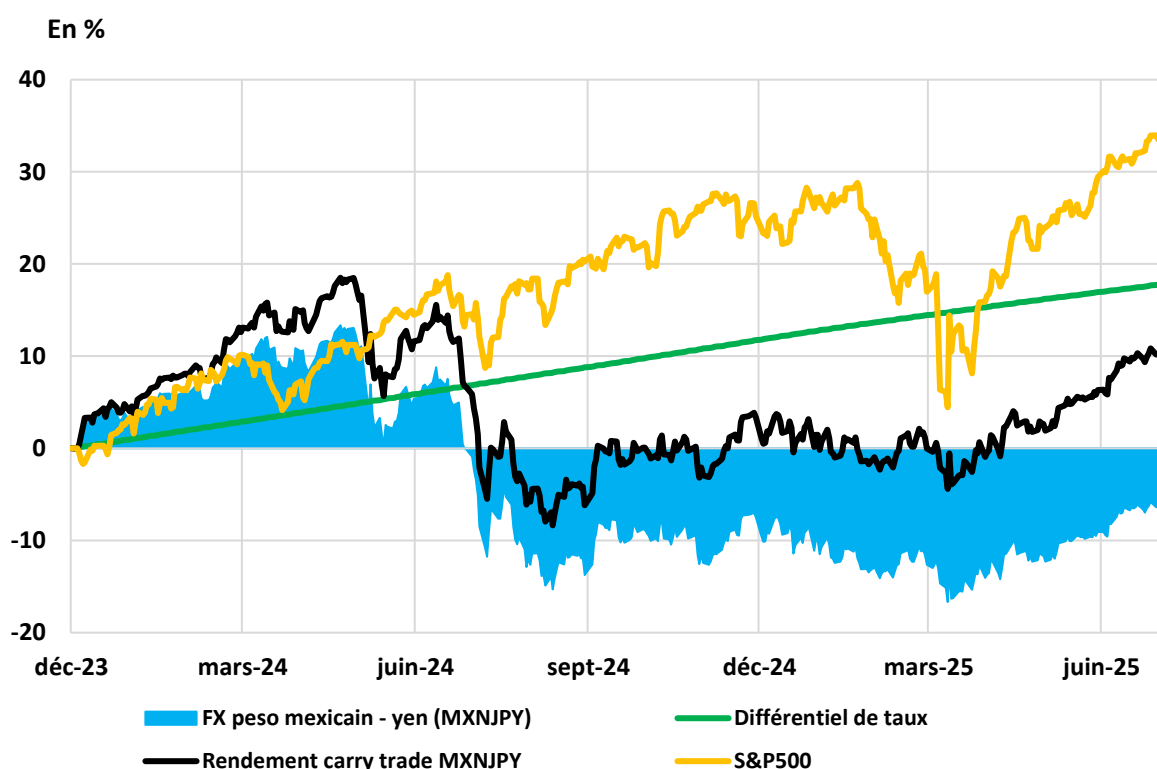


## Le « carry trade » au risque de la volatilité

Par Xavier Denis, Tamaki Descombes, Henri de la Guéronnière

Les opérations de carry trade profitent de l'écart de taux d'intérêt entre devises, en empruntant à des taux bas dans certaines devises pour financer des investissements en d'autres devises offrant des taux d'intérêt plus élevés. Cependant, le risque de change associé peut supprimer le gain issu des différentiels de taux d'intérêt. Depuis l'été 2024, entre débouclage de positions et faiblesse du dollar, parier sur les bonnes devises n'a pas été chose aisée.

**Graphique 1 : Stratégie « placement en peso mexicain, financement en yen japonais » comparée au S&P 500**



Source : Bloomberg

Note : Base 0 au 1<sup>er</sup> janvier 2024. Rendement sur S&P 500 (sans réinvestissement de dividende). Rendement de la stratégie de carry trade, décomposé entre part attribuée au différentiel de taux d'intérêt (intérêts composés quotidiens à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2024) et part issue des variations de taux de change (variation par rapport au 1<sup>er</sup> janvier 2024).

