

Les investisseurs étrangers sont-ils plus prudents face au dollar ?

Par Quoc-Trieu LE, Mathieu EL DAHABY

Les droits de douane américains annoncés en avril 2025 ont provoqué initialement un recul des actions et des obligations souveraines américaines ainsi qu'une dépréciation du dollar. Si les actions et obligations ont depuis rapidement rebondi, la dépréciation du dollar semble plus persistante et incite les investisseurs internationaux à se couvrir contre le risque de change face au dollar.

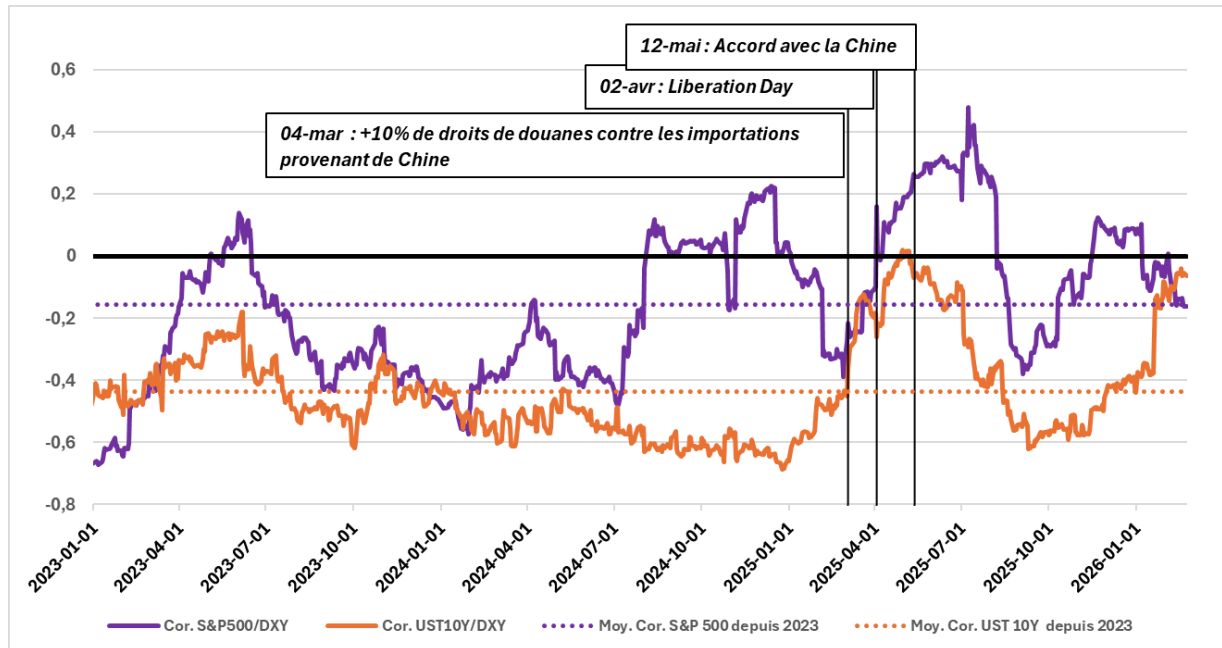
Que s'est-il passé après « Liberation Day » ?

La « couverture naturelle du dollar » désigne la tendance historique à une corrélation négative entre les valeurs des actifs américains (actions et obligations à moyen et long terme notamment) et le cours du dollar. Une corrélation négative entre l'indice S&P 500 et le dollar (contre panier de devises) signifie que pour un investisseur non-américain la perte liée à la baisse de valeur de l'actif valorisé en dollar est amortie par le dollar qui s'apprécie contre la devise locale. Évidemment, cela réduit la performance de l'investisseur non-résident aux Etats-Unis par rapport à un investisseur américain en dollar en période haussière.

Or, ce mécanisme de « couverture naturelle » implicite s'est progressivement affaibli à partir du 4 mars, lors de l'annonce de droits de douane additionnels de 10 % contre la Chine, et accentué avec les annonces faites le 2 avril par le Président Trump de droits de douane réciproques vis-à-vis du reste du monde. Dans les deux semaines qui ont suivi ces annonces, le S&P 500 a reculé de 5 %, tandis que le taux souverain américain à dix ans s'est accru de 20 points de base à 4,33 % (soit une baisse d'environ 1,7 % de la valeur du titre). Parallèlement, le dollar s'est déprécié de 3,5 % contre un panier de devises (l'indice DXY comprenant 6 devises : l'Euro, la Livre Britannique, le Franc Suisse, le Dollar Canadien, la Couronne Suédoise et le Yen japonais). Cette configuration — baisse des actions, des obligations et du dollar — est inhabituelle, car elle prive les investisseurs non-résidents de la « couverture naturelle » qui, d'ordinaire, atténue leurs pertes (voir Graphique 1).

