

FICHE TECHNIQUE N°8 : LE NIVEAU DES TAUX D'INTERET, UN DETERMINANT ESSENTIEL DES COURS DE CHANGE

La Tribune.fr - 28/10/2008

La « parité des taux d'intérêt »

Le taux d'intérêt est l'un des facteurs essentiels dans la détermination des taux de change. Alors que les banques centrales pilotent les taux d'intérêt à court terme, la question sous-jacente est bien de savoir quel est l'impact sur le taux de change d'un changement dans la conduite de politique monétaire.

Les relations entre taux d'intérêt et taux de change sont formalisées selon un principe simple plus connu sous le nom de « parité des taux d'intérêt ». Ce principe stipule que si deux devises ont des taux d'intérêt différents, alors cette différence se reflètera dans les taux de change forward et dans les taux de change futur anticipé. Il existe ainsi deux versions de la parité des taux d'intérêt :

- La parité des taux d'intérêt couverte en change qui établit un lien entre taux de change courant, taux de change forward (c'est-à-dire le taux de change déterminé aujourd'hui sur le marché à terme, pour une date d'échange futur) et les taux d'intérêt des deux devises concernées.

- La parité des taux d'intérêt non couverte en change qui établit cette fois-ci un lien entre taux de change courant, taux de change futur anticipé et les taux d'intérêt des deux devises.

Les relations de parité des taux d'intérêt cherchent à expliquer l'évolution à court terme du change à partir du comportement deux catégories d'agents sur les marchés de taux et de change :

- les arbitragistes qui cherchent à tirer partie des différences momentanées de cours de change entre les différentes places et aussi des écarts de taux d'intérêt et ce sans prise de position de change.
- les spéculateurs qui cherchent à réaliser des plus-values en s'exposant volontairement au risque.

> La parité des taux d'intérêt couverte en change (PTIC)

Cette relation fait intervenir la première catégorie d'agents, elle est aujourd'hui couramment utilisée par les cambistes et veut montrer que deux placements sans risque sur deux devises doivent apporter le même rendement.

Soit i : le taux d'intérêt sur le marché monétaire national (à 1 an par exemple)

Soit i^* : le taux d'intérêt sur le marché monétaire étranger (à 1 an)

Soit E : le taux de change au comptant côté à l'incertain de la monnaie nationale. On rappelle que le taux de change à l'incertain correspond au nombre de devises nationales (par exemple l'EUR) nécessaire pour acheter une unité de devises étrangères (par exemple l'USD). Ainsi la cotation à l'incertain de l'EUR correspond au cross USD/EUR.

Soit F : le taux de change à terme (dans 1 an) de la monnaie nationale, côté à l'incertain, et fixé aujourd'hui.

$$\frac{F}{E} = \frac{1+i}{1+i^*} \text{ ou encore } \frac{F-E}{E} \approx i - i^*$$

La PTIC implique que :

Prenons un exemple : Soit un investisseur européen qui dispose d'une somme X_0 en EUR, il cherche à savoir comment l'investir à 1 an pour avoir la meilleure rentabilité et sans risque. 2 options s'offrent à lui :

1. Il place X_0 sur le marché national pour 1 an au taux i . Dans 1 an, il disposera de $X_0(1+i)$.
2. Il achète des USD sur le marché des changes au comptant au taux E , il obtient X_0/E USD qu'il place sur le marché américain pour 1 an au taux i^* . Soit au bout d'un an il obtiendra $X_0/E(1+i^*)$. Comme il ne veut prendre aucun risque sur les changes, il revend immédiatement cette somme à terme contre EUR. Il obtiendra donc de façon certaine dans un an : $X_0/E(1+i^*)F$.

Les deux options doivent être équivalentes, soit $X_0(1+i) = X_0/E(1+i^*)F$ ce qui équivaut à $\frac{F}{E} = \frac{1+i}{1+i^*}$.

Si l'égalité n'est pas vérifiée, alors il existe une opportunité d'arbitrage (c'est-à-dire la possibilité réaliser un profit sans aucune prise de risque) :

- Si $\frac{F}{E} > \frac{1+i}{1+i^*}$, il est préférable de choisir la deuxième option, et n'importe quel cambiste peut s'enrichir en :

- o Empruntant X0 aujourd'hui au taux i
- o Acheter des devises au comptant
- o Placer les devises
- o Les revendre à terme

- Inversement si $\frac{F}{E} < \frac{1+i}{1+i^*}$, il est préférable de choisir la première option, et n'importe quel cambiste peut s'enrichir en :

- o Empruntant X0 aujourd'hui sur le marché étranger au taux i^*
- o Vendre les devises au comptant
- o Placer sur le marché national
- o Acheter la devise à terme

La mise en place de ces opérations d'arbitrage va conduire inévitablement à un retour à l'équilibre. Dans le premier cas, i va augmenter (car la demande d'emprunt en monnaie nationale s'accroît), la devise nationale va se déprécier sur le marché au comptant, E augmente (car la demande de devises étrangères augmente), i^* va diminuer (car l'offre de prêt en monnaie étrangère augmente) et F va diminuer (la monnaie nationale s'apprécie sur le marché à terme car sa demande augmente)

Les implications de la parité des taux d'intérêt couverte sont simples :

Les mouvements de capitaux à court terme entre places financières limitent les écarts entre les taux de change à terme et au comptant, autrement dit en période normale, déport ou report sur une devise par rapport à une autre résulte des différences d'intérêt sur chaque place.

Qu'est ce qu'un report ou un déport ?

déport/report = $F - E$

Lorsque $F > E$, on dit que la monnaie domestique est en déport par rapport à la monnaie étrangère, elle se déprécie à terme. Inversement la monnaie étrangère est en report par rapport à la monnaie nationale (elle s'apprécie à terme).

Lors que F On définit par $\frac{F-E}{E} \approx i - i^*$ le taux de déport ou de report, il est égal au différentiel d'intérêt. Ainsi, la monnaie qui offre le taux d'intérêt le plus élevé se déprécie à terme contre la monnaie qui sert le taux d'intérêt le plus faible.

> La parité des taux d'intérêt non couverte en change (PTINC)

La PTINC étend la PTIC au cas des activités de spéculation, elle repose sur l'hypothèse forte selon laquelle le marché des changes est efficient. L'arbitrage devient risqué car il comporte un pari sur l'évolution des changes, il est non couvert en change.

Au taux de change à terme, on substitue donc le taux de change anticipé S_a par les spéculateurs, et la

relation devient : $\frac{E_a}{E} = \frac{1+i}{1+i^*}$ ou encore $\frac{E_a - E}{E} \approx i - i^*$

La variation du taux de change anticipé est égale aux différentiels d'intérêt. Si l'égalité n'est pas vérifiée, des profits sont réalisables, et il va y avoir une évolution du taux de change au comptant pour rétablir l'équilibre.

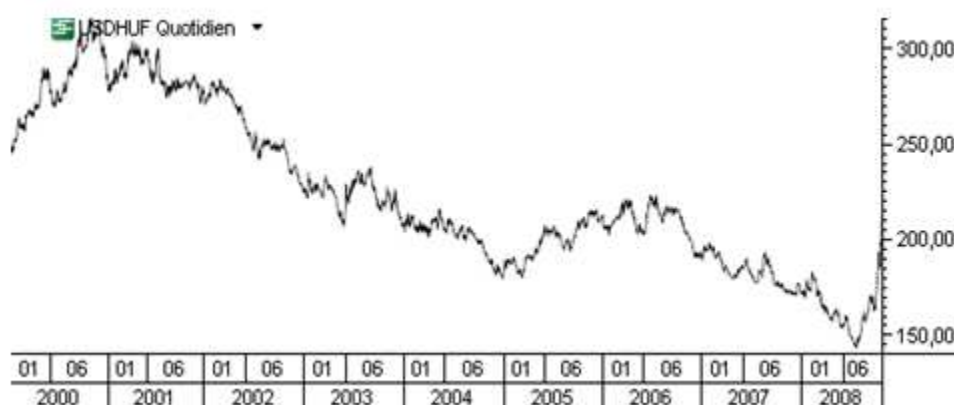
En rapprochant les deux relations, il vient surtout que le taux de change futur anticipé par le marché doit être plus ou moins égal au taux de change forward observé sur le marché des changes à terme. Cela implique donc surtout qu'une devise qui sert un taux d'intérêt élevé aura tendance à se déprécier par rapport à une devise qui sert un taux d'intérêt faible.

