

« Yen Carry trade » : la crise... qui n'aura pas lieu ?



Résumé :

- Une potentielle crise financière en provenance du Japon a été évoquée par les médias début août 2024, en lien avec la fin de la stratégie d'investissement « carry trade » en Yen.
- Cette stratégie, consistant à profiter des taux d'intérêt bas au Japon pour emprunter en Yen afin d'investir dans des actifs dans d'autres devises à plus haut rendement, a pris fin lorsque la Banque centrale du Japon a relevé ses taux directeurs et a causé une certaine volatilité sur les marchés internationaux des capitaux.
- Malgré l'absence de données fiables pour estimer l'ampleur du *carry trade* en Yen, cet article tente de retracer de manière logique ces flux et d'identifier les pays qui en auraient bénéficié depuis 2022. Parmi eux : les Etats-Unis, la France, la Hongrie et Singapour.
- L'impact du débouclage des stratégies *carry trade* en Yen semble très limité. Toutefois, sans même avoir un impact significatif, une deuxième vague d'effet pourrait intervenir d'ici fin 2024 en cas de maintien de la trajectoire haussière du Yen face à autres devise.

« Une nouvelle crise financière s’amorce » : c’est ce que titraient les médias début août 2024, en lien avec la chute des indices boursiers au Japon¹. Cet incident boursier est intervenu après la [hausse surprise de près +20 points de base des taux directeurs par la Banque centrale du Japon](#). Cet évènement a provoqué une réaction de certains opérateurs de marchés internationaux qui ont dû mettre un terme à leur stratégie d’investissement de « *carry trade* » en Yen et déboucler leurs positions.

L’objectif de cette note est de revenir brièvement sur les mécanismes liés à cet enchaînement d’évènements et de fournir des premiers éléments d’analyse afin d’en comprendre les éventuelles répercussions et effets de contagion à d’autres pays.

Que s’est-il passé concrètement ?

Confrontée à une inflation très faible et à une activité économique morose depuis plusieurs années, voire décennies, la Banque centrale du Japon (BoJ) s’est engagée dans un processus monétaire très accommodant. Ce dernier a consisté à favoriser un environnement de taux d’intérêt extrêmement bas (voire négatifs) et à injecter d’importants volumes de liquidités dans l’économie.

Cet environnement de taux d’intérêt bas au Japon a suscité un vif intérêt de la part de certaines catégories d’investisseurs, qui ont mis en place des stratégies dites de « Yen *carry trade* » : s’endetter en Yen à des taux d’intérêt très faibles pour acheter des actifs financiers libellés dans des devises à forts rendements (principalement des titres sous forme de dette obligataire dans les pays émergents, et une gamme de placements plus large dans les pays développés²), et ainsi dégager un gain à court terme. L’effet change joue également dans l’intérêt de l’opération. Une fois le gain dégagé, les retombées financières de l’investissement en devises étrangères sont converties en Yen, dont une partie est dédiée au remboursement de l’emprunt initial en Yen³, ce qui rend l’opération d’autant plus rémunératrice lorsque le Yen se déprécie sur le même laps de temps.

En revanche, à partir du moment où la BoJ remonte ses taux d’intérêt et que le Yen a tendance à s’apprécier, le Yen *carry trade* s’avère moins avantageux : le différentiel de taux d’intérêt avec les autres régions du monde devient moins favorable et une appréciation du Yen expose à des pertes. Avec la montée inattendue du taux directeur par la BoJ le 31 juillet 2024, les investisseurs ont été pris par surprise et ont alors « [débouclé](#) » leurs stratégies de [carry trade en Yen](#) : ils ont cédé les actifs libellés en devises et ont acheté des Yen pour rembourser leur emprunt initial dans cette devise. Cet évènement a généré une vague de panique sur les marchés financiers internationaux et a été à la base de la chute de la bourse au Japon⁴.

