

THÈME DU MOIS

Quel avenir pour les opérations de portage sur le yen ?

RÉSUMÉ

La faiblesse des données américaines et le durcissement inattendu de la politique monétaire de la BoJ sont à l'origine d'un débouclage à grande échelle d'opérations de portage sur le yen*, dans un contexte de dislocation importante du yen par rapport à ses fondamentaux.

La faiblesse de la croissance mondiale et la divergence de la trajectoire de la BoJ par rapport à la plupart des BC dans le monde constituent des facteurs favorables au yen. Toutefois, une appréciation rapide pondérée par les échanges commerciaux nécessiterait 1) une récession ou 2) un cycle de hausse persistant de la BoJ.

Le rapatriement des actifs japonais à l'étranger ne représente pas un risque important pour l'instant, mais son potentiel impact sur le marché mérite d'être bien pris en compte.

Le grand retour du yen.

Après une série de données américaines médiocres en juillet, l'hypothèse d'un atterrissage en douceur fut remise en question et les craintes de récession réapparurent. Ce fut le principal déclencheur, même si le durcissement de ton inattendu de la BoJ a sans aucun doute aussi alimenté ce qui s'est avéré être un débouclage brutal des opérations de portage financées en yen. Le niveau d'exposition de ces opérations de portage avait atteint un niveau record en raison de la faible volatilité globale du marché et de la volatilité du yen lui-même. Objectif à fin juin 2025 pour l'USDJPY révisé à 135 (contre 140) avec une appréciation progressive à partir de là – la valorisation du yen reste bon marché et ses propriétés de couverture dans un contexte de ralentissement de l'économie mondiale n'ont pas bougé de manière significative. En revanche, le moment n'est pas venu de procéder à des ajustements trop agressifs par rapport au yen. Il faudrait un contexte de croissance mondiale plus faible ou un cycle haussier plus marqué de la BoJ.

Le changement de ton de la BoJ a son importance, mais n'altère pas le rôle du yen en matière de financement à LT.

La hausse de juillet et la confiance manifestée par la BoJ quant à sa capacité à atteindre durablement son objectif d'inflation sont de bon augure pour une **éventuelle normalisation de sa politique monétaire.**

Mais sa déclaration ultérieure selon laquelle sa trajectoire de hausse ne serait pas indépendante de la volatilité du marché (Yen et Nikkei), nous conforte dans l'idée que si les fondamentaux du Japon s'améliorent – croissance des salaires et consommation – ceux-ci ne sont pas encore suffisamment solides. Les incertitudes quant à la politique à CT de la BoJ freinent les velléités de vente à découvert du yen par les investisseurs et un revirement durable exigerait : **i) un cycle haussier persistant ; ou ii) une approche plus accommodante des principales BC.** Tant que ce ne sera pas le cas, le yen restera l'une des principales devises de financement. Paradoxalement, une volatilité accrue du yen limiterait la fonction de réaction de la BoJ. Les BC n'adopteront une attitude plus accommodante que si la croissance mondiale se révèle sensiblement inférieure aux attentes du consensus.

RÉDACTEURS

MAHMOOD PRADHAN

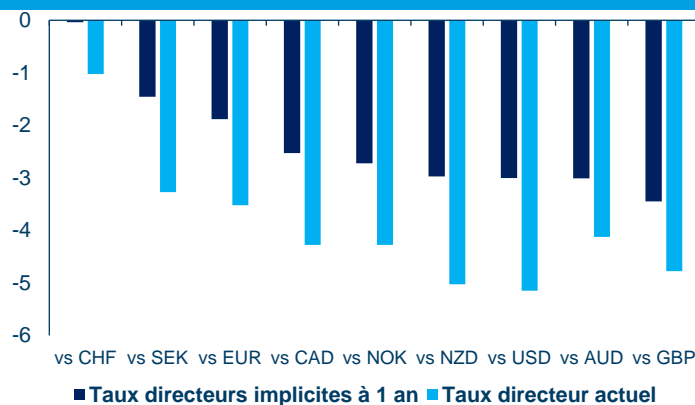
RESPONSABLE
MACROÉCONOMIE –
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

FEDERICO CESARINI

DIRECTEUR STRATÉGIE
DEVISES MD –
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

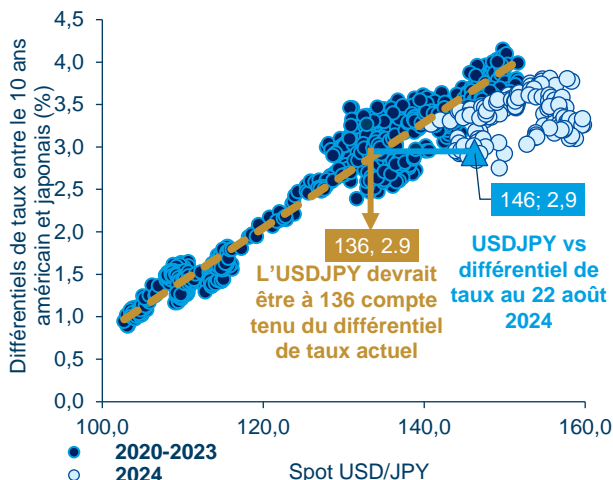
*Le portage consiste à emprunter de l'argent dans une devise à faible taux d'intérêt (la devise de financement), puis à utiliser ces fonds pour investir dans des actifs offrant une meilleure rémunération dans une autre devise.