La théorie de la « parité des taux d'intérêt non couverte » ne s'est toutefois pas vérifiée ces dernières années et les devises avec des taux d'intérêt élevés ont eu plutôt tendance à s'apprécier. Ce mécanisme a été renforcé par le développement du portage ou « carry trade », technique de trading qui consiste à se servir des différentiels de taux d'intérêt entre plusieurs devises. Concrètement, cette opération

consiste à acheter une devise avec des taux d'intérêt élevés et vendre dans le même temps une autre devise avec des taux d'intérêt bas. Le gain viendra du différentiel de taux entre deux devises et pourra devenir substantiel si l'on utilise un effet de levier pour réaliser l'opération.

Depuis 2001, la majorité des « carry trade » fonctionne bien et les devises avec de forts taux d'intérêt se sont beaucoup appréciées, à l'image notamment des dollars australiens, les devises émergentes européennes (forint hongrois ou zloty polonais) et latino américaines (peso mexicain, réal brésilien).

Exemple :



Graphique : Evolution du cross USD/HUF depuis 2000

Source : SaxoTrader

Le forint hongrois s'est fortement apprécié par rapport au dollar ces dernières années, alors que les taux d'intérêt en Hongrie étaient extrêmement élevés.

La relation taux de change - taux d'intérêt

A tout moment l'équilibre du marché des changes est déterminé par l'égalité des rendements anticipés des placements financiers en monnaie nationale et en devises étrangères que traduit la PTINC (avec ou sans prise en compte du risque). **Le niveau du taux de change à l'instant t dépend donc des taux d'intérêt sur chacune des places et de l'anticipation du taux de change futur. Tout élément affectant les rendements relatifs anticipés des monnaies, induit un rééquilibrage immédiat du taux de change courant.**

> Une augmentation du taux d'intérêt dans un pays implique, toutes choses égales par ailleurs, que le rendement anticipé sur les placements en devises étrangères est maintenant inférieur au rendement anticipé sur les placements en devises de ce pays. Il s'ensuit une vente de devises étrangères, la devise de ce pays s'apprécie sous la force du courant vendeur net. Et inversement.

> Une anticipation de dépréciation d'une monnaie implique, toutes choses égales par ailleurs, que le rendement anticipé sur les placements en devises étrangères est maintenant supérieur au rendement anticipé sur les placements sur cette monnaie. Il s'ensuit une vente de cette monnaie et celle-ci se déprécie immédiatement sous la force du courant vendeur net.

On comprend alors aisément pourquoi les décisions des Banques Centrales influencent tant le marché des changes. En général, lorsqu'une Banque Centrale augmente (réduit) ses taux directeurs, le taux de change de sa monnaie a tendance à s'apprécier (se déprécier) immédiatement. L'augmentation (la réduction) des taux d'intérêt rend les placements dans la zone plus attractifs (moins attractifs). Néanmoins, dans certain cas, l'augmentation (la réduction) des taux directeurs par les Banques Centrales conduisent à un effet inverse, c'est-à-dire à une dépréciation (une appréciation) de la monnaie nationale. Ceci arrive notamment lorsque la décision de la Banque Centrale a un impact beaucoup plus fort sur le taux de change anticipé.

Fiche technique réalisée par l'équipe Stratégie et Recherches Economiques de Saxo Banque (France) à partir de l'ouvrage de Pierre-Antoine Dusouliez : « Investir et gagner sur le marchés des devises » chez Maxima.