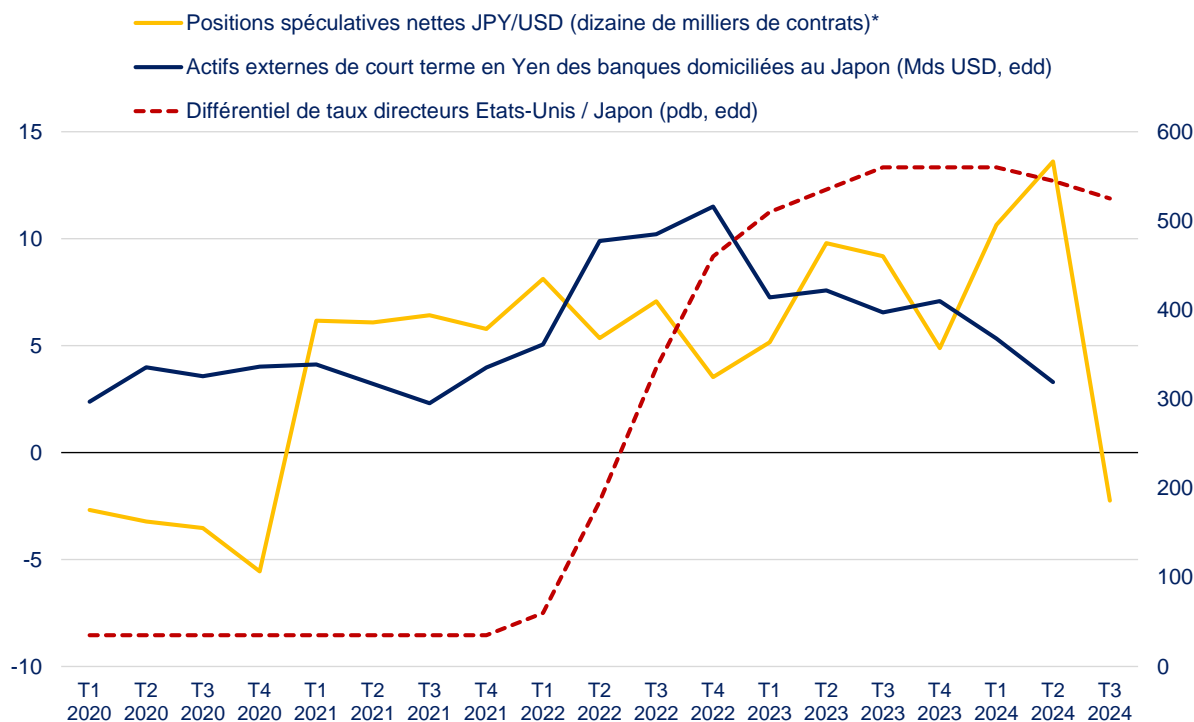
¹ L’indice boursier Nikkei 225 a perdu -19,5 % de sa valeur entre le 31 juillet et le 5 août 2024, avant de se redresser mais enregistrant néanmoins un recul sur le mois d’août (-4,4 % depuis le 31 juillet à la date du 21 août).

² Notamment ceux émis par des pays émergents avec une inflation limitée, car ils présentent des rendements élevés. Il s’agit également de titres libellés en USD ou en EUR, dont les rendements sont désormais plus intéressants depuis 2022 avec la remontée des taux directeurs dans les deux zones. [Plusieurs articles évoquent que le marché des technologies aux Etats-Unis aurait été un des bénéficiaires de ces investissements](#).

³ Il est nécessaire ici de préciser que ce type d’investissement ne s’accompagne pas forcément de l’utilisation de couverture de change, pour deux principales raisons : i) la volonté d’économiser le prix d’achat d’un outil de couverture ou ii) [le coût élevé des outils de couverture des positions en Yen ces dernières années](#). Ainsi ces positions en Yen n’ont pas été systématiquement couvertes dans le cadre du *carry trade*. La non couverture de ces positions maximisait le gain de l’opération tant que le Yen se dépréciait mais exposait également à des pertes substantielles en cas de dépréciation, incitant donc à rapidement déboucler les positions en Yen.

⁴ L’indice Nikkei 225 est notamment constitué de grandes entreprises exportatrices japonaises, générant d’importantes recettes en USD. Dès lors, l’appréciation du Yen a été interprété comme un affaiblissement à venir de leurs recettes,

Une hausse de l'appétence pour le Carry Trade en Yen depuis 2022



Sources : Banque centrale du Japon, Commodity Futures Trading Commission, BSI Economics

* Une position spéculative positive (resp. négative) correspond à une orientation nette à la vente (resp. l'achat) de Yen

S'il est très difficile de calculer l'ampleur des stratégies de *carry trade* en Yen, le graphique ci-dessus permet de mieux visualiser le phénomène :

