Vanguard

Étude Vanguard

Mai 2026

La dimension « FX » : Évaluation de la couverture de change pour les portefeuilles multi-actifs internationaux

- **L'exposition au risque de change peut modifier de manière significative les performances du portefeuille.** Les performances d'actifs mondiaux identiques peuvent varier considérablement en fonction de la devise de référence de l'investisseur. La gestion des devises devient donc un choix stratégique essentiel pour le portefeuille, et non un simple détail de mise en œuvre.
- **La décision de se couvrir dépend principalement de deux facteurs : la corrélation et volatilité relative.** La couverture réduit uniquement le risque de change mais son effet net sur la volatilité totale du portefeuille dépend du fait que la devise agisse comme un stabilisateur ou comme un amplificateur des performances des actifs.
- **Une règle empirique se dégage.** Quelles que soient les différentes définitions du risque, les investisseurs disposant de portefeuilles prudents, constitués principalement d'obligations, ont généralement intérêt à adopter un taux de couverture de change plus élevé. Bénéficient généralement de taux de couverture plus élevés, tandis que ceux dont les portefeuilles sont constitués en majorité d'actions tirent souvent un avantage significatif de la diversification en laissant leur exposition en devise largement non couverte.

L'impact concret des devises sur les performances des portefeuilles

Les investisseurs vont au-delà de leurs marchés nationaux afin de diversifier leurs portefeuilles et d'accéder à davantage d'opportunités. Cette allocation mondiale peut améliorer les performances ajustées du risque en tirant parti d'une exposition à différentes économies mais elle entraîne une exposition au risque de change. Les fluctuations des taux de change peuvent avoir une incidence importante sur les performances des investissements et ainsi entraîner des écarts importants pour les investisseurs qui n'ont pas la même devise de référence, même lorsque les performances des actifs sous-jacents sont identiques.

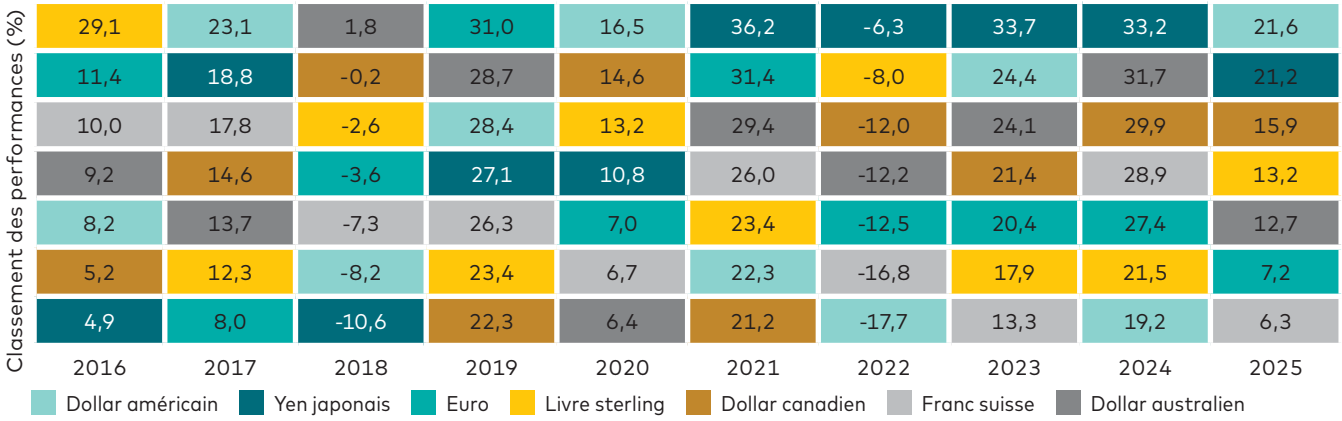
Auteurs : Lucas Baynes, Investment Strategist, Senior Specialist, Vanguard | Roger Aliaga-Díaz, PhD, Principal, Regional Chief Economist, Americas & Head of Portfolio Construction, Vanguard

Examinons l'expérience historique des investisseurs en actions internationales. **Le graphique 1** présente le classement des performances annuelles de l'indice MSCI World dans différentes devises au cours de la dernière décennie. Il montre comment un même panier d'actions monde (exprimé en monnaie locale) peut donner des résultats nettement différents une fois transposés dans la devise nationale de l'investisseur. Par exemple, en 2025, un investisseur basé aux États-Unis a réalisé un gain substantiel de près de 22 %, tandis qu'un investisseur suisse a enregistré une performance bien moindre, de 6,3 %, en raison d'évolutions défavorables des taux de change (à savoir la dépréciation du dollar américain par rapport au franc suisse au cours de l'année).

GRAPHIQUE 1

Même indice, des résultats différents selon la devise de référence

Classement des performances annuelles de l'indice MSCI World Price dans différentes devises, janvier 2016 – décembre 2025



Sources : Calculs de Vanguard, à l'aide de données de Bloomberg, LP Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs. Données entre le 1er janvier 2016 et le 31 décembre 2025.

Les considérations relatives au risque de change vont au-delà de la couverture

La couverture de change est donc essentielle pour gérer le risque lié aux fluctuations des taux de change qui pèse sur les portefeuilles internationaux. Cependant, on croit souvent à tort que cela élimine totalement l'influence de la devise sur les performances du portefeuille.

La couverture peut atténuer, mais pas éliminer, l'impact des fluctuations de change sur les performances

Tout d'abord, il est utile de faire la distinction entre le risque de change et la performance de change. La couverture de change permet d'éliminer l'exposition aux fluctuations imprévues des taux de change pendant la durée du contrat à terme de change (généralement d'un à trois mois) et élimine ainsi la volatilité des performances liée aux fluctuations des devises. Toutefois, la performance attendue liée au carry de change, résultant des écarts de taux d'intérêt et intégré dans les contrats à terme, demeure. Par conséquent, les portefeuilles couverts peuvent tout de même présenter des écarts de performance liés aux devises, bien qu'ils ne soient pas exposés au risque de change au comptant. En d'autres termes, une couverture de change à terme élimine la part d'incertitude liée aux performances de change résultant de fluctuations imprévues du taux de change au comptant. Toutefois, la couverture intègre le différentiel de taux d'intérêt entre les deux devises par le biais de la prime (ou de la décote) à terme. Par conséquent, même en cas de couverture, il subsiste un impact résiduel sur la performance liée au risque de change provenant d'actifs étrangers.

Couverture et allocation d'actifs tactique

Le recours à la couverture en tant qu'outil tactique comporte ses propres défis. Plus précisément, cela implique d'avoir une opinion sur la composante inattendue des performances des devises puisque la composante attendue est déjà prise en compte dans les contrats à terme. Par exemple, un investisseur américain adoptant une stratégie tactique qui estime que l'euro va s'apprécier par rapport au dollar américain pourrait juger opportun de ne pas couvrir son allocation en actions européennes. Toutefois, si l'euro finit par s'apprécier moins que ce que suggère le taux à terme, l'investisseur non couvert enregistrera une performance inférieure à celle de l'investisseur couvert.

