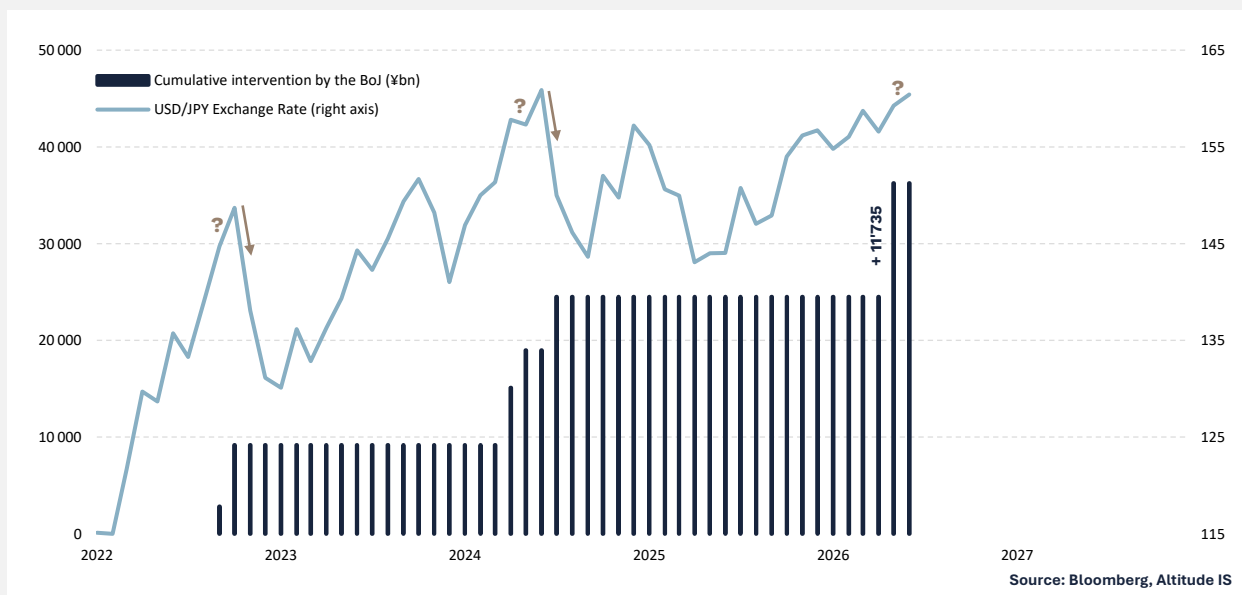


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 15 juin 2026

## "QUI FERA SAUTER LA BANQUE DU JAPON ?"

- En 1992, la Banque d'Angleterre a appris à ses dépens que défendre une monnaie était irréaliste
- De la même manière, la Banque du Japon s'efforce de soutenir le yen, en vain
- Ni les milliards, ni les mots ne sauraient empêcher une dépréciation structurelle
- Cette semaine, la BoJ et la Fed risquent involontairement d'exacerber les tensions

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Comment dépenser 11'735 milliards de yens... pour rien"



