

La fin du cycle de vigueur du dollar américain

SEPTEMBRE 2025

AUTEURS



Benoit Anne
Directrice générale
principale, Groupe
Stratégie et perspectives



Trisha Guchait
Analyste de recherche
quantitative

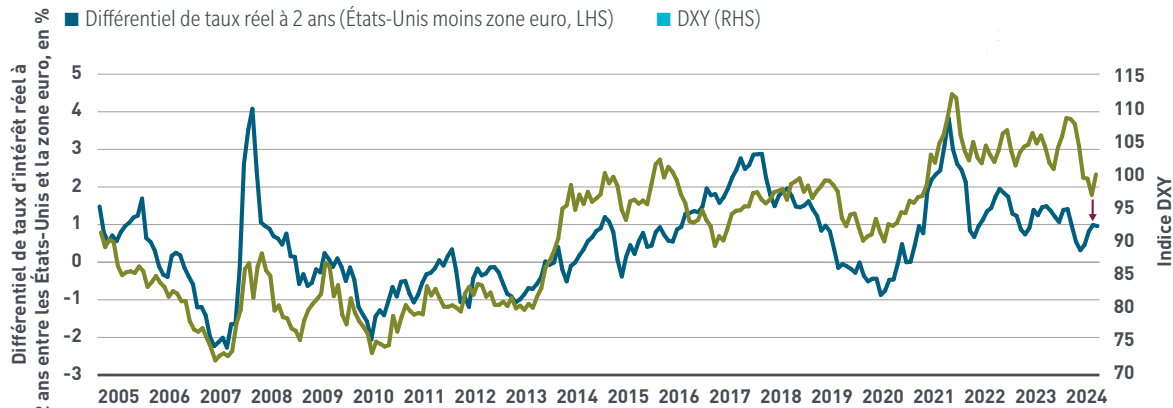
Selon nous, le dollar semble subir une pression importante. Non seulement à court terme, mais aussi dans le contexte de l'allocation stratégique des actifs des investisseurs mondiaux. La seule note positive est que nous ne pensons pas que le dollar perdra son statut de principale monnaie de réserve dans un avenir prévisible. Dans ce contexte, nous pensons que les arguments en faveur de la diversification mondiale sont plus solides que jamais. À l'avenir, les classes d'actifs du reste du monde, notamment les actions non américaines, les titres à revenu fixe européens et la dette des marchés émergents, pourraient bénéficier des pressions persistantes sur le dollar américain.

Point de vue tactique : Risques supplémentaires pour le dollar américain à court terme

Selon nous, le contexte macroéconomique et boursier actuel laisse entrevoir de nouveaux risques de baisse pour le dollar américain. Tout d'abord, si l'on examine les fondamentaux de la croissance, nous pensons que les risques de ralentissement sont plus prononcés aux États-Unis que pour la plupart de leurs principaux partenaires. Cela reflète dans une large mesure l'incertitude qui entoure l'impact sur la croissance du gel de l'immigration et des droits de douane, deux initiatives politiques majeures prises par les autorités américaines au cours des derniers mois. Bien que nous ne prévoyions pas de risque majeur de récession aux États-Unis, les perspectives indiquent néanmoins un ralentissement de la croissance. En revanche, d'autres régions, telles que la zone euro, connaissent actuellement une phase de reprise de la croissance. Cette divergence entre les perspectives de croissance des États-Unis et du reste du monde est l'un des principaux facteurs négatifs pour le dollar américain.

