Perspectives · Mai 2026

Dollar : la fin d'un supercycle

Ce que la fin de l'exceptionnalisme américain implique pour les trésoriers européens

Ce document s'appuie sur des publications récentes de la Banque des règlements internationaux (BIS), de la Banque centrale européenne, de J.P. Morgan, de Bloomberg, ainsi que sur des enquêtes menées auprès de directions financières internationales. Il propose une analyse centrée sur les implications opérationnelles pour les entreprises européennes exposées au dollar américain.

Les opinions exprimées reflètent celles des auteurs des sources citées. Ce document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation de produit ou d'opération de change. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Synthèse

Le cycle haussier du dollar américain initié en 2010 s'est retourné en 2025. Le statut de monnaie de réserve mondiale n'est pas remis en cause, mais le régime de change dans lequel les entreprises européennes pilotent leur exposition au billet vert est en train de changer.

◊ Un retournement de cycle, pas un krach

Le premier semestre 2025 a enregistré la plus forte baisse du dollar depuis 1973, avec un recul d'environ 11 % de l'indice DXY. Depuis, le dollar reste sous pression. Historiquement, les grands cycles du dollar s'étendent sur 15 à 20 ans, ce qui suggère que le mouvement actuel pourrait encore se prolonger pendant plusieurs années.

◊ Un consensus marché qui s'élargit

Au 12 mai 2026, le consensus Bloomberg des contributeurs publics projette un EUR/USD compris entre 1,20 et 1,22 à horizon 2027–2030. J.P. Morgan anticipe une dépréciation progressive du dollar sur l'ensemble de la décennie, tandis que d'autres institutions, comme Citigroup, adoptent une approche plus prudente.

◊ Trois moteurs structurels

La convergence des différentiels de croissance et de taux, la montée des stratégies de couverture chez les investisseurs internationaux (BIS, juin 2025) et la longueur naturelle des cycles de change s'additionnent. La couverture FX joue désormais un rôle moteur du marché, et non plus marginal.

◊ La valeur refuge du dollar se dégrade

La BCE confirme dans son Financial Stability Review de novembre 2025 que le "dollar smile" classique s'est temporairement rompu en 2025. Le billet vert ne joue plus systématiquement son rôle d'amortisseur en cas de stress, en particulier lorsque le choc provient des États-Unis eux-mêmes.

◊ Les entreprises ont commencé à réagir

91% des entreprises nord-américaines couvrent désormais leur risque FX, contre 81% en 2023 (MillTech). 83% des trésoreries mondiales placent le risque FX au sommet de leurs préoccupations (PwC). L'enjeu pour les directions financières européennes n'est plus de prévoir le bas du cycle, mais d'adapter ratios, horizons et instruments à un régime de glissement ordonné.

1.