L'amorce d'un retour à une situation normale est apparue avec l'annonce d'une pause sur une partie des droits de douanes avec la Chine et Hong Kong le 12 mai dernier. C'est seulement vers fin août 2025 que la « couverture naturelle » s'est normalisée. Cette relation apparaît néanmoins plus fragile qu'auparavant, comme en début d'année 2026 avec une forte remontée de la corrélation entre le dollar et les Bons du Trésor US autour des tensions liées au Groenland. Ces épisodes ont pu déclencher, pour les investisseurs institutionnels comme pour les gestionnaires d'actifs, des mouvements de couverture de ce risque de change dans leurs portefeuilles.

Graphique 1. Disparition de la couverture naturelle du dollar américain vis à vis de l'indice du cours des actions S&P 500 et des Bons du Trésor (« Treasury ») à 10 ans américains



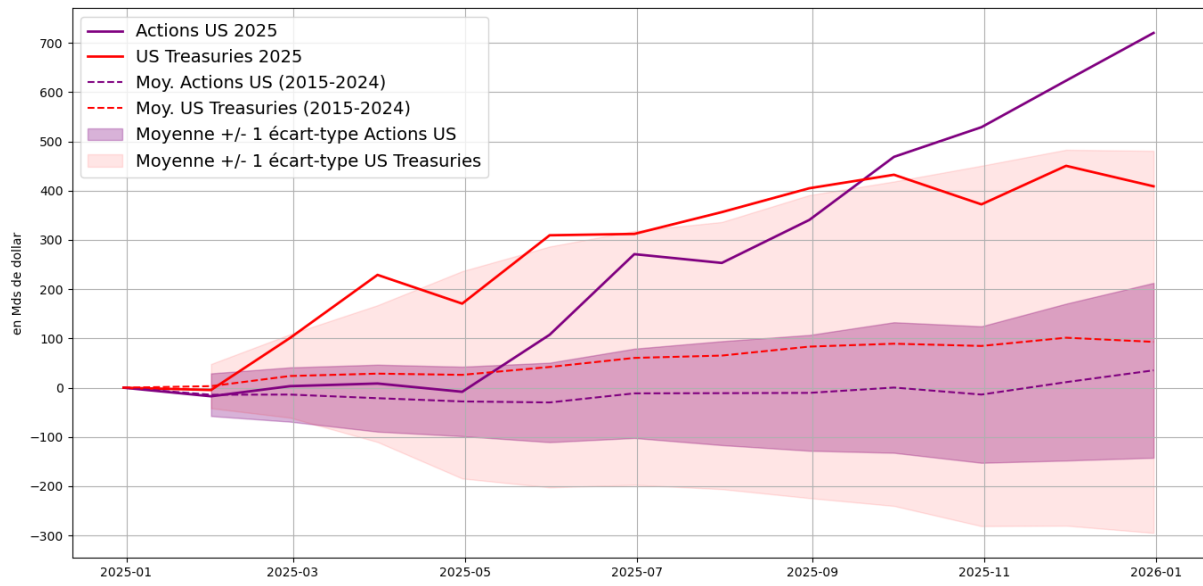
Source : Bloomberg, calculs Banque de France, corrélation calculée sur les 60 derniers jours

Note de lecture : Une corrélation négative entre l'indice S&P 500 et le dollar signifie que la perte liée à la baisse de valeur de l'actif valorisé en dollar est amortie par le dollar qui s'apprécie.

Les investisseurs étrangers ont continué d'acheter en net des actifs américains

Cette triple dépréciation des obligations souveraines, des marchés actions et du dollar ont fait craindre des sorties de capitaux des Etats-Unis par les investisseurs non-résidents. Toutefois, les données récentes ne confirment pas ce scénario, malgré une légère inflexion en avril 2025 (voir graphique 2). Selon le Département du Trésor américain, les flux nets entrants vers les bons du Trésor par des non-résidents restent élevés, supérieurs à la moyenne observée sur la période 2015-2024, avec le même constat pour les flux acheteurs non-résidents d'actions américaines, qui sont significativement au-dessus de leur moyenne (bien au-dessus d'un écart-type par rapport à la moyenne).