Les perspectives en matière de taux d'intérêt relatifs suggèrent également que le dollar américain pourrait s'affaiblir dans les mois à venir. À ce stade, il est très probable qu'au cours des prochains trimestres, la Réserve fédérale américaine abaisse son taux directeur davantage que la plupart des autres grandes banques centrales. En revanche, la Banque centrale européenne est proche de la fin de son cycle d'assouplissement, tandis que la Banque du Japon devrait envisager un nouveau resserrement dans les mois à venir. Il nous semble que le cycle mondial de politique monétaire est beaucoup moins synchronisé qu'il y a quelques trimestres. Tout cela signifie que l'écart de taux d'intérêt entre les États-Unis et leurs partenaires devrait se réduire davantage, ce qui exercera une pression à la baisse supplémentaire sur le dollar américain. Comme l'illustre la figure 1, le dollar s'est récemment négocié à des niveaux plus élevés par rapport à l'euro que ne le laisserait supposer l'écart de taux d'intérêt réel avec la zone euro. Mais cette situation pourrait se corriger à l'avenir, la Fed reprenant ses baisses de taux directeurs.

Figure 1 : Le différentiel de taux d'intérêt entre les États-Unis et la zone euro laisse entrevoir des risques de baisse accrus pour le dollar américain



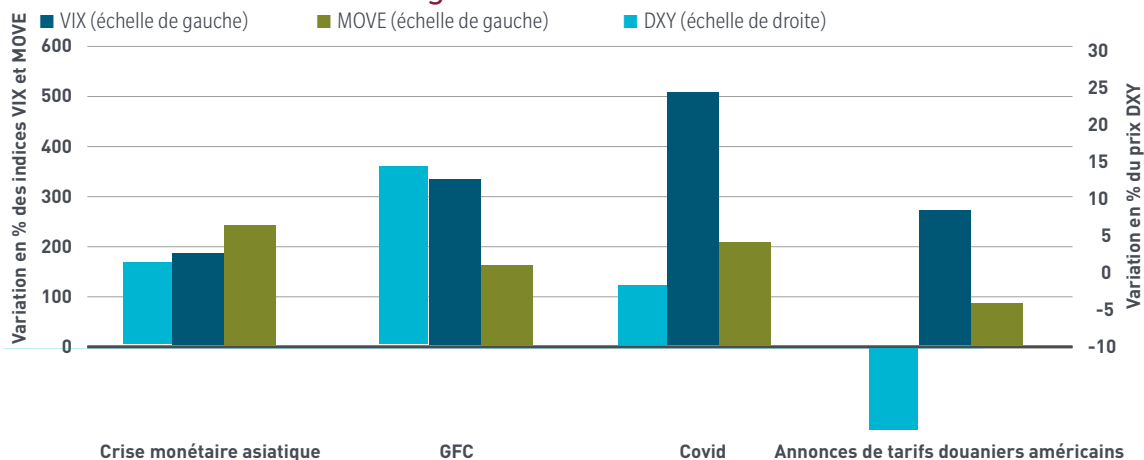
Source : Bloomberg. Le différentiel de taux réel est estimé comme étant la différence entre les taux réels américains à 2 ans (nominal moins taux d'inflation anticipée) et le swap de taux en euros (nominal moins swap d'inflation). Données mensuelles. Jusqu' en juillet 2025.

Nous pensons que le contexte politique actuel aux États-Unis représente un risque supplémentaire.

Tout d'abord, les inquiétudes liées à une politique budgétaire trop généreuse pourraient nuire à l'appétit des investisseurs internationaux pour les actifs libellés en dollars américains, car cela pourrait entraîner une hausse des taux à long terme et déclencher une correction des titres à revenu fixe et des actions américaines. La crédibilité du cadre macroéconomique américain dans son ensemble semble également remise en question dans un contexte de pression politique accrue sur la Fed. Nous considérons l'indépendance des banques centrales comme l'un des principes fondamentaux d'un système de politique macroéconomique crédible. En fait, plusieurs pays émergents ont appris cette leçon à leurs dépens dans le passé, la subordination de la politique des banques centrales aux préoccupations politiques étant fortement corrélée à de mauvais résultats en matière de lutte contre l'inflation et à des risques élevés de sorties de capitaux.