## ANALYSE DU MARCHÉ DES CHANGES

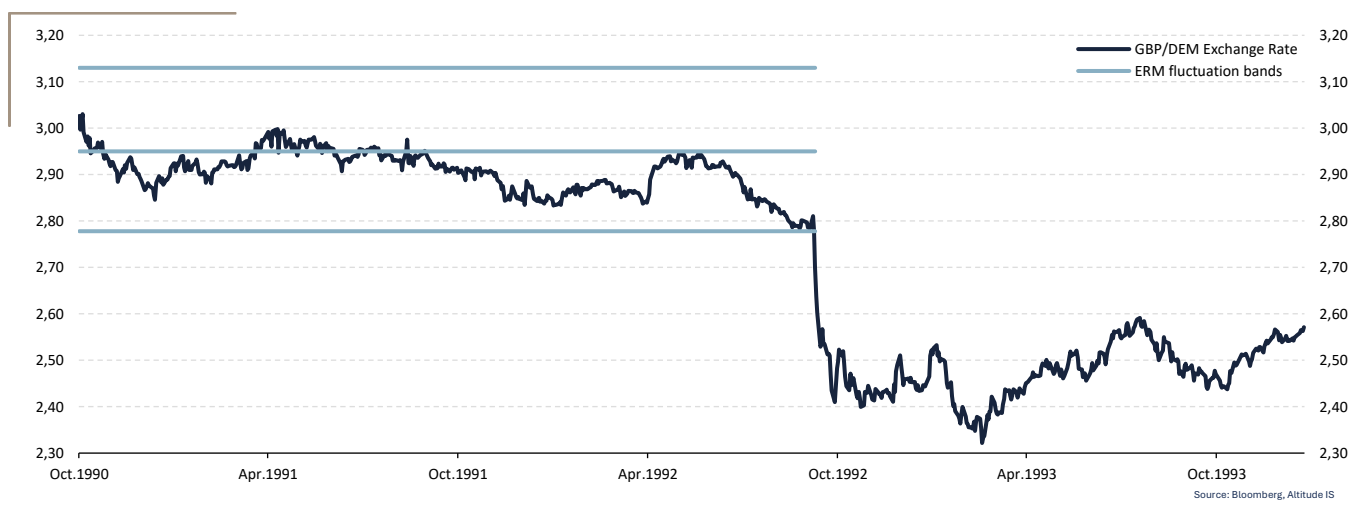
**Jusqu'au 16 septembre 1992, la livre sterling était arrimée au mark allemand, au sein du Mécanisme de change européen (MCE).** Ce système avait été mis en place par huit pays, puis adopté par le Royaume-Uni, afin de stabiliser leurs taux de change et de permettre, à terme, l'introduction de l'euro. Malheureusement pour la Banque d'Angleterre (BoE), lors de ce fameux "mercredi noir", face à une attaque spéculative de grande ampleur, elle ne réussit pas à maintenir la livre sterling dans la bande de fluctuation étroite prédéfinie. **George Soros et son bras droit Stanley Druckenmiller, ayant jugé le niveau de la livre intenable, s'étaient mis à la vendre massivement.** Pour la petite histoire, lorsque Druckenmiller proposa ce pari, Soros le jugeant trop modeste lui lança sa formule restée célèbre : "Go for the jugular". La stratégie fonctionna parfaitement puisque la vieille dame de Threadneedle Street fut contrainte de



quitter le MCE et de dévaluer la livre sterling. **Avec le recul, chacun conviendra que cette panique sur le marché des changes était inévitable.** Elle avait été rendue possible par la faiblesse des fondamentaux britanniques, la contraction de l'activité économique, mais aussi par les incertitudes politiques, notamment le "non" danois au Traité de Maastricht en juin et l'inquiétude grandissante avant le référendum français prévu le 20 septembre.

**La Banque d'Angleterre batailla autant que faire se peut. Sa défense fut visible toute la journée du 16 septembre, par salves successives mais totalement inefficaces.** Ce matin-là, à 8h00, dès l'ouverture des marchés, elle achète 325 millions de livres. Elle réitère quelques dizaines de minutes plus tard, pour 300 nouveaux millions. Avant 9 heures, plus d'un milliard de livres avaient déjà été mis sur la table. Elle en dépensera finalement 27 fois plus dans le reste de la journée. À 11 heures, pour soutenir ses interventions, la BoE relève ses taux directeurs de 10% à 12%. À 14h15, elle annonce une nouvelle hausse à 15%, du jamais-vu. À chaque salve, la livre rebondit un instant avant de retomber sur son plancher (cf. Fig. 2). Les investisseurs avaient compris que cette défense ne changeait rien aux fondamentaux. La capitulation intervient en soirée, vers 19 heures. Le Royaume-Uni sort du MCE, dévalue la livre sterling de plus de 5% face au mark et annule la hausse des taux à 15%. George Soros et son équipe auront réussi l'exploit d'empocher plus d'un milliard de dollars en une seule journée. Le financier entrera dans la légende comme "l'homme qui a fait sauter la Banque d'Angleterre". La leçon de cette journée spectaculaire est intemporelle : **aucune autorité monétaire, aussi riche, puissante et déterminée soit-elle, ne peut défendre durablement une monnaie dont le taux de change est trop éloigné de ses fondamentaux.**