Maintien stable à un an des financements en yen



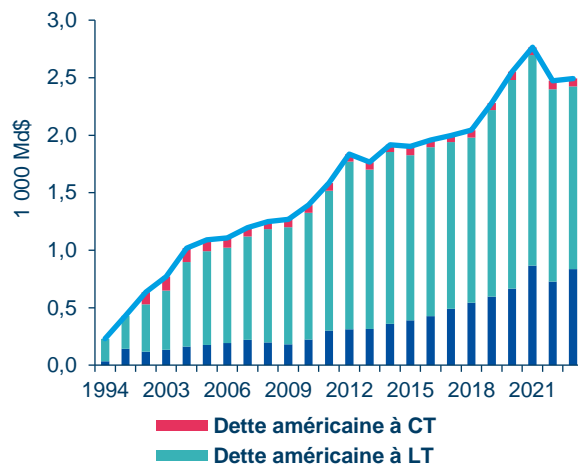
Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 22 août 2024.

Pendant la majeure partie de 2024, le yen s'est négocié à bas prix au regard des différentiels de taux à long terme



Source : Amundi Investment Institute, Bloomberg. Données au 22 août 2024.

Détention de titres américains par des investisseurs japonais



Source : Amundi Investment Institute, Treasury International Capital System. Données à juin 2023.

Les opérations sur le yen sont en grande partie un pari de récession (aux États-Unis).

Dans un environnement de croissance stable/en hausse, les investisseurs augmentent généralement leur exposition au risque et multiplient les opérations de portage. C'est ce qui s'est passé en 2023 et au 1^{er} semestre 2024 et qui a entraîné le yen à son niveau le plus bas en plusieurs années face à la plupart des grandes devises. **Toutefois, lorsque la croissance ralentit et corrige à la baisse, le sentiment du marché peut changer rapidement.** Une position longue sur le yen équivaut à une position longue sur la volatilité et courte sur le portage, ce qui a bien fonctionné pendant les récessions passées. Ce constat s'explique notamment par la forte sensibilité du yen aux différentiels de taux d'intérêt à LT, qui est supérieure à la sensibilité moyenne des monnaies des pays du G10. **En cas de récession aux États-Unis (ce qui n'est pas notre scénario central), les taux longs américains pourraient encore baisser ce qui se concrétiserait par une dépréciation de l'USDJPY.**

Les opérations de portage classiques ont été dénouées.

La plupart des investisseurs ont clôturé leurs positions courtes sur le yen, les investisseurs non commerciaux et les gestionnaires d'actifs devenant acheteurs nets après avoir été vendeurs pendant trois années consécutives. **En principe, cela limite le risque de nouvelle liquidation forcée des positions courtes (ou short squeeze), mais sans pour autant garantir un retournement imminent.** Les fonds à effet de levier, tout en réduisant leur exposition vendeuse au yen par rapport aux niveaux de juin, restent neutres compte tenu de la baisse de la volatilité des marchés mondiaux. Toutefois, un autre incident déclencheur de volatilité, comme une déclaration restrictive de la BoJ, pourrait renforcer le yen bien plus rapidement que notre prévision de base à 12 mois. Cette incertitude à CT force les adeptes du portage à se montrer plus prudents que d'habitude.

Le rapatriement des actifs japonais à l'étranger ne représente pas un risque important pour l'instant, mais son potentiel d'impact sur le marché mérite d'être pris en compte sérieusement.

La BoJ étant toujours sur une trajectoire de politique monétaire différente de celle du reste du monde, **les investisseurs institutionnels japonais pourraient être confrontés à un compromis différent en matière d'allocation de capital.** Ils détiennent 2 500 milliards de dollars de titres américains (10 % de la valeur des avoirs étrangers en titres américains). Les fonds de pension publics et privés ainsi que les assureurs peuvent progressivement rapatrier ou couvrir à nouveau leur exposition à l'étranger. Plus qu'un déclencheur imminent pour le yen, nous considérons qu'il s'agit là d'un soutien à MT pour un retour à la moyenne du yen vers les fondamentaux.

Nous pensons que le yen continuera d'être soutenu par les éléments suivants :

1. Normalisation monétaire de la BoJ. Déclaration de Haruhiko Kuroda indiquant que le taux neutre pourrait être inférieur à 2 %, ce qui soutient encore le yen.
2. Réduction du différentiel de rendement entre les bons du Trésor américain et japonais, auquel le yen est très sensible.
3. La volatilité élevée de certaines devises des ME est un obstacle supplémentaire pour les stratégies de portage.
4. Accélération de la réallocation par les fonds de pension publics japonais vers des titres domestiques.

