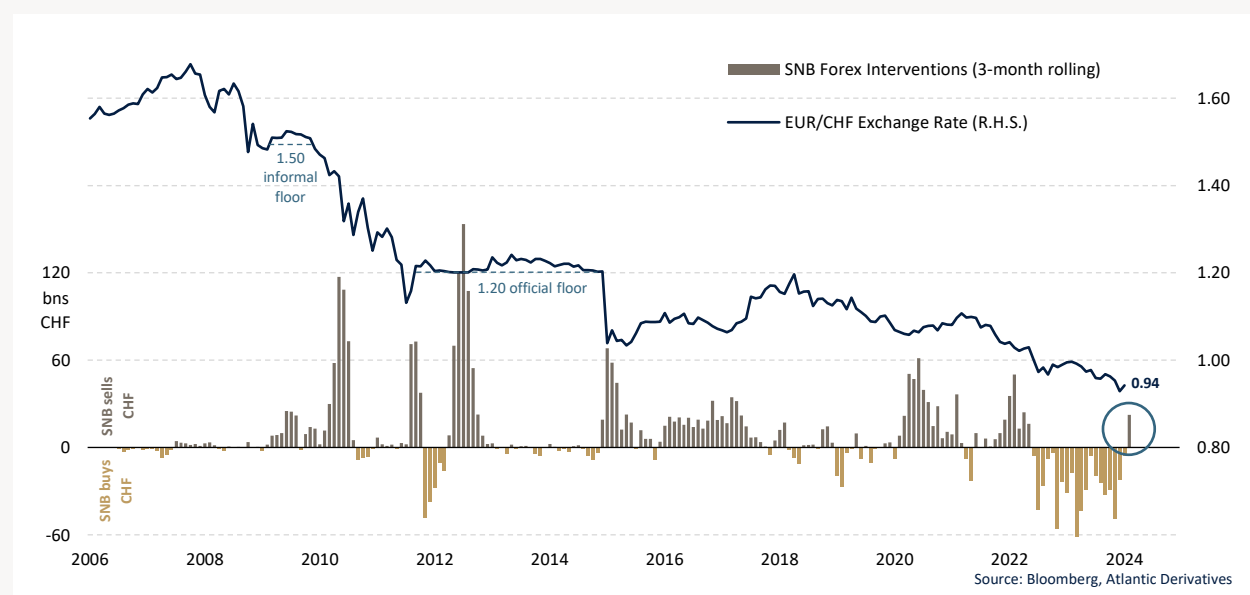




### "FRANC SUISSE : CETTE FOIS, C'EST TROP !"

- ◆ L'an dernier, la devise helvétique a brillé de mille feux
- ◆ La force du franc devient handicapante pour les entreprises, notamment face à l'euro
- ◆ La BNS s'en inquiète et a commencé à intervenir sur le marché des changes
- ◆ Sans remettre en cause sa tendance de long terme, le franc devrait se déprécier en 2024

### GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "La BNS vient d'inverser la vapeur, pour affaiblir le franc suisse"



### ANALYSE DU MARCHÉ DES CHANGES

**En 2023, le franc suisse a continué de s'apprécier par rapport à ses principales contreparties : +10% face au dollar américain et +7% face à l'euro (cf. Fig. 2).** Cette tendance s'est accélérée à la fin de l'année, lorsque les cambistes ont commencé à anticiper un assouplissement de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque Centrale Européenne (BCE) en 2024. L'écart entre les faibles rendements des obligations suisses et leurs équivalents en dollars et en euros étant amené à être de moins en moins dissuasif, la monnaie helvétique s'est naturellement appréciée (cf. Fig. 3).



