

Explication du rebond de l'activité sur les changes – l'enquête triennale 2004¹

L'enquête triennale 2004 fait apparaître un redémarrage des activités de change traditionnelles, qui semble avoir été tiré par les stratégies directionnelles et de carry trade, motivées par la quête générale de rendement du côté des investisseurs institutionnels et des acteurs recourant à l'effet de levier, ainsi que par les activités de couverture.

JEL : F31, C42.

L'enquête triennale 2004 des banques centrales sur les marchés des changes et dérivés a montré un rebond de l'activité sur instruments traditionnels². En avril 2004, la moyenne journalière des opérations ressortait à \$1 900 milliards, soit une hausse de 57 % à cours de change courants et de 36 % à cours de change constants³ (tableau 1). Cette progression a largement compensé la chute constatée entre 1998 et 2001⁴.

Le volume a augmenté pour tous les instruments et toutes les catégories de contreparties. Les transactions entre banques et clientèle financière ont enregistré un essor marqué, passant de 28 % à 33 % du total (tableau 2)⁵. L'interbancaire s'est, lui aussi, développé entre 2001 et 2004, même si sa part continue de reculer (de 59 % à 53 %), ce qui est nettement inférieur aux 64 % atteints au milieu des années 90. De son côté, la part des opérations avec la clientèle non financière affiche une légère hausse, à 14 %⁶.

¹ Les points de vue exprimés dans la présente étude sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI ou de l'Université de l'État d'Arizona. Nous remercions Paola Gallardo, Andrew Jameson, Michela Scatigna, Jhuvish Sobrun et Karsten von Kleist pour leur aide précieuse.

² Enquête réalisée en avril 2004 par 52 banques centrales et autorités monétaires, qui ont recensé le volume des transactions sur les marchés des changes traditionnels – comptant, terme sec et swaps cambistes – et des dérivés de gré à gré sur devises et sur taux.

³ La forte dépréciation du dollar entre 2001 et début 2004 explique l'importance de l'écart.

⁴ La plupart des opérateurs s'attendaient à une hausse des volumes (BRI (2004)).

⁵ Les données de l'enquête triennale sont fournies par les établissements et non par les groupes bancaires.

⁶ Si le volume mondial et la ventilation entre contreparties ont beaucoup évolué, la répartition géographique et entre monnaies est restée stable.

Certains déterminants des évolutions passées restent à l'œuvre, mais de nouveaux facteurs semblent avoir pesé plus lourdement cette fois. Entre 1998 et 2001, l'activité avait notablement diminué, ce que l'on peut attribuer à l'avènement de l'euro, à la concentration du secteur bancaire, aux avancées du courtage électronique, aux fusions d'entreprises et à une aversion particulière pour le risque en 1998, qui a entraîné un retrait des liquidités partout dans le monde. Certes, les banques continuent de se regrouper et le courtage électronique poursuit son essor, mais le rôle de ces éléments est jugé moindre en 2004 qu'en 2001⁷.

L'envolée de l'activité entre 2001 et 2004 s'explique probablement par plusieurs facteurs interdépendants. Tout d'abord, des tendances claires et une volatilité en hausse sur les changes ont orienté les investisseurs vers les monnaies s'appréciant durablement. Ces facteurs ont également induit une multiplication des opérations de couverture et, partant, des transactions de change. De plus, les écarts de taux d'intérêt ont encouragé les investissements dans les monnaies à rendement élevé, financés par des positions courtes sur d'autres devises moins bien rémunérées, surtout si les premières (dollar australien, par exemple) se renforçaient par rapport aux secondes (dollar EU, notamment). Ces stratégies se sont répercutées sur les cours, dont elles ont entretenu les tendances longues. En outre, dans leur quête de rendement, les intervenants sur ressources propres⁸ ainsi que les intervenants à effet de levier s'intéressent de plus en plus aux changes, où ils voient des actifs pouvant se substituer aux actions ou aux obligations. La présente étude analyse plus en détail l'influence de ces facteurs.

| Transactions de change : volume mondial ¹ | | | | | | |
|--|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Moyenne journalière d'avril, en milliards de dollars EU | | | | | | |
| | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 | 2001 | 2004 |
| Comptant | 317 | 394 | 494 | 568 | 387 | 621 |
| Terme sec | 27 | 58 | 97 | 128 | 131 | 208 |
| Swaps cambistes | 190 | 324 | 546 | 734 | 656 | 944 |
| Lacunes dans les déclarations (estimation) | 56 | 44 | 53 | 60 | 26 | 107 |
| Total change « traditionnel » | 590 | 820 | 1 190 | 1 490 | 1 200 | 1 880 |
| <i>Pour mémoire :</i> | | | | | | |
| <i>Volume aux cours de change d'avril 2004²</i> | <i>650</i> | <i>840</i> | <i>1 120</i> | <i>1 590</i> | <i>1 380</i> | <i>1 880</i> |

¹ Chiffres nets des doubles comptages locaux et transfrontières. ² Les volets en devises autres que le dollar EU ont été convertis dans la monnaie d'origine au cours moyen d'avril de chaque année d'enquête, puis reconvertis en dollars EU au cours moyen d'avril 2004.

Tableau 1

⁷ Ainsi, la part de marché du courtage électronique est restée relativement stable depuis l'enquête 2001.

⁸ Les intervenants sur ressources propres (investisseurs institutionnels : fonds de pension et compagnies d'assurances ; trésoriers d'entreprise) placent leurs propres capitaux, alors que les intervenants à effet de levier (tels les fonds spéculatifs) empruntent une large part de l'argent qu'ils placent.

Transactions de change : volume déclaré¹

Moyenne journalière d'avril, en milliards de dollars EU et en %

| | 1995 | | 1998 | | 2001 | | 2004 | |
|----------------------------|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|
| | Montant | % | Montant | % | Montant | % | Montant | % |
| Total ² | 1 137 | 100 | 1 430 | 100 | 1 174 | 100 | 1 773 | 100 |
| Contrepartie du courtier : | | | | | | | | |
| Autre courtier | 728 | 64 | 908 | 64 | 689 | 59 | 936 | 53 |
| Établissement financier | 230 | 20 | 279 | 20 | 329 | 28 | 585 | 33 |
| Clientèle non financière | 179 | 16 | 242 | 17 | 156 | 13 | 252 | 14 |
| Négoce local | 526 | 46 | 657 | 46 | 499 | 43 | 674 | 38 |
| Négoce transfrontière | 613 | 54 | 772 | 54 | 674 | 57 | 1 099 | 62 |

¹ Chiffres nets des doubles comptages locaux et transfrontières. ² Hors lacunes dans les déclarations (tableau 1).

Tableau 2

Stratégies

La quête générale de rendement privilégie deux stratégies

L'essor de l'activité entre banques et clientèle financière pourrait n'être qu'un aspect de la recherche générale de rendement observée sur les marchés financiers ces dernières années (BRI (2004)). Mus par cette quête, les intervenants sur ressources propres et à effet de levier ont adopté deux stratégies ciblant les mêmes monnaies : l'une exploitant les écarts de taux d'intérêt, l'autre les tendances des changes. En 2001–04, des épisodes prolongés d'appréciation des monnaies à rendement élevé ont attiré les investisseurs jouant sur ces deux stratégies. Au premier semestre 2004, pourtant, celles-ci ont cessé d'être rentables avec la stabilisation du dollar et l'absence de tendance manifeste des cours de change, ceux-ci se maintenant à l'intérieur d'une étroite fourchette.

Stratégie de *carry trade* exploitant le biais du change à terme...

La première stratégie exploite le « biais du change à terme » en investissant dans les monnaies à rendement élevé. La stratégie de *carry trade* en constitue une variante très prisée par les intervenants à effet de levier et sur ressources propres. Une opération de *carry trade* consiste à emprunter dans une monnaie à faible taux d'intérêt, comme le dollar EU, pour prendre une position longue sur une devise mieux rémunérée, tel le dollar australien, en jugeant que la variation du cours de change n'annulera pas ce différentiel de taux. Tant que le dollar s'est déprécié et que les écarts de taux d'intérêt ont persisté, ces stratégies étaient lucratives et ont probablement gonflé le négoce. Le produit des emprunts, essentiellement en dollars EU, yens et francs suisses, est principalement allé se placer sur la livre sterling, les dollars australien et néo-zélandais, ainsi que sur la monnaie de plusieurs économies émergentes. En atteste la forte hausse (98 % et 152 %, respectivement) des opérations en dollars australien et néo-zélandais. Le graphique 1 illustre la relation entre l'écart de taux d'intérêt dollar australien/dollar EU, le cours de change et le volume de change. Lorsque l'écart de taux d'intérêt s'est creusé, le dollar australien s'est apprécié en valeur et le volume a fortement augmenté.

La deuxième stratégie cherche à exploiter la dynamique des marchés : les investisseurs prennent d'importantes positions sur des monnaies portées par une appréciation durable. Ces opérations aussi ont entretenu les tendances. Après l'enquête d'avril 2001, le dollar a amorcé une baisse face à diverses grandes monnaies, qui a duré jusqu'au début du printemps 2004. Sa dépréciation s'est échelonnée entre 15 % environ (par rapport au dollar canadien et au yen) et plus de 30 % (contre le dollar australien).

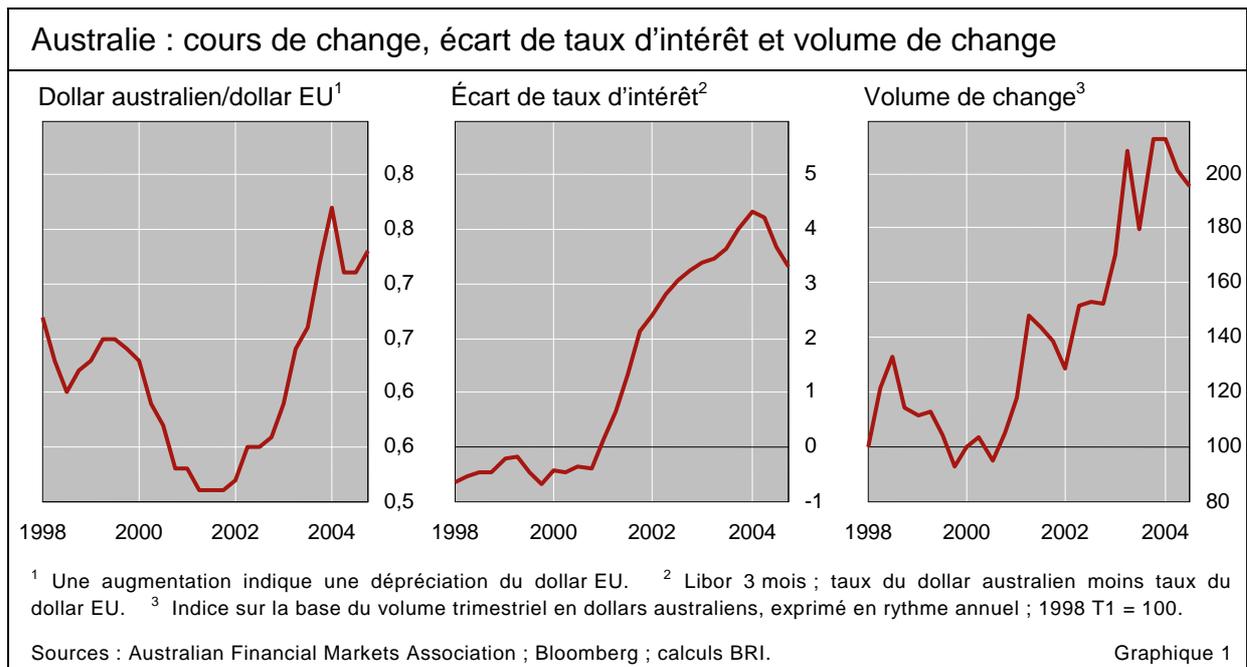
...et stratégie directionnelle exploitant les tendances du marché

Afin de vérifier l'hypothèse selon laquelle les écarts de taux d'intérêt et les tendances des changes ont joué un rôle important dans la croissance du négoce, nous avons procédé à une analyse statistique sur les principales monnaies, à l'aide des données des enquêtes 1992–2004. Il en ressort que les volumes augmentent lorsque les écarts de taux d'intérêt se creusent par rapport au dollar EU et en fonction de l'ampleur des variations de change face au dollar EU pendant l'année précédant chaque enquête⁹.

Confirmation statistique

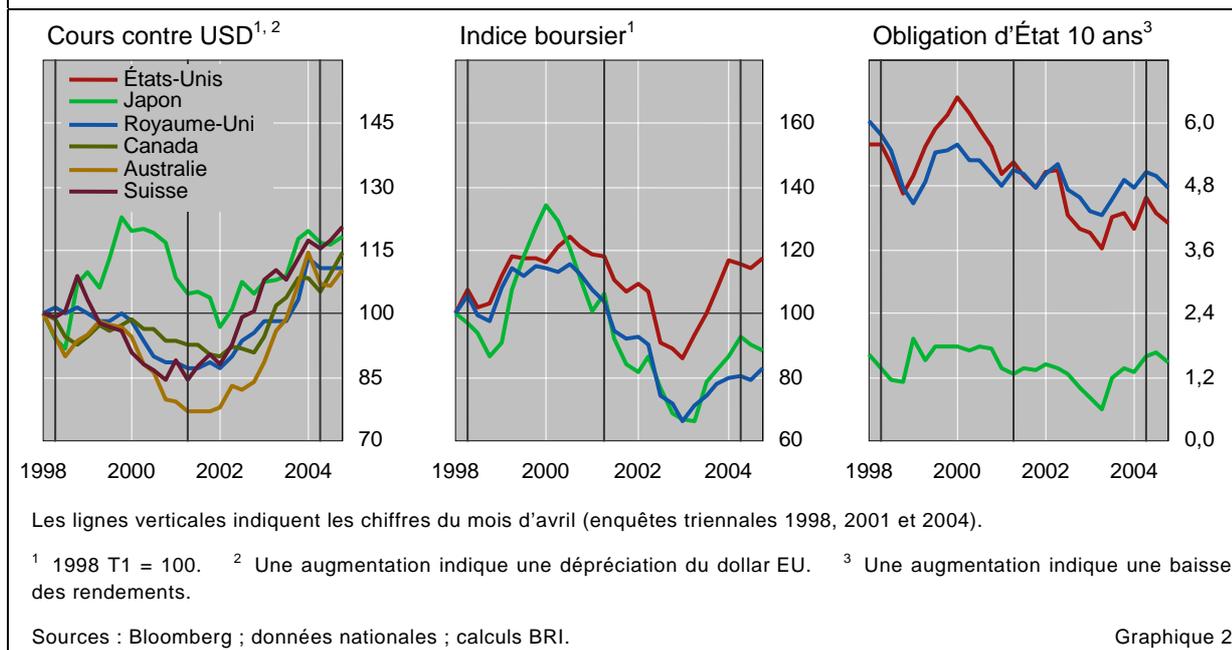
Outre les positions exploitant les tendances des changes, ces évolutions peuvent également s'expliquer par une intensification des opérations de couverture. Les multinationales sont en effet de plus en plus poussées à se

Intensification des opérations de couverture



⁹ Nous avons procédé à une analyse de régression à l'aide des séries temporelles provenant des enquêtes 1992–2004, concernant les monnaies suivantes : dollar australien, dollar canadien, euro, franc suisse, livre sterling et yen. Nous avons réalisé une régression transversale sur ces séries temporelles en prenant pour variable dépendante le pourcentage de hausse du volume entre les enquêtes, et en retenant deux variables indépendantes : l'écart de taux d'intérêt de chaque monnaie par rapport au dollar EU sur chaque période ; la variation (en %) du cours de la monnaie par rapport au dollar EU l'année précédant chaque enquête. Nous avons procédé à une estimation des erreurs types d'hétéroscédasticité (test de White), qui a produit les coefficients suivants : écart de taux d'intérêt : 0,042 (valeur p = 0,00) ; variation de change : 0,796 (valeur p = 0,01). R² ajusté = 0,41. L'analyse statistique fait également apparaître un lien entre le volume et la volatilité décalée, mais le volume semble plus étroitement lié aux écarts de taux d'intérêt et aux fortes fluctuations de change.

Cours de change, indice boursier et cotation des obligations



protéger contre des variations durables des monnaies afin de réduire autant que possible leurs pertes de change. Ainsi, l'exportateur européen qui facture en dollars pendant une longue phase de dépréciation de cette monnaie est incité à se couvrir contre toute poursuite de ce repli. Les services de couverture proposés par les banques et les gestionnaires spécialisés alimentent donc aussi cette croissance ; c'est ce que confirmerait la progression du terme sec entre 2001 et 2004 (tableau 1).

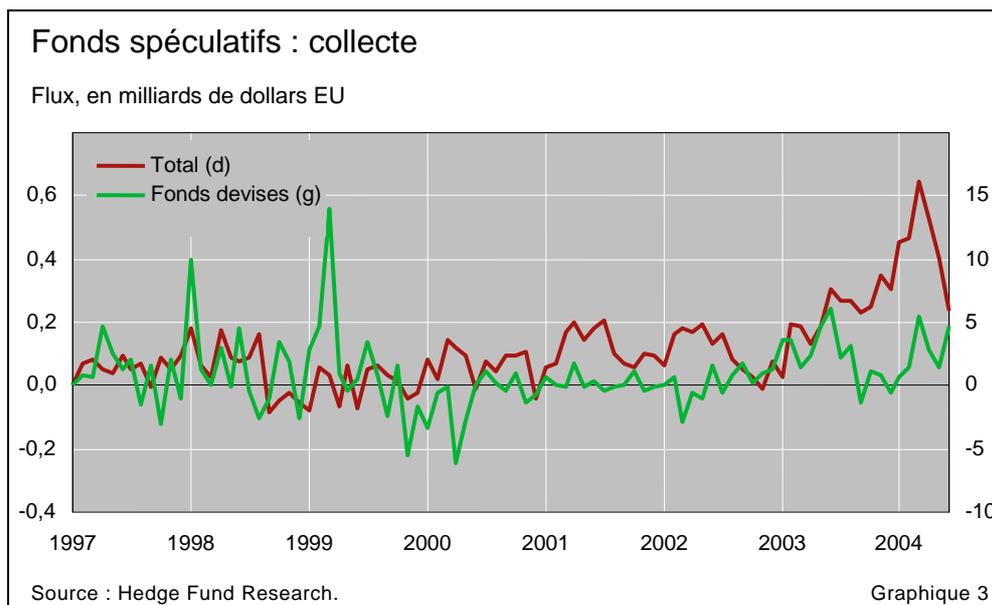
Dans leur quête de rendement, les investisseurs ont été amenés à s'intéresser davantage aux monnaies en tant que classe d'actifs, au vu des rémunérations décevantes des marchés boursiers et obligataires, qui contrastent fortement avec les rendements très lucratifs des transactions de change en 2001-04. Le graphique 2 met en évidence l'évolution des cours de change, des indices boursiers et des rendements obligataires depuis l'enquête 1998. Après celle de 2001, le dollar a commencé à baisser et cela a été exploité activement par les investisseurs. Cependant, les actions comme les obligations présentaient des sources de revenu moins intéressantes : de manière générale, les marchés boursiers ont reculé pendant une bonne partie de 2003, avant d'amorcer une hausse, qui a duré moins d'un an. Les rendements obligataires étaient faibles et ont plutôt stagné sur la période ; la tendance marquée des changes a donc représenté une aubaine.