D'autre part, sur des horizons plus longs, une couverture de change glissante reste soumise à l'incertitude quant à l'évolution des différentiels de taux d'intérêt intégrés dans les taux à terme successifs. En d'autres termes, la couverture peut réduire de manière significative la volatilité des performances à court terme induite par des fluctuations imprévues des taux de change au comptant, en revanche, elle ne « fixe » pas mécaniquement une valeur finale unique en monnaie nationale car les taux à terme (et donc les performances de la couverture) suivent de près les taux de change au comptant dans la durée. En d'autres termes, même si la couverture de change réduit la volatilité d'une période à l'autre, la dispersion de la richesse finale sur un horizon de long terme pourrait être moins affectée, car les contrats à terme sont reconduits et les impacts « FX » s'accumulent différemment[1].

Le biais national peut éliminer le risque de change (à un certain prix)

La taille du marché national d'un investisseur est un facteur déterminant de l'exposition aux devises étrangères au sein d'un portefeuille international. Les investisseurs basés sur des marchés boursiers de moindre envergure, comme l'Australie ou le Canada, détiennent naturellement une part plus importante d'actifs libellés en devises étrangères que ceux des grands marchés tels que les États-Unis. Cette exposition accrue a des implications directes sur les décisions de couverture de change. En effet, lorsque la majeure partie du portefeuille est investie en dehors du marché national, l'impact potentiel des fluctuations des taux de change devient nettement plus important ce qui peut renforcer l'intérêt d'une couverture de change. **Le graphique 2** illustre ce point en présentant l'exposition en devises étrangères des portefeuilles d'actions monde (sur la base des capitalisations boursières) du point de vue de différents pays.

Il est important de noter que la décision relative au «biais national » n'est pas indépendante des considérations monétaires. En effet, la seule façon d'éliminer totalement le risque de change est de renoncer purement et simplement à tout investissement à l'international. Cela revient toutefois à renoncer aux avantages de la diversification que les portefeuilles internationaux sont censés offrir. Les investisseurs sont donc confrontés à un compromis concret : une plus grande diversification mondiale contribue à atténuer le risque de marché spécifique, tandis qu'une exposition accrue aux marchés étrangers entraîne un risque de change (qu'il soit couvert ou non). Le degré optimal de « biais national » ne peut donc pas être déterminé isolément. Il est étroitement lié au niveau optimal d'exposition au risque de change.

1 La capacité de la couverture à réduire de manière significative la dispersion de la richesse finale dépend de l'horizon temps considéré ainsi que du niveau de volatilité et de persistance des différentiels de taux d'intérêt par rapport aux fluctuations des cours de change au comptant.

GRAPHIQUE 2

Le « biais national » et l'exposition au risque de change sont des choix étroitement liés

Exposition au risque de change selon les différents pays, à partir d'actions non couvertes et d'obligations couvertes, en date du 31 décembre 2025

	Australie	Canada	Zone euro	Japon	Suisse	Royaume-Uni	États-Unis
Actions Monde (pondérées en fonction de la capitalisation boursière)	2%	3%	9%	5%	3%	4%	70%
Exposition au risque de change sur les actions monde	98%	97%	91%	95%	97%	96%	30%
Exposition globale en devises étrangères : 60 % d'actions / 40 % d'obligations	59%	58%	55%	57%	58%	58%	18%

Notes : Le graphique présente l'exposition implicite aux devises étrangères calculée sur la base des pondérations en fonction de la capitalisation boursière. Pour un portefeuille équilibré composé à 60 % d'actions et à 40 % d'obligations, nous partons du principe que la partie obligataire a été entièrement couverte. On entend par « biais national » la surpondération des actions ou des obligations nationales par rapport à la part que représente le marché national dans la capitalisation boursière ou obligataire mondiale.

Sources: Calculs de Vanguard, à l'aide de données de Bloomberg, LP

Les principaux facteurs déterminants de la décision de couverture

Pour comprendre l'impact des devises sur un portefeuille, il est utile d'aller au-delà des aspects techniques et de se fier à son intuition.[2] La suppression du risque de change au travers de la couverture de change ne réduit pas toujours la volatilité. Cette décision repose principalement sur deux facteurs : la corrélation entre les performances en devises étrangères et l'actif sous-jacent, ainsi que la volatilité relative de ces deux éléments.[3]

Examinons tout d'abord la corrélation. Si les devises étrangères et les actifs sous-jacents ont tendance à évoluer dans le même sens (à savoir en cas de corrélation positive, où les devises étrangères ont tendance à s'apprécier par rapport à la monnaie nationale lorsque les marchés sont haussiers, et inversement), l'exposition aux devises étrangères amplifie alors les fluctuations du portefeuille, ce qui accroît sa volatilité globale. Dans ce cas, la couverture est presque toujours la meilleure solution pour éliminer ce risque supplémentaire. En revanche, lorsque les performances des devises et des actifs sont négativement corrélés, une exposition au risque de change non couverte peut apporter des avantages de diversification. Cependant, même si la corrélation est négative - ce qui implique un avantage en termes de diversification - une couverture peut néanmoins s'avérer nécessaire si la devise est tout simplement trop volatile par rapport à l'actif. Dit simplement, si le « bruit » lié à la volatilité de la devise est suffisamment important, il annulera tout avantage de diversification découlant de la corrélation négative.

Le graphique 3 montre que la couverture de change est presque toujours avantageuse pour les portefeuilles à faible volatilité tandis que les résultats pour les portefeuilles à haut risque dépendent davantage de la corrélation. Cette dynamique a des implications importantes dans la construction de portefeuille. Prenons par exemple un portefeuille à faible volatilité, tel qu'une allocation 20 % actions et 80 % obligations. Dans ce cas, la volatilité de la devise l'emporte presque toujours sur celle des actifs sous-jacents, et la couverture s'avère systématiquement avantageuse.[4] À l'inverse, pour les portefeuilles plus risqués (par exemple, 80/20), la forte volatilité des actions sous-jacentes rend l'avantage de diversification apporté par la devise plus pertinent, et la décision de couverture moins évidente.

2 Nous nous intéressons ici à la performance d'un panier d'expositions en devises étrangères du portefeuille par rapport à la devise de référence de l'investisseur. Par exemple, pour un investisseur basé aux États-Unis, nous prenons en compte la valeur moyenne pondérée de toutes les devises étrangères sous-jacentes aux actifs internationaux, tels que les actions mondiales hors États-Unis ou les obligations mondiales hors États-Unis, par rapport au dollar américain.