Fig. 2 – Performance du franc suisse en 2023

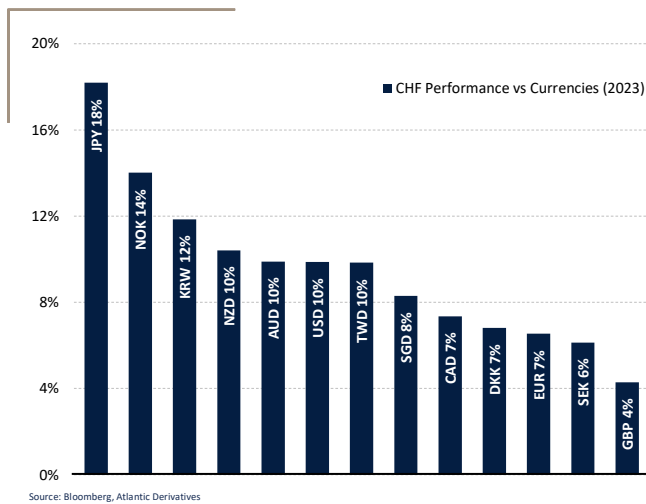
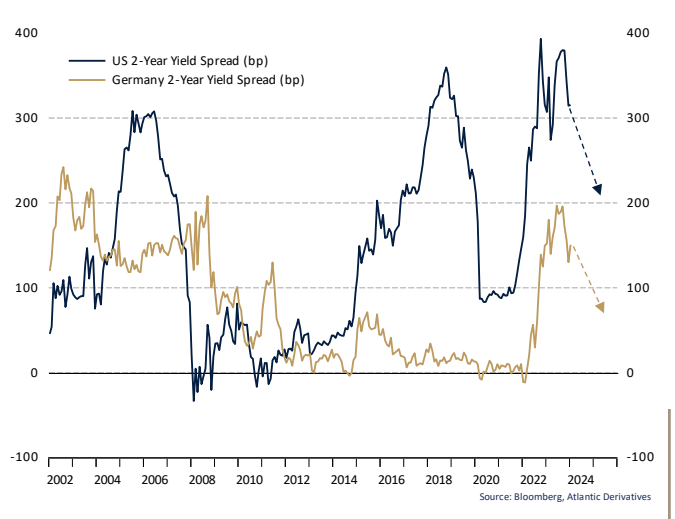


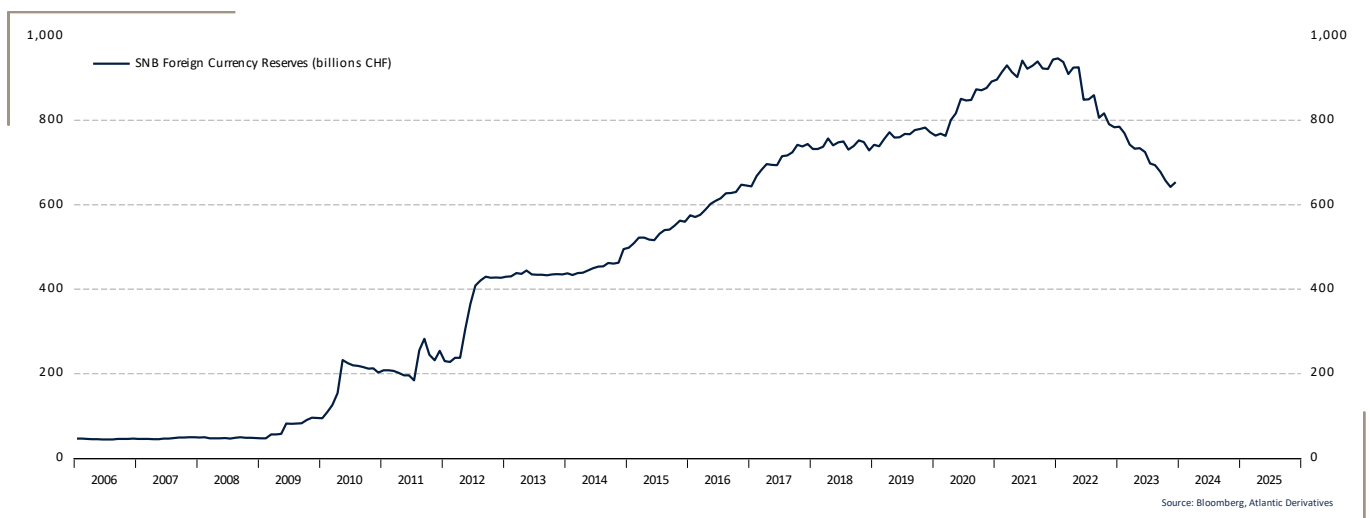
Fig. 3 – Différentiel de rendement à 2 ans