## **Le carry trade, un pari sur la parité de taux d'intérêt non couverte**

Un *carry trade* sur devises consiste à emprunter dans une devise à faible taux d'intérêt puis à placer les fonds levés dans une devise à taux d'intérêt élevé. Sans couverture, l'investisseur parie que le différentiel de taux à terme ne soit pas compensé par l'évolution du change entre les deux devises : en théorie, les devises offrant un taux d'intérêt plus élevé ont vocation, à terme, à se déprécier face aux devises offrant un taux moindre, dans une proportion équivalente à ce différentiel, définissant ainsi la parité de taux d'intérêt non couverte (en change).

Même si cette parité a vocation à se vérifier sur le long terme en vertu de l'opportunité d'arbitrage, ces stratégies sont communément utilisées par un grand nombre d'investisseurs qui souhaitent tirer parti de cette inefficience de marché car la parité de taux d'intérêt se vérifie rarement à court terme. Si elles peuvent être fortement rémunératrices avec des rendements parfois supérieurs aux rendements moyens des marchés actions, elles comportent un risque significatif.

En 2024, une stratégie de *carry trade* répandue consistait à emprunter en yen japonais (position « short » sur la devise) pour investir en peso mexicain, compte tenu du différentiel de rendement de près de dix points de pourcentage entre les taux à trois mois du Mexique et du Japon, (Graphique 1. Pourtant, ce portage a connu en 2024 des performances contrastées. Jusque fin mai, il a délivré une performance supérieure au marché actions américain. Début juin 2024, le résultat de l'élection présidentielle mexicaine a précipité une baisse brutale du peso, dépréciation qui s'est accélérée le mois suivant avec la hausse inattendue du taux directeur de la banque centrale japonaise : ainsi la contribution du taux de change (FX) a rendu cette stratégie perdante à l'été 2024, rendant perdante cette stratégie. Ainsi la volatilité de la devise impacte fortement le résultat de ces positions de portage. À contrario, à partir de la mi-2025, le redressement du peso contre yen vient magnifier le différentiel de taux d'intérêt entre ces deux devises, cette stratégie redevenant gagnante (Graphique 1)..

Si les écarts de taux d'intérêt évoluent lentement et de manière relativement prévisible, en fonction notamment des politiques monétaires, les cours de change connaissent souvent des évolutions volatiles et peu prévisibles. Le gain espéré sur une position de *carry trade* ne dépend donc pas seulement du différentiel de taux d'intérêt : le risque de change peut complètement modifier la performance, en absorbant ou amplifiant les gains attendus.