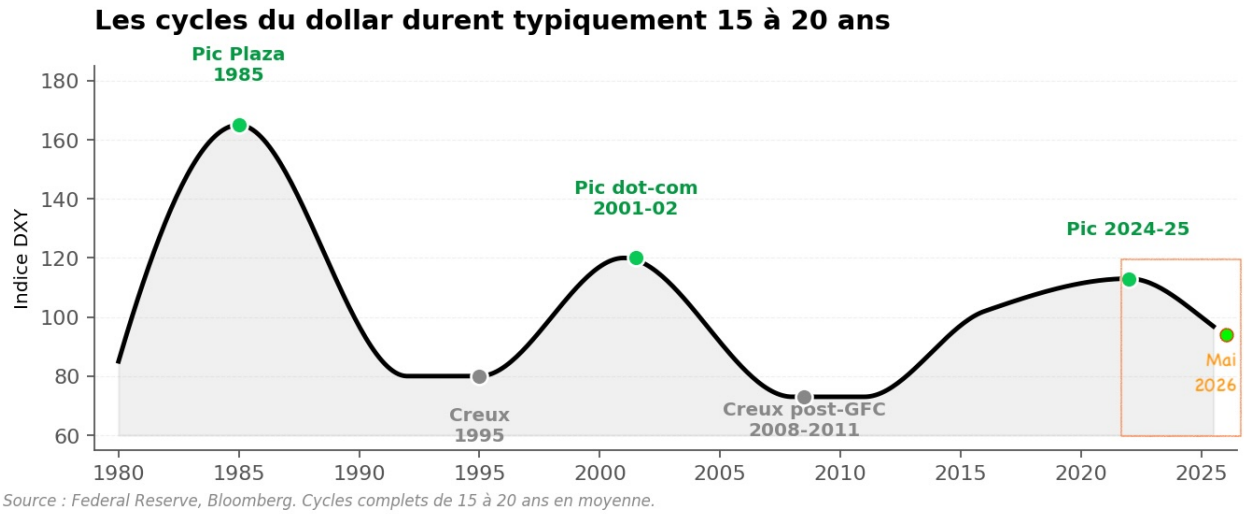
Un cycle vertueux qui s'est enrayé

Pendant plus d'une décennie, la force du dollar s'est appuyée sur un cercle vertueux à quatre piliers : surperformance économique américaine, avantage de rendement réel face au reste du G7, profondeur des marchés actions tirée par la technologie et solidité du cadre institutionnel. Ces piliers attiraient des capitaux mondiaux qui finançaient à leur tour la croissance américaine et entretenaient le cycle.

Le déclencheur du retournement s'enracine dans la politique commerciale et migratoire de la nouvelle administration américaine. Le repli annoncé de la consommation américaine de biens importés se traduit mécaniquement par moins de capitaux étrangers redirigés vers les actifs américains. L'Allemagne et la Chine répondent par une relance budgétaire d'ampleur (la levée du frein à l'endettement allemand est particulièrement notable). Le Japon, premier détenteur étranger de bons du Trésor américain, voit ses rendements domestiques remonter et ses capitaux rester chez lui.

Les chiffres sont éloquents. Le premier semestre 2025 a enregistré la plus forte baisse du dollar depuis 1973, un mouvement documenté par la BIS dans son Bulletin n°105 ainsi que par les principales banques d'investissement. Ce repli marque la fin d'un cycle haussier structurel entamé en 2010 et achevé en 2024, avec une appréciation cumulée proche de 40 %. Au 12 mai 2026, le consensus Bloomberg des contributeurs publics anticipe une poursuite graduelle de la dépréciation du dollar entre 2027 et 2030, avec une cible médiane EUR/USD comprise entre 1,20 et 1,22.

L'épisode du "Liberation Day" en avril 2025 a marqué une bascule particulièrement instructive : actions et bons du Trésor américains ont reculé puis rebondi, mais le dollar n'a pas retrouvé ses niveaux pré-tarifs. Les investisseurs internationaux veulent toujours détenir des actifs américains, mais couvrent désormais leur exposition au billet vert.



Source : Federal Reserve, Bloomberg. Cycles complets de 15 à 20 ans en moyenne.

2.
Trois forces structurelles

Convergence des fondamentaux

Depuis la crise financière, le différentiel de croissance entre les États-Unis et le reste du G7 se réduit progressivement. La zone euro et le Japon sortent d'une longue période d'austérité budgétaire et sont maintenant dans un cycle d'investissement public et de défense. Côté politique monétaire, la Fed et la BCE sont en pause après plusieurs baisses. La BoJ est stable à 0,75%, son plus haut depuis 1995. Le choc énergétique lié au conflit en Iran a réduit la fenêtre d'assouplissement de la Fed, mais l'écart de carry entre le dollar et ses pairs reste structurellement plus faible qu'au sommet de 2023-2024.

Rééquilibrage des flux et reprise de la couverture FX

La position extérieure nette des États-Unis est passée d'un déficit d'environ 2 000 milliards USD en 2010 à plus de 27 000 milliards USD en 2025. Les investisseurs étrangers détiennent aujourd'hui plus de 30 000 milliards USD de titres américains (actions et obligations), dont environ 8 000 milliards USD pour les seuls investisseurs européens.