3 Calculs présentés en annexe.

4 Pour une analyse plus approfondie des portefeuilles obligataires mondiaux, voir Harvey et Renzi-Ricci (2023).

GRAPHIQUE 3

La volatilité relative et la corrélation ont toutes deux une incidence sur le risque du portefeuille

Impact hypothétique de la couverture de change sur la volatilité pour différents profils de risque de portefeuille et différentes corrélations entre devises

Volatilité du portefeuille sous-jacent

Corrélation entre le portefeuille et la devise	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%
1,0	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
0,9	-7,8%	-7,7%	-7,7%	-7,6%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,5%	-7,4%	-7,4%	-7,4%	-7,4%
0,8	-7,7%	-7,5%	-7,3%	-7,2%	-7,1%	-7,0%	-7,0%	-6,9%	-6,9%	-6,8%	-6,8%	-6,8%
0,7	-7,5%	-7,2%	-6,9%	-6,8%	-6,6%	-6,5%	-6,4%	-6,3%	-6,3%	-6,2%	-6,2%	-6,1%
0,6	-7,3%	-6,9%	-6,6%	-6,3%	-6,1%	-6,0%	-5,9%	-5,8%	-5,7%	-5,6%	-5,6%	-5,5%
0,5	-7,2%	-6,6%	-6,2%	-5,9%	-5,6%	-5,4%	-5,3%	-5,2%	-5,1%	-5,0%	-4,9%	-4,8%
0,4	-7,0%	-6,3%	-5,8%	-5,4%	-5,1%	-4,9%	-4,7%	-4,6%	-4,4%	-4,3%	-4,2%	-4,2%
0,3	-6,8%	-6,0%	-5,3%	-4,9%	-4,6%	-4,3%	-4,1%	-3,9%	-3,8%	-3,7%	-3,6%	-3,5%
0,2	-6,6%	-5,6%	-4,9%	-4,4%	-4,0%	-3,7%	-3,5%	-3,3%	-3,1%	-3,0%	-2,9%	-2,8%
0,1	-6,4%	-5,3%	-4,5%	-3,9%	-3,4%	-3,1%	-2,8%	-2,6%	-2,4%	-2,3%	-2,1%	-2,0%
0,0	-6,2%	-4,9%	-4,0%	-3,3%	-2,8%	-2,4%	-2,1%	-1,9%	-1,7%	-1,5%	-1,4%	-1,3%
-0,1	-6,0%	-4,6%	-3,5%	-2,7%	-2,2%	-1,7%	-1,4%	-1,2%	-1,0%	-0,8%	-0,6%	-0,5%
-0,2	-5,8%	-4,2%	-3,0%	-2,1%	-1,5%	-1,0%	-0,7%	-0,4%	-0,2%	0,0%	0,1%	0,3%
-0,3	-5,6%	-3,8%	-2,4%	-1,5%	-0,8%	-0,3%	0,1%	0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,1%
-0,4	-5,4%	-3,4%	-1,8%	-0,8%	0,0%	0,5%	0,9%	1,2%	1,5%	1,7%	1,8%	1,9%
-0,5	-5,2%	-2,9%	-1,2%	0,0%	0,8%	1,4%	1,8%	2,1%	2,4%	2,6%	2,7%	2,8%
-0,6	-5,0%	-2,4%	-0,5%	0,8%	1,8%	2,4%	2,8%	3,1%	3,3%	3,5%	3,6%	3,8%
-0,7	-4,8%	-1,9%	0,3%	1,8%	2,8%	3,4%	3,8%	4,1%	4,3%	4,5%	4,6%	4,7%
-0,8	-4,5%	-1,4%	1,2%	2,9%	4,0%	4,6%	5,0%	5,3%	5,4%	5,6%	5,7%	5,8%
-0,9	-4,3%	-0,7%	2,3%	4,4%	5,5%	6,1%	6,4%	6,5%	6,7%	6,7%	6,8%	6,8%
-1,0	-4,0%	0,0%	4,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Notes : Il s'agit d'un exemple hypothétique illustrant la différence de volatilité entre un investissement couvert et un investissement non couvert. Nous formulons différentes hypothèses concernant la volatilité du portefeuille et les corrélations entre devises. Ce chiffre repose sur l'hypothèse d'une volatilité des devises de 8 %. Les zones en rouge indiquent que la couverture entraîne une volatilité plus élevée, tandis que les zones en vert indiquent que la couverture réduit la volatilité du portefeuille. Par souci de simplicité, les comparaisons de volatilité se concentrent sur l'élimination de la volatilité du marché des changes au comptant ; la volatilité des performances de la couverture elle-même – déterminée par les différentiels de taux d'intérêt à court terme – est généralement faible par rapport à la volatilité de l'actif et fait l'objet d'une analyse distincte.

Sources : Calculs de Vanguard.

Couvrir la décision de couverture : gérer le risque dans un monde incertain

Comme nous l'avons vu, un investisseur devrait idéalement couvrir son exposition aux devises étrangères présentant des corrélations historiquement positives - ce qui est généralement le cas des investisseurs dont la devise de référence est une devise dite « refuge » ou « d'aversion au risque » - et conserver intacte son exposition aux devises présentant des corrélations faibles ou négatives - ce qui concerne généralement les investisseurs dont la devise de référence est une devise dite « risquée » ou « sensible au risque ». Par exemple, les investisseurs basés en Australie et au Canada (pays fortement exposés aux matières premières mondiales) constatent généralement que leur monnaie nationale s'apprécie en période de forte croissance mondiale et des hausses des marchés boursiers. À l'inverse, les investisseurs domiciliés aux États-Unis connaissent une situation inverse : le dollar américain s'apprécie en période d'aversion au risque, les capitaux mondiaux s'y réfugiant dans le cadre d'une fuite vers la qualité.[5]

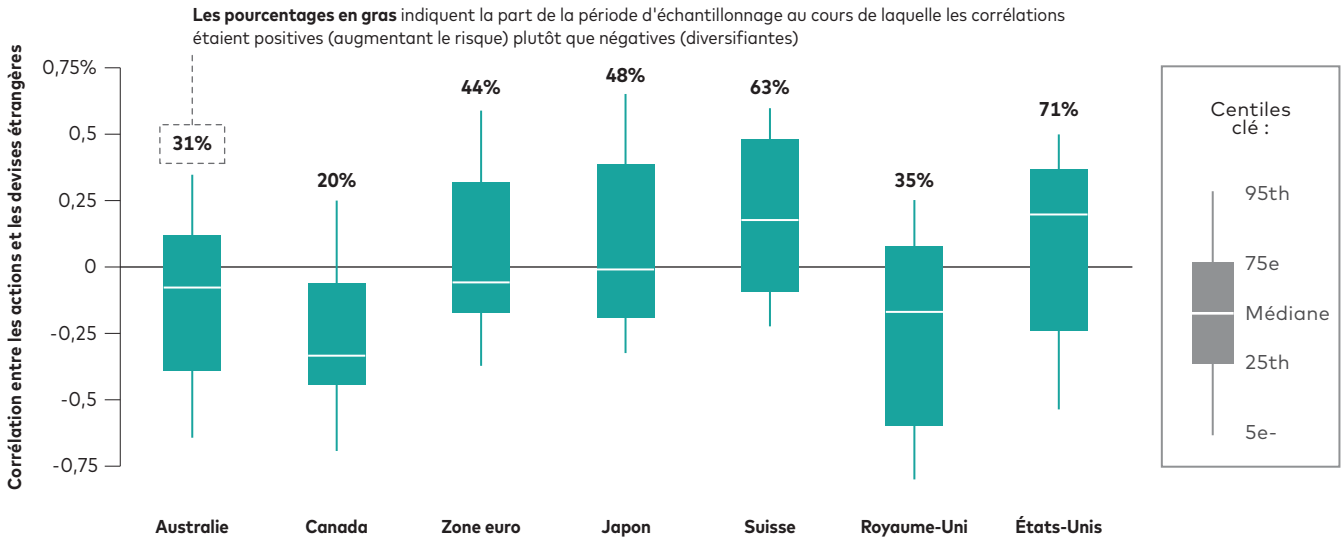
Cependant, ces corrélations se sont révélées difficiles à prévoir à long terme, car elles varient considérablement d'un marché à l'autre et au fil du temps, comme le montre **le graphique 4**. Les chiffres dans les encadrés indiquent la part de la période d'échantillonnage durant laquelle les corrélations ont été positives (renforçant le risque) plutôt que négatives (diversifiantes) pour chaque région.