Les intervenants du marché

En conséquence des stratégies décrites ci-dessus, les transactions entre banques et clientèle financière ont enregistré un essor de 78 % entre 2001 et 2004 (tableau 2). D'après les acteurs du marché eux-mêmes, une vaste gamme d'intervenants y ont pris part : investisseurs institutionnels (fonds de

Le change plus attractif que les actions et les obligations

Négoce entre banque et clientèle financière : un rôle crucial



pension et entreprises d'assurances, par exemple), fonds spéculatifs, intermédiaires sur marchandises, pupitres de négociation pour compte propre des grandes banques commerciales et gestionnaires spécialisés.

Pour les investisseurs institutionnels, le surcroît de transactions semble découler de facteurs à la fois structurels et conjoncturels. Depuis début 2000, les fonds de pension, entreprises d'assurances et fonds communs de placement, notamment, jouent un rôle de plus en plus prééminent sur les marchés financiers en général, et les changes en particulier¹⁰. Dans certains pays, les fonds de placement multiplient leurs investissements à l'étranger. Ainsi, en Australie, les caisses de retraite ont porté la part de leurs actifs à l'étranger à près de 30 % en 2002, contre 15 % environ à la fin des années 80 (Battellino (2002)). Ce choix peut expliquer en partie la hausse de 65 % du volume de transactions en dollars australiens, dont la part du total mondial a progressé de 2 points de pourcentage. Dans plusieurs pays, la réglementation des fonds de pension a été révisée afin d'assouplir les restrictions sur les expositions en devises¹¹, ce qui a permis des achats massifs d'actifs étrangers.

Les investisseurs institutionnels restent très actifs

Pour les fonds spéculatifs, l'expansion a été notable en 2001–04, tant par le nombre d'intervenants que par leur taille globale (graphique 3)¹². D'après les opérateurs, les fonds directionnels, qui exploitent les tendances, et les fonds macro, qui nouent des positions directionnelles en fonction de facteurs de change plus fondamentaux, ont joué un rôle majeur¹³. Ces tendances contrastent avec celles des trois années précédentes, caractérisées, selon

Rôle grandissant des fonds spéculatifs...

¹⁰ Voir CSFM (2001) pour une analyse de l'activité des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers, et Galati (2001) pour une étude de leur place dans l'enquête 2001.

¹¹ Par exemple en Suède en 2000 (BRI (2003)).

¹² Il convient de noter que, par rapport aux années 90, les fonds spéculatifs sont maintenant de beaucoup plus petite taille et investissent à plus court terme.

¹³ Tsatsaronis (2000) analyse les différentes stratégies suivies par les fonds spéculatifs.

certaines sources de marché, par une baisse du nombre des fonds spéculatifs, fonds macro en particulier, et de leur volume d'activité de change, suite à la débâcle de LTCM et à la fermeture de Tiger et Quantum.

...des
intermédiaires sur
marchandises...

D'après les opérateurs, la multiplication des transactions entre banques et clientèle financière entre 2001 et 2004 est aussi attribuable aux intermédiaires sur marchandises. À l'origine, ceux-ci apportaient un conseil en matière de contrats à terme, généralement sur actions et obligations ; progressivement, ils en sont venus à se comporter comme tous les gestionnaires de fonds et ils ont commencé, ces dernières années, à intervenir sur les changes. À titre indicatif, un analyste de marché estime qu'un tel intermédiaire possédait jusqu'à \$3-5 milliards d'actifs en 2003, avec un effet de levier très faible (contre quelque \$7-10 milliards avec un fort effet de levier pour les grands fonds spéculatifs). Actuellement, on considère qu'ils s'attachent surtout à suivre la tendance, à l'instar des fonds directionnels, avec un horizon habituellement très court (de l'intrajournalier à une durée d'une semaine).

...et des
gestionnaires
spécialisés

Les spécialistes de la gestion active du risque de change ont également contribué à l'essor rapide du volume de transactions entre banques et clientèle financière¹⁴. Ils considèrent le change comme une classe d'actifs distincte. Leur importance grandissante semble correspondre à la fois à un renforcement de la demande d'investissement et au fait que, désormais, les modèles financiers de ces spécialistes sont généralement mieux acceptés par les professionnels.