Fig. 2 – Taux de change de la livre contre le mark, entre 1990 et 1993



**Cette dynamique de la réflexivité, que Soros a lui-même théorisée, postule que les croyances des investisseurs et les prix du marché s'influencent mutuellement.** Contrairement aux modèles économiques classiques, qui supposent des marchés rationnels cherchant l'équilibre, cette théorie permet d'expliquer les bulles et les krachs. Les marchés ne se contentent pas de refléter la réalité, ils la façonnent. Les anticipations des investisseurs déplacent les cours, et ces cours modifient à leur tour les fondamentaux, dans une boucle qui se nourrit d'elle-même. En 1992, la défiance envers la livre a nourri les ventes, forcé la hausse des taux et alimenté l'inquiétude des investisseurs. In fine, la capitulation de la BoE a donné raison aux vendeurs de la première heure.

**Plus de trente ans plus tard, c'est à Tokyo que cette leçon résonne. La même boucle réflexive est aujourd'hui à l'œuvre sur le yen.** Entre le 28 avril et le 27 mai 2026, le Japon a englouti un montant



record de 11'735 milliards de yens, soit plus de 73 milliards de dollars, pour soutenir sa monnaie (cf. Graphique de la semaine). Le résultat est plus que décevant, puisque le yen s'échange toujours au voisinage de 160 yens pour un dollar, son plus bas niveau des 40 dernières années. Comme la livre en 1992, le yen rebondit à chaque salve, puis retombe. Ainsi, malgré cette dépense hors norme, la monnaie japonaise enregistre la pire performance des monnaies du G10 au mois de mai. De là à dire que le Japon a jeté l'argent par les fenêtres, il n'y a qu'un pas. **Sur les marchés, les cambistes se demandent tous qui finira par récolter les fruits de cette chute. Qui sera le prochain Soros ?**

À la différence du Royaume-Uni de 1992, le Japon de 2026 ne cherche pas à tout prix à empêcher le yen de chuter. L'enjeu pour Tokyo est surtout de freiner cette dépréciation, pour éviter de créer une panique sur les marchés. Comme nous l'analysons depuis 2024, le yen est prisonnier de son surendettement et d'un engrenage de monétisation de la dette. **Les autorités s'épuisent donc à soutenir une monnaie que leur propre création monétaire condamne.** Dans la théorie monétaire, cette contradiction a été formalisée par l'économiste Robert Mundell, sous le nom de "triangle d'incompatibilité" (cf. Fig. 3). Un pays ne peut atteindre simultanément trois objectifs : une libre circulation des capitaux, une politique monétaire autonome et un taux de change fixe. Il lui faut obligatoirement en sacrifier un des trois. Le Japon tenant à respecter les deux premiers, des marchés ouverts et une banque centrale qui imprime pour financer l'État, il ne peut maîtriser le cours du yen. Ses interventions sur le marché des devises ne sont qu'une tentative de défier cette loi immuable, et les investisseurs institutionnels le savent pertinemment.