Toutefois, si le franc suisse a connu une progression aussi importante, ce n'est pas uniquement grâce à la dynamique traditionnelle des taux d'intérêt. La force du franc s'explique en grande partie par la gestion stratégique des réserves de change. L'an dernier, la Banque Nationale Suisse (BNS) a vendu d'importants volumes en devises étrangères, faisant passer ses avoirs de 784 milliards de francs suisses au 1<sup>er</sup> janvier à 654 milliards au 31 décembre (cf. Fig. 4). Si ce montant demeure élevé en absolu, c'est le plus bas des sept dernières années. En procédant ainsi, la BNS a réussi l'exploit de faire d'une pierre deux coups :

- Effacer la création monétaire qui avait été opérée durant la pandémie de Covid-19 et, ainsi, réduire son bilan.
- Diminuer l'impact récessif de la flambée des prix, sans avoir à trop augmenter ses taux d'intérêt directs. Avec un franc fort, tous les biens et services achetés à l'étranger deviennent mécaniquement moins chers.

Fig. 4 – Réserves de change de la BNS





**Lors de sa dernière communication de politique monétaire, le président de la BNS a assoupli son discours :** "Nos interventions sur le marché des changes ne portent plus prioritairement sur la vente de devises". Thomas Jordan a souligné que l'appréciation nominale du franc avait joué un rôle essentiel dans la maîtrise de l'inflation, mais que les conditions monétaires sont désormais propices au maintien de l'inflation dans la fourchette cible, au-dessous de 2%. Ce changement de rhétorique n'est pas anodin. **Il suggère que, depuis le mois de décembre, la BNS juge exagérée la progression du franc suisse : non pas forcément trop forte, mais trop rapide. Elle est donc prête à freiner toute appréciation additionnelle du franc.** Les deux dernières décennies ont permis de constater que l'objectif de l'institution zurichoise n'est pas d'empêcher l'appréciation du franc mais de la freiner, afin de donner du temps aux entreprises pour gagner en compétitivité et s'adapter.

Cette fois encore, et après avoir passé 18 mois à vendre quelque 200 milliards de dollars et d'euros pour réduire son bilan (et donc acheter des francs suisses), la BNS vient d'inverser la vapeur. **Selon nos estimations, entre le 1<sup>er</sup> et le 31 décembre 2023, la BNS a acheté l'équivalent de 11 milliards de francs.** Il s'agit d'un montant important et nous nous attendons à ce qu'elle poursuive dans cette voie au cours des prochains mois (cf. Graphique de la semaine).

**En 2023, la force du franc a eu un impact négatif notable sur les entreprises helvétiques exportatrices.** Sur les marchés internationaux, leurs produits et services ont perdu en compétitivité. Des secteurs clés comme l'horlogerie, la pharmacie et la machinerie, traditionnellement dépendants des marchés extérieurs, ont eu du mal à maintenir leurs parts de marché face à des concurrents proposant des alternatives en monnaies locales, moins coûteuses. Cette situation a exercé une pression sur les marges bénéficiaires et sur les profits des entreprises helvétiques, notamment celles de petite et moyenne tailles. **En 2024, les entreprises suisses poursuivront leurs efforts pour s'adapter à cette nouvelle "norme monétaire" :** optimisation des coûts, relocalisation de certaines activités de production, déploiement sur de nouveaux marchés, etc. **Si la BNS leur vient en aide en freinant l'appréciation du franc, cela leur sera d'autant plus facile.**