Graphique 2. Cumul sur l'année des flux nets d'UST et d'actions US de la part d'investisseurs non-résidents



Source : Bloomberg, Trésor US TIC

Note de lecture : fin juillet 2025, les investisseurs non-résidents ont acheté en net (achats-ventes) 253 Mds d'actions américaines et 356 Mds de bons du Trésor, contre -11 Mds d'actions et 65 Mds d'UST en moyenne entre 2015 et 2024, sur la période respective.

Si la politique commerciale du Président Trump a pu introduire de l'incertitude et de la volatilité sur la valorisation des actifs américains, de nombreux éléments ont continué à soutenir leur attractivité :

- Les rendements bruts des bons du Trésor restent élevés, en s'appuyant sur un marché obligataire qui demeure le plus liquide au monde tout en bénéficiant d'un très bon rating par les agences de notation.
- Les marchés actions américains conservent une solide dynamique : le S&P 500 a régulièrement inscrit de nouveaux sommets en 2025, notamment grâce aux « 7 Magnifiques », c'est-à-dire les 7 grandes entreprises du secteur de la Tech porté par l'IA.
- Le manque d'alternatives selon les investisseurs internationaux.

Il convient toutefois de nuancer cette lecture car les modifications d'allocation d'actifs au sein des portefeuilles internationaux prennent souvent du temps. De plus certaines contraintes réglementaires ou de gouvernance peuvent ralentir d'éventuelles réallocations géographiques. Autrement dit, il conviendra de suivre sur le plus long terme d'éventuels changements sur les stratégies d'allocation des investisseurs internationaux.

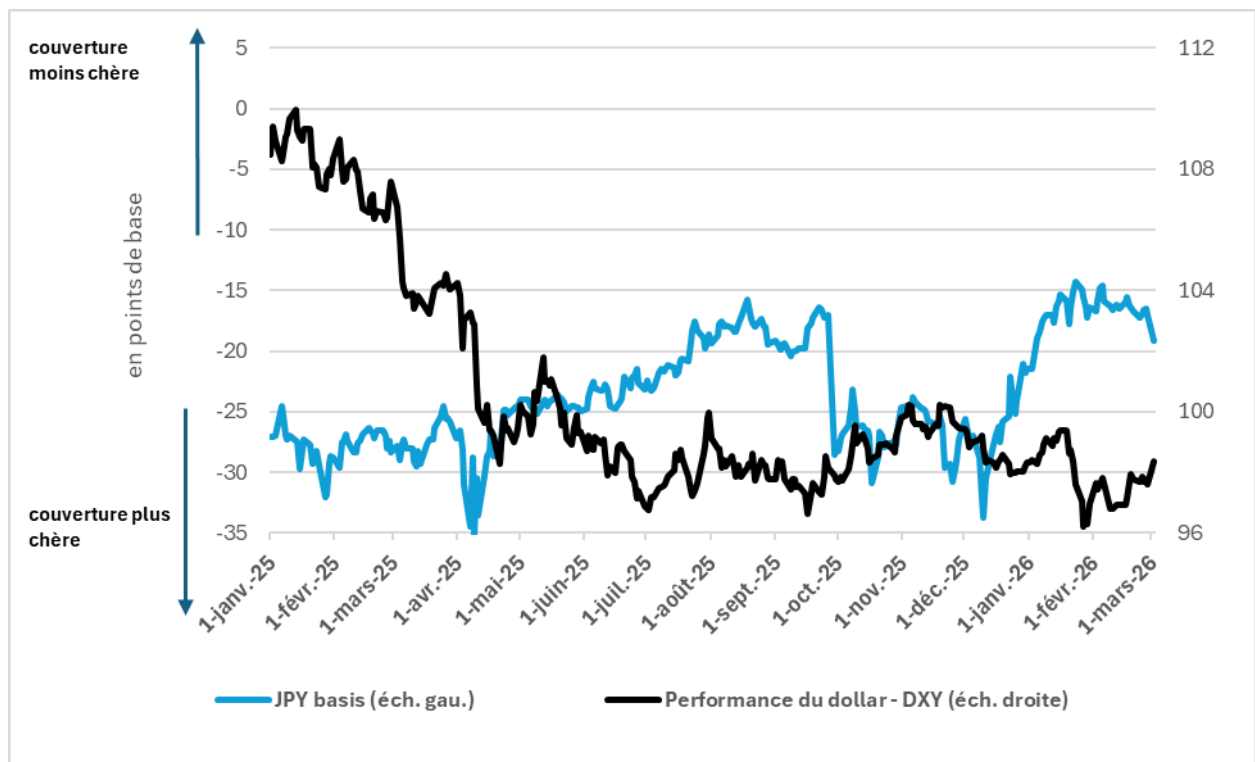
La dépréciation du dollar peut s'expliquer par de nouvelles couvertures de change

Faute d'éléments indiquant un désengagement durable et massif des investisseurs étrangers des actifs américains alors que le dollar s'est fortement déprécié depuis mi-avril, certains analystes ont

avancé une autre explication aux récents mouvements du dollar : la hausse de la demande de couverture contre le risque de change.