Dans ce contexte, le dollar a récemment vu ses attributs de valeur refuge s'éroder quelque peu. Cela a été particulièrement évident début avril, lorsque la guerre commerciale s'est intensifiée. À l'époque, le choc d'aversion sévère qui en a résulté a été associé à une forte baisse du dollar (figure 2). De même, le dollar s'est affaibli parallèlement aux actions américaines début août, après la publication des mauvaises données sur l'emploi non agricole en juillet, ce qui indique qu'il se comportait davantage comme une devise sensible au risque. Il convient de souligner que, historiquement, le dollar a bénéficié des chocs sur l'appétit pour le risque, les bons du Trésor américain servant généralement d'actif refuge ultime.

Figure 2 : La détérioration des fondamentaux économiques américains a érodé le statut de valeur refuge du dollar américain



Source : Bloomberg. Données quotidiennes pour chaque épisode. Les réactions de valeur refuge pour chaque classe d'actifs représentent la hausse ou la baisse maximale qui s'est produite au cours des périodes respectives suivantes : Crise des devises asiatiques = du 1er juillet 1997 au 31 décembre 1998; crise financière mondiale = du 1er juillet 2008 au 31 mars 2009; Covid = du 1er février 2020 au 30 avril 2020; jour de la Libération = du 1er janvier 2025 au 11 avril 2025.

Notre modèle d'investissement quantitatif n'indique pas d'appréciation du dollar américain à court terme. Notre processus quantitatif s'appuie sur un ensemble diversifié d'indicateurs pour répartir les actifs entre les devises des pays développés. Le modèle inclut des facteurs de valeur et de report, qui sont de nature plus persistante, ainsi que des signaux à plus court terme tels que la dynamique et le sentiment du marché. Le dollar américain semble surévalué, mais le report reste attractif. Les signaux à court terme sont mitigés, mais penchent plutôt vers le court terme, même s'il convient de noter que ces facteurs connaissent un taux de rotation plus élevé. Les facteurs tactiques indiquent une position neutre ou légèrement vendeuse sur le dollar américain et ne soutiennent pas fortement une appréciation du dollar américain à court terme.

Le seul facteur favorable au dollar américain à court terme est d'ordre technique. Plus précisément, adopter une position courte sur le dollar américain compte parmi les opérations les plus courantes à l'heure actuelle. Le marché est aussi net à la baisse sur le dollar américain qu'il l'est depuis 2021 (figure 3). Si ce contexte technique favorable peut déclencher une certaine volatilité et même un rebond temporaire du dollar américain, nous pensons qu'à l'avenir, les fondamentaux macroéconomiques défavorables devraient rester le principal moteur du dollar.