Fig. 3 – Triangle d'incompatibilité

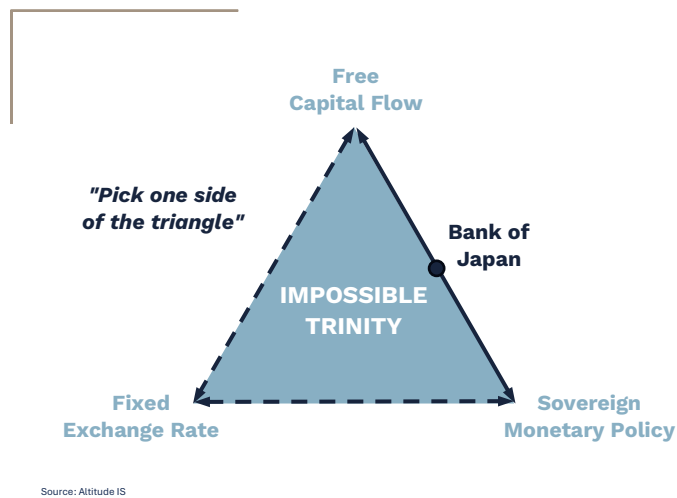
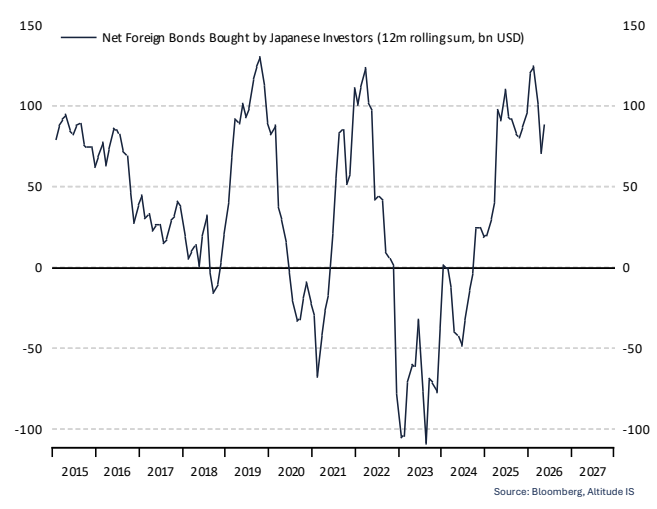


Fig. 4 – Achats d'oblig. étrangères par les Japonais



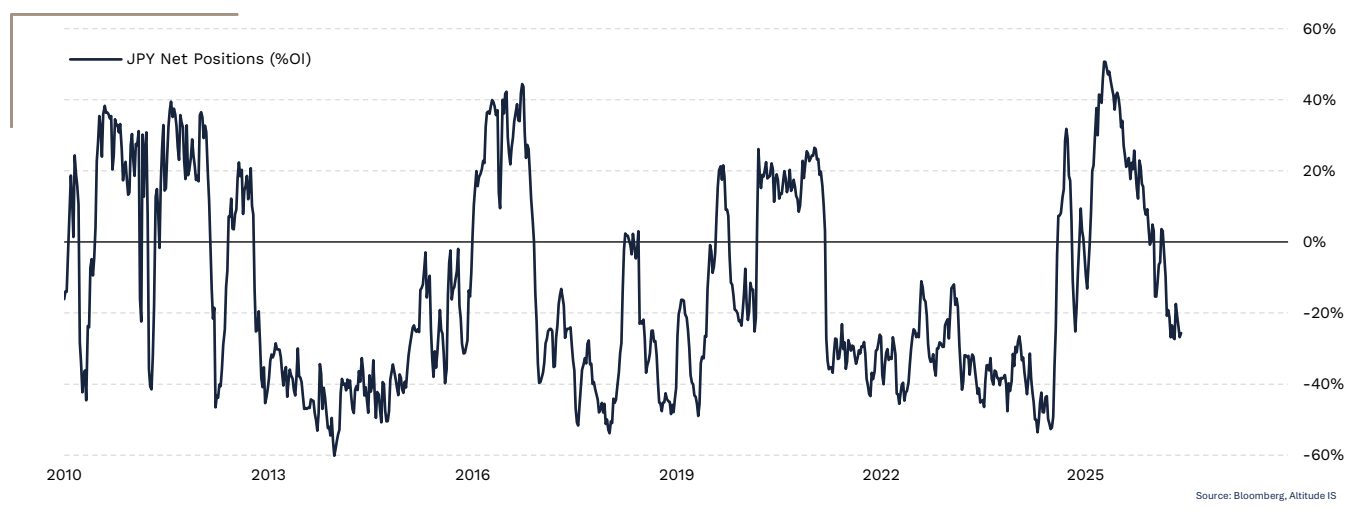
Pour freiner la chute du yen, l'État japonais vend ses réserves de change, notamment ses bons du Trésor américain, afin d'obtenir des dollars qu'il reconvertit ensuite en yens. Malheureusement pour le Japon, **ces montants ne font pas le poids face aux sorties de capitaux des grandes institutions japonaises**, un mouvement structurel autrement plus puissant (cf. Fig. 4). Les seuls fonds de pension japonais ont placé un montant record de 3'160 milliards de yens en obligations étrangères au mois de mai, du jamais-vu depuis 2005.

