

Faut-il avoir peur du Yen Carry Trade ?



Les fluctuations des devises (dépréciation du dollar, faiblesse historique du yen...) deviennent un sujet de préoccupation des investisseurs. Dans ce domaine, le « Currency Carry Trade », terme financier quelque peu barbare, est redevenu très à la mode ces derniers mois.

I. « Currency Carry Trade », de quoi s'agit-il exactement ?

Le « Currency Carry Trade » est une stratégie par laquelle un investisseur emprunte de l'argent dans une monnaie dont le taux d'intérêt est faible (en l'occurrence le yen), pour le placer dans une autre devise à un taux d'intérêt plus élevé (l'euro ou le dollar) afin de bénéficier de l'écart de rémunération.

S'agit-il d'argent facile ? Non, dans la mesure où l'investisseur qui entre dans ce type de stratégie porte le risque de change. En effet, l'investisseur a l'obligation de rembourser *in fine* son emprunt dans la devise empruntée. Si jamais, cette devise s'apprécie fortement par rapport à la devise dans laquelle il a investi, il peut perdre beaucoup d'argent : un rendement plus élevé s'obtient toujours au prix d'un risque accru ! Ainsi, ce type de stratégie est généralement utilisé par les hedge funds qui font appel à d'importants effets de levier.

II. Exemple du Yen Carry Trade

Admettons qu'un investisseur américain emprunte 10 millions de yens sur un an dans une banque japonaise, ce qui lui coûte 0,50% par an. Il change ses yens en dollars américains et obtient environ 84 000 dollars, qu'il place en bons du trésor lui rapportant 5,25% pendant un an.

Au bout d'un an, toutes choses égales par ailleurs, il paiera à la banque japonaise 50 000 yens (soit environ 420 dollars) d'intérêts. Son placement sur le marché monétaire américain lui aura rapporté près de 4 410 dollars. Au total, il aura gagné 3 990 dollars (4.410 – 420) ; son placement lui aura rapporté 4,75 %, soit exactement la différence entre les taux d'intérêts américains et les taux d'intérêts japonais.

III. Pourquoi un tel engouement pour cette stratégie ?

Compte tenu de l'état actuel l'économie japonaise, des investisseurs ont vu dans le différentiel de taux d'intérêt du Japon par rapport aux autres pays, une opportunité idéale pour mettre en place des stratégies de yen carry trade.

En effet, ces investisseurs ont le sentiment de pouvoir emprunter de l'argent « pas cher » (libellé en yen) et, anticipant une stabilité voire une baisse du yen, considèrent qu'il y a peu de risque à se lancer dans ces opérations. Certes, la Banque du Japon est sortie de sa politique de taux zéro en juillet 2006 en augmentant timidement son taux directeur à 0,25%, puis à 0,50% en février dernier. Elle reste néanmoins prudente dans la poursuite de son resserrement monétaire. De son côté, la BCE continuant son resserrement monétaire, l'écart de taux entre la zone euro et le Japon a toutes les chances de perdurer pendant encore plusieurs mois... et de favoriser la mise en place d'opérations d' « euro/ yen carry trade ».

