin et de l'or depuis le début de cette année fondent à 10-13% lorsque ramenés en francs suisses. Idem pour la performance des indices S&P 500 et Nasdaq: une hausse de 7-8% en dollars, mais une perte de 5-6% en francs suisses.

Par le passé, durant des épisodes de turbulences économiques, le dollar a plutôt eu tendance à se comporter en valeur refuge. L'actuel différentiel d'environ 4,4% entre les taux d'intérêt américain et suisse plaide lui aussi en faveur du billet vert – renchérissant d'autant le coût de couverture d'une exposition de portefeuille. Alors pourquoi pareille chute en 2025?

La deuxième présidence de Donald Trump, avec son lot de déclarations fracassantes, de revirements de politique et de mesures à la fois protectionnistes, inflationnistes et préjudiciables pour les finances publiques, a de fait mis fin à plusieurs années d'exceptionnalisme américain. Un exceptionnalisme qui avait concouru à aspirer l'excédent d'épargne européen et asiatique, en une période où les Etats-Unis étaient vus comme un allié économique et politique fiable et digne de confiance.

Désormais, c'est plutôt un sentiment de peur à l'égard de l'actualité américaine qui prévaut, même si le scénario du pire – une récession sévère – ne semble pas se matérialiser. La question des droits de douane, et leurs potentiels impacts haussiers sur les prix payés par les consommateurs américains, n'est de loin pas réglée.

Couvrir l'entier de l'exposition au dollar serait extrêmement onéreux, vu le différentiel de taux qui prévaut aujourd'hui

La «grande et belle loi» budgétaire, que le Congrès a votée, comme l'exigeait Donald Trump, à la veille de la fête nationale américaine, promet de grossir encore considérablement le déficit public au cours de la prochaine décennie, voire de soulever à terme des questions quant à la viabilité de la dette souveraine.

Et le bras de fer entre le président du pays et celui de la Réserve fédérale vient de reprendre de plus belle, sur fond de chiffres d'inflation supérieurs aux attentes. Si Jerome Powell devait céder aux pres-

sions trumpistes et abaisser prochainement les taux directeurs, la baisse du dollar pourrait encore s'accroître. D'autant que sa valorisation en termes de parité de pouvoir d'achat reste assez élevée par rapport à la plupart des principales devises du G10.

Pas de remise en question

Cela étant, entre tabler sur une poursuite des sorties graduelles du dollar, à des fins de rapatriement de capitaux ou de diversification, et remettre en cause son statut hégémonique de monnaie de réserve mondiale, il y a un pas que nous nous garderons bien de franchir. Tout comme nous ne nous hasarderons pas à prédire l'évolution du billet vert au cours des prochaines semaines. Après un recul aussi marqué, et en fonction des prochaines annonces que fera l'administration américaine, un rebond technique est tout à fait possible.

Ce qui se profile sur le moyen terme, par contre, pour les entreprises exportatrices situées de notre côté de l'Atlantique, c'est un accès doublement compliqué au marché américain, débouché commercial pourtant de prime importance. Le relèvement, à un niveau encore indéterminé, des droits de douane imposés par les Etats-Unis, conjugué à la fermeté de l'euro et du franc suisse contre le dollar, induira une perte de compétitivité indéniable.

Quant aux investisseurs européens et suisses, s'ils peuvent se réjouir de l'abandon de la clause 899 qui figurait dans une première version de la «grande et belle loi» américaine et aurait imposé une retenue à la source supplémentaire de 20% sur les revenus générés par des actifs américains, reste la question du degré d'exposition au dollar qui est acceptable ou opportun dans les portefeuilles.