**Au cours des six derniers mois, les interventions publiques pour soutenir le yen se sont renforcées, par étapes.** En janvier, Tokyo et Washington ont publié un communiqué conjoint dénonçant la "dépréciation unilatérale" du yen. Le 23 janvier, la Réserve fédérale de New York a procédé à un "rate check". Cet appel aux cambistes pour sonder les prix précède souvent une intervention des banques centrales. Une telle



démarche n'avait plus été entreprise depuis le tsunami de mars 2011. Le dollar a alors reflué de 158 à 152 yens, mais le répit a été de courte durée. En avril et en mai, faute de résultat, les autorités ont dû opter pour une intervention directe et massive. Les 11 et 12 mai, le secrétaire au Trésor américain Scott Bessent et la ministre des Finances japonaise Satsuki Katayama ont scellé un accord bilatéral. Le 3 juin, cette dernière a fini par hausser le ton, se disant prête à réagir à tout moment, tandis que la Première ministre Takaichi insistait en pointant du doigt les spéculateurs. **Force est de constater que ni les milliards, ni les mots n'ont eu l'effet escompté. Le yen est resté faible, très faible** (cf. Graphique de la semaine). Les gérants de fonds alternatifs ne s'y sont pas trompés. Après un très bref reflux au moment des interventions de mai, ils ont reconstitué des positions vendeuses de yens parmi les plus lourdes depuis juillet 2024 (cf. Fig. 5). Pour une fois, le consensus spéculatif rejoint le scénario structurel des investisseurs institutionnels, ce qui est suffisamment rare pour être souligné.

Fig. 5 – Positions spéculatives sur le yen



**Enfin, chacun aura en tête que le sort du yen ne concerne pas que le Japon.** L'archipel reste le premier détenteur étranger de dette américaine, et son épargne irrigue la finance mondiale par le canal discret des swaps de change, ces accords par lesquels les institutions s'échangent temporairement des devises pour se financer. Quand le yen s'apprécie brutalement, comme à l'été 2024, les investisseurs qui avaient emprunté en yens pour placer ailleurs vendent leurs actifs étrangers en catastrophe, et la secousse gagne aussitôt les bourses mondiales. Et quand il chute, Tokyo puise dans ses réserves de bons du Trésor pour le défendre, ce qui fait remonter les taux longs américains au moment où Washington doit financer une dette en constante progression. Dans un sens comme dans l'autre, les soubresauts du yen se font sentir bien au-delà de l'archipel.

**Cette semaine, tout pourrait s'accélérer. Les 16 et 17 juin, la Banque du Japon (BoJ) et la Réserve fédérale américaine (Fed) tiendront respectivement leur comité de politique monétaire.** Au Japon, une hausse de 25 points de base pourrait porter le taux directeur à 1%. Certains intervenants évoquent même un "jumbo hike" de 50 à 75 points. Pour le yen, le risque serait celui d'un statu quo, qui maintiendrait les taux réels profondément négatifs. Ce risque n'est pas nul si l'on tient compte du fait que la dette publique dépasse les 230% du PIB et que chaque hausse de taux alourdit la charge d'intérêt. Du côté de la Fed, désormais présidée par Kevin Warsh, le biais accommodant du nouveau chairman pourrait être contredit par des gouverneurs plus stricts. Une appréciation du dollar ferait mécaniquement chuter le yen. **Ces deux rendez-vous de banques centrales risquent de générer une grande volatilité sur le marché des devises.** La certitude demeure que, même si les politiques monétaires devaient avoir un très fort impact à court terme, la dévaluation du yen à long terme est inévitable.