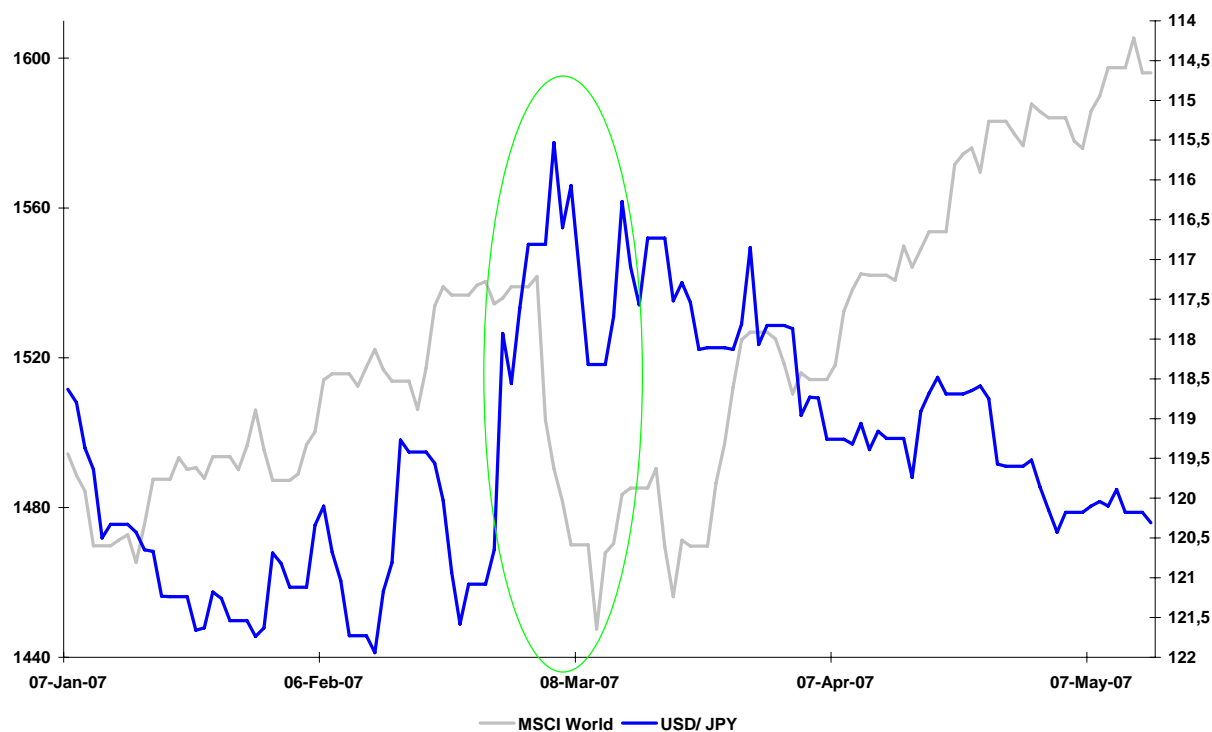
IV. Faut-il s'en inquiéter ?

Certains spéculateurs, particulièrement audacieux, ont semble-t-il profité de la configuration actuelle des taux d'intérêt pour se lancer dans des opérations nettement plus risquées. En plaçant leurs yens non pas sur le marché monétaire européen, mais dans des actifs plus rémunérateurs (des actions chinoises par exemple !), ces spéculateurs cumulent les risques : celui d'une remontée brutale du yen bien sûr, mais aussi celui d'un repli de la Bourse de Shanghai.

Actuellement, la presse spécialisée et les analystes de marché ont fait écho d'une faiblesse inquiétante de la devise japonaise et ont mis en garde contre les risques inhérents aux déséquilibres sur le marché des changes, alimentés par les opérations de yen carry trade.

L'évolution du yen est, en effet, devenu un indicateur de l'appétit au risque des investisseurs. Au moment de la correction des marchés d'actions, en mars 2007, les mouvements sur les devises ont également été très violents. En effet, ces périodes de volatilité obligent les investisseurs à réévaluer leur exposition au risque voire à déboucler rapidement certaines de leurs positions les plus risquées (notamment les stratégies de carry trade). Une partie de l'appréciation du yen en mars pourrait ainsi être liée au débouclage d'opérations de yen carry trade.

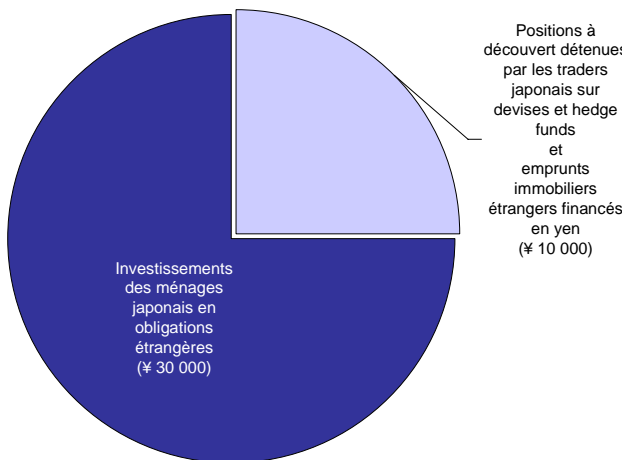
Si l'état des positions spéculatives et des stratégies de levier reste inquiétant, c'est parce qu'en cas de retournement des marchés, le débouclage de ces stratégies exagère les mouvements de panique, amplifie la fuite des capitaux vers les actifs les moins risqués et accroît la volatilité.