5 Le point de vue a également son importance lorsqu'on utilise ces étiquettes. Tout au long de cet article, nous avons abordé la décision de couverture sous un angle national, en adoptant une perspective tournée vers l'extérieur tout en analysant l'exposition aux devises étrangères. Dans cette optique, les investisseurs pourraient souhaiter conserver leur exposition aux devises refuges et se couvrir contre les devises à risque. Sinon, un investisseur pourrait analyser sa propre monnaie nationale et parvenir à la même conclusion, exprimée en d'autres termes. Autrement dit, les investisseurs dont la monnaie nationale est considérée comme une « valeur refuge » pourraient souhaiter se couvrir contre le risque de change, tandis qu'un investisseur dont la monnaie nationale est jugée « risquée » pourrait préférer ne pas se couvrir contre ce risque.

GRAPHIQUE 4

Les corrélations entre devises ont été très variables tant dans le temps que d'un marché à l'autre

Répartitions en centiles des corrélations entre devises et actions sur dix ans, du point de vue des zones monétaires concernées, janvier 1972 – décembre 2025



Notes : Le graphique présente les centiles des corrélations sur dix ans entre les performances annuelles, ces corrélations étant calculées entre les devises étrangères et les actions étrangères du point de vue de la zone monétaire indiquée. Pour plus de détails sur les données, voir l'annexe.

Sources : Calculs de Vanguard, basés sur des données fournies par MSCI, le Fonds monétaire international et Bloomberg, L.P. Données entre le 1er janvier 1972 et le 31 décembre 2025.

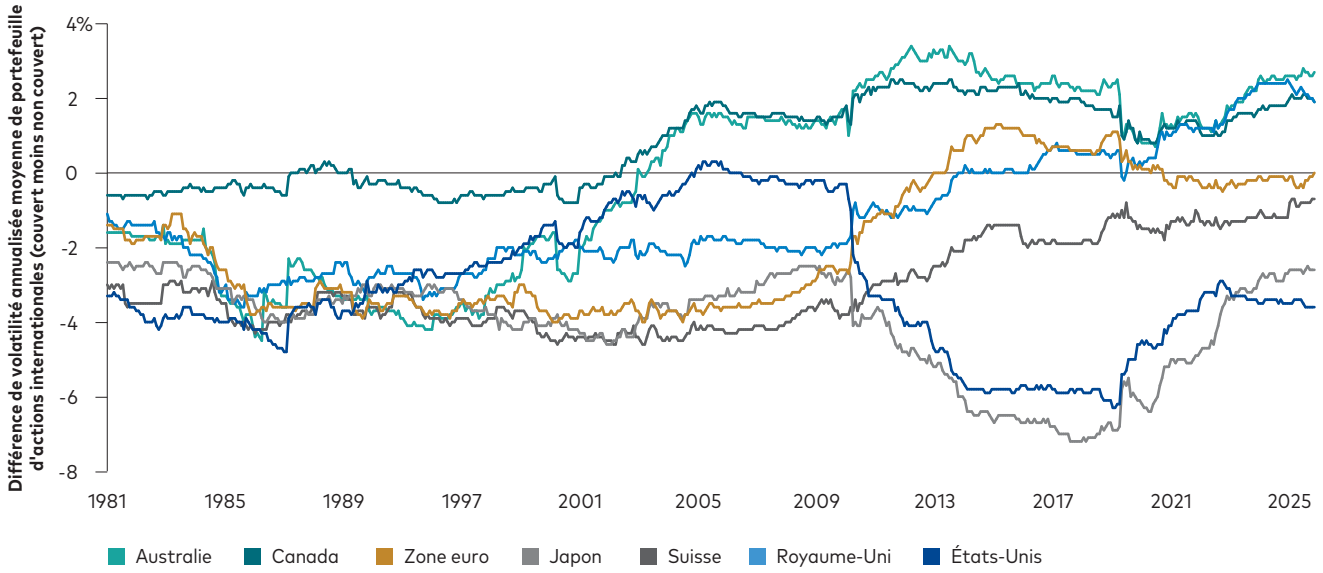
Alors que le graphique 4 montre le comportement des corrélations entre devises et actions, **le graphique 5** traduit ces dynamiques en résultats de volatilité réalisée, qui correspondent en fin de compte à ce que vivent les investisseurs lorsqu'ils mettent en œuvre une stratégie de couverture. À l'instar des estimations de corrélation présentées dans le graphique 4, l'impact de la couverture de change sur la volatilité a varié selon les périodes et les marchés.

Par ailleurs, le graphique 5 permet notamment de conclure que si toute stratégie de couverture qui repose sur une corrélation donnée venait à se concrétiser, on pourrait assister à de longues périodes au cours desquelles l'objectif de réduire les risques n'est pas atteint, voire n'a pas lieu du tout. Par exemple, si l'on se base sur les tendances observées avant la crise financière mondiale de 2007-2008, de nombreux investisseurs auraient pu s'attendre à ce que l'euro se comporte comme une devise « refuge », ce qui aurait impliqué que les investisseurs de la zone euro auraient privilégié la couverture de leur exposition aux devises étrangères. Or, cette tendance s'est inversée au cours des années suivantes et a récemment oscillé autour de zéro.

GRAPHIQUE 5

Les résultats en matière de volatilité effective peuvent s'avérer défavorables pendant de longues périodes

Écart glissant sur 10 ans de la volatilité annualisée des performances mensuelles entre les portefeuilles couverts et non couverts en actions étrangères des marchés développés, janvier 1981 – décembre 2025.



Notes : Le graphique illustre la différence de volatilité annualisée sur une période glissante de 10 ans des performances mensuelles entre les portefeuilles couverts et non couverts investis dans des actions étrangères de pays développés. Pour plus de détails sur les données, voir l'annexe.

Sources : Calculs de Vanguard, basés sur des données fournies par MSCI, le Fonds monétaire international et Bloomberg, L.P. Données entre le 1er janvier 1981 et le 31 décembre 2025.

