



Carry trade : le yoyo du yen

20 décembre 2007

La crise des *subprimes* secoue les marchés financiers depuis le mois d'août et entraîne une volatilité accrue sur les marchés des changes. Le dollar, qui était jusqu'à l'été soutenu par la hausse des taux d'intérêt américains et les interventions de change des banques centrales, chute depuis la mi-août face aux principales devises (-9,5 % face à l'euro, -8,5 % face au yen, -4,3 % face à la livre sterling et -9 % face au franc suisse). La dégradation des perspectives de la croissance américaine, le changement de cap de la politique monétaire de la Fed et la persistance du déficit courant outre-Atlantique sont les principales raisons de cette baisse.

Les fondamentaux économiques ne permettent pas toujours d'expliquer les évolutions des taux de change. La logique des marchés financiers, nourrie de montages financiers complexes et de placements spéculatifs, a souvent raison de la théorie économique. Alors que la balance courante japonaise est fortement excédentaire (près de 4 % du PIB) depuis 2005, le yen a perdu 16 % de sa valeur face au dollar entre janvier 2005 et juin 2007. L'augmentation des opérations de *carry trade* est tenue pour responsable de la dépréciation du yen sur cette période.

Le *carry trade* consiste à emprunter une somme en yen à un taux d'intérêt très avantageux (les taux à trois mois sur le marché interbancaire japonais sont inférieurs à 1 %) pour la placer en bons du trésor américain ou toute autre titre bien rémunéré. Les investisseurs profitent ainsi du différentiel de taux d'intérêt entre le yen et les autres monnaies pour construire des montages financiers lucratifs. Les sommes empruntées à bas coûts peuvent également être investies sur des supports risqués tels que les actions, les portefeuilles titrisés, ou même sur les marchés immobiliers. Ces pratiques engendrent une vente massive de yen qui tire la monnaie nipponne vers le bas.

1- Le taux de change du yen

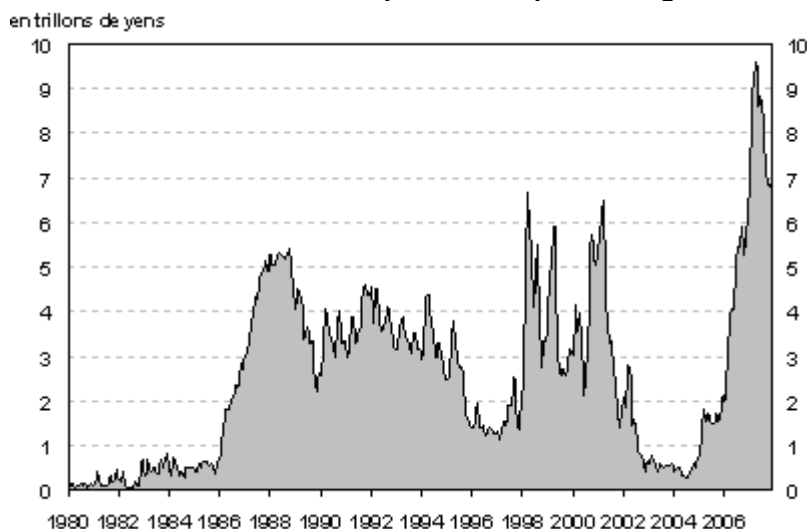


Sources: Banque d'Angleterre et Datastream

Il est très difficile de connaître le montant exact des sommes investies. Les opérations de *carry trade* peuvent être effectuées par des résidents japonais ou par des non résidents. Les sommes peuvent être empruntées auprès de banques japonaises, de banques étrangères implantées au Japon, ou encore de banques étrangères habilitées à prêter en yen. Ces flux ne sont pas nécessairement enregistrés dans les statistiques de la balance des paiements. Enfin, les contrats à terme sur les marchés des changes peuvent également servir à des opérations de *carry trade*. Un indicateur, loin d'être exhaustif, de ces opérations est l'encours des prêts à court terme contractés par des banques étrangères sur le marché japonais. Cet encours a fortement progressé depuis la mi-2005 (graphique 2), et il semble qu'une part non négligeable de ces prêts soit utilisée pour des opérations de *carry*

trade. Or cet indicateur s'est retourné depuis le mois de juillet, confortant la thèse du débouclage pour expliquer la hausse du yen.

2- Encours des prêts à court terme contractés par les banques étrangères sur le marché japonais



Source: Banque du Japon

Depuis le mois d'août, les pertes annoncées par les institutions financières impliquées dans les crédits immobiliers à risque aux Etats-Unis ont engendré une tension importante sur le marché du crédit. Les taux d'intérêt à court terme se sont tendus et la liquidité s'est faite rare. Ainsi les investisseurs se sont rapidement retirés de leurs positions risquées, engendrant un débouclage en chaîne des opérations de *carry trade*. La baisse de l'endettement en yen induit une appréciation de la monnaie nippone. Ce phénomène accélère le plongeon du billet vert (graphique 1).

Pourquoi les mouvements de change sont-ils aussi violents ? Lorsqu'un investisseur emprunte en yen pour placer en dollar, il prend un risque de change. Entre janvier 2005 et juin 2007, ce risque a tourné à l'avantage des investisseurs. En effet, quand le yen se déprécie entre la date à laquelle l'emprunt a été contracté et son remboursement, l'investisseur voit sa dette diminuer d'autant. La rentabilité de l'opération est donc cumulative : au différentiel de taux d'intérêt s'ajoute la variation du taux de change. Mais inversement, si le yen s'apprécie la rentabilité globale peut rapidement devenir négative. Ainsi l'investisseur à intérêt à déboucler le plus tôt possible sa position afin de limiter ses pertes. Ce faisant, il rachète des yens pour rembourser son emprunt, précipitant la hausse du yen. La prime au plus réactif engendre des réactions en chaîne, qui ne prennent fin qu'avec un retournement des anticipations. Les opérations de *carry trade* ont repris depuis quelques jours, apportant un soutien au dollar. Les derniers chiffres d'inflation aux Etats-Unis vont certainement mettre un frein au mouvement de baisse des taux d'intérêt engagé par la Fed, améliorant la rentabilité escomptée du *carry trade*.

La Banque du Japon s'est récemment inquiétée de l'accumulation de positions ouvertes de *carry trade*. Celle-ci comporte un risque non négligeable pour la stabilité des changes dont le Japon a déjà fait les frais en août 1998. Suite à la crise russe qui a engendré la faillite du fond LTCM, les investisseurs devenus frileux ont brutalement soldé leurs positions à risque entraînant un retour massif de liquidités vers le Japon. Le yen s'était alors apprécié de près de 25 % en l'espace de deux mois, contribuant à plonger le Japon dans une spirale déflationniste dont il n'est pas encore sorti.

Danielle Schweisguth