Perspectives · Septembre 2026

Franc suisse : nouvelle devise de financement ?

Intérêt et limites des données de positionnement CFTC

Ce document s'appuie sur les rapports hebdomadaires Commitments of Traders de la CFTC, sur des publications récentes de la Banque des règlements internationaux (BRI), du Fonds monétaire international et de la Reserve Bank of Australia, ainsi que sur la littérature académique disponible. Il propose une lecture méthodologique des données de positionnement et de leurs limites.

Les opinions exprimées reflètent celles des auteurs des sources citées. Ce document est fourni à titre informatif uniquement et ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation de produit ou d'opération de change. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Synthèse

En août 2026, plusieurs analyses de marché ont décrit un basculement du financement du carry trade, du yen vers le franc suisse, après la hausse de taux de la Banque du Japon de juin et l'intervention de fin juillet. Cette note confronte ce récit aux données de la CFTC. Une limite s'impose d'emblée : l'essentiel du marché des changes se traite de gré à gré, et ces données ne couvrent que les contrats à terme listés au CME. Elles éclairent de façon fiable l'évolution du comportement des investisseurs à levier, pas l'encours du carry trade.

◊ Les fonds à levier ont réellement vendu le franc

D'une position acheteuse nette de 4 456 contrats le 3 mars à une position vendeuse de 13 816 le 23 juin. Le mouvement vient à 78 % de la construction de nouvelles positions vendeuses : une prise de position active, et non un simple désengagement du franc.

◊ Rapporté au PIB, le short franc pèse presque autant que le short yen

Au 15 septembre, la position vendeuse sur le franc atteint 2,33 milliards de dollars, soit 0,202 % du PIB suisse, un record pour l'année. Au même moment le yen n'est plus une devise vendue du tout : les fonds à levier y sont acheteurs nets. Rapportée à la taille de son économie, la jambe franc est désormais la seule visible dans la donnée.

◊ Selon la série CFTC retenue, le franc peut même apparaître plus chargé que le yen

La CFTC publie deux découpages des mêmes contrats. Sur la série *legacy*, plus large, la position vendeuse sur le franc atteint 0,391 % du PIB suisse au 15 septembre, contre 0,202 % sur la série des fonds à levier. Presque du simple au double pour la même semaine et le même contrat : toute affirmation sur l'ampleur doit préciser la série.

◊ Un positionnement n'est pas un encours, et 2010 le démontre

En 2010 et 2011, au sommet du carry financé en yens vers le réal brésilien, les spéculateurs du CME étaient acheteurs nets de yens. Ce carry-là passait par les *uridashi* et les fonds de placement japonais, hors du périmètre de la CFTC. Les deux populations sont opposées par construction, les particuliers japonais étant contrariants et les spéculateurs du CME suiveurs de tendance. Ce n'est donc pas leur divergence qui informe, mais sa disparition sous stress.

◊ En quinze jours, la jambe yen a cédé et la jambe franc a battu un record

Entre le 1er et le 15 septembre, la position sur le yen bascule de 102 188 contrats vendeurs à 23 170 acheteurs, un mouvement de 125 358 contrats en deux semaines, dans l'anticipation de la hausse de taux de la Banque du Japon du 18 septembre. Sur la même quinzaine, la position vendeuse sur le franc s'est creusée à 14 964 contrats, au-delà du pic de juin. Les deux jambes ne se sont pas débouclées ensemble.