Ces résultats permettent de replacer le coût de la couverture de change dans son contexte. L'impact de la couverture de change sur la volatilité, sur une période de dix ans donnée et sur l'ensemble des marchés étudiés, allait d'une réduction de 7,1 % au Japon (pour la période de dix ans s'achevant en 2016) par rapport à une situation sans couverture de change, à une augmentation de 3,5 % en Australie (pour la période de dix ans s'achevant en 2010). Donc, même si le coût de la couverture de change, disons, entre 0,25 % et 0,50 % sur une base annuelle[6] peut sembler relativement peu coûteux, il se peut que l'on ne tire pas pleinement parti de ce pour quoi on paie. Par ailleurs, si l'on considère la moyenne calculée sur la durée et agrégée pour l'ensemble des marchés que nous avons passés en revue, la réduction du risque liée à la couverture de change, qui s'élève à –1,7%, pourrait en valoir la peine, à condition qu'un investisseur puisse accéder à des produits couverts à un prix raisonnable.[7]

Une solution possible à cette incertitude consisterait à ne plus se concentrer sur la prévision de l'évolution des devises mais plutôt sur les résultats au niveau du portefeuille. Plutôt que de tenter d'ajuster avec précision les ratios de couverture en se basant sur des corrélations instables, les investisseurs peuvent adopter des règles de couverture simples qui ajustent implicitement l'exposition au risque de change à mesure que le risque global du portefeuille évolue.

6 Ces estimations approximatives des coûts hypothétiques tablent sur des frais de transaction de 0,17 % par an (la valeur maximale indiquée dans la figure 6), auxquels s'ajoute un ratio de frais plus élevé, compris entre 0,08 % et 0,33 %, destiné à couvrir les coûts d'exploitation. Ces estimations sont hypothétiques, mais correspondent globalement à celles des produits financiers courants.

7 Prenons par exemple un portefeuille d'actions monde non couvert, dont la performance attendue est de 8 % et la volatilité attendue de 20 %. En supposant que les performances brutes soient équivalentes entre les investissements couverts et non couverts, une réduction attendue de la volatilité de 1,9 % grâce à la couverture entraînerait pour l'investisseur des coûts de couverture pouvant atteindre 0,76 %, tout en lui permettant de générer une meilleure performance ajustée du risque grâce à la couverture de son exposition au risque de change.

Éléments clés à prendre en compte pour évaluer la couverture de change

Les décisions en matière de couverture de change doivent être évaluées au regard du risque global du portefeuille et des objectifs de l'investisseur, et non isolément du reste du portefeuille. Les considérations ci-dessous permettent de cerner le problème, depuis la définition du risque jusqu'à la faisabilité, pour aboutir à une solution concrète au niveau du portefeuille.

Déterminer la mesure de risque pertinente

Les risques varient d'un investisseur à l'autre. Pour certains, la volatilité des performances totales du portefeuille constitue la principale préoccupation. Pour d'autres, le risque de ne pas pouvoir faire face à leurs dépenses ou à leurs engagements à long terme peut être plus important. L'exposition au risque de change peut avoir des répercussions différentes sur chacun d'entre eux. Notre analyse se concentre sur la volatilité globale du portefeuille - un indicateur courant et pratique tant pour les portefeuilles des particuliers que pour ceux des investisseurs institutionnels - tout en ayant conscience que d'autres objectifs peuvent conduire à des conclusions différentes.

La mise en œuvre – et notamment les coûts – est déterminante

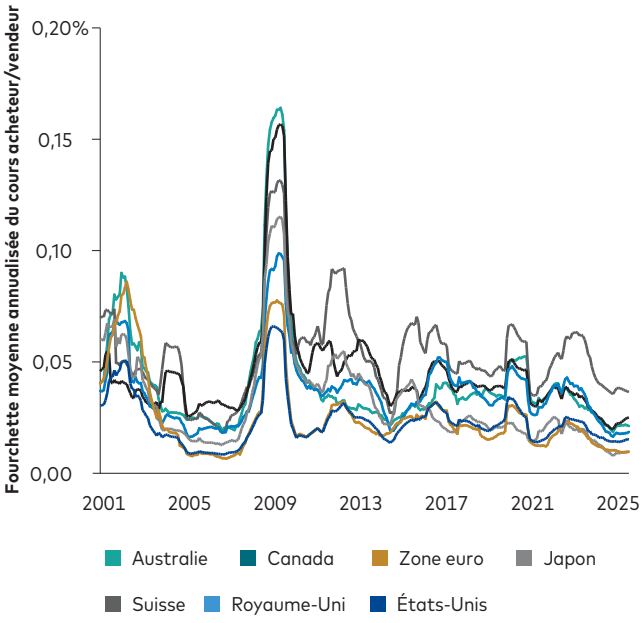
La couverture de change n'évite pas certains frottements. Les investisseurs doivent choisir l'instrument (généralement un contrat à terme), ratio de couverture et la fréquence de rééquilibrage Un rééquilibrage plus fréquent peut permettre aux ratios de couverture de rester près de l'objectif, mais pourraient augmenter le taux de rotation et les coûts. Un rééquilibrage moins fréquent peut réduire les coûts, mais entraîner des écarts importants au pire moment (par exemple, après des fluctuations importantes des actions qui modifient également les expositions au risque de change). Les coûts découlent des écarts entre cours acheteur et cours vendeur, des frais de transaction et de la complexité opérationnelle ; ceux-ci peuvent varier selon les devises et au fil du temps. Bien que les coûts aient globalement baissé sur les marchés des devises liquides, ils peuvent encore réduire de manière significative le bénéfice net de la couverture, Les écarts entre cours acheteur et cours vendeur des principales paires de devises ont globalement diminué depuis le début des années 2000, mais restent non négligeables.

En résumé, les coûts relèvent le seuil à partir duquel il devient intéressant de recourir à la couverture de change. Les investisseurs doivent mettre ces coûts en perspective par rapport à la réduction de la volatilité attendue grâce à la couverture de change, en particulier sur des horizons à long terme où les coûts s'accumulent et peuvent l'emporter sur des réductions modestes de la volatilité.

GRAPHIQUE 6

Coûts de transaction estimés pour le renouvellement des couvertures de change sur les principales devises

Fourchette moyenne annualisée sur 12 mois du cours acheteur/vendeur pour couvrir la majeure partie de l'indice MSCI World Price Index dans la devise indiquée, janvier 2001–décembre 2025



Notes : Le graphique présente la fourchette de cours acheteur-vendeur annualisée liée à la couverture de l'indice MSCI World Price, du point de vue de chaque devise. Cet écart est calculé comme la moitié de la fourchette entre les cours acheteur et vendeur des points de taux à terme, exprimée en pourcentage, annualisé, du cours au comptant moyen. Nous avons pris en compte le coût moyen pondéré de la couverture des sept principales devises étrangères, pondéré en fonction de la capitalisation boursière de l'indice MSCI World Price. Cette méthode de pondération a permis d'établir une estimation des coûts qui couvre environ 95 % de l'exposition au risque de change.

Sources : Calculs de Vanguard, à l'aide de données de Bloomberg, LP Données couvrant la période du 1er janvier 2001 au 31 décembre 2025.