- Entre fin 2021 et 2023, les banques japonaises ont eu tendance à accroître leurs actifs de court terme libellés en Yen (courbe bleue) jusqu'à 162 Mds USD pour atteindre un montant total proche de 500 Mds USD. Ces actifs, essentiellement des prêts et des dépôts, peuvent servir de *proxy* pour mesurer l'ampleur des fonds ayant servi au *carry trade*⁵.
- Cette hausse des actifs externes des banques japonaises coïncide avec le creusement du différentiel de taux d'intérêt avec les Etats-Unis (courbe rouge en pointillés), période à laquelle la BoJ a maintenu ses taux proches de 0 % pendant que la Federal Reserve (Fed) entrait dans son cycle de resserrement des conditions de financement.
- Durant cette période, les positions spéculatives nettes en Yen sur le marché des changes, calculées par la [Commodity Futures Trading Commission](#) (CFTC), ont été vendeuses (courbe en jaune).
- En définitive, les fonds prêtés à court terme en Yen par les banques japonaises ont probablement eu vocation à alimenter une quête de rendements plus élevés par les investisseurs, une opération d'autant plus intéressante que le marché adoptait en moyenne une position courte sur le Yen, pariant ainsi sur sa dépréciation, renforçant l'attrait des stratégies *carry trade* en Yen.

A partir du moment, où la BoJ change d'orientation monétaire de manière inopinée et que le Yen regagne du terrain sur les autres devises, les positions spéculatives nettes sur le Yen changent également (cf. forte baisse de la courbe en jaune au T3 2024, avec désormais une position nette acheteuse). La légère réduction du différentiel de taux avec les Etats-Unis

⁵ Si ce proxy s'avère efficace, il n'est pas parfait : i) il a tendance à surestimer les montants liés au *carry trade*, étant donné que certains des prêts notamment peuvent avoir vocation à alimenter d'autres besoins en Yen (par exemple pour régler les transactions de commerce international en Yen) ii) il sous-estime aussi les montants liés au *carry trade* car il ne prend pas en compte les actifs externes d'autres institutions japonaises (assureurs, fonds de pension, etc.), ni les investisseurs japonais de toute sorte s'endettant eux même en Yen pour avoir recours au *carry trade*.

(mais également avec d'autres pays) et la modification de la trajectoire du Yen ont obligé les investisseurs exposés au *carry trade* en Yen à déboucler leurs positions et rapatrier leurs fonds, au détriment des pays bénéficiaires exposés à une plus grande volatilité des flux de capitaux.

Quels pays potentiellement exposés à des effets de contagion ?

Les débouclages des stratégies de *carry trade* en Yen ne sont pas sans conséquence, notamment pour les pays qui ont bénéficié d'entrées de capitaux en 2022-2023, période durant laquelle ces stratégies connaissaient une réelle effervescence. En effet, ces pays pourraient faire face à une volatilité des flux de capitaux et à des mouvements boursiers⁶.

Comme il est extrêmement difficile, voire impossible de suivre le parcours et calculer les montants réels des flux de *carry trade*, il semble nécessaire d'effectuer un rappel pratique pour mieux appréhender ce phénomène :

1. Le point de départ, dans la configuration actuelle, est d'observer une hausse des actifs externes du Japon à court terme en Yen (cf. partie précédente).
2. La contrepartie du Point 1 est que le passif externe de court terme en Yen du reste du monde aurait augmenté depuis 2022. Il convient alors de chercher les pays ayant bénéficié d'un surplus de prêts externes en Yen du Japon, pour en déduire que ce sont des investisseurs de ces pays qui se sont endettés en Yen afin de réaliser des opérations de *carry trade*. Malheureusement ces données ne sont pas disponibles⁷. Avec l'utilisation de plusieurs proxy⁸, certains pays ressortent néanmoins avec des hausses de montants de passif externe en Yen, allant de plusieurs dizaines de milliards USD (Allemagne, Chine et Hong Kong, Etats-Unis, France, Royaume-Uni) à des montants plus modestes (Australie, Brésil, Canada, Corée du Sud, Italie, Luxembourg, Pays-Bas, Suisse) sur cette période.
3. En se servant de la liste de pays révélés au Point 2, l'idéal serait d'observer les flux croisés d'acquisitions de titres, toutes devises confondues hors Yen, entre 2022 et 2023 (les données du premier semestre 2024 n'étant pas encore disponible). Il s'agirait donc d'identifier sur cette période les pays qui ont bénéficié de flux de capitaux entrants en provenance des pays du Point 2, idéalement des flux de court terme correspondant à une stratégie de *carry trade*. Si le FMI propose pour certains pays des données de ce type, elles ne couvrent malheureusement pas la période souhaitée. Dans cette analyse, un proxy est alors utilisé avec les flux d'investissement de portefeuille entrants (nets des remboursements), dont l'origine est globale à défaut d'avoir les flux croisés. Si ces flux ont eu tendance à augmenter de manière plus significative durant la période 2022-2023 que sur la période 2010-2021, alors les pays concernés peuvent être considérés comme avoir potentiellement bénéficié de stratégie de *carry trade* en Yen. Un calcul de Z Scores⁹ est utilisé pour mieux identifier ces pays, dont les résultats doivent néanmoins laisser place à plus de nuances concernant les pays développés¹⁰.