Fig. 5 – Parité de pouvoir d'achat (USD vs CHF)

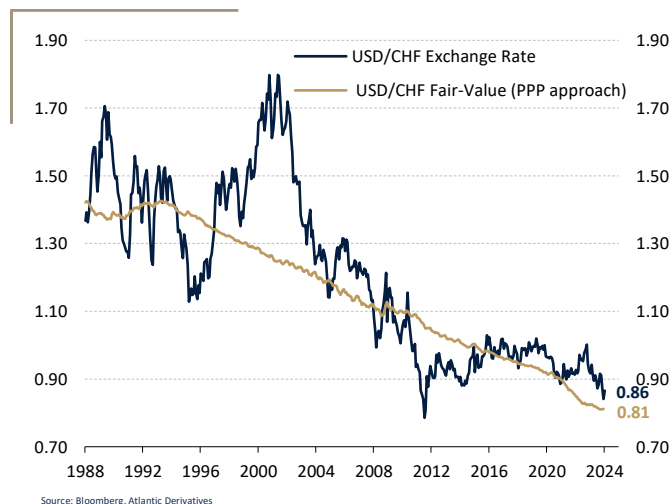
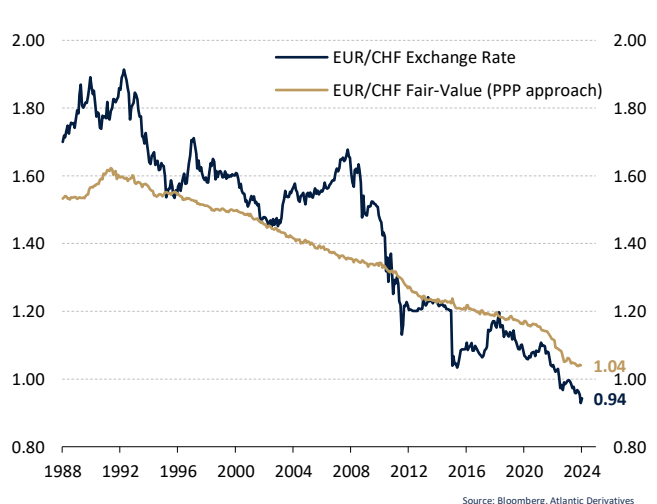


Fig. 6 – Parité de pouvoir d'achat (EUR vs CHF)