De notre avis, une allocation au dollar (après couverture des changes et sans tenir compte de la détention d'or) de l'ordre de 15-20% paraît judicieuse. C'est en quelque sorte le niveau que nous estimons structurel, reflet de la «dollarisation» effective du monde. Couvrir l'entier de l'exposition au dollar serait extrêmement onéreux, vu le différentiel de taux qui prévaut aujourd'hui. A l'inverse, s'exposer plus largement au billet vert risquerait de continuer à peser sur la performance des portefeuilles basés en francs suisses ou en euros. Et en augmenterait aussi la volatilité, dans une actualité qui est déjà suffisamment agitée. ■

SUR LE WEB

Retrouvez en semaine l'actualité du monde de la finance sur Letemps.ch/economie

PLANÈTE FINANCE

«Nicolas qui paie», la France qui n'en peut plus

C'est un jeune actif, diplômé et toujours présenté comme un homme blanc. Le personnage fictif de «Nicolas» du compte @NicolasQuiPaie sur le réseau X exprime le ras-le-bol d'une génération de Français qui s'estime sacrifiée par un Etat dépensier et désorganisé. Apparu sur les réseaux il y a quelques années, ce mouvement prend de l'ampleur dans l'Hexagone, où le gouvernement a présenté mardi ses grandes orientations pour économiser au moins 40 milliards d'euros dans le budget 2026.

Les craintes de «Nicolas» sont profondes: la peur de vivre moins bien que les générations précédentes, l'ascenseur social bloqué, l'accès à la propriété devenu quasiment impossible. Et surtout le sentiment de payer trop d'impôts.

Le porte-parole officieux de cette révolte générationnelle se présente comme un particulier issu de la classe moyenne, un «minarchiste identitaire, courant libertarien», dans une interview accordée sous couvert d'anonymat, par *Le Figaro Magazine* du 11 juillet. Il est donc partisan d'un Etat minimal qui ne devrait s'occuper que de la sécurité et de la justice, et cite les accomplissements du président argentin Javier Milei.

Dans le viseur du mouvement «C'est Nicolas qui paie» se trouvent aussi bien les croisières de Bernard et Chantal (dont les retraites présentées comme confortables seraient payées par le travail des Nicolas de France). Ou encore les «Karim», qui détournent les Nicolas de temps à autre.

En lisant l'interview, on se demandait quel aspect serait récupéré politiquement, alors que les animateurs du compte en ligne entendent bien faire peser leurs idées dans le débat pour la présidentielle 2017. La réponse est assez facile: les retraités représentent un poids électoral non négligeable en France. La dimension libertarienne du discours «Nicolas» séduit la droite traditionnelle, mais c'est l'extrême droite qui a fait de «C'est Nicolas qui paie» sa nouvelle expression fétiche, relevait mercredi le quotidien *Libération*.

La formule a même été prononcée à l'Assemblée nationale par un élu d'extrême droite qui s'exprimait sur le gaspillage des deniers de l'Etat. L'éditeur du magazine identitaire *Frontières* a même déposé la marque «C'est Nicolas qui paie».

Les exemples de gabegie présentés par le compte qui se veut satirique vont des allocations familiales à l'audiovisuel public, en passant par les Jeux olympiques de Paris, les vols de Vélib' (les vélos en libre-service en France) ou les charges sociales payées par les entreprises.

Ce jeudi a été un grand jour pour les Nicolas: il marque le «Grand Nicollage», le jour à partir duquel, selon eux, ils commencent enfin à bénéficier des fruits de leur labeur, après avoir passé le début de l'année à travailler pour financer l'Etat. Pour marquer ce jour de «libération fiscale», le mouvement a lancé une opération visibilité, fournissant affiches et autocollants militants que ses sympathisants sont invités à coller jusqu'au 20 juillet. Mais pas sur le bien d'autrui, respect de la propriété oblige. ■

SÉBASTIEN RUCHE



MURIEL ABOUD SCHIRMANN
HEAD OF ADVISORY
SOLUTIONS, INDUSUEZ
WEALTH MANAGEMENT

Au cœur des marchés

Quand la couverture de change fait vaciller le dollar

Au premier trimestre 2025, après des années d'appréciation, le dollar a enregistré sa pire performance depuis 1973, chutant de 10,8% sous l'effet des incertitudes engendrées par les ambitions commerciales et fiscales du président Trump. Parmi ces facteurs figurent l'imposition de nouveaux tarifs douaniers, un endettement massif pour financer les dépenses publiques, et les pressions exercées sur la Fed.