LAURENT CROSNIER

RESPONSABLE MONDIAL FOREX, AMUNDI

AII* CONTRIBUTEURS

SERGIO BERTONCINI

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

POL CARULLA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

UJJWAL DHINGRA

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT

SILVIA DI SILVIO

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, CROSS ASSET

PATRYK DROZDIK

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

DELPHINE GEORGES

STRATÉGISTE SENIOR TAUX

KARINE HERVÉ

MACROSTRATÉGISTE SENIOR, MARCHÉS ÉMERGENTS

GUY STEAR

RESPONSABLE DE LA STRATÉGIE MARCHÉS DÉVELOPPÉS

SOSI VARTANESYAN

ANALYSTE SOUVERAINS SENIOR

CONCEPTION ET VISUALISATION DES DONNÉES

CHIARA BENETTI

DIRECTRICE ARTISTIQUE DIGITAL ET CONCEPTRICE DE STRATÉGIE*

VINCENT FLASSEUR

RESPONSABLE DU GRAPHISME ET DE LA VISUALISATION DES DONNÉES, AII*

DIRECTEURS DE LA PUBLICATION

MONICA DEFEND

DIRECTRICE D'AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

VINCENT MORTIER

CIO GROUPE

MATTEO GERMANO

CIO ADJOINT GROUPE

RÉDACTRICES EN CHEF

CLAUDIA BERTINO

RESPONSABLE DE L'ÉQUIPE ÉDITION ET PUBLICATION, AII*

LAURA FIOROT

RESPONSABLE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT, AII*

RÉDACTEURS EN CHEF ADJOINTS

GIANLUCA GALLARATE

ÉDITION ET PUBLICATION, AII*

FRANCESCA PANELLI

SPÉCIALISTE DE L'ÉDITION & DES DIVISIONS CLIENT, AII*

* Amundi Investment Institute

INFORMATIONS IMPORTANTES

Le présent document est communiqué à titre purement informatif.

Il ne constitue ni une offre de vente, ni une sollicitation d'offre d'achat, ni une recommandation d'un quelconque titre ou de tout autre produit ou service. Les titres, produits ou services cités en référence peuvent ne pas être enregistrés à la vente auprès de l'autorité compétente de votre juridiction et sont susceptibles de ne pas être agréés ou supervisés par une autorité gouvernementale ou similaire de votre juridiction.

Les informations contenues dans le présent document sont réservées à votre usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante d'un quelconque instrument ou produit financier ou indice.

En outre, aucun élément du présent document n'est destiné à fournir un conseil fiscal, juridique ou d'investissement.

Sauf indication contraire, toutes les informations figurant dans le présent document proviennent d'Amundi Asset Management SAS et datent du 10 septembre 2024. La diversification ne constitue ni une garantie de profit ni une protection contre toute perte éventuelle. Les informations contenues dans le présent document sont indiquées « en l'état » et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie concernant toute analyse, prévision ou prédiction de performance future. Les opinions exprimées au sujet des tendances du marché et de l'économie sont celles des auteurs et pas nécessairement celles d'Amundi Asset Management SAS. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres, et aucune assurance ne peut être donnée quant au fait que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne sauraient être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de titre ou une incitation à la négociation d'un quelconque produit Amundi. Tout investissement comporte des risques, notamment de marché, politiques, de liquidité et de change.

De plus, toute personne impliquée dans la production du présent document ne saurait en aucun cas être tenue responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, à titre non exhaustif, en cas de manque à gagner) ou de tout autre dommage.

Date de première utilisation : 12 septembre 2024

Document publié par Amundi Asset Management, société par actions simplifiée (SAS) au capital de 1 143 615 555 € – Société de gestion de portefeuille régie par l'AMF sous le numéro GP04000036 – Siège social : 90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

Crédits photo : ©iStock/Getty Images Plus – Eloi_Omella

Amundi Investment Institute

Dans un monde en mutation, les investisseurs ont besoin de mieux comprendre leur environnement et l'évolution des pratiques d'investissement pour définir leur allocation d'actifs et construire leurs portefeuilles.

Cet environnement intègre les dimensions économiques, financières, géopolitiques, sociétales et environnementales. Pour répondre à ce besoin, Amundi a créé l'Amundi Investment Institute. Cette plateforme de recherche indépendante regroupe les activités de recherche, de stratégie de marché, d'analyse thématique et de conseil en allocation d'actifs d'Amundi sous un même chapeau : l'Amundi Investment Institute. Son objectif est de produire et de diffuser des travaux de recherche et de réflexion qui anticipent et innovent au profit des équipes de gestion et des clients.

Découvrez les dernières mises à jour sur :



- Géopolitique
- Économie et marchés
- Stratégie de portefeuille
- Perspectives ESG
- Hypothèses sur les marchés de capitaux
- Recherche Cross Asset
- Actifs réels et alternatifs

[Visitez notre Centre de recherche](#)

Retrouvez-nous sur



Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned