



# Boussole

4<sup>ème</sup> trimestre 2024

---

Coup de projecteur sur les monnaies refuges

---

La force du franc, un défi pour la BNS et les investisseurs

---

Impact sur les placements des investisseurs suisses

---

# Le franc suisse comme monnaie refuge

Le relèvement inattendu des taux d'intérêt par la Banque du Japon a entraîné de nombreux dénouements de carry trades sur le yen, des turbulences sur les marchés et une montée en flèche du yen. Grâce au bas niveau des taux, à la stabilité de l'économie et au fort excédent de la balance courante du Japon, le yen fait partie, avec le franc suisse, des monnaies refuges traditionnelles prisées par les investisseurs en temps de crise. En raison d'une politique fiscale très rigoureuse, le franc subit, même en l'absence de crise, une pression haussière permanente que la BNS ne peut contrecarrer qu'en partie.

Les investisseurs suisses se trouvent donc face à un défi, car les obligations en CHF de qualité et peu risquées ne génèrent aucun rendement réel positif à cause de la faiblesse des taux. Les actions devraient offrir de bien meilleurs rendements à long terme. Par rapport aux investisseurs en euros, ceux calculant en CHF doivent s'attendre à des rendements plus bas du fait de sa vigueur et à des fluctuations plus marquées dues à son caractère de monnaie refuge. Un fort biais national ne permet pas d'éviter les risques de change, car la plupart des entreprises suisses réalisent le gros de leur chiffre d'affaires à l'étranger. Outre notre approche globale pour les actions, nos stratégies en CHF misent également sur des fonds immobiliers résidentiels suisses. Ceux-ci offrent une bonne protection contre l'inflation, résistent à la conjoncture et sont quasi immunisés contre les variations de change.

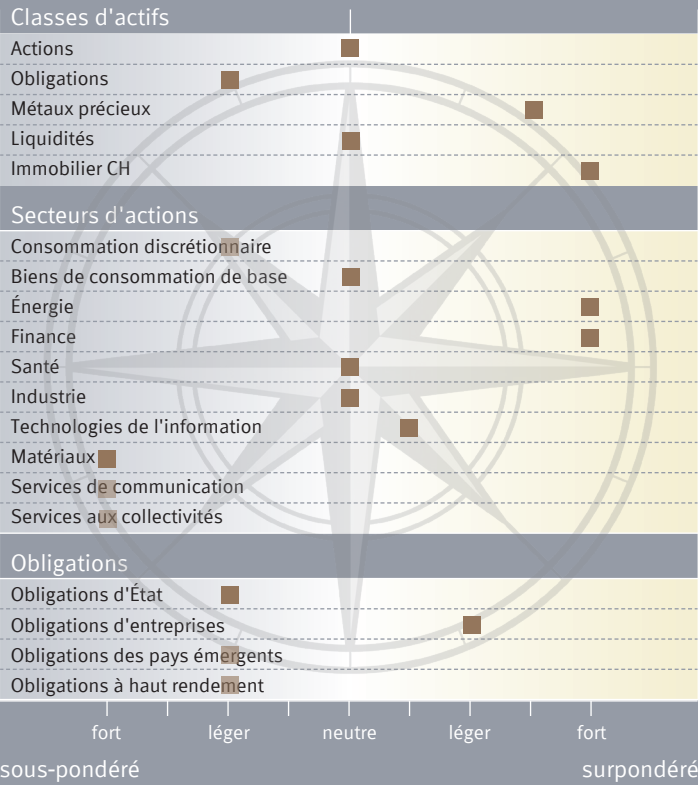
## Croissance robuste malgré la faiblesse de l'emploi

L'économie mondiale se montre résistante, en dépit des récentes phases de faiblesse déclenchées notamment par les chiffres décevants de l'emploi aux États-Unis. Bien que la fameuse règle de Sahm ait prédit une récession, plusieurs indicateurs signalent que nous ne nous trouvons actuellement pas dans une récession. Malgré le léger recul des bénéfices des entreprises, la productivité s'est améliorée et les indicateurs avancés de l'OCDE pointent vers une stabilisation. Les données positives concernant la croissance du PIB, la consommation et les revenus des ménages confortent cette appréciation.

L'inflation s'est repliée ces derniers mois, mais reste supérieure à l'objectif de la Fed. Ce recul est alimenté avant tout par la baisse des coûts salariaux unitaires. Des réductions de taux sont donc attendues au cours des douze prochains mois, aussi bien aux États-Unis qu'en Europe et en Suisse.

Compte tenu de l'actuel contexte macroéconomique, nous considérons que notre allocation d'actifs est appropriée. Nous maintenons donc les pondérations actuelles ainsi que les expositions sectorielles. En ce qui concerne les obligations, nos recommandations demeurent inchangées : toujours veiller scrupuleusement à la qualité de crédit et privilégier les émetteurs de premier ordre.

## Répartition des actifs : recommandation au 1<sup>er</sup> octobre 2024 (monnaie de référence CHF)

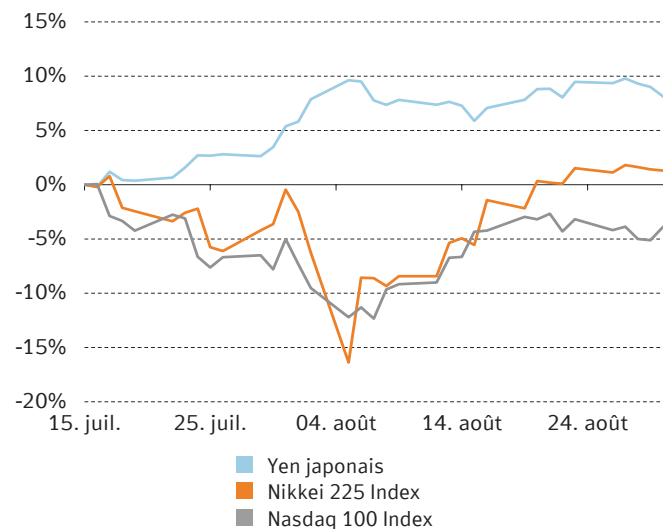


# Actualités :

## Coup de projecteur sur les monnaies refuges

### Actualités 1 :

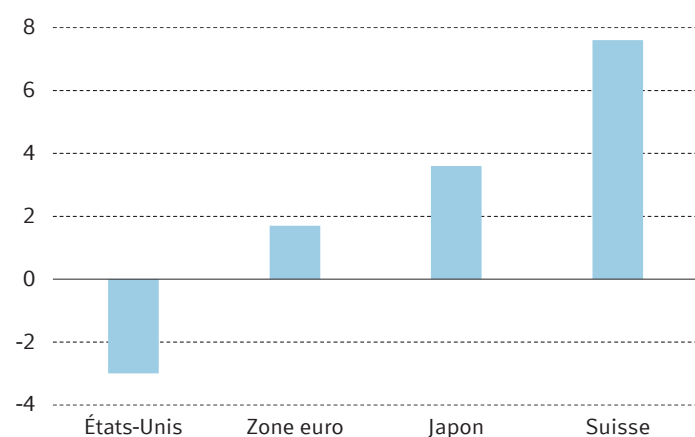
Performance indexée en USD



### Actualités 2 :

Source : Banque mondiale

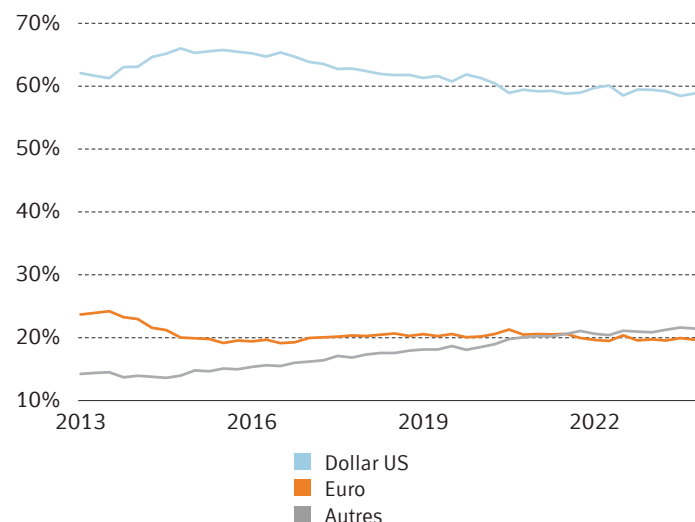
Déficit/excédent de la balance des paiements courants en % du PIB



### Actualités 3 :

Source : FMI

Part des réserves de change mondiales



### Intervention choc de la Banque du Japon

Après une première intervention en mars, la Banque du Japon a relevé par surprise les taux directeurs à 0,25% fin juillet, abandonnant ainsi définitivement la politique monétaire ultra-expansive menée depuis 17 ans. Elle a en outre annoncé une réduction de ses achats mensuels d'ETF en actions et d'emprunts d'État japonais. Ces mesures ont entraîné un dénouement rapide de carry trades en yen (opérations consistant à s'endetter, en l'occurrence en yen, pour investir dans des actifs plus rémunérateurs dans d'autres monnaies). Conjuguée au mauvais rapport de l'emploi US publié durant la même semaine, cette évolution a semé la pagaille sur les marchés. Le yen s'est par la suite fortement apprécié et les actions mondiales ont subi des replis, notamment les tech US et les sociétés d'exportation japonaises.

### Propriétés des monnaies refuges

Les monnaies refuges, telles que le franc suisse et le yen japonais, sont réputées pour leur stabilité, surtout en période de turbulences économiques mondiales. Ces devises jugées sûres appartiennent à des pays qui se caractérisent par une économie robuste, des taux d'intérêt peu élevés et une faible inflation ainsi que par une balance des opérations courantes excédentaire, attribuable à une solide industrie d'exportation. En raison du bas niveau des taux d'intérêt, ces monnaies sont aussi prisées pour financer des carry trades. Comme le montre le récent exemple du yen, un revirement de tendance inattendu sur le front des taux d'intérêt comporte toutefois le risque d'une baisse rapide de l'effet de levier et de turbulences sur les marchés des devises et des actions.

### Le dollar américain, une monnaie refuge ?

D'après la Banque des règlements internationaux, 88,5% des transactions effectuées sur le marché des changes en 2022 portaient sur le dollar US (USD), la monnaie de négoce la plus importante et la plus liquide au monde. Avec une part de 58,9% des réserves mondiales de devises, le dollar US est aussi la principale monnaie de réserve, et la plupart des dettes sont libellées en USD. En temps de crise et de réduction des dettes sur les marchés financiers, cette suprématie fait augmenter la demande de dollars US. Pour autant, le billet vert n'est pas considéré comme une valeur refuge traditionnelle, étant donné que les États-Unis affichent une énorme dette publique, un déficit budgétaire excessif et, comme premier importateur net, une balance des opérations courantes négative. Tous ces facteurs affaiblissent de plus en plus le statut du dollar US en tant que première monnaie mondiale.