### **Conclusion :**

La Banque d'Angleterre a appris en 1992 qu'on ne peut pas défendre une monnaie qui n'est pas soutenue par des fondamentaux solides. La Banque du Japon est en train de l'apprendre à son tour. Si la BoJ et la Fed parvenaient à offrir un répit passager au yen cette semaine, le prochain George Soros devrait patienter avant de dévoiler son nom.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2026 Year-to-Date (%)	2025 (%)	2024 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	1 112.3	53.91	0.6%	1.0%	10.6%	22.9%	18.0%
USA (S&P 500)	7 431	52.73	0.7%	0.5%	9.1%	17.9%	25.0%
USA (Dow Jones)	51 202	58.40	0.7%	3.2%	7.4%	14.9%	15.0%
USA (Nasdaq)	25 889	49.56	0.7%	-0.7%	11.7%	21.2%	29.6%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	662.2	64.15	2.2%	6.6%	10.7%	21.2%	10.2%
UK (FTSE 100)	10 472	56.65	1.0%	2.4%	7.2%	25.7%	9.6%
Switzerland (SMI)	13 708	65.51	2.4%	4.6%	6.4%	18.0%	7.5%
Japan (Nikkei)	69 163	58.24	-0.9%	5.2%	32.2%	28.7%	21.3%
Emerging (MSCI)	1 716	53.14	0.0%	1.3%	23.3%	34.3%	8.0%
Brasil (IBOVESPA)	171 133	38.88	1.3%	-5.1%	6.2%	34.0%	-10.4%
Mexico (IPC)	67 955	50.79	2.7%	-2.2%	7.4%	35.1%	-11.0%
India (SENSEX)	76 621	52.84	1.9%	1.7%	-10.8%	10.5%	9.6%
China (CSI)	4 848	46.45	-0.6%	-3.1%	3.9%	21.0%	18.2%
Com. Services (MSCI World)	164.4	36.71	-1.5%	-4.7%	0.7%	33.0%	31.9%
Cons. Discretionary (MSCI World)	435.8	43.36	0.3%	-2.4%	-4.2%	9.8%	20.7%
Cons. Staples (MSCI World)	307.0	57.66	2.8%	0.4%	7.3%	9.3%	4.7%
Energy (MSCI World)	328.9	44.85	-0.4%	-1.3%	26.2%	14.8%	2.9%
Financials (MSCI World)	229.6	62.95	2.3%	3.3%	3.1%	29.5%	25.1%
Health Care (MSCI World)	385.5	59.19	0.5%	3.5%	-1.4%	15.3%	1.5%
Industrials (MSCI World)	517.6	50.39	0.0%	-1.3%	11.8%	26.2%	12.8%
Info. Tech. (MSCI World)	1 219.1	53.95	0.3%	4.0%	26.5%	26.6%	31.9%
Materials (MSCI World)	435.3	49.53	1.4%	-3.8%	11.5%	32.5%	-7.6%
Real Estate (MSCI World)	1 054	56.27	1.5%	-1.2%	7.0%	3.6%	-0.4%
Utilities (MSCI World)	205.1	48.62	0.7%	-1.7%	7.6%	24.7%	13.0%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.83%	52.25	0.4%	0.0%	0.0%	8.2%	-1.7%
USA (Sovereign)	4.35%	54.60	0.4%	0.3%	0.0%	6.3%	0.6%
Euro Area (Sovereign)	3.22%	54.83	0.3%	0.8%	0.3%	0.6%	1.9%
Germany (Sovereign)	2.88%	54.96	0.3%	0.8%	0.1%	-1.6%	0.6%
UK (Sovereign)	4.80%	59.65	0.5%	2.2%	-0.2%	6.1%	-3.0%
Switzerland (Sovereign)	0.62%	55.21	0.2%	-0.3%	-0.2%	0.3%	5.4%
Japan (Sovereign)	2.31%	52.89	0.2%	-0.1%	-2.1%	-4.6%	-2.1%
Emerging (Sovereign)	6.11%	63.61	0.9%	1.8%	1.9%	13.1%	7.0%
USA (IG Corp.)	5.18%	56.94	0.7%	1.2%	0.6%	7.8%	2.1%