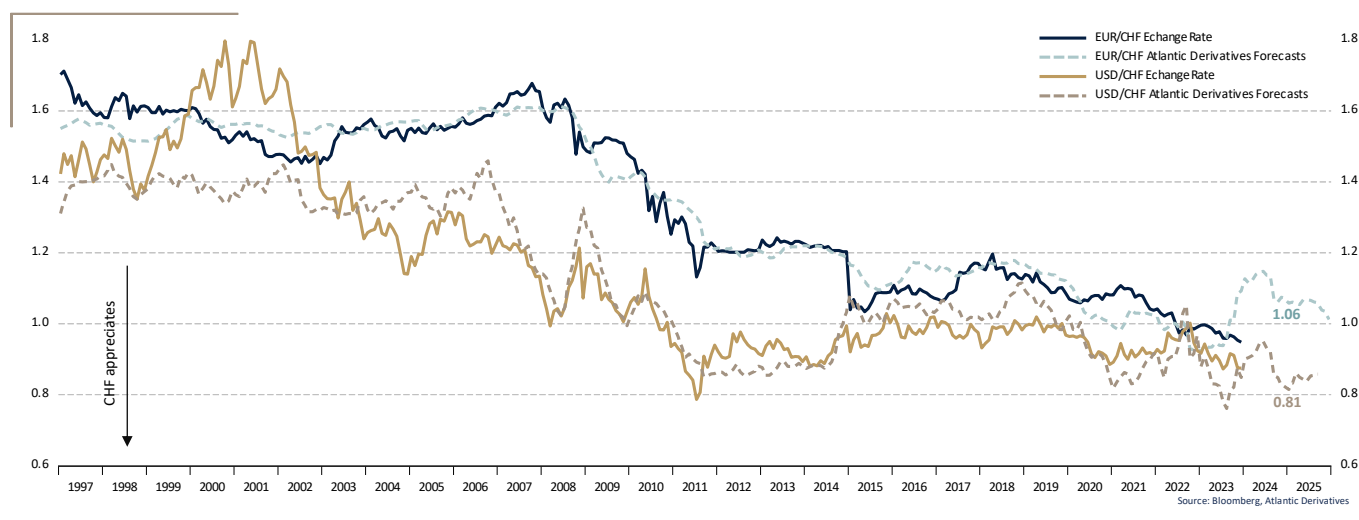




**A long terme, les taux de change sont principalement influencés par les différentiels d'inflation, c'est-à-dire la parité de pouvoir d'achat (PPA).** Les termes semblent complexes mais ils cachent en réalité un concept simple : les prix des biens et services doivent être les mêmes partout sur la planète, sans quoi les monnaies évoluent pour compenser. Ainsi, plus l'inflation est élevée dans un pays, plus sa monnaie se déprécie. Et inversement. Historiquement, la croissance des prix étant plus faible en Suisse qu'en Zone Euro et qu'aux États-Unis, le franc a une tendance naturelle à l'appréciation. Exceptionnellement, sous l'effet de l'accroissement des prix de l'électricité (+18%), des loyers (+3%) et de la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA de 7.7% à 8.1%), l'inflation Suisse augmentera plus rapidement en 2024. Elle pourrait atteindre 2% en rythme annuel. L'écart avec l'inflation en Zone Euro et aux États-Unis sera donc très faible. A la différence des dernières années, cela ne profitera pas au franc suisse.

**Selon la PPA, le franc est actuellement sous-évalué de -6% par rapport au dollar.** Pour être à son "juste prix", le billet vert ne devrait pas s'échanger contre 0.86 franc mais contre 0.81 franc seulement (cf. Fig. 5). Ce type d'anomalie n'est pas rare mais elle finit toujours par se résorber. **De la même manière, la monnaie unique pourrait s'échanger +10% au-dessus des 0.94 actuels, c'est-à-dire contre 1.04 franc** (cf. Fig. 6). Le franc est donc surévalué.

Fig. 7 – Modèles de prévision du taux de change du franc suisse



### Conclusion :

Nos estimations économétriques, qui prennent en compte de nombreux paramètres fondamentaux, anticipent une faiblesse (temporaire) du franc contre l'euro (cf. Fig. 7). Les investisseurs risquent de se rallier à ce type d'analyses sachant qu'elles concordent avec le discours de la BNS concernant l'appréciation du franc face à la monnaie unique : cette fois-ci, c'est trop !

Face au dollar, les perspectives du franc suisse demeurent positives. Le billet vert a été soutenu par la hausse des rendements américains mais cet avantage est progressivement en train de s'éroder.



## RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2024 Year-to-Date (%)	2023 (%)	2022 (%)
<b>Equities</b>							
World (MSCI)	724.3	59.10	0.0%	0.5%	-0.3%	22.8%	-17.9%
USA (S&P 500)	4840	67.80	1.2%	1.6%	1.5%	26.3%	-18.1%
USA (Dow Jones)	37864	65.93	0.8%	0.9%	0.5%	16.2%	-6.9%
USA (Nasdaq)	15311	68.88	2.3%	2.1%	2.0%	44.7%	-32.5%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	465.8	46.97	-1.0%	-1.9%	-1.7%	19.5%	-11.4%
UK (FTSE 100)	7462	35.64	-2.1%	-2.2%	-3.5%	7.7%	4.6%
Switzerland (SMI)	11151	51.98	-0.7%	0.0%	0.1%	7.1%	-14.3%
Japan (Nikkei)	36547	72.63	1.1%	2.4%	7.5%	30.9%	-7.3%
Emerging (MSCI)	971	39.75	-2.5%	-2.7%	-5.1%	10.1%	-19.8%
Brasil (IBOVESPA)	127636	40.70	-2.6%	-3.2%	-4.9%	22.3%	4.7%
Mexico (IPC)	55452	50.25	-0.3%	-3.9%	-3.4%	22.4%	-5.8%
India (SENSEX)	71424	51.69	-1.6%	1.3%	-1.1%	20.3%	5.8%
China (CSI)	3219	39.69	-0.4%	-1.8%	-4.7%	-9.1%	-19.8%
Com. Services (MSCI World)	98.16	66.81	0.7%	3.0%	2.4%	38.1%	-35.3%
Cons. Discretionary (MSCI World)	345.0	48.47	-0.6%	-3.0%	-2.6%	29.5%	-31.5%
Cons. Staples (MSCI World)	264.0	43.30	-1.7%	-0.1%	-1.3%	3.2%	-6.0%
Energy (MSCI World)	233.9	34.99	-3.2%	-4.4%	-4.0%	6.0%	34.6%
Financials (MSCI World)	146.4	54.08	-0.4%	-0.1%	-1.3%	16.4%	-9.2%
Health Care (MSCI World)	354.8	59.59	-1.4%	3.0%	1.4%	4.1%	-5.7%
Industrials (MSCI World)	334.2	54.60	-0.9%	-0.3%	-1.7%	22.5%	-12.6%
Info. Tech. (MSCI World)	608.9	73.35	3.7%	4.0%	3.6%	51.4%	-30.9%
Materials (MSCI World)	315.6	31.00	-3.4%	-6.0%	-7.2%	12.6%	-11.0%
Real Estate (MSCI World)	913.4	42.08	-2.8%	-3.2%	-4.4%	5.3%	-26.6%
Utilities (MSCI World)	142.6	33.83	-3.7%	-3.2%	-3.5%	1.6%	-3.8%
<b>Bonds (Bloomberg)</b>							
World (Aggregate)	3.72%	42.02	-1.4%	-1.5%	-2.4%	5.7%	-16.2%
USA (Sovereign)	4.28%	45.22	-1.0%	-0.9%	-1.4%	4.1%	-12.5%
Euro Area (Sovereign)	2.95%	44.81	-0.8%	-1.7%	-1.6%	7.1%	-18.5%
Germany (Sovereign)	2.43%	40.94	-1.0%	-1.9%	-1.9%	5.6%	-17.8%
UK (Sovereign)	3.89%	44.25	-0.8%	-1.7%	-2.7%	5.6%	-17.1%
Switzerland (Sovereign)	1.18%	43.27	-0.2%	-1.5%	-1.1%	7.9%	-12.5%
Japan (Sovereign)	0.44%	48.57	-0.5%	0.2%	-0.1%	0.9%	-2.8%
Emerging (Sovereign)	7.97%	47.11	-1.1%	-1.9%	-2.2%	11.0%	-17.4%
USA (IG Corp.)	5.26%	50.62	-1.0%	-0.6%	-1.3%	8.5%	-15.8%
Euro Area (IG Corp.)	3.83%	48.90	-0.4%	-1.2%	-1.1%	8.2%	-13.6%
Emerging (IG Corp.)	7.01%	63.53	-0.4%	0.1%	-0.3%	6.7%	-14.9%
USA (HY Corp.)	7.89%	58.33	-0.5%	-0.3%	-0.7%	13.4%	-11.2%
Euro Area (HY Corp.)	7.28%	66.22	-0.3%	0.2%	0.1%	12.1%	-10.6%
Emerging (HY Corp.)	10.41%	56.94	-0.7%	-0.2%	-1.0%	13.1%	-12.4%