Synthèse de la prise de décision pour les portefeuilles multi-actifs

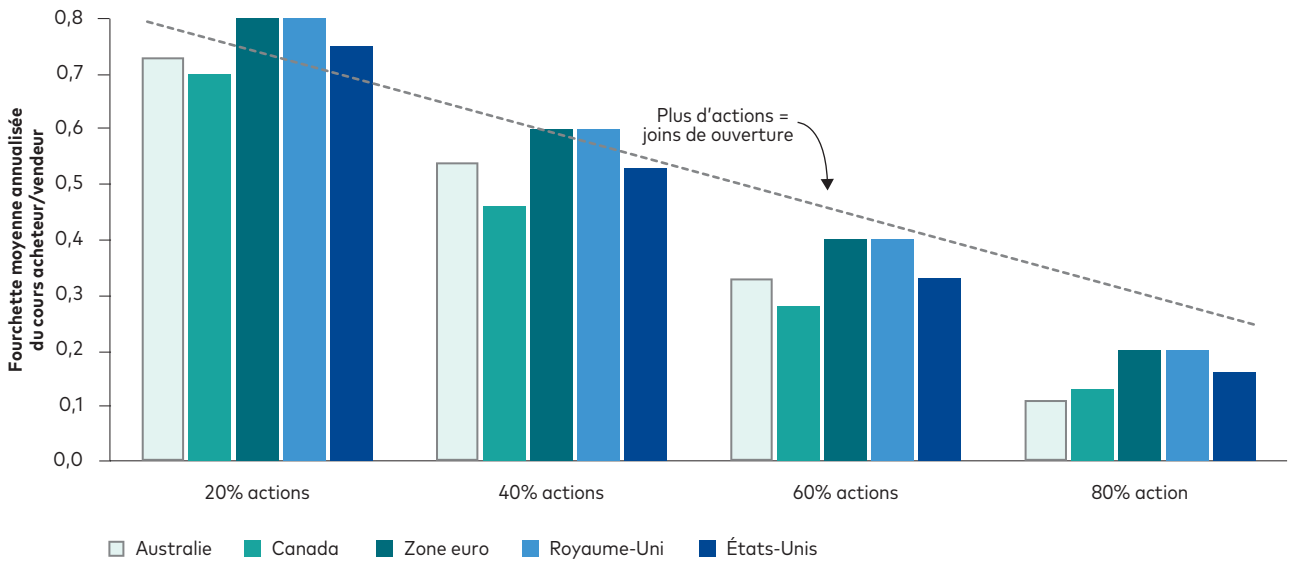
Comme souligné précédemment, deux facteurs déterminent l'importance de la couverture de change pour réduire la volatilité : (i) la corrélation entre les fluctuations des devises et les actifs à risque du portefeuille, et (ii) la volatilité relative des performances des devises par rapport au portefeuille sous-jacent. En se concentrant sur ce dernier point, une règle de mise en œuvre simple se dégage : Couvrir les titres obligataires et ne pas couvrir les actions. Intuitivement, à mesure que le portefeuille sous-jacent est sujet à une volatilité plus faible (pondération plus élevée des obligations), les devises représentent une part plus importante du risque total, et un ratio de couverture plus élevé s'avère le meilleur choix visant à atténuer les risques.

Le graphique 7 illustre comment cette logique au niveau du portefeuille peut être mise en œuvre concrètement pour des investissements mondiaux multi-actifs selon différentes perspectives régionales. Les ratios de couverture diminuent systématiquement à mesure que les portefeuilles deviennent moins conservateurs – passant d'environ 70 à 80 % dans les portefeuilles composés à 20 % d'actions, par rapport à 10 à 20 % pour des portefeuilles composés à 80 % d'actions répartis entre les cinq lieux indiqués.

GRAPHIQUE 7

Exemples de ratios de couverture de change pour des portefeuilles monde multi-actifs

Taux de couverture de change selon les régions



Notes : Ce graphique repose sur la corrélation moyenne des taux de change indiquée dans le graphique 4 et sur les pondérations en fonction de la capitalisation boursière présentées dans le graphique 2. Les taux de préférence nationale en matière d'actions retenus étaient de 40 % pour l'Australie, 30 % pour le Canada, 9 % pour la zone euro, 20 % pour le Royaume-Uni et 60 % pour les États-Unis. Les taux de « biais national » supposés pour les obligations étaient de 30 % pour l'Australie, 60 % pour le Canada, 10 % pour la zone euro, 20 % pour le Royaume-Uni et 70 % pour les États-Unis. Les pondérations en fonction de la capitalisation boursière ont été fixées à 2 % pour l'Australie, 3 % pour le Canada, 9 % pour la zone euro, 4 % pour le Royaume-Uni et 41 % pour les États-Unis.

Sources : Calculs de Vanguard, à l'aide de données de Bloomberg, LP

De plus, même en tenant compte d'autres facteurs influençant les décisions de couverture de change, cette règle empirique peut s'avérer étonnamment efficace, comme le résume **le graphique 8**. En matière de gestion traditionnelle des risques, trois axes sont essentiels :

- **Comportement du marché des changes lors des épisodes d'aversion au risque.** Pour les investisseurs dont la devise nationale risque de se déprécier en période de baisse des marchés, l'exposition aux devises étrangères est susceptible d'amplifier les fluctuations du portefeuille, et de renforcer les arguments en faveur de la couverture de change. À cet égard, la principale exception est le canal de corrélation du dollar américain en tant que « valeur refuge » ce qui pourrait justifier un niveau global de couverture plus élevé pour les investisseurs dont les investissements sont libellés en USD.
- **Niveau de risque du portefeuille.** À mesure que les portefeuilles s'orientent vers des allocations défensives, l'importance relative de la volatilité des devises s'accroît. Ce cadre implique donc des ratios de couverture plus élevés dans les fonds conservateurs.
- **Exposition au risque de change dans la poche défensive.** Les investisseurs basés dans des marchés nationaux de plus petite taille présentent généralement une exposition implicite plus importante aux devises étrangères dans un portefeuille diversifié à l'échelle mondiale, ce qui fait du risque de change un facteur plus significatif du risque global et justifie davantage des taux de couverture plus élevés dans la pratique.

Le graphique 8 met également en évidence deux aspects pratiques importants à prendre en compte en matière de couverture de change : **la tracking error par rapport aux indices de référence du secteur** (les investisseurs préférant éviter que les fluctuations de change ne dominent l'écart par rapport à un indice de référence) et **les risques macroéconomiques nationaux à long terme** (le maintien d'une certaine exposition aux devises étrangères permettant de diversifier les risques liés à l'inflation locale, les déficits ou la dépréciation monétaire).