⁶ La littérature académique documente ces effets ([Hutchinson, Sushko \(2012\)](#) et [Cheung, Cheung, He \(2012\)](#)).

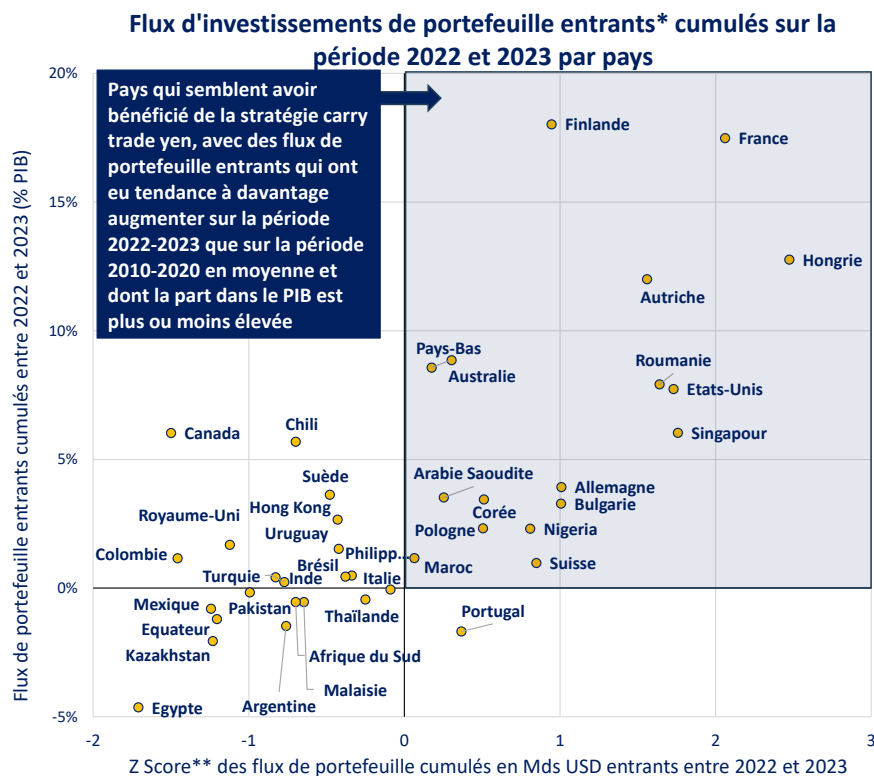
⁷ La littérature académique propose des méthodes pour identifier ces pays, comme dans cet [article de Heath, Galati, McGuire \(2007\)](#) : les Etats-Unis, la Zone euro, le Royaume-Uni, les centres financiers des Caraïbes (Panama, Iles Caïmans, Bahamas, etc.), et dans une moindre mesure la Suisse, Hong Kong-Macao-Singapour

⁸ En recoupant la base de balance des paiements du Fonds Monétaire International sur les titres de dette externe de maturité inférieure à 1 an libellé en Yen (principalement des prêts et des dépôts) avec la base bancaire de la Banque des Règlements Internationaux sur le passif total en Yen (toutes maturités, tous instruments du passif confondus) de l'ensemble des secteurs des pays.

⁹ Le calcul d'un Z Score a consisté à retrancher aux flux de portefeuille entrants cumulés (en Mds USD) sur la période 2022-2023 la moyenne des ces flux sur la période 2010-2023 et à diviser le tout par l'écart type de la série en question. Cette technique permet de comparer les résultats des différents pays et d'identifier ceux qui s'écartent significativement de leur moyenne de long terme.