World (Convertibles)	395.2	50.35	-0.5%	-1.2%	-1.8%	12.3%	-18.2%
USA (Convertibles)	535.3	55.01	-0.2%	-1.2%	-1.5%	14.6%	-20.1%
Euro Area (Convertibles)	201	49.27	-1.0%	-0.5%	-0.9%	7.3%	-11.1%
Switzerland (Convertibles)	257.6	24.09	-3.7%	-3.2%	-4.3%	5.8%	-19.1%
Japan (Convertibles)	218.5	71.33	0.9%	3.5%	2.6%	7.6%	-1.3%
<b>Hedge Funds (Bloomberg)</b>							
Hedge Funds Industry	1449	64.03	n.a.	1.9%	n.a.	7.8%	-6.9%
Macro	1244	58.93	n.a.	1.5%	n.a.	1.1%	1.3%
Equity Long Only	1957	58.81	n.a.	4.1%	n.a.	14.9%	-16.4%
Equity Long/Short	1474	60.08	n.a.	3.5%	n.a.	7.9%	-10.7%
Event Driven	1601	67.09	n.a.	4.2%	n.a.	8.3%	-4.7%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1472	83.81	n.a.	0.7%	n.a.	6.7%	2.3%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1513	77.36	n.a.	0.3%	n.a.	7.6%	-2.0%
Credit	1472	74.42	n.a.	1.6%	n.a.	8.1%	-5.0%
Credit Long/Short	#N/A N/A	79.06	n.a.	1.9%	n.a.	9.9%	-1.4%
Commodity	1592	77.49	n.a.	1.4%	n.a.	9.5%	10.5%
Commodity Trading Advisors	1246	49.26	n.a.	1.0%	n.a.	-3.5%	5.3%
<b>Volatility</b>							
VIX	13.30	49.67	4.7%	6.1%	6.8%	-42.5%	25.8%
VSTOXX	14.17	50.65	5.6%	10.5%	4.4%	-35.0%	8.4%
<b>Commodities</b>							
Commodities (CRB)	508.5	n.a.	0.7%	-0.7%	-0.4%	-8.0%	-4.1%
Gold (Troy Ounce)	2022	47.08	-1.7%	-1.5%	-2.0%	13.1%	-0.3%
Oil (WTI, Barrel)	73.41	51.29	1.0%	0.0%	2.5%	-10.7%	4.2%
Oil (Brent, Barrel)	81.09	n.a.	1.3%	1.3%	4.5%	-4.5%	5.5%
<b>Currencies (vs USD)</b>							
USD (Dollar Index)	103.20	55.58	0.8%	1.5%	1.8%	-2.1%	8.2%
EUR	1.0903	46.61	-0.4%	-1.0%	-1.2%	3.1%	-5.8%
JPY	148.09	33.81	-1.6%	-3.8%	-4.8%	-7.0%	-12.2%
GBP	1.2713	53.03	-0.1%	0.1%	-0.1%	5.4%	-10.7%
AUD	0.6585	38.38	-1.1%	-3.1%	-3.3%	0.0%	-6.2%
CAD	1.3440	46.71	-0.1%	-1.3%	-1.5%	2.3%	-6.8%
CHF	0.8687	37.21	-1.5%	-1.5%	-3.1%	9.9%	-1.3%
CNY	7.1964	38.32	-0.3%	-0.8%	-1.3%	-2.8%	-7.9%
MXN	17.110	48.24	-1.3%	-0.8%	-0.8%	14.9%	5.3%
EM (Emerging Index)	1717.2	43.62	-0.7%	-0.4%	-1.3%	4.8%	-4.3%

Source: Bloomberg, Atlantic Derivatives SA

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



#### AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Derivatives (ci-après "Atlantic"). 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 Atlantic, 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. Atlantic 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, Atlantic 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, Atlantic 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. Atlantic 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 Atlantic.