GRAPHIQUE 8

Facteurs déterminants de la décision de couverture de change

La couverture implicite répond à différents objectifs

Facteur	Recommandation	Australie	Canada	Europe	Royaume-Uni	US
Atténuation traditionnelle des risques liés au portefeuille						
Comportement des marchés FX lors des épisodes d'aversion au risque	Si la monnaie nationale est vue comme « valeur refuge » → la couverture est plus utile	✓	✓	✓	✓	✗
Niveau de risque du portefeuille	Portefeuilles plus prudents → ratio de couverture plus élevé	✓	✓	✓	✓	✓
Exposition au risque de change dans la poche défensive	Exposition plus importante au risque de change sur les obligations → couverture accrue	✓	✓	✓	✓	✓
Autres considérations relatives aux risques						
Tracking error par rapport aux indices de référence du secteur	Réduit au minimum l'effet de change en tant que source de TE	✓	✓	✓	✓	✓
Risques macroéconomiques nationaux à long terme : (par exemple, inflation, déficits, dépréciation monétaire)	Maintenir une certaine diversification sur les marchés des changes (principalement via des actions non couvertes)	✓	✓	✓	✓	✓

Notes : Le graphique montre comment une règle de couverture simple – couvrir les obligations tout en laissant les actions non couvertes – permet d'obtenir, au niveau du portefeuille, des ratios de couverture qui correspondent à la plupart des objectifs de risque du portefeuille. Les taux de couverture optimaux varient en fonction de nombreux facteurs, notamment la composition du portefeuille, l'horizon d'investissement et la mesure du risque. Sur la base des corrélations historiques et des relations de volatilité observées sur les marchés développés.

Sources : Vanguard.

Conclusion : Gérer le risque de change dans un portefeuille international

Le risque de change est une conséquence inévitable de l'investissement à l'échelle mondiale, mais pour le gérer efficacement, il s'agit moins de prévoir l'évolution des taux de change que de comprendre comment l'exposition au risque de change interagit avec le risque lié aux actifs au niveau du portefeuille. Les décisions de couverture de change doivent donc être considérées comme faisant partie intégrante de la construction du portefeuille, et non comme des choix isolés, pris actif par actif.

Sur l'ensemble des marchés développés, deux tendances se dessinent. La couverture de l'exposition aux titres obligataires étrangers réduit presque toujours le risque du portefeuille car la volatilité des obligations est faible par rapport à celle des devises. En ce qui concerne les actions étrangères, la situation est plus nuancée. quand les corrélations entre les devises et les actions sont faibles ou négatives - comme cela a été le cas en moyenne sur de longues périodes - une exposition au risque de change non couverte peut constituer un facteur de diversification, en particulier en période de tensions sur les marchés.

Dans l'ensemble, ces facteurs impliquent que la couverture optimale du risque de change dépend du risque global du portefeuille plutôt que de chaque actif pris isolément. Une règle empirique simple et largement utilisée - qui consiste à couvrir la plupart des obligations étrangères tout en laissant les actions étrangères largement non couvertes - conduit naturellement à des ratios de couverture qui augmentent à mesure que le risque du portefeuille diminue et qui diminuent à mesure que ce risque augmente. Comme le montre le graphique 7, cette approche permet d'obtenir des résultats proches des ratios de couverture optimaux théoriques dans toutes les régions, dans le cadre des hypothèses de corrélation couramment admises d'un point de vue empirique.

Il est important de noter que ce cadre ne repose pas sur des corrélations stables ni sur des prévisions précises concernant l'évolution des devises. En se concentrant sur le risque au niveau du portefeuille et en adoptant des principes de couverture simples et solides, les investisseurs peuvent tirer parti de la plupart des avantages de la couverture de change tout en préservant la valeur de la diversification apportée par l'exposition aux devises – sans compliquer inutilement les solutions à un problème intrinsèquement incertain. Pour les conseillers qui constituent des portefeuilles multi-actifs monde, cela signifie que les décisions en matière de couverture de change doivent être guidées par la stratégie globale de gestion des risques, et non par la volonté de prévoir l'évolution des devises ou d'optimiser les couvertures de change au niveau des actifs.

Références

Buldorini, Luca, Stelios Makrydakis et Christian Thimann, 2002. *Les taux de change effectifs de l'euro*. Document occasionnel n° 2 de la Banque centrale européenne (février) ; disponible à l'adresse http://papers.ssrn.com/ sol3/papers.cfm?abstract_id=748965.

Campbell, John Y., Karine Serfaty-de Medeiros et Luis M. Viceira, 2007. *Couverture de change à l'échelle mondiale*. Document de travail du NBER n° 13088. Cambridge, Massachusetts : Bureau national de recherche économique ; disponible à l'adresse http://www.nber.org/papers/w13088. Également publié en 2010 dans le *Journal of Finance*, vol. 65, n° 1 : 87–121.

Harvey, Oliver et Giulio Renzi-Ricci, 2023. *« Appréhender les obligations Monde » Les avantages d'une allocation obligataire plus internationale*. Valley Forge, Pa. : The Vanguard Group.

Annexe

Sources de données de performance

Pour les données de performance utilisées dans cet article, nous avons retenu l'univers des actions des marchés développés, défini comme les pays composant l'indice MSCI World Price. Les « actions étrangères » pour chaque zone monétaire sont définies comme l'indice MSCI World ex [marché] - par exemple, l'indice MSCI World ex-US, dans une perspective en dollars américains. Pour les marchés sur lesquels MSCI ne publie pas un tel indice, nous avons créé un indice de référence sur mesure en utilisant les données de capitalisation boursière de MSCI afin de déterminer la région étrangère à partir des indices MSCI World et MSCI [marché] pour chaque pays. Pour les données antérieures à 1999 concernant la zone euro, nous avons calculé un indice personnalisé en utilisant une pondération par capitalisation boursière pour les différents pays membres de la zone euro.

Nos performances en devises correspondent au panier de devises pondéré en fonction de la capitalisation boursière qui regroupe l'ensemble des actions étrangères des marchés développés pour chaque marché. Nous avons calculé ce chiffre en mesurant la différence entre les performances de cours des investissements en actions étrangères exprimés en monnaie locale (sans effet de change) et les performances de cours convertis dans la monnaie de cette région. Lorsque MSCI ne publie pas d'indice dans la devise souhaitée, nous avons converti l'indice en utilisant les taux de change issus de la base de données « International Financial Statistics » du FMI.

Pour mesurer la corrélation et la volatilité, nous avons utilisé la version locale de l'indice boursier (après élimination de la performance liée au change) comme indicateur d'un investissement couvert. Cette approche ne tient pas compte de l'impact limité de la couverture sur les performances, mais permet une analyse historique plus approfondie car les indices de référence couverts ne disposent que de données limitées. Même si nos indices de référence locaux ne se prêtent pas à la comparaison des performances moyennes entre des investissements couverts et non couverts sur de longues périodes, ils constituent un indicateur efficace d'un investissement couvert lorsqu'il s'agit de comparer la volatilité et les corrélations. Par exemple, lorsqu'on compare l'indice MSCI World couvert en dollars australiens à l'indice exprimé en monnaie locale (sans performance de la devise), les statistiques de performance montrent que Les deux se suivent de très près sur une fréquence mensuelle (voir **graphique A-1**).