La BIS, dans son Bulletin n°105 de juin 2025, met en évidence un mécanisme essentiel : le glissement du dollar en avril 2025 ne s'explique pas par des sorties massives d'actifs américains, mais par une intensification de la couverture FX par les investisseurs non américains, soit une vente du dollar via forwards et swaps. La dépréciation s'est d'ailleurs concentrée durant les heures de trading asiatiques, alors même que les bons du Trésor américain progressaient.

Les premiers acteurs institutionnels se sont déjà positionnés : les fonds de pension danois ont relevé leur ratio de couverture USD de 60% à plus de 70% en 2025.

Des cycles longs par nature

Historiquement, un cycle complet du dollar s'étale sur 15 à 20 ans, soit nettement plus qu'un cycle économique ou actions classique. Si l'histoire sert de guide, le mouvement actuel n'en est qu'à ses débuts.

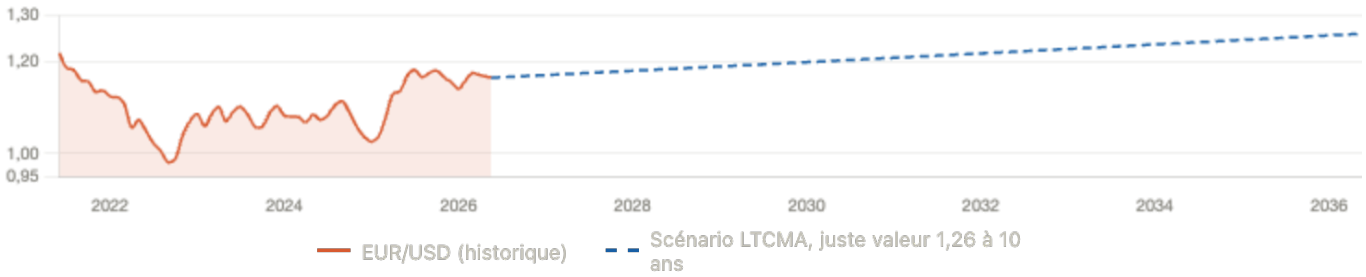
La dépréciation observée doit s'interpréter comme un repricing cyclique d'une devise restée chère trop longtemps, et non comme une remise en cause du statut du dollar dans les réserves de change, les facturations commerciales et le financement international. La BIS confirme dans son enquête triennale 2025 que le dollar reste présent dans 89% des transactions FX mondiales, sur un turnover quotidien record de 9 600 milliards USD. Aucune autre devise n'est aujourd'hui en position de prendre la relève.

3.

Ce que cela change pour les trésoriers européens

Une devise toujours chère, malgré la baisse

Selon les dernières « *Long-Term Capital Market Assumptions* » de J.P. Morgan Asset Management (LTCMA), le dollar resterait surévalué d'environ 7 % face à l'euro et de 8 % face à la livre sterling. La juste valeur de l'EUR/USD est estimée à 1,26 à horizon 10 ans, ce qui impliquerait une dépréciation moyenne du dollar d'environ 0,6 % par an. Le scénario envisagé n'est donc pas celui d'un décrochage brutal, mais plutôt d'un affaiblissement progressif et ordonné sur longue période.



La fonction de valeur refuge se dégrade

Pendant plus d'une décennie, la corrélation glissante entre le dollar et le S&P 500 est restée négative : le billet vert protégeait les portefeuilles en cas de stress. Cette propriété s'est dégradée en 2025. Dans son Financial Stability Review de novembre 2025, la BCE relève que l'épisode de risque-off d'avril a été exceptionnel : le "dollar smile" s'est temporairement rompu, et les positions spéculatives nettes sur le dollar sont passées de longues à courtes.