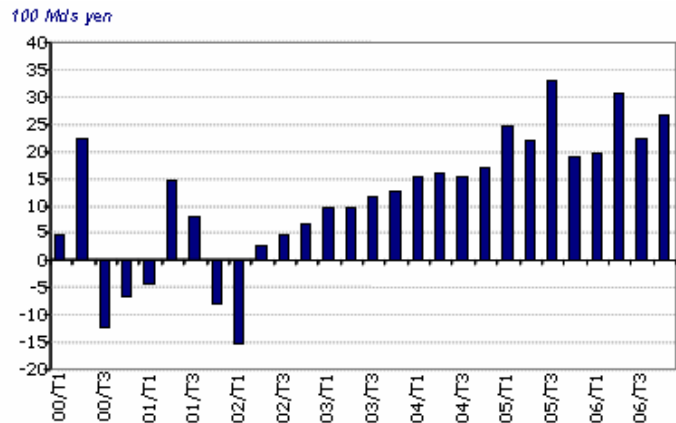
Graphique 1 : Evolution des actions mondiales (en dollar US) et du cours de change dollar US / yen (échelle de droite inversée) depuis le début de l'année - Sources : Bloomberg, Dexia-AM

Néanmoins, la faiblesse du yen n'est pas à attribuer exclusivement aux hedge funds et aux opérations de carry trade. En effet, le niveau particulièrement bas des taux au Japon a incité une partie des épargnants à chercher, notamment pour leur épargne retraite, des rendements plus attractifs au delà de leurs frontières.

Les analystes de JP Morgan et de Nomura estiment le phénomène à hauteur de 40 000 milliards de yen, dont seulement un quart peut être attribué à des positions à découvert détenues par les traders sur devises et les hedge funds. Les 30 000 milliards de yens restant correspondent donc aux actifs que les épargnants nippons détiennent sur l'étranger. Ces derniers, contrairement aux traders et aux hedge funds, n'empruntent pas en yen pour placer dans d'autres actifs, mais transfèrent simplement la gestion de leurs économies à des trusts qui achètent pour eux des actifs étrangers ou des obligations « uridashi » émises au Japon, mais libellées en devises étrangères et émises au Japon. Ces achats de titres en devises étrangères pèsent d'autant plus sur la devise japonaise que ces mêmes spécialistes estiment à 8 millions le nombre de japonais baby-boomers qui devraient prendre leur retraite d'ici trois ans, et qui devraient placer une part croissante de leurs avoirs en devises étrangères plus rémunérateurs que les comptes d'épargne postale ou les obligations gouvernementales nippones.



Graphique 2 : Composition estimée du yen carry trade (en milliards de yens) – Sources : JP Morgan, Nomura



Graphique 3 : Flux d'investissements nippons vers des actifs étrangers Source : Bank of Japan

Ainsi, un élément réconfortant réside dans le rôle et le poids de ces épargnants japonais dans les mouvements du yen. Par exemple, lors de la violente remontée du yen (au moment des corrections des bourses), les japonais, plutôt que de céder à la panique, auraient au contraire profité de l'appréciation de leur devise pour renforcer leurs positions dans les actifs étrangers... un sérieux contrepoids au hedge funds !

Le présent document a un caractère purement informatif à destination des investisseurs institutionnels ou professionnels, il ne comporte aucune offre de vente ou d'achat d'instruments financiers et ne confirme aucune transaction, quelle qu'elle soit, sauf convention contraire expresse. Les informations reprises dans ce document nous ont été transmises par différentes sources. Bien que Dexia Asset Management apporte le plus grand soin dans le choix des sources de données ainsi que dans la transmission de ces informations, certaines erreurs ou omissions peuvent avoir échappé à notre attention. La performance passée d'un produit ne constitue en aucune façon une garantie des résultats futurs et la valeur des investissements peut varier à la hausse comme à la baisse. Les investisseurs doivent prendre leurs décisions de placement en fonction de leur propre situation financière et de leurs propres objectifs d'investissements en tenant compte de la réglementation à laquelle ils sont soumis. Dexia AM ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation du présent document. Le contenu de celui-ci ne peut être reproduit que moyennant l'accord écrit préalable de Dexia AM. Les droits de propriété intellectuelle de Dexia AM doivent être respectés à tout moment.