Figure 3 : Le marché est à court de dollars américains

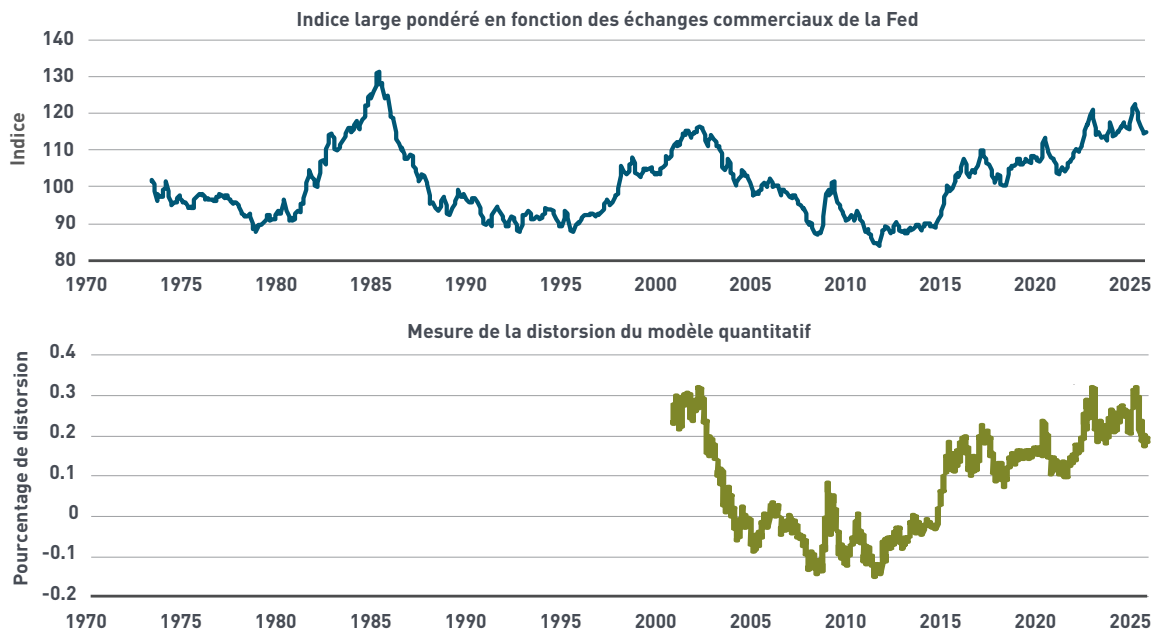


Source : Bloomberg CFTC. Indice NYCE du dollar américain Positions combinées nettes non commerciales

Point de vue stratégique : La valorisation et le comportement des investisseurs mondiaux ne soutiennent pas le dollar au-delà du court terme

D'un point de vue historique, la plupart des indicateurs de valorisation des devises indiquent que le dollar est surévalué d'au moins 10 %. Par exemple, mesuré depuis les années 1970, l'indice réel du dollar publié par la Fed se situe actuellement à environ 13 % au-dessus de sa moyenne à long terme. Rétrospectivement, il semble que le cycle de vigueur du dollar ait atteint son apogée en janvier 2025. La combinaison d'un dollar cher et du fait que la devise commence à montrer des signes d'affaiblissement pourrait avoir une influence significative sur le comportement des investisseurs mondiaux.

Figure 4 : Valeur du dollar américain et distorsion du modèle quantitatif



Sources : Datastream, Fed. Données mensuelles pour l' indice pondéré par les échanges commerciaux de la Fed. Jusqu'en août 2025. Données quotidiennes pour notre modèle quantitatif, jusqu' au 12 septembre 2025.

Le modèle quantitatif d'équilibre comportemental des taux de change (BEER) aboutit à un résultat similaire.

Le modèle BEER calcule la juste valeur des devises à partir des taux de change réels à long terme. Ces taux sont ajustés en fonction des écarts actuels de productivité et des termes de l'échange, ce qui permet de tenir compte des écarts par rapport aux moyennes à long terme. Une devise surévaluée peut être soutenue par des fondamentaux économiques relativement solides. À l'aide d'un indice pondéré par les échanges commerciaux restreint des pays du G10, le modèle BEER suggère une surévaluation du dollar de 18,7 %, ce qui implique que même après prise en compte des écarts économiques, le dollar devrait continuer à s'affaiblir (figure 4). En outre, la valeur des devises joue un rôle dans les rendements futurs des actions, et la dépréciation prévue du dollar pourrait constituer un frein pour les actions américaines¹.

Deux comportements clés des investisseurs pourraient entraîner une nouvelle dépréciation du dollar à court terme.