Le dollar n'a pas non plus joué son rôle traditionnel de refuge lors de l'éclatement du conflit au Moyen-Orient, contrairement à ce qu'il avait fait en 2022 après l'invasion russe de l'Ukraine. Pour les directions financières européennes, cela invalide partiellement l'argument traditionnel du non-hedge sur les actifs et flux libellés en dollars.

L'écart performance couverte vs non couverte parle de lui-même

En 2025, le S&P 500 a progressé d'environ 18% en devise locale, mais de seulement 5% pour un investisseur non couvert en EUR et de 11% pour un investisseur non couvert en GBP. C'est exactement la mécanique qui s'applique aux flux opérationnels d'une entreprise importatrice réglant ses fournisseurs en USD ou d'un exportateur facturant ses clients américains en USD.

Cas Pratiques

L'EUR/USD s'est apprécié de 15% en 18 mois.

Entreprise importatrice en USD

- **Profil :** industriel européen, 50m USD d'achats de composants par an
- **Impact :** la baisse du dollar réduit le coût des intrants et améliore les marges

Entreprise exportatrice en USD

- **Profil :** 50m USD de recettes annuelles en USD
- **Impact :** la baisse du dollar comprime les revenus et les marges une fois convertis en EUR

Politique de couverture adaptée

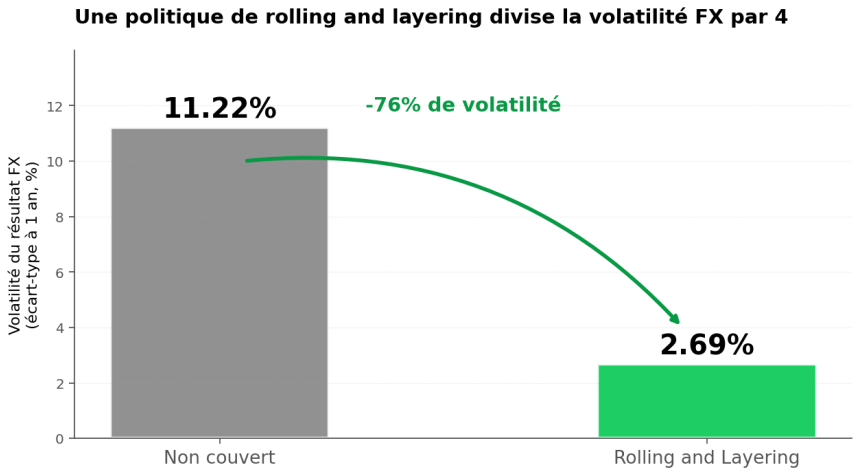
Deux approches qui peuvent être combinées selon l'appétence au risque et la visibilité opérationnelle

1. **Approche conservatrice** : initier un rolling & layering progressif sur 18 à 24 mois sur au moins 50% des revenus anticipés sur la période afin de réduire l'impact de la volatilité du FX sur les revenus

2. **Approche directionnelle** : compléter par des structures optionnelles (tunnels, forwards participatifs, options) afin de bénéficier d'un mouvement favorable tout en étant protégé

Une erreur fréquente consiste à attendre un "meilleur niveau" avant d'initier la couverture. Dans un cycle de change prolongé, cette approche revient souvent à subir le marché plutôt qu'à le piloter.

Au final, importateurs et exportateurs utilisent les mêmes outils. La différence porte principalement sur le sens des flux, l'horizon de couverture et le calibrage des strikes et ratios.



4.

Risques au scénario central

Deux scénarios pourraient redonner du souffle au dollar et invalider la thèse d'un cycle baissier durable.

- **Une récession globale sévère**, qui réactiverait le réflexe valeur refuge. Avec une nuance : la forte concentration mondiale en actifs américains pourrait, en cas de récession centrée sur les États-Unis, déclencher au contraire un rapatriement massif de capitaux et donc affaiblir davantage le dollar. Certains parlent désormais d'un « dollar smirk » plutôt que d'un « dollar smile » classique.
- **Un choc de productivité majeur lié à l'IA**, qui restaurerait l'exceptionnalisme américain. L'adoption semble plus rapide que pour les technologies précédentes, mais les gains macroéconomiques se mesurent en années, pas en mois.

S'ajoute un scénario plus chaotique, jugé peu probable mais à surveiller : toute atteinte sérieuse à l'indépendance de la Fed, ou tentative de restructurer la détention étrangère de la dette américaine, pourrait provoquer un mouvement désordonné du billet vert.

5.

Les entreprises ont commencé à réagir

L'adaptation est déjà en marche du côté des entreprises. Selon l'enquête mondiale MillTech 2025, 91% des entreprises nord-américaines couvrent désormais leur risque FX, contre 82% en 2024 et 81% en 2023. Parmi celles qui ne couvrent pas, 65% envisagent désormais de le faire, contre 51% un an plus tôt. Quatre entreprises sur cinq dans le monde subissent une hausse des coûts de couverture sur les douze derniers mois, jusqu'à 98% en Europe.

L'enquête PwC Global Treasury 2025 confirme la tendance : le risque FX est cité comme l'exposition économique la plus critique par 83% des trésoreries interrogées, loin devant le risque de taux (72%) et de matières premières (39%). 79% appliquent désormais une comptabilité de couverture de flux de trésorerie. Le retard se situe surtout dans les outils : seulement 57% utilisent un TMS et 36% manient encore des processus manuels significatifs.

Pour une direction financière exposée au dollar, le message est clair : la prime au statu quo se réduit, et la bascule du marché vers une couverture plus systématique est déjà engagée.

Conclusion

L'inertie comme nouveau risque

Pendant plus d'une décennie, de nombreuses entreprises européennes ont géré leur exposition au dollar dans un environnement structurellement favorable au billet vert. Le changement de régime en cours ne signifie pas la fin de la domination du dollar. Il implique en revanche que le maintien de politiques de couverture conçues pour un autre cycle de change peut devenir un risque de gestion à part entière.

Pour les directions financières, l'enjeu n'est plus seulement de réduire la volatilité de court terme. Il est d'adapter durablement le cadre de couverture à un nouveau cycle de change. Les entreprises qui prendront cette décision tôt préserveront leur marge. Celles qui attendront le point bas du cycle du dollar risquent au contraire de le subir.

Sources

Bank for International Settlements : *US dollar's slide in April 2025: the role of FX hedging, BIS Bulletin n°105 (H. S. Shin, P. Wooldridge, D. Xia, juin 2025) ; Triennial Central Bank Survey 2025.*

European Central Bank *: Financial Stability Review, nov. 2025 (special feature sur les actifs refuges post-tarifs).*

J.P. Morgan *: Une nouvelle voie pour le dollar américain (On the Minds of Investors, nov. 2025) ; What you need to know about a weak US dollar in a multi-asset portfolio (Multi-Asset Solutions, oct. 2025) ; An FX Hedging Framework for a More Divergent World (Private Bank, août 2025).*

Morgan Stanley Research *: Devaluation of the U.S. Dollar 2025 (D. Adams, J. Lord, juil. 2025).*

Enquêtes corporates : *MillTech Global FX Report 2025 ; PwC 2025 Global Treasury Survey.*

- Les entreprises exposées aux devises continuent de subir des frictions significatives dans leurs paiements internationaux et leur gestion du risque de change : coûts, délais et visibilité limitée sur les flux.

- Flow aide les directions financières à piloter leurs flux internationaux dans un environnement de change plus volatil.

- Notre plateforme optimise les paiements en s'appuyant sur les infrastructures les plus efficientes selon les corridors (réseaux bancaires, rails alternatifs, solutions blockchain conformes MiCA), afin de réduire les coûts, améliorer la vitesse et renforcer la prévisibilité des flux, y compris sur les marchés émergents.