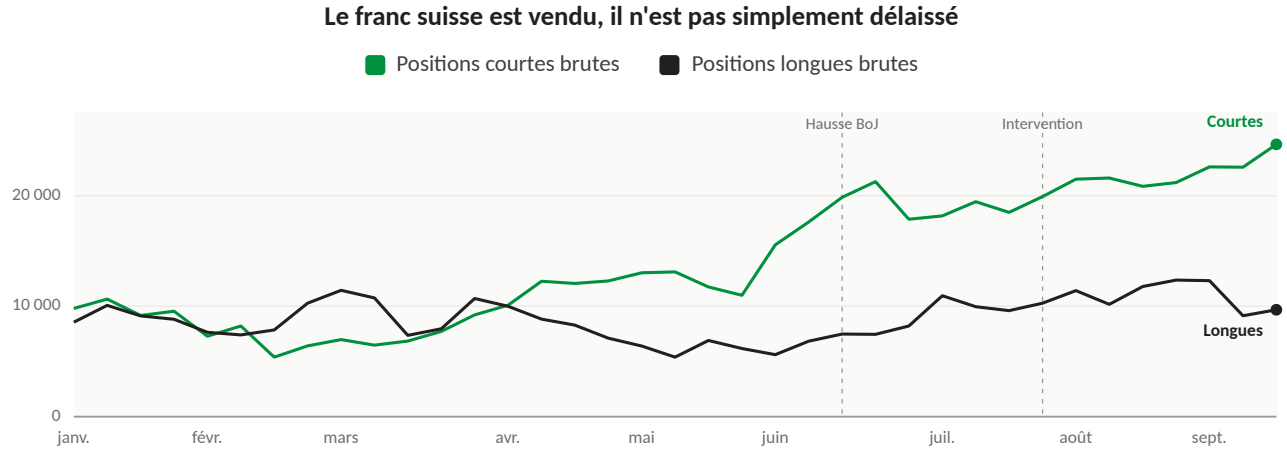
Repères de lecture

- **Série TFF, catégorie *leveraged funds*.** Hedge funds et CTA, le périmètre le plus proche du carry trade. Publiée depuis juin 2006.
- **Série *legacy*, catégorie *non commercial*.** Format historique, plus large : tous les intervenants sans couverture déclarée. Le plus cité par les desks, et seul à remonter avant 2006.
- **Open interest.** Contrats en vie sur le contrat considéré. Y rapporter une position nette mesure son encombrement, donc la difficulté à en sortir sans faire bouger le prix.
- **Avant de citer un chiffre :** préciser la série, convertir dans une devise commune, distinguer le net du brut, et lire une évolution plutôt qu'un niveau.

1.
Un basculement réel du positionnement

Sur l'ensemble de l'année 2026, le retournement est net. Début mars, les *leveraged funds* étaient encore acheteurs nets de francs, à 4 456 contrats le 3 mars. Le passage sous zéro intervient à la mi-avril et le gros du creusement se produit en juin, ce qui coïncide avec la hausse de taux de la Banque du Japon du 16 juin. Le pic de position vendeuse nette est atteint le 23 juin, à 13 816 contrats.

Le chiffre repris par la presse à la mi-août correspond au relevé du 11 août, à 11 432 contrats vendeurs nets, le plus élevé depuis fin juin, d'où la formule de « plus haut de deux mois ». Il se recoupe avec la mesure *non commercial* de la même semaine, à 32 462 contrats nets.



Franc suisse, positions brutes des leveraged funds, en contrats. Source : CFTC, rapport Traders in Financial Futures, futures seuls. Repères verticaux : hausse de taux de la Banque du Japon du 16 juin, intervention de fin juillet.

Entre le 3 mars et le 23 juin, la position nette se dégrade de 18 272 contrats. Les positions courtes brutes expliquent 14 292 contrats de ce mouvement, soit 78 %, contre 3 980 contrats pour la réduction des positions acheteuses. Les positions courtes passent de 6 470 contrats le 10 mars à 21 597 le 11 août, un facteur 3,3, pendant que les positions acheteuses restent globalement stables. La distinction compte : un short net qui se creuse parce que les positions acheteuses sont coupées ne traduit pas le même comportement qu'un short brut qui augmente. Il s'agit ici d'une construction active de positions vendeuses. Les relevés de septembre le confirment : les positions courtes brutes atteignent 24 635 contrats au 15 septembre et les positions acheteuses retombent à 9 671, portant la position nette à 14 964 contrats vendeurs, au-delà du pic de juin. C'est le point le plus extrême de l'année.