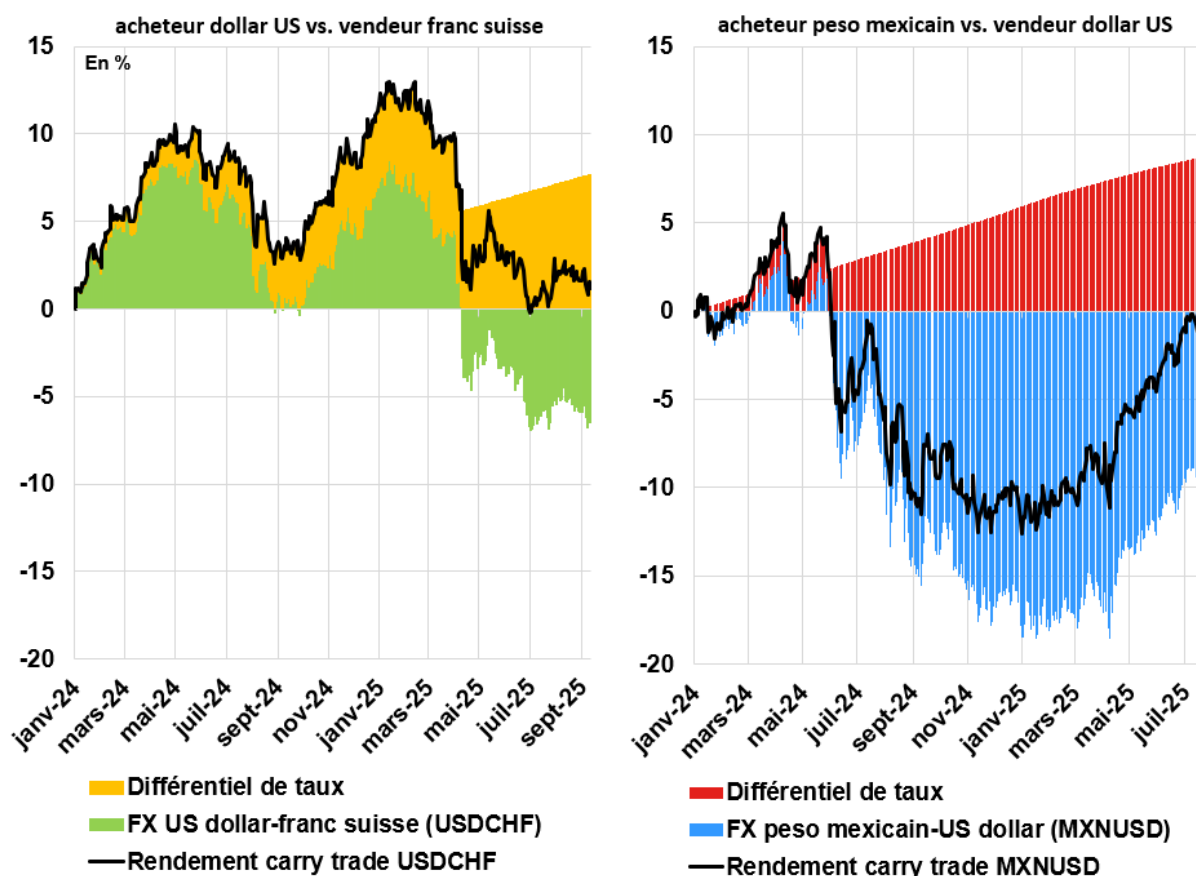
## **La volatilité du change a un impact déterminant sur la performance des stratégies**

Le rendement escompté doit être rapporté à la volatilité de la paire considérée afin de normaliser le gain attendu par unité de risque. En effet, la comparaison des ratios carry-vol - qui rapportent l'écart de taux d'intérêt et la volatilité du taux de change - permet d'identifier des opportunités d'investissement plus pertinentes que le seul différentiel de taux d'intérêt. Une fois pris en compte ce risque de volatilité du change, les stratégies de *carry trade* les plus adaptées ne se limitent pas spécifiquement à des placements en devises émergentes (souvent plus volatiles) mais peuvent concerner des couples de devises du G10 : il peut être intéressant de parier sur un différentiel de taux d'intérêt plus faible mais associé à une volatilité plus basse (et donc un ratio plus élevé). Par exemple, la stratégie dite G10 se définit comme être vendeur ou emprunteur (*short*) des trois

devises à plus faible rendement du G10 et acheteur ou investisseur (*long*) des trois devises à plus haut rendement du G10.

Selon cette mesure en ratio, depuis janvier 2024, il a été par exemple plus intéressant de se financer en franc suisse (CHF) et investir en dollar US (USD) que de se financer en USD pour investir en peso mexicain (MXN), alors que le différentiel de taux est plus large dans le second cas (Graphique 2).

**Graphique 2 : Décomposition du rendement de deux stratégies de carry trade depuis 2024**



Source : Bloomberg

Note : Base 0 au 1er janvier 2024. Rendement de la stratégie de carry trade, décomposé entre part attribuée au différentiel de taux (intérêts composés quotidiens à partir du 1er janvier 2024) et part issue des variations de taux de change (variation par rapport au 1er janvier 2024).