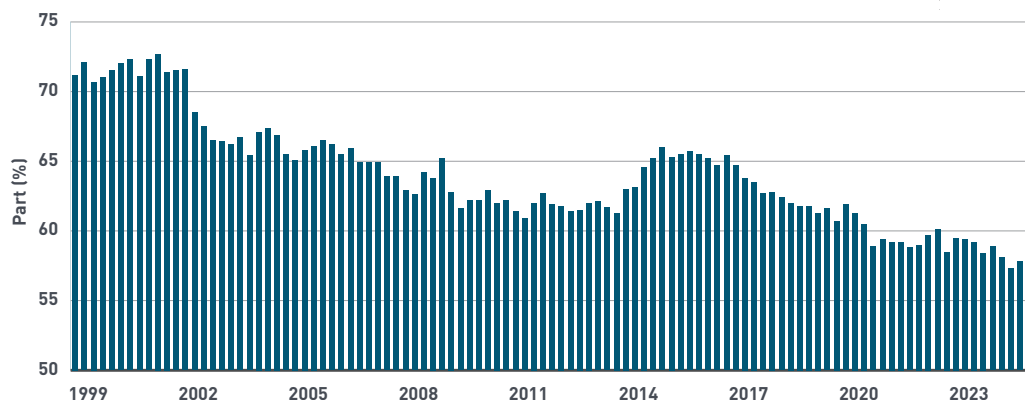
Ces comportements se rapportent à la répartition mondiale et à la couverture des risques de change. En termes de répartition mondiale, il existe un risque que les investisseurs, dans le cadre de leur répartition stratégique d'actifs, choisissent de se diversifier en s'éloignant des actifs libellés en dollars américains. Ce rééquilibrage entraînerait à son tour une réduction de l'exposition au dollar américain, ce qui profiterait au reste du monde. Ce phénomène a déjà été observé dans une large mesure au cours des derniers mois, mais il pourrait bien persister si le contexte macroéconomique et boursier, tel que décrit ci-dessus, reste défavorable. Nous pensons que les investisseurs mondiaux ont largement surpondéré les marchés américains, de sorte que ce rééquilibrage pourrait prendre un certain temps, compte tenu des processus d'investissement des grands investisseurs institutionnels.

La couverture du risque de change pourrait exercer une pression supplémentaire sur le dollar. Entre 2022 et 2024, le coût élevé de la couverture de l'exposition au dollar, dû à la hausse des taux d'intérêt américains à partir de 2022, a conduit certains investisseurs institutionnels asiatiques et européens à réduire leurs ratios de couverture. Plus précisément, la Banque du Japon a indiqué que le ratio de couverture des principaux assureurs-vie japonais est passé d'environ 60 % en 2021 à 40 % en 2024². À l'avenir, ce comportement devrait s'inverser. Comme l'a souligné la Banque des règlements internationaux (BRI) dans un rapport publié en juin 2025, la couverture du risque de change par les investisseurs non américains détenant des actifs américains semble avoir contribué à la faiblesse du dollar au cours des deux derniers mois³. Techniquement, c'est l'ajustement du ratio de couverture du risque de change qui crée le plus grand risque pour le dollar, par opposition à l'achat d'un actif en USD sur une base couverte contre le risque de change. Dans ce contexte, il sera essentiel à l'avenir de surveiller la stratégie de couverture du risque de change des grands investisseurs mondiaux.

Perspective structurelle : le rôle du dollar américain en tant que monnaie de réserve

À plus long terme, notamment en ce qui concerne le statut du dollar américain dans le système financier international, les perspectives sont nettement plus positives. Nous ne pensons pas que le dollar américain sera confronté à une remise en cause majeure de son rôle de principale monnaie de réserve. Il est vrai que la part du dollar dans les réserves mondiales a diminué au fil du temps. Selon les dernières données du FMI, le dollar américain représente environ 58 % des réserves officielles mondiales⁴, contre environ 70 % il y a 20 ans (figure 5). Nous ne prévoyons toutefois pas de concurrence majeure au statut du dollar. Avec une part d'environ 20 % des réserves officielles mondiales, l'euro arrive loin derrière en deuxième position, suivi du yen japonais avec 5,8 %. Il est probable que la part du dollar américain continuera de baisser dans les années à venir, mais ce processus devrait être lent et progressif. Le principal obstacle pour les concurrents potentiels est la taille et la liquidité du marché. Quel que soit votre point de vue sur les bons du Trésor américain ces jours-ci, la réalité est que le marché est plus de dix fois plus important que celui des obligations allemandes. En termes de volume quotidien moyen, une mesure utile de la liquidité, la liquidité du marché des bons du Trésor américain est 30 fois supérieure à celle de son homologue européen. En d'autres termes, le dollar et le marché des bons du Trésor américain resteront des véhicules d'investissement mondiaux essentiels.

Figure 5 : Même si la part du dollar dans les réserves mondiales demeure élevée, elle s'érode graduellement.