GRAPHIQUE A-1

Comparaison entre les indices MSCI World couverts et l'indice MSCI World local : Janvier 1988 – décembre 2025

	USD	JPY	GBP	AUD	M locale
Volatilité	13,9%	13,8%	13,9%	14,0%	13,8%
Corrélation avec l'indice local	1,000	0,999	0,999	0,998	1,000
Bêta avec indice local	1,001	0,995	1,002	1,010	1,000
R^2 avec indice local	1,000	0,998	0,998	0,996	1,000
Tracking error par rapport à l'indice local	0,31%	0,66%	0,63%	0,89%	N/A

Notes : le tableau compare des données statistiques basées sur les performances mensuelles de l'indice MSCI World, couverts par rapport à la devise indiquée, par rapport à l'indice MSCI World local (performance en devise non pris en compte). Le bêta est un indicateur de l'amplitude des fluctuations du cours d'une action par rapport aux variations d'un indice boursier donné. Le R2 est un indicateur permettant de mesurer dans quelle mesure les performances passés d'un titre peuvent s'expliquer par les performances du marché dans son ensemble, tels que représentés par un indice donné.

Sources: Calculs de Vanguard, à l'aide de données de Bloomberg, LP

Théorie d'une approche de gestion des risques liée à l'exposition au risque de change

Le cadre présenté ci-dessous formalise l'intuition développée dans l'article principal. Le résultat clé – l'équation (5) – montre que le taux de couverture optimal dépend de la corrélation entre les performances de la devise et de l'actif, ainsi que du rapport entre leurs volatilités.

Prenons l'exemple d'un investisseur national qui détient un portefeuille d'actifs étrangers. Soit r_s la performance du portefeuille d'actifs étrangers (en devise étrangère) ; r_f oit la performance de la devise étrangère (variation du taux de change) ; σ_s, σ_f soient les volatilités de la performance de l'actif et de la performance de la devise; et ρ soit la corrélation entre r_s et r_f. L'investisseur peut vendre à terme une fraction h de l'exposition au risque de change.

La performance en monnaie nationale du portefeuille couvert (en première approximation, sans tenir compte du second ordre $r_s \cdot r_f$. terme croisé) est:

$$r_p\ (h) = r_s + (1 - h)r_f \qquad (1)$$

Lorsque h = 0, la position n'est pas couverte, tandis que lorsque h = 1, l'exposition au risque de change est entièrement éliminée.

D'après l'équation (1) :

$$\mathrm{Var}(r_p) = \sigma_s^2 + (1 - h)^2\,\sigma_f^2 + 2\,(1 - h)\rho\sigma_s\sigma_f \qquad (2)$$

En dérivant l'équation (2) par rapport à h et en posant le résultat égal à zéro, on obtient :

$$\frac{(\partial \mathrm{Var}(r_p)}{\partial h} = -2(1 - h)\sigma_f^2 - 2\rho\sigma_s\sigma_f = 0 \qquad (3)$$

Détermination du taux de couverture optimal h* :

$$h^* = 1 + \rho\,\frac{\sigma_s}{\sigma_f} \qquad (4)$$

De manière équivalente, on peut déterminer la pondération optimale de la devise non couverte :

$$w^*_f = 1 - h^* = -\rho\,\frac{\sigma_s}{\sigma_f} \qquad (5)$$

Restez connectés avec Vanguard®

global.vanguard.com

Informations sur les risques liés aux investissements

La valeur des investissements, et les revenus qui en découlent, peuvent baisser ou augmenter et les investisseurs peuvent récupérer moins que ce qu'ils ont investi. Les performances passées ne sont pas des indicateurs fiables des résultats futurs.

Informations importantes

Il s'agit d'une communication marketing. Réservé aux investisseurs professionnels (tels que définis par la directive MiFID II) agissant pour leur propre compte (y compris les sociétés de gestion, FOF, et les clients professionnels investissant pour le compte de leurs clients sous gestion discrétionnaire). En Suisse, ce document est réservé aux investisseurs professionnels. Ne pas distribuer au grand public.

Les informations contenues dans le présent document ne doivent pas être considérées comme une offre d'achat ou de vente ou comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente de titres dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation est contraire à la loi, ou à toute personne à qui il est illégal de faire une telle offre ou sollicitation, ou si la personne qui fait l'offre ou la sollicitation n'est pas qualifiée pour le faire. Les informations ne constituent pas des conseils juridiques, fiscaux ni d'investissement. Vous ne devez donc pas vous y fier pour prendre des décisions d'investissement.

Les informations contenues dans ce document sont uniquement destinées à des fins éducatives et ne constituent pas une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente d'investissements.

Les fonds ou titres mentionnés dans le présent document ne sont ni parrainés, ni approuvés, ni promus par MSCI, et MSCI décline toute responsabilité à l'égard de ces fonds ou titres. Le prospectus ou la déclaration d'informations complémentaire contiennent une description plus détaillée des relations limitées que MSCI entretient avec Vanguard et les fonds associés.

BLOOMBERG® est une marque commerciale et une marque de service de Bloomberg Finance L.P. Bloomberg Finance L.P. et ses filiales, y compris Bloomberg Index Services Limited (« BISL ») (collectivement dénommées « Bloomberg »), ou les concédants de licence de Bloomberg, détiennent l'ensemble des droits de propriété sur les indices Bloomberg.

Ces produits ne sont ni sponsorisés, ni approuvés, ni émis, ni vendus, ni promus par « Bloomberg ». Bloomberg ne fait aucune déclaration et n'offre aucune garantie, expresse ou implicite, aux détenteurs ou aux acheteurs des produits, ni à aucun membre du public, quant à l'opportunité d'investir dans des titres en général ou dans ces produits en particulier, ni quant à la capacité des indices Bloomberg à refléter la performance globale du marché obligataire. Bloomberg ne se prononce pas sur la légalité ou l'adéquation des produits à l'égard d'une personne physique ou morale quelconque. Le seul lien entre Bloomberg et Vanguard ainsi que ses produits réside dans l'octroi de licences relatives aux indices Bloomberg, lesquels sont définis, composés et calculés par BISL sans tenir compte de Vanguard, des produits, ni des propriétaires ou acheteurs de ces produits. Bloomberg n'est pas tenu de prendre en compte les besoins des produits ou de leurs détenteurs lors de la détermination, de la composition ou du calcul des indices Bloomberg. Bloomberg décline toute responsabilité quant au calendrier, aux prix ou aux quantités des produits qui seront émis, et n'a pas participé à la détermination de ces éléments. Bloomberg n'assume aucune obligation ni responsabilité concernant la gestion, la commercialisation ou la négociation de ces produits.

Publié par Vanguard Group (Ireland) Limited, société soumise à la réglementation de la Banque centrale d'Irlande.

Publié en Suisse par Vanguard Investments Switzerland GmbH.

Publié par Vanguard Asset Management, Limited, société agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority.

© 2026 Vanguard Group (Ireland) Limited. Tous droits réservés.

© 2026 Vanguard Investments Switzerland GmbH. Tous droits réservés.

© 2026 Vanguard Asset Management, Limited. Tous droits réservés. *08/26_2713*

Vanguard®