Bien que cette baisse soit notable, elle n'a toutefois rien d'exceptionnel. Des baisses de l'ordre de 10% sur une période de six mois se sont déjà produites à plusieurs reprises au cours des dernières décennies. Ce qui rend cette situation unique, c'est que le dollar se soit déprécié en pleine période d'aversion au risque sur les marchés financiers.

Traditionnellement considéré comme une valeur refuge dans de telles circons-

tances, le dollar a cette fois perdu du terrain, suscitant des inquiétudes sur une possible perte de confiance dans les actifs libellés en dollars.

Une analyse approfondie suggère que cette dépréciation a elle-même déclenché un phénomène qui l'a amplifiée. Pour comprendre le mécanisme en jeu, il faut s'intéresser aux stratégies de couverture du risque de change mises en place par les investisseurs.

En temps normal, ces derniers couvrent une large part de leurs expositions en devises étrangères à l'aide d'instruments comme des contrats à terme ou des options de change. Toutefois, en raison de la prédominance des transactions de gré à gré sur le marché des changes, il est difficile de retracer avec précision les positions des différents acteurs.

Au premier trimestre 2025, les pertes liées à la baisse des marchés ont souvent été aggravées par le manque de couverture de change

Certaines organisations fournissent néanmoins des estimations: en Suisse, par exemple, on considère que les fonds de pension couvrent en moyenne 60% de leurs placements à l'étranger. Or, ces dernières années, la hausse des taux d'intérêt aux

Etats-Unis et la force du billet vert ont rendu les stratégies de couverture plus onéreuses pour les actifs en dollars.

En conséquence, nombre d'acteurs ont fait le choix de diminuer leur ratio de couverture. Selon la banque du Japon, le ratio de couverture des assureurs nippons est notamment passé de 60% en 2021 à 40% en 2024.

L'effet boule de neige

La chute marquée du dollar, à la suite des mesures prises par l'administration Trump et de ses critiques à l'encontre de la Fed, a pris beaucoup d'investisseurs au dépourvu. Au premier trimestre 2025, les pertes liées à la baisse des marchés ont souvent été aggravées par le manque de couverture de change.

Ainsi, la banque centrale néerlandaise estime que les fonds de pension aux Pays-Bas ont perdu 27 milliards d'euros sur les marchés actions, auxquels se sont ajoutés 16 milliards liés au manque de couverture.

Pour limiter de futures pertes potentielles, de nombreux investisseurs ont donc décidé de renforcer leur couverture de change en vendant des dollars, déclenchant ainsi un effet boule de neige: leurs ventes ont accentué la pression sur le billet vert et incité d'autres investisseurs à se couvrir à leur tour.

Face à la surpondération des actifs américains dans les portefeuilles internationaux ainsi qu'à l'évolution du contexte politique et économique, la couverture de change a agi comme un accélérateur. Elle pourrait dès lors devenir un enjeu majeur au quatrième trimestre dans un contexte où les anticipations autour du calendrier de la prochaine baisse des taux par la Fed prennent de l'ampleur. ■

L'AGENDA

MARDI 22 JUILLET

- **Julius Baer, Lindt&Sprüngli, Givaudan, Banque cantonale du Valais:** résultats au premier semestre
- **OFS:** statistiques d'hébergement juin (définitif)
- **Temenos:** résultats au deuxième trimestre

MERCREDI 23 JUILLET

- **Lonza, V-Zug, EFG International:** résultats au premier semestre

JEUDI 24 JUILLET

- **Nestlé, Roche, Vontobel, Sulzer, Cembra, Georg Fischer, Kühne+Nagel:** résultats au premier semestre