Sources: FMI, ensemble de données Cofer. Données trimestrielles jusqu'à mars 2025.

Conséquences sur les investissements : Les arguments en faveur de la diversification mondiale

Les arguments en faveur de la diversification mondiale ont été renforcés par les perspectives négatives pour le dollar américain. L'une des principales leçons que nous avons tirées jusqu'à présent en 2025 est l'importance de la diversification mondiale. En raison de l'exceptionnalisme américain perçu ces dernières années, les investisseurs mondiaux ont peut-être surpondéré les États-Unis, mais ce discours est aujourd'hui remis en question, ce qui devrait se traduire par une certaine rotation hors des États-Unis. À l'avenir, les classes d'actifs du reste du monde, telles que les actions non américaines, les titres à revenu fixe européens et la dette des marchés émergents (ME), pourraient bénéficier des pressions persistantes sur le dollar américain. Nous pensons en particulier que les conditions sont réunies pour la dette en monnaie locale des ME. De par sa structure, la dette locale des ME offre une diversification géographique importante. En effet, le principal indice de référence, le J.P. Morgan GBI EM Diversified, comprend 19 pays d'Asie, d'EMEA et d'Amérique latine. Plus important encore, si l'environnement macroéconomique mondial reste déterminant pour cette classe d'actifs, les facteurs macroéconomiques locaux, en particulier la politique des banques centrales et l'inflation intérieure, ont tendance à avoir une influence majeure sur la performance des marchés locaux.

¹ Notre modèle quantitatif de répartition d'actions utilise la valeur des devises comme l'un de ses facteurs. Compte tenu de la surévaluation du dollar, ce facteur recommande actuellement les actions non américaines.

² Source : Banque du Japon, Rapport sur le système financier (avril 2025)

³ Source : Banque des règlements internationaux (BRI), Bulletin de la BRI, n° 105, 20 juin 2025.

⁴ Source : FMI, note d'information du FMI : Composition monétaire des réserves officielles de change, 17 juillet 2025

L'indice MSCI Monde mesure les marchés boursiers des pays développés. Source des données de l'indice : MSCI. MSCI n'offre aucune garantie, expresse ou implicite, et décline toute responsabilité quant aux données MSCI contenues dans le présent document. Les données MSCI ne peuvent être redistribuées ou utilisées comme base pour d'autres indices ou pour des titres ou produits financiers. Ce rapport n'est pas approuvé, révisé ou produit par MSCI.

Source : Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® est une marque commerciale et une marque de service de Bloomberg Finance L.P. et de ses filiales (collectivement « Bloomberg »). Bloomberg ou les concédants de licence de Bloomberg détiennent tous les droits de propriété sur les indices Bloomberg. Bloomberg n'approuve ni ne cautionne ce document, ne garantit pas l'exactitude ou l'exhaustivité des informations qu'il contient, ni n'offre aucune garantie, expresse ou implicite, quant aux résultats qui peuvent en être tirés et, dans la mesure maximale permise par la loi, n'assume aucune responsabilité pour les préjudices ou dommages liés à son utilisation.

Les points de vue exprimés ici sont ceux du groupe Stratégie et perspectives de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de ceux des gestionnaires de portefeuille et des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent être modifiées à tout moment et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement du conseiller, comme des recommandations de titres ou comme une indication de l'intention de négociation au nom de MFS. Les prévisions ne sont pas garanties.

Les opinions exprimées sont celles de ou des auteur(s) et peuvent être modifiées à tout moment. Ces opinions sont fournies à titre informatif uniquement et ne doivent pas être considérées comme une recommandation d'achat de titres, une sollicitation ou un conseil en investissement. Les prévisions ne sont pas garanties. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

La diversification ne garantit pas un profit ni ne protège contre une perte. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

DIVULGATION MONDIALE

Sauf indication contraire, les logos et les noms de produits et de services sont des marques de commerce de MFS® et de ses sociétés affiliées et peuvent être enregistrés dans certains pays.