¹⁰ Ce type de proxy convient surtout pour les pays émergents, où les investissements de portefeuille semblent être plus concernés que les actions par les stratégies *carry trade*. En revanche, les placements sous forme d'actions sont aussi répandus dans les économies développées dans le cadre de stratégie *carry trade* bénéficiant d'une forte liquidité. Cependant, les intégrer dans l'analyse pourrait surestimer les volumes liés au *carry trade*

Les résultats sont présentés dans le graphique ci-dessous :



Comment interpréter le graphique ? Plus un pays est situé dans l'extrémité droite du graphique (un Z Score strictement supérieur à 0), plus il a eu tendance à attirer en 2022-2023 des flux d'investissement de portefeuille dans des proportions plus élevées que sa moyenne des années 2010-2021. La logique voudrait que ce surplus de flux entrant puisse être lié aux stratégies de *carry trade* en Yen. Plus un pays est situé dans la partie haute du graphique, plus les flux d'investissements de portefeuille entrants cumulés en 2022-2023 représentent une part élevée de son PIB de 2023, soit une exposition accrue à la volatilité des flux de capitaux lors des potentiels débouclages des *carry trade* en Yen.

Quels résultats ? Généralement, les économies émergentes sont plus sensibles à la volatilité des flux de capitaux¹¹, toutefois la plupart des pays émergents ne semblent pas particulièrement exposés, se situant en majorité dans la partie en bas à gauche du graphique¹². Cela s'explique probablement par le fait que les banques centrales des pays développés ont augmenté leur taux directeurs plus ou moins en même temps que les pays émergents, et que malgré des différentiels de taux d'intérêt plus élevés entre le Japon et les pays émergents, les investisseurs ont privilégié les pays développés bénéficiant d'un couple rendement / risque plus avantageux. Plusieurs pays semblent faiblement exposés et ne devraient pas connaître des répercussions profondes (Arabie Saoudite, Maroc, Nigeria, Pologne) contrairement à la Roumanie et la Hongrie. Du côté des économies développées, certains pays se détachent avec des niveaux d'expositions plus élevés : la France, les Etats-Unis, l'Autriche et Singapour et la Finlande.

dans les pays développés où les opérations pour ce type d'actifs ne répondent pas nécessairement à des stratégies de court terme, ce qui amènerait donc à biaiser les résultats. Le choix de *proxy* peut donc sembler contestable ici, ou du moins avec une pertinence moins élevée pour les économies développées.

¹¹ Les pays émergents sont souvent plus vulnérables et ont tendance à subir des répercussions plus fortes sur leur balance des paiements selon l'évolution de leur taux de change et de l'inflation importée, la variation de leurs réserves de change, ou même pour couvrir des besoins de financement extérieurs de court terme, etc.

¹² Les pays ayant eu tendance à attirer moins de flux d'investissements de portefeuille en 2022-2023 ou ayant procédé à davantage de remboursement pour cette catégorie d'investissement.

Des risques limités à ce stade

Trois principaux canaux de risque peuvent être analysés pour estimer l'exposition au débouclage des stratégies de *carry trade* en Yen, avec l'évolution : des rendements souverains, des taux de change par rapport au Yen et des effets directs et indirects sur l'évolution des principaux indices boursiers.

L'évolution des performances des indices boursiers : un impact notable

L'ampleur du choc a été assez « brutal » début août mais a été finalement de courte durée. Il existe deux groupes de pays afin d'appréhender l'impact sur les marchés boursiers. En premier lieu, les pays directement concernés par les investissements de *carry trade* en Yen, où d'autres gammes d'actifs que les obligations souveraines pourraient être concernés et ainsi avoir un impact sur le marché action, par ailleurs très interconnectés avec les autres places financières. En second lieu, les pays qui ont des relations commerciales fortes avec le Japon et qui pourraient avoir vu leurs marchés boursiers subir une baisse en réaction au recul du Nikkei 225.

Pour la première catégorie de pays, la plupart ont enregistré une baisse notable de leurs indices boursiers de référence entre le 31 juillet et la mi-août, avant de renouer avec le niveau pré 31 juillet en seconde partie du mois d'août (Etats-Unis, Autriche, Bulgarie, France). Si certains n'ont pas encore retrouvé ce niveau, ils en sont proches et ont tendance à voir leur indice se redresser à la même vitesse que l'indice japonais (Singapour, Corée du Sud, Hongrie, Roumanie par exemple). Pour la seconde catégorie, pour des pays exportant fortement au Japon, l'impact sur les marchés financiers a suivi une tendance assez proche des pays de la première catégorie, où un redressement a rapidement eu lieu après le bref repli des indices, à l'exception de trois pays (Chine, Emirats Arabes Unis et Italie) sans que cela semble significatif.