# Principales tendances : La force du franc, un défi pour la BNS et les investisseurs

## Principales tendances 1 :

Indice du taux de change réel du CHF

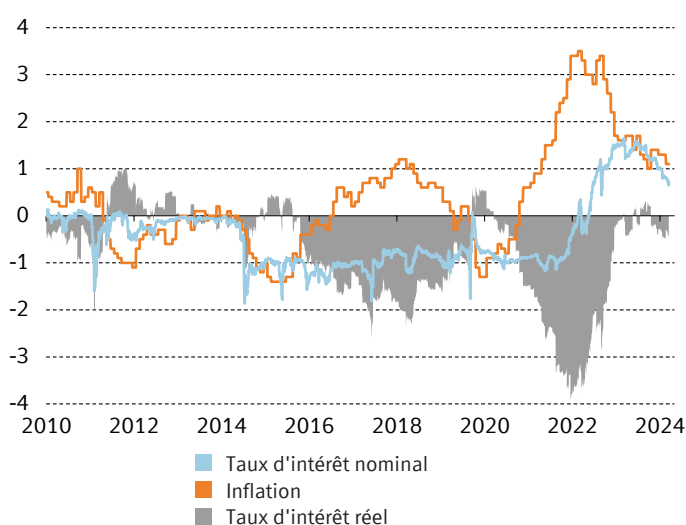


## Fermeté du franc suisse

Le franc suisse est considéré comme l'une des devises les plus stables et les plus fortes au monde, non seulement en période de crise, mais aussi de manière générale. Cela s'explique par plusieurs facteurs clés. Outre les propriétés précitées, la Suisse se distingue par une politique financière rigoureuse et un faible endettement public. Le système de retraite entièrement financé et l'immigration permanente contribuent également à la demande soutenue de francs. Par rapport à la Suisse, le Japon se caractérise certes par une forte épargne privée, mais le pays affiche aussi un important déficit budgétaire et une énorme dette publique. Cette situation unique de la Suisse entraîne à long terme une appréciation réelle de la devise helvétique face à la plupart des monnaies.

## Principales tendances 2 :

Pourcentage

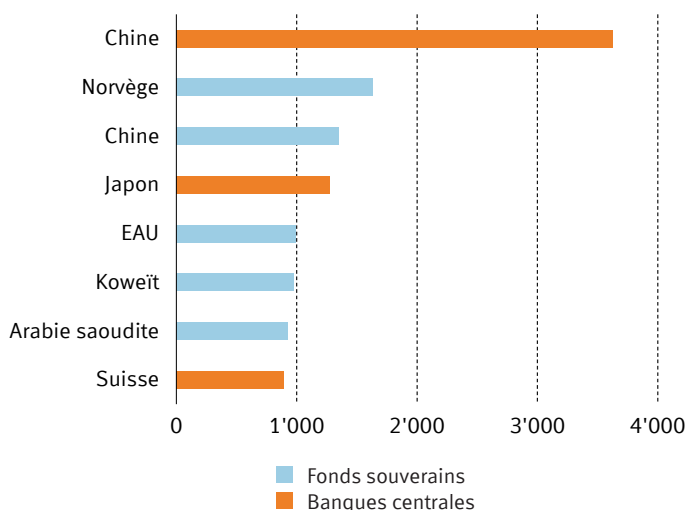


## La vigueur du franc, un défi pour les investisseurs

La hausse du franc a entraîné une augmentation continue du pouvoir d'achat des Suisses à l'étranger. À l'inverse, le maintien du pouvoir d'achat en Suisse constitue un défi pour les investisseurs locaux. En raison de l'attrait du franc suisse, il existe une forte demande d'obligations en CHF qui, sous l'effet de l'offre limitée, se traduit par des taux nominaux peu élevés. Ceux-ci étant inférieurs au taux d'inflation déjà très bas, il en résulte des taux réels négatifs. Les placements sans risque ne permettent donc pas de compenser l'inflation. De plus, les rendements réels escomptés des placements à risque, comme les actions, sont plus bas pour les investisseurs suisses que pour leurs homologues étrangers, mais aussi plus aléatoires du fait du caractère de monnaie refuge du CHF.