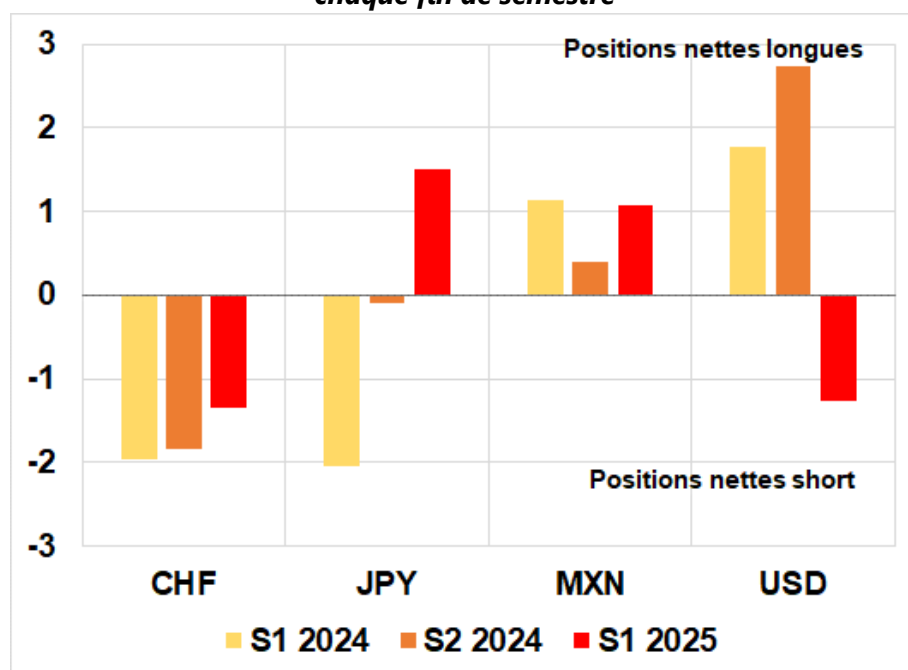
## La volatilité des marchés modifie les positionnements « classiques »

Plus le marché accumule ce genre de positions spéculatives, plus grand est le risque de débouclage massif de positions et de déstabilisation des marchés. Si ces débouclages augmentent la volatilité, alors une spirale autoalimentée de débouclage se met en place. Pour estimer l'ampleur de ces paris spéculatifs, on suit l'évolution du positionnement des acteurs spéculatifs sur les produits dérivés dits « contrats à terme », sur le marché des changes. Ces données reflètent le positionnement global de ces acteurs, c'est-à-dire s'ils sont, en agrégé, acheteurs ou vendeurs, par opposition aux besoins de couverture justifiés par les flux commerciaux (Graphique 3).

On voit ainsi clairement le changement de positionnement des investisseurs qui, au cours du premier semestre 2025, ont parié sur l'appréciation du yen (contre dollar) avec des positions devenues acheteuses et, à l'inverse, ont joué la baisse du dollar (contre toute devise) avec des positions vendeuses en net. A l'inverse, le franc suisse est demeuré vendu, ce qui apparaît logique car il est emprunté pour acheter d'autres devises et la politique monétaire suisse, en abaissant son taux directeur à 0 % depuis juin 2025, a cherché à lutter contre l'appréciation de la devise. Le peso mexicain a continué de bénéficier de positions acheteuses nettes, soutenu par un différentiel de taux élevé en comparaison d'autres devises, et par la dissipation des craintes d'un conflit commercial majeur avec les États-Unis.

Les investisseurs à la recherche du meilleur couple rendement/risque entre devises ont donc fait face à un contexte de forte instabilité des changes depuis 2024. Si les investisseurs de long terme – comme les gérants d'actifs ou les fonds de pension – ont tendance à absorber la volatilité, donc à ignorer le ratio carry-vol et privilégier une approche de portage pur, les fonds spéculatifs sont souvent plus volatils et réactifs. Pour autant, quand les seuils de tolérance au risque des investisseurs de long-terme (institutionnels) sont atteints, ceux-ci peuvent aussi participer et contribuer au débouclage précipité d'un *carry trade*, amplifiant sa magnitude.