Conclusion

L'intérêt des
investisseurs pour
le marché des
changes pourrait
s'atténuer

La période 2001-04 a été marquée par des écarts de taux d'intérêt et des tendances de change durables favorables aux stratégies spéculatives et aux opérations de couverture. Ces deux facteurs ont contribué à l'expansion du volume de change. Plus récemment, l'absence d'orientation nette des changes a sans doute joué dans la direction opposée. Les pertes subies dernièrement avec les stratégies directionnelles ont réorienté les investisseurs vers d'autres instruments. Les observateurs du marché notent que les fonds de couverture macro ont peut-être commencé à se détourner des devises pour s'intéresser aux marchandises et aux opérations domestiques exploitant l'écart de taux entre court et long terme. En outre, une poursuite de la hausse des taux d'intérêt américains pourrait amenuiser l'attrait des stratégies de *carry trade*, et donc le volume de change. S'il est manifeste que les devises, comme classe d'actifs, sont relativement attrayantes, il n'est pas certain, toutefois, que leur succès soit durable.

Des changements à
plus long terme

Certains facteurs associés à la surprenante baisse du volume de change rapportée dans l'enquête 2001, en particulier le rôle croissant du courtage électronique sur l'interbancaire et la concentration du secteur bancaire, perdurent aujourd'hui. (Voir, sur ce dernier point, le tableau 3, qui indique pour

¹⁴ Les analystes de marché estiment à environ \$25-30 milliards en 2003 les actifs gérés par les principaux gestionnaires spécialisés (tels Putnam, Pareto et JPMorgan).

| Concentration dans le secteur bancaire | | | | |
|---|--------------------|------|------|-------------------|
| Nombre de banques représentant 75 % du marché | | | | |
| | 1995 | 1998 | 2001 | 2004 ¹ |
| Royaume-Uni | 20 ² | 24 | 17 | 16 |
| États-Unis | 20 ³ | 20 | 13 | 11 |
| Japon | 24 | 19 | 17 | 11 |
| Singapour | 25 | 23 | 18 | 11 |
| Allemagne | 10 | 9 | 5 | 4 |
| Suisse | 5 | 7 | 6 | 5 |
| Hong-Kong RAS | 13–22 ⁴ | 26 | 14 | 11 |

¹ Nombre maximal, sujet à révision. ² 68 %. ³ 70 %. ⁴ Selon le segment de marché.

Tableau 3

les quatre dernières enquêtes le nombre de banques représentant 75 % du volume dans les principales économies : à l'évidence, le mouvement de concentration se poursuit.) D'autres tendances du secteur peuvent aussi contribuer à comprimer le volume. L'une tient au développement de Continuous Linked Settlement (CLS, système de compensation international pour le règlement des opérations de change), qui a commencé d'opérer en 2002 et ne cesse d'élargir sa part de marché. Une autre correspond à l'effet des plateformes de négociation électronique multibanques destinées à la clientèle bancaire (par exemple, FX Connect, Currenex et FXall), qui produisent des gains d'efficacité et abaissent le coût de mise en œuvre des stratégies d'investissement pour la clientèle non bancaire. Comme nous l'avons observé sur la dernière période d'enquête, ces facteurs structurels de long terme pourraient être éclipsés par des incitations à court terme, telles que les tendances des changes et les écarts de taux d'intérêt.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2003) : *73^e Rapport annuel*, Bâle, juin.

Banque des Règlements Internationaux (2004) : *74^e Rapport annuel*, Bâle, juin.

Battellino, R. (2002) : « Australia as a capital exporter », communication lors de la conférence *The impact of an Australia–US free trade agreement : foreign policy challenges and economic opportunities*, Canberra, 29 août.

Comité sur le système financier mondial (2001) : « Structural aspects of market liquidity from a financial stability perspective », *CGFS Discussion Notes*, n° 1, juin.

Galati, G. (2001) : « Explication de la contraction mondiale des marchés des changes : l'enquête triennale 2001 », *Rapport trimestriel BRI*, décembre.

Tsatsaronis, K. (2000) : « Fonds spéculatifs », *Rapport trimestriel BRI*, novembre.