## Principales tendances 3 :

Réserves de devises en milliards d'USD

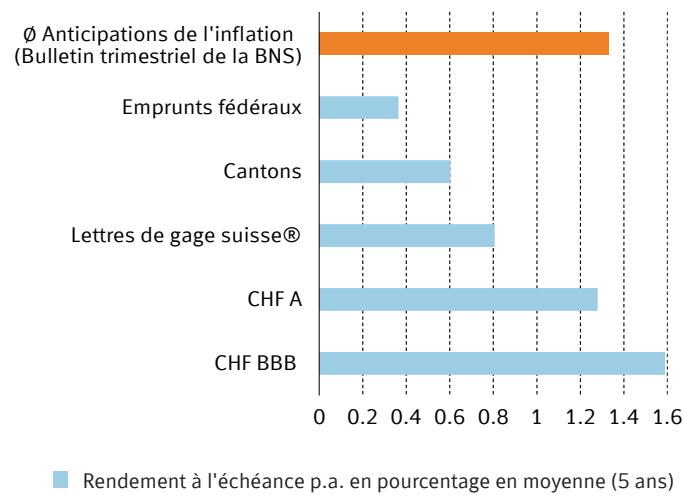


## Le rôle de la BNS

Pour la BNS, le défi consiste à gérer la force du franc suisse tout en préservant la stabilité de l'économie nationale et celle des prix. Grâce à des opérations ciblées sur le marché des devises, elle cherche à éviter une hausse trop marquée du franc qui risquerait d'affaiblir l'économie d'exportation. Depuis la grave crise financière de 2008, et hormis une courte période de réduction du bilan pour lutter contre l'inflation en 2022 et 2023, la BNS n'a cessé de constituer des réserves en monnaies étrangères qui sont comparables à celles des fonds souverains des grands pays exportateurs de pétrole. La Suisse étant une petite économie comparée par exemple à celle du Japon, la BNS s'est montrée étonnamment efficace dans ses interventions sur le marché des changes. Mais cet outil ne peut atténuer qu'en partie la pression haussière à long terme subie par le franc suisse.

# Connaissances & expériences : Impact sur les placements des investisseurs suisses

## Connaissances & expériences 1 :

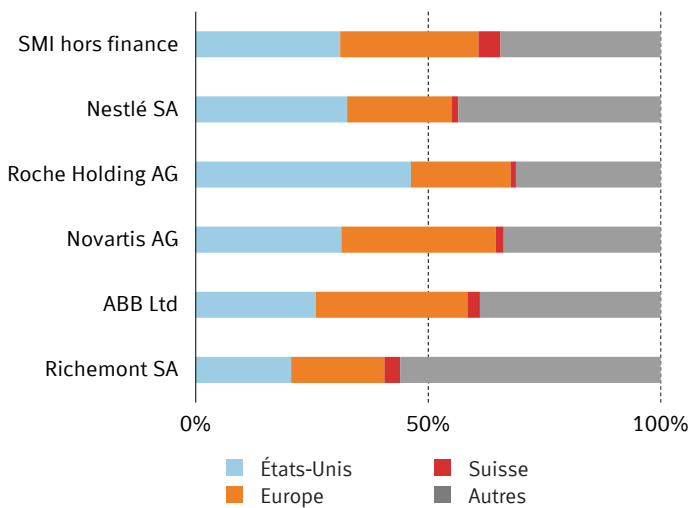


## Un contexte exigeant pour les obligations en CHF

Les emprunts de la Confédération sont très sûrs, d'où leurs faibles rendements. Grâce à une immense protection instituée par une réglementation spéciale, les lettres de gage suisses offrent une alternative quasi sans risque et des rendements plus élevés, mais toujours inférieurs au taux d'inflation. Pour réaliser des rendements réels positifs, il faudrait des emprunts d'entreprise notés entre BBB et A au maximum. Les obligations en devises étrangères n'offrent souvent aucun surplus de rendement, leurs intérêts plus élevés étant annulés par les frais de couverture. Des opportunités se présentent toutefois dans le segment du haut rendement grâce au plus grand choix de débiteurs. Malgré ses coûts élevés, une couverture de change est préconisée, les fluctuations de change altérant le rapport risque-rendement.