Depuis le cycle de hausse des taux de la Fed entamé en 2022, les investisseurs internationaux étaient peu incités à se couvrir face aux fluctuations du dollar, à cause d'un coût de couverture élevé (les taux courts étant relativement plus élevés aux États-Unis que dans un certain nombre de pays comme l'Allemagne ou le Japon) combiné à la « couverture naturelle » du dollar qui prévalait à ce moment-là. Dès le T1 2025, les premiers signes d'érosion de la « couverture naturelle du dollar » ont incité les investisseurs non-résidents aux États-Unis à couvrir leur risque de change, par exemple en ayant recours à un instrument financier dérivé, les « *FX swaps* ». Si le principal déterminant du niveau de ces derniers est le différentiel de taux d'intérêt, un facteur supplémentaire intervient : le « *cross-currency basis* ». Cette « base », issue souvent d'un déséquilibre offre/demande sur une devise donnée, représente la prime ou la décote pour se couvrir contre le risque de change : plus cette base est négative, plus il est coûteux de se couvrir contre une dépréciation du dollar. Peu après *Libération Day*, la base contre dollar a atteint un point bas pour beaucoup de devises, reflétant une forte demande pour la couverture de change pour les investisseurs non-résidents aux États-Unis (voir Graphique 3). Cette demande qui a pour but de couvrir des expositions en dollar existantes auraient grandement contribué à la forte dépréciation du dollar dans un mécanisme bien décrit par la [BRI \(Hyun Song Shin & Philip Wooldridge & Dora Xia, 2025\)](#): les institutions qui vendent des couvertures contre le dollar (et donc exposées à une perte en cas de dépréciation du dollar) couvrent ces expositions en étant vendeuses de dollars sur le marché des changes « spot ».

Graphique 3. Cross-currency basis à 3 mois du yen japonais et performance du dollar



Source : Bloomberg

Banque de France – Bloc Notes Eco 444 – 13 avril 2026

Note de lecture : Le 9 avril, un investisseur japonais pour neutraliser son risque de change vis-à-vis du dollar pendant 3 mois devait payer une prime de 35 points de base de rendement. Début 2026, cette prime varie entre 15 et 20 pbs.

Lorsque des données détaillées sont publiées pour certains investisseurs, elles renforcent globalement ce constat. Par exemple, les investisseurs institutionnels danois — [notamment les assureurs et fonds de pension, dont les expositions sont publiques](#) et qui représentent environ 9% des actifs sous gestion des fonds de pension/assureurs de l'Union européenne — ont accru de manière significative leur ratio de couverture sur leurs actifs libellés en dollars depuis le « *Liberation Day* » d'avril 2025. Leur ratio de couverture (c'est-à-dire la part des actifs en USD bénéficiant d'une couverture de change) est passé d'environ 60 % en janvier 2025 à plus de 70 % en décembre 2025.

Ce constat sur l'augmentation de la couverture est pertinent pour les investisseurs situés en dehors de l'Europe aussi. Lors de son [discours](#) du 16 septembre 2025, Andrew Hauser, Sous-Gouverneur de la *Reserve Bank of Australia*, a indiqué que les *superfunds* australiens (fonds de pension gérant 2 800 Mds d'équivalents dollars US) ont augmenté leurs ratios de couvertures au 2^{ème} trimestre 2025 et qu'ils devraient continuer de s'élargir. Ce constat semble confirmé à l'échelle microéconomique dans différents rapports annuels de ces *superfunds*.

A l'inverse, les fonds de pension finlandais (env. 7% des actifs sous gestion des fonds de pension de l'UE), ont maintenu [un ratio de couverture globalement similaire](#) fin 2025 (qui était déjà élevé, autour de 70% toutes devises confondues).

Ainsi, malgré une « couverture naturelle du dollar » devenue plus fragile, l'attractivité des actifs américains demeure forte. Cependant cet épisode a fondamentalement incité les investisseurs internationaux à réévaluer et renforcer leurs stratégies de couverture du risque de change à la fois sur le court terme et le long terme.