**Graphique 3 : Positions nettes vendeuses/acheteuses sur les contrats futurs sur devises à chaque fin de semestre**



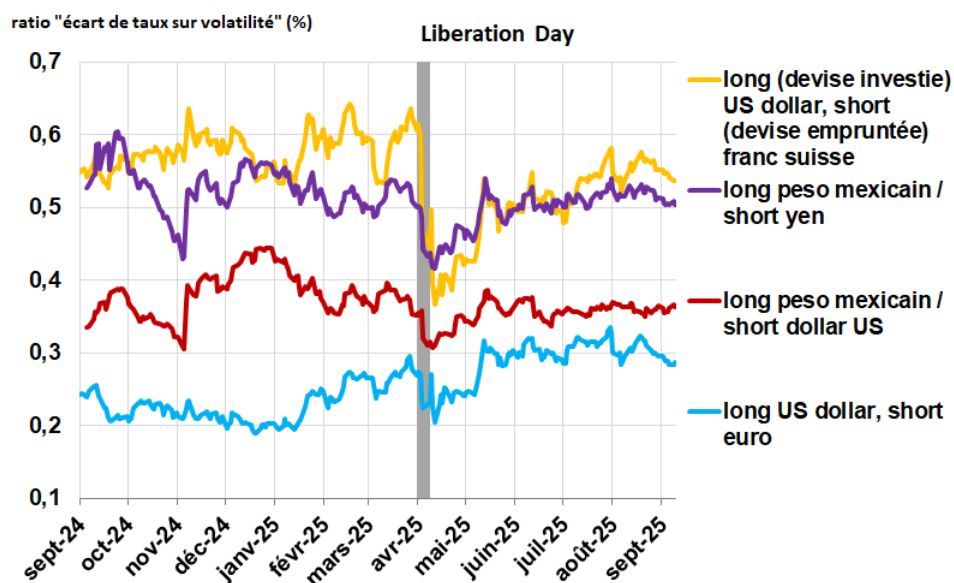
Source : Bloomberg, CFTC

Note : Par devise, nombre de contrats acheteurs – nombre de contrats vendeurs, normalisés par le nombre de contrats moyen depuis 2022. Une position nette positive indique un marché acheteur sur le marché des contrats futurs.

Lors de l'été 2024, la stratégie « investissement en peso mexicain/emprunt en yen japonais » s'est révélée perdante. Outre la dépréciation du peso évoquée précédemment, la hausse non anticipée

des taux japonais (réduisant le différentiel de taux face aux autres devises) a provoqué des débouclages massifs de positions, qui ont conduit à une réduction notable de l'exposition nette vendeuse sur le yen japonais. Ainsi, les comptes spéculatifs ont complètement liquidé leurs positions de *carry trade* durant la première quinzaine d'août, et sont passés net acheteurs depuis fin 2024 (Graphique 4).

**Graphique 4 : Évolution du ratio « carry sur volatilité » de 4 stratégies et annonces tarifaires du 2 avril**



Source : Bloomberg

Note : Long : devise d'investissement, short : devise d'emprunt. Différentiel de taux 3 mois dans chaque devise, divisé par la volatilité implicite à 3 mois de chaque paire associée.

Autre épisode significatif : le « *liberation day* » de début avril 2025, qui marquait l'annonce de la mise en place de droits de douane généralisés par les États-Unis. Les positions habituellement acheteuses en USD sont passées nettes vendeuses, reflétant (i) une volonté accrue de couverture des actifs libellés en dollar contre le risque de change de la part des investisseurs non-résidents, (ii) des perspectives baissières de la devise d'après le consensus de marché. Ainsi, une autre stratégie qui était fréquente au début de 2025, « investir en USD en se finançant en CHF », n'a toujours pas retrouvé ses niveaux de début d'année (Graphique 2) : l'USD a perdu 13 % contre le franc suisse, effaçant les gains liés au différentiel de taux pour les placements financés en CHF placés en USD, tout en affichant une volatilité plus élevée qu'avant les annonces (Graphique 4). La stratégie MXN/JPY a au contraire récupéré son niveau de début d'année grâce à un repli de la volatilité du change et au maintien d'un différentiel de taux qui demeure élevé (plus de 7 points de pourcentage), (Graphique 1).