## Connaissances & expériences 2 :

Chiffre d'affaires par région en milliards de CHF

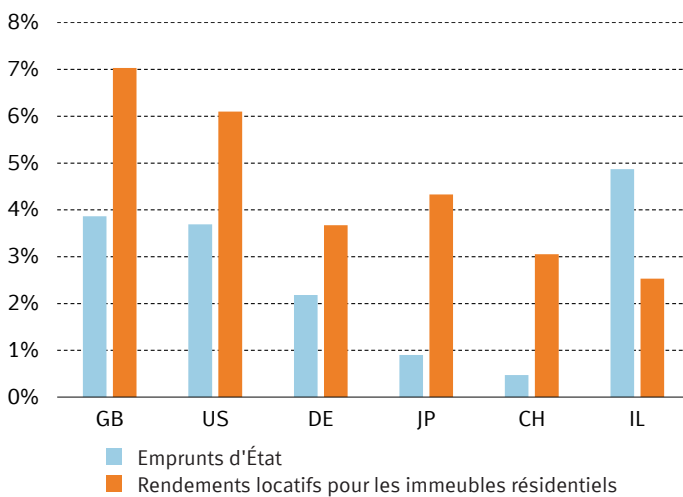


## Les avantages d'une diversification mondiale

Avec un rendement des bénéfices de 5%, les actions suisses devraient largement compenser l'inflation à long terme. Les risques liés à ces actifs sont bien entendu supérieurs à ceux des obligations, risque de change compris. Les limites applicables aux actions en monnaies étrangères, comme celles prévues par la LPP, sont toutefois un leurre. La plupart des sociétés cotées à la SIX réalisent l'essentiel de leur chiffre d'affaires à l'étranger. Leurs coûts étant majoritairement générés en Suisse, les bénéfices réagissent de manière importantes aux variations de change. Un biais domestique est certes normal, mais l'allocation globale devrait être internationale. Les avantages d'une bonne diversification sectorielle et d'un large éventail de titres sont évidents pour une approche best-in-class.

## Connaissances & expériences 3 :

Rendement



## L'attrait de l'immobilier résidentiel suisse

L'immobilier protège contre l'inflation grâce à sa valeur intrinsèque, et les revenus locatifs, minorés des frais d'entretien, génèrent un rendement réel. Cette classe d'actifs est peu exposée aux variations de change. Les principaux facteurs de risque sont les fluctuations de taux, qui peuvent toutefois être répercutées sur les loyers, et la pression politique en faveur d'un plafonnement des loyers. Celle-ci est cependant plus forte à l'étranger, où les loyers sont plus élevés par rapport aux salaires. Comparés aux emprunts d'État, les rendements en Suisse sont attrayants, grâce à une inflation domestique plus basse. Beaucoup de caisses de pension accordent la même pondération à l'immobilier qu'aux actions, car il offre un excellent rapport risque-rendement, et les particuliers profitent en outre d'avantages fiscaux. Nous misons donc également sur les fonds immobiliers dans nos stratégies en CHF.

Les cours utilisés dans notre analyse sont les cours de clôture de la période examinée. Les chiffres sur lesquels se basent nos modèles d'évaluation sont des estimations qui se rapportent à des dates précises et qui, à ce titre, comprennent des risques. Ils peuvent être révisés à tout moment sans avis préalable. L'utilisation de modèles d'évaluation n'exclut pas le risque de ne pouvoir faire d'estimations justes sur une période de placement déterminée. L'évolution des cours est influencée par un nombre élevé de facteurs. Des changements imprévisibles peuvent résulter, par exemple, de développements technologiques, d'activités affectant l'ensemble de la conjoncture, de fluctuations des taux de change ou de modifications des valeurs sociales. Notre exposé des méthodes d'évaluation et des facteurs de risque ne prétend pas être exhaustif.

Les Fils Dreyfus & Cie SA publie la Boussole quatre fois par an depuis juin 2008. Destinée à la clientèle de la banque et à toutes les personnes intéressées, cette publication présente de façon concise les instruments et les méthodes utilisés par la banque pour suivre l'évolution des marchés financiers. Un descriptif du processus d'investissement est disponible auprès de votre conseiller clientèle ou sur le site Internet. La Boussole est un outil d'information mais ne saurait se rapporter à la situation individuelle d'un portefeuille. Ce document sert à des fins d'information et de publicité.

© Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers

Date de clôture de la rédaction : 12 septembre 2024

Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Boîte postale | 4002 Bâle | Suisse  
Téléphone +41 61 286 66 66

[contact@dreyfusbank.ch](mailto:contact@dreyfusbank.ch) | [www.dreyfusbank.ch](http://www.dreyfusbank.ch)