Euro Area (IG Corp.)	3.55%	59.25	0.3%	1.0%	0.7%	3.0%	4.7%
Emerging (IG Corp.)	6.31%	61.04	0.2%	0.7%	1.6%	8.1%	7.0%
USA (HY Corp.)	7.10%	60.85	0.4%	0.8%	1.7%	8.6%	8.2%
Euro Area (HY Corp.)	5.92%	72.00	0.2%	0.6%	1.4%	5.2%	8.2%
Emerging (HY Corp.)	7.35%	69.41	0.8%	2.0%	3.9%	13.9%	14.9%
World (Convertibles)	634.3	54.41	0.9%	1.2%	17.7%	22.4%	9.4%
USA (Convertibles)	844.3	55.04	1.3%	2.1%	20.6%	16.9%	10.1%
Euro Area (Convertibles)	309.5	58.04	0.1%	1.3%	6.5%	24.8%	14.7%
Switzerland (Convertibles)	291.5	45.01	-0.1%	-0.1%	3.0%	17.5%	-10.5%
Japan (Convertibles)	320.1	54.63	-0.9%	4.0%	24.1%	13.8%	6.4%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1 906	80.01	n.a.	1.4%	n.a.	5.4%	11.1%
Macro	1 553	75.48	n.a.	0.1%	n.a.	5.8%	7.4%
Equity Long Only	2 542	66.89	n.a.	1.7%	n.a.	2.8%	12.0%
Equity Long/Short	2 119	78.76	n.a.	2.6%	n.a.	7.5%	14.0%
Event Driven	2 056	84.81	n.a.	2.1%	n.a.	7.1%	8.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 971	87.33	n.a.	0.5%	n.a.	5.2%	12.4%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 880	79.25	n.a.	1.7%	n.a.	4.0%	9.8%
Credit	1 772	92.19	n.a.	1.0%	n.a.	3.1%	8.5%
Credit Long/Short	1 786	93.71	n.a.	1.5%	n.a.	3.0%	10.0%
Commodity	2 124	90.30	n.a.	-1.0%	n.a.	6.1%	14.7%
Commodity Trading Advisors	1 568	70.35	n.a.	-0.7%	n.a.	10.4%	7.9%
<b>Volatility</b>							
VIX	17.68	48.65	-17.8%	-1.7%	18.3%	-13.8%	39.4%
VSTOXX	18.71	40.52	0.8%	-19.6%	27.1%	-13.5%	25.3%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	565.3	n.a.	1.0%	2.4%	4.7%	0.6%	5.1%
Gold (Troy Ounce)	4 328	n.a.	-0.1%	-4.7%	0.2%	64.6%	27.2%
Silver (Troy Ounce)	70.45	n.a.	3.3%	-7.3%	-1.7%	148.0%	21.5%
Oil (WTI, Barrel)	84.88	n.a.	-6.3%	-16.9%	47.8%	-19.9%	0.1%
Oil (Brent, Barrel)	88.43	n.a.	-9.4%	-20.4%	41.6%	-15.7%	-4.6%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	99.46	52.68	-0.6%	0.2%	1.2%	-9.4%	7.1%
EUR	1.1615	49.86	0.7%	-0.1%	-1.1%	13.4%	-6.2%
JPY	160.05	43.10	0.1%	-0.8%	-2.1%	0.3%	-10.3%
GBP	1.3453	52.27	0.8%	1.0%	-0.2%	7.7%	-1.7%
AUD	0.7083	46.23	0.5%	-0.9%	6.1%	7.8%	-9.2%
CAD	1.3959	31.63	0.0%	-1.5%	-1.7%	4.8%	-7.9%
CHF	0.7933	45.55	0.6%	-0.8%	-0.1%	14.5%	-7.3%
CNY	6.7575	65.71	0.4%	0.8%	3.4%	4.5%	-2.7%
MXN	17.167	60.60	1.7%	1.0%	4.9%	15.7%	-18.5%
EM (Emerging Index)	1 867.4	51.64	0.4%	-0.2%	0.8%	7.2%	-0.7%
XBT	65 610	n.a.	6.3%	-17.0%	-25.1%	-6.5%	120.5%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



## AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après "Altitude IS"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