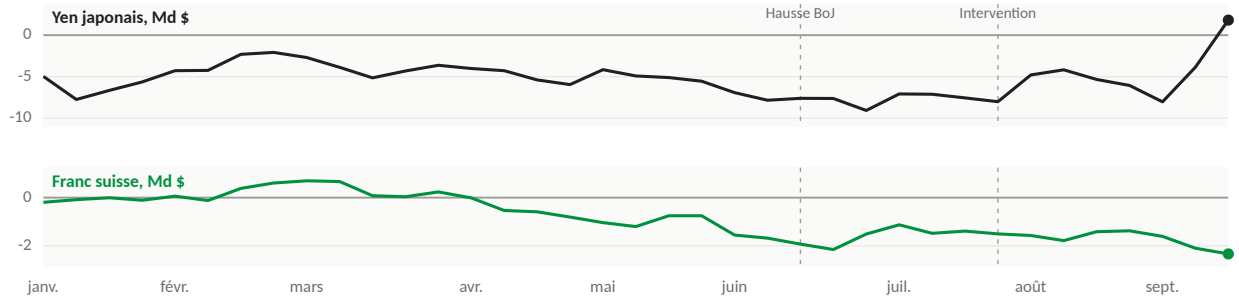
2.

Trois manières de mesurer l'ampleur

Les tailles de contrat diffèrent d'un facteur cent : comparer les notionnels en devise locale n'a pas de sens. Une fois converties, les positions donnent des réponses différentes selon le dénominateur retenu. Il n'existe pas un seul rapport entre le franc et le yen : il dépend de ce que l'on cherche à mesurer. Le tableau présente les deux relevés de part et d'autre du basculement de septembre, un niveau isolé étant moins informatif que son évolution.

Quatre dénominateurs, quatre questions : le notionnel converti en dollars pour la taille absolue, la part du PIB pour l'importance macroéconomique, la part de l'*open interest* pour la concentration sur le marché à terme, et la part du volume mondial des changes pour la profondeur de la devise.

Deux devises de financement, deux trajectoires opposées



Position nette des leveraged funds, convertie en notionnel dollar, en milliards. Chaque panneau a sa propre échelle : le yen se compte en milliards, le franc en centaines de millions. Conversion à taux constants du 25 août 2026 (USD/CHF 0,8014 ; USD/JPY 159,20) afin d'isoler le mouvement de position de celui du change. Dernier point : 15 septembre 2026.

Position nette, négatif = vendeur	Franc 1er sept.	Franc 15 sept.	Yen 1er sept.	Yen 15 sept.
Série TFF, catégorie leveraged funds				
Contrats	−10 298	−14 964	−102 188	+23 170
Notionnel converti, Md USD	**−1,61**	**−2,33**	**−8,02**	**+1,82**
En % du PIB	**−0,139**	**−0,202**	**−0,183**	**+0,042**
En % de l'open interest	−7,5	−8,7	−24,8	+4,3
Série legacy, catégorie non commercial				
Contrats	−22 876	−28 988	−92 227	+120 359
Notionnel converti, Md USD	**−3,57**	**−4,52**	**−7,24**	**+9,45**
En % du PIB	**−0,309**	**−0,391**	**−0,165**	**+0,216**
En % de l'open interest	−16,7	−16,9	−22,4	+22,2

PIB 2026 : projections du FMI, World Economic Outlook d'avril 2026, soit 1 155,4 Md USD pour la Suisse et 4 379,3 Md USD pour le Japon. Conversion à taux constants du 25 août 2026 (USD/CHF 0,8014 ; USD/JPY 159,20) pour l'ensemble des lignes, afin d'isoler le mouvement de position de celui du change. Open interest au 15 septembre : 171 313 contrats sur le franc et 542 802 sur le yen, contre 136 962 et 411 882 au 1er septembre. Cette progression tient en partie au roulement trimestriel, ce qui déprime mécaniquement les ratios rapportés à l'open interest.