Distribué par :

É.-U. – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée; **Note aux lecteurs du R.-U. et de Suisse** : Émis au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (U.K.) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro d'entreprise 03062718, et autorisée et réglementée dans la conduite des activités d'investissement par la Financial Conduct Authority du Royaume-Uni. MIL UK, filiale indirecte de MFS®, a son siège social à One Carter Lane, Londres, EC4V 5ER.; **Note aux lecteurs européens (p. ex., Royaume-Uni et Suisse)** : Émis en Europe par MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorisé en vertu de la loi du Luxembourg en tant que société de gestion des Fonds domiciliés au Luxembourg qui fournissent des produits et des services d'investissement aux investisseurs institutionnels et dont le siège social est établi en S.à r.l. 4 Rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document ne doit être diffusé ou distribué à aucune personne autre que des investisseurs professionnels (conformément à la réglementation locale) et ne doit pas être utilisé ou distribué à des personnes lorsque cela serait contraire à la réglementation locale. **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient un numéro de licence australienne de services financiers 485343. MFS Australia est réglementée par l'Australian Securities and Investments Commission.; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée limitée autorisée et réglementée par la Hong Kong Securities and Futures Commission (la « SFC »). MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de courtage en valeurs mobilières et de gestion d'actifs et peut offrir certains services de placement à des « investisseurs professionnels », comme définis dans la Securities and Futures Ordinance (« SFO »); **Pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd., 2801-12, 28e étage, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une société à responsabilité limitée chinoise enregistrée pour offrir des services de consultation en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est enregistrée en tant qu'exploitant d'instruments financiers auprès du Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, et est membre de la Investment Trust Association, Japan ainsi que de la Japan Investment Advisers Association. Étant donné que les frais de gestion à la charge des investisseurs varient en fonction de circonstances comme les produits, les services, la période d'investissement et les conditions du marché, le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être divulgués à l'avance. Tous les investissements comportent des risques, y compris les fluctuations du marché et les investisseurs peuvent perdre leur capital investi. Les investisseurs doivent obtenir et lire attentivement le prospectus et/ou le document énoncé à l'article 37-3 de la Loi sur les instruments financiers et les opérations de bourse avant de faire les investissements. **Pour les lecteurs en Arabie saoudite, au Koweït, à Oman et aux ÉAU (à l'exception des lecteurs DIFC et ADGM). Au Qatar, uniquement pour les investisseurs avertis et les personnes très fortunées. À Bahreïn, pour les institutions de haut niveau uniquement:** Les renseignements contenus dans le présent document sont destinés strictement aux investisseurs professionnels. Les informations contenues dans ce document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétées comme une offre, une invitation ou une proposition d'offre, une recommandation de souscription ou un avis ou une recommandation concernant un produit, un service et/ou une stratégie financiers. Bien que tout ait été mis en œuvre pour garantir l'exactitude des informations contenues dans ce document, nous déclinons toute responsabilité en cas d'erreurs, d'omissions ou d'inexactitudes, ou pour toute action entreprise sur la base de ces informations. La reproduction, la diffusion et l'utilisation de ce document (ou d'une partie de celui-ci) ne sont autorisées qu'avec le consentement de la MFS international U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document sont fournis à titre informatif seulement. Il n'est pas destiné aux membres du public et ne doit pas leur être distribué, ni être utilisé par eux. Les informations contenues dans ce document peuvent contenir des déclarations qui ne sont pas purement historiques, mais qui constituent des « déclarations prospectives ». Il s'agit notamment de projections, de prévisions ou d'estimations de revenus. Ces déclarations prospectives reposent sur certaines hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents ou supports pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu de ce document, nous vous conseillons de consulter un conseiller financier agréé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique depuis l'étranger. **Afrique du Sud** – Le présent document, ainsi que les renseignements qu'il contient, n'a pas pour objet et ne constitue pas une offre publique de valeurs mobilières en Afrique du Sud et ne doit donc pas être interprété comme tel. Le présent document n'est pas destiné à être distribué au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni la MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés pour la vente publique en Afrique du Sud.