L'évolution des rendements souverains : impact faible à ce stade

En principe, les pays qui auraient bénéficié depuis 2022 du *carry trade* en Yen auraient dû enregistrer une vague de sorties de capitaux au moment du débouclage des stratégies de *carry trade* en Yen début août. Pour les pays où ces montants étaient élevés (par rapport à leur moyenne de long terme ou en % du PIB, cf. partie précédente), ces sorties de capitaux pourraient être non négligeables, dès lors mécaniquement les rendements des obligations souveraines de ces pays devraient s'être tendus¹³.

Sur les 17 pays qui auraient potentiellement bénéficiés du *carry trade* en Yen, la quasi-totalité n'a pas vu ses rendements obligataires augmenter depuis le 31 juillet, à l'exception de la Bulgarie (pour des maturités inférieures à 5 ans, près de +20 points de base, soit une variation non significative à ce stade) et du Nigeria¹⁴.

L'évolution des taux de change par rapport au Yen : impact à surveiller sur la durée

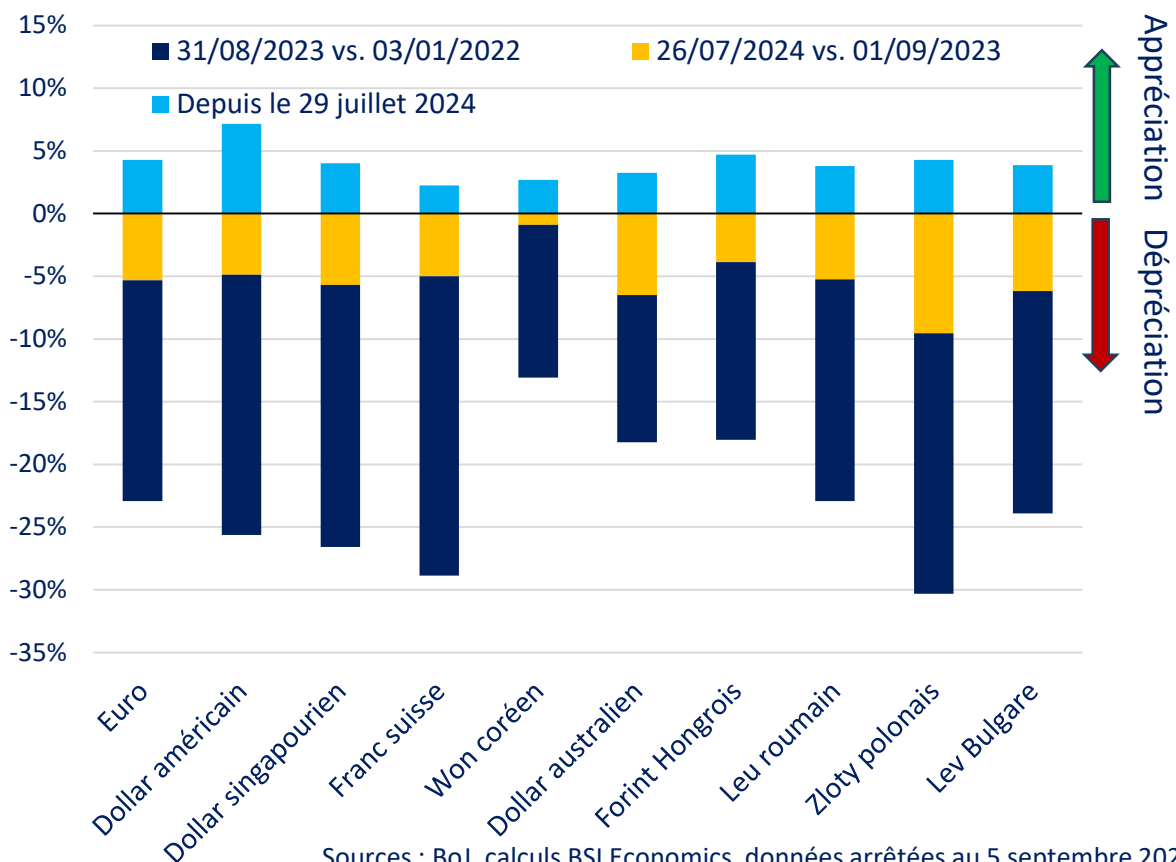
Le *carry trade* est une stratégie d'investissement de court terme, c'est-à-dire avec un horizon de temps inférieur à 1 an. Le gros de volumes de *carry trade* en 2022 et 2023 est probablement déjà arrivé à échéance. En revanche pour des opérations de *carry trade* refinancées à leur terme ou alors entreprises plus tardivement (entre le second semestre 2023 ou au premier semestre 2024), il est possible que ces dernières ne soient pas encore arrivées à échéance en août 2024.