Une comparaison que le basculement de septembre a rendue caduque

Au 1er septembre, la question était celle du rapport entre deux positions vendeuses : le yen devant en valeur absolue, mais à parité une fois rapporté au PIB. Deux semaines plus tard elle ne se pose plus dans ces termes, la position sur le yen ayant changé de signe. Ce qui subsiste est une jambe franc qui n'a cessé de se creuser, jusqu'à 0,202 % du PIB suisse sur la série TFF et 0,391 % sur la série *legacy*, ses deux niveaux les plus élevés de l'année.

3.
Ce que la donnée ne dit pas

Un échantillon, pas le marché

L'essentiel du marché des changes se traite de gré à gré. L'enquête triennale de la BRI d'avril 2025 mesure un volume quotidien mondial de 9 600 milliards de dollars, dont les contrats à terme organisés ne représentent qu'une fraction marginale. Le rapport *Commitments of Traders* ne couvre que les futures listés au CME, auprès des seuls opérateurs dépassant les seuils de déclaration.

L'ordre de grandeur est éloquent. Début septembre, Reuters chiffrait les emprunts transfrontières en yens à 360 000 milliards de yens, environ 2 350 milliards de dollars en mars 2026, décrits comme la plus importante accumulation de carry des trente dernières années. Au même moment, le pic de la position vendeuse sur le contrat yen du CME valait 1 277 milliards de yens, soit environ un trois-centième de ce total. Il s'agit donc d'un échantillon, et rien ne garantit qu'il soit représentatif du marché dans son ensemble. Le niveau d'une position CFTC ne dit pas grand-chose de l'exposition réelle. Ce qui est informatif, c'est son **évolution** : la direction, le rythme et l'ampleur relative des variations d'une semaine à l'autre reflètent un changement de comportement des investisseurs à levier, et c'est à ce titre que la donnée est utilisée dans cette note.

Cette réserve vaut aussi pour la comparaison entre devises du tableau de la page précédente. Elle suppose que les contrats du CME captent une part comparable de l'activité spéculative sur le franc et sur le yen, ce que rien ne garantit : un rapport de 9,9 en nombre de contrats face à 3,0 en *open interest* suggère des taux de couverture différents d'une devise à l'autre. Il s'agit donc de la comparaison de deux échantillons de même nature, et non d'une mesure d'exposition macroéconomique.

Deux séries sur les mêmes contrats

Ce que la presse appelle « positionnement IMM » désigne les contrats à terme de devises cotés sur l'*International Monetary Market*, division du CME, publiés chaque vendredi par la CFTC. Le terme ne dit pas quelle série est utilisée, et il en existe deux, détaillées en page 2. Elles donnent des niveaux sensiblement différents sur la même semaine, ce qui explique les écarts de chiffres entre articles portant sur la même donnée : un même titre de presse peut citer 10 298 ou 22 876 contrats sur le franc pour la semaine du 1er septembre. Les relevés sont pris le mardi et publiés le vendredi suivant.

Aucun dénominateur ne mesure la capacité d'absorption

Le PIB n'est pas le bon dénominateur pour juger si un marché peut absorber du carry. Deux repères imparfaits : l'*open interest*, où le short yen est 3,3 fois plus dense que celui du franc sur la série TFF et 1,3 fois sur la série *legacy*, un écart que le roulement trimestriel de cette semaine rend au demeurant peu lisible ; et le poids des devises sur le marché des changes, où la BRI place le yen à 16,8 % et le franc à 6,4 % du volume mondial, soit un rapport de profondeur de 2,6 seulement, très loin de l'impression d'un Japon immense face à une Suisse minuscule. Les indicateurs les plus pertinents seraient la profondeur du marché des swaps cambistes et les encours bancaires transfrontières en francs. Mais ils ne sont pas disponibles à cette fréquence.