¹³ Avec une offre soudaine accrue de ces titres, en principe le prix des obligations aurait tendance à baisser et du fait de la relation inverse entre les prix et les rendements des obligations, les rendements ont tendance à se « tendre » et donc à augmenter.

¹⁴ Un pays en proie à des difficultés économiques, notamment en termes d'inflation et de risque de change qui alimentent des tensions sur les rendements obligataires indépendamment de ce qui arrive au Japon).

Par ailleurs, la Fed semble désormais plus encline à réduire ses taux d'intérêt, à l'instar d'autres banques centrales (Zone euro voire le Royaume Uni), ce qui mènerait inévitablement à réduire le différentiel de taux d'intérêt avec le Japon, même en cas de *statu quo* de la BoJ. Dans une telle configuration, le Yen aurait tendance à se renforcer, au moins à court terme. Ces deux aspects (appréciation du Yen, réduction des écarts de rendements) augmente en principe la probabilité de voir de nouveaux débouclages de *carry trade* en Yen. Dès lors, une seconde vague de volatilité de flux de capitaux pourrait être observée au cours du S2 2024. Comme évoqué dans la première partie, les stratégies de *carry trade* en Yen s'exposent à des pertes lorsque le Yen s'apprécie, comme c'est maintenant le cas depuis début fin juillet 2024. L'ampleur des mouvements dépendra des volumes de *carry trade* en Yen encore en jeu.

Evolution du Yen par rapport aux autres devises



Le graphique ci-dessus permet d'observer, qu'à ce stade, le Yen gagne rapidement du terrain (barre en bleu azur) relativement à la période de dépréciation qui date d'il y a un an maximum (barre en jaune). Au fur et à mesure que la taille des barres en bleu azur se rapproche ou dépasse celle des barres en jaune, de nouveaux débouclages auraient lieu et présenteraient donc une menace pour les pays concernés (surtout Etats-Unis, Corée du Sud, Hongrie et Zone euro, Singapour, Suisse et Roumanie dans une moindre mesure au vu du graphique).

En revanche, contrairement à la fin juillet, les opérateurs de marchés seront probablement plus vigilants aux signaux pouvant mener à une potentielle nouvelle hausse des taux d'intérêt au Japon et ne pas se laisser surprendre. Cet « effet de surprise » a effectivement beaucoup joué dans le débouclage des positions en Yen courant août 2024. Cette vigilance pourrait éventuellement se traduire par une hausse du recours à des outils de couverture du risque de change (comme des swaps) par les investisseurs les plus exposés. Grâce ses outils de couverture, les investisseurs engagés dans une stratégie *carry trade* en Yen réduiraient ainsi leur exposition à des pertes substantielles dans un scénario d'appréciation

continue du Yen et ne seraient pas forcément contraints de déboucler brusquement leurs positions, ce qui atténuerait les effets d'une seconde vague.

S'il est très délicat de mesurer et suivre les flux d'investissements liés au *carry trade*, la crise évoquée en début de mois ne devrait pas avoir lieu. Au vu des orientations des politiques monétaires (relativement plus accommodantes dans le monde par rapport au Japon, à quelques exceptions près), les stratégies de *carry trade* en Yen devraient perdre en ampleur au cours des prochains mois et trimestres.

En revanche, dans ce contexte où le différentiel de taux d'intérêt va se réduire entre Japon et reste du monde, la tendance actuelle d'appréciation du Yen devrait en principe se poursuivre, c'est ce que semble révéler plusieurs indicateurs, à l'instar des positions spéculatives JPY/USD (cf. courbe jaune du premier graphique). Cet aspect devra constituer un point de vigilance ou du moins de suivi à court terme.

Article fini d'être rédigé au 5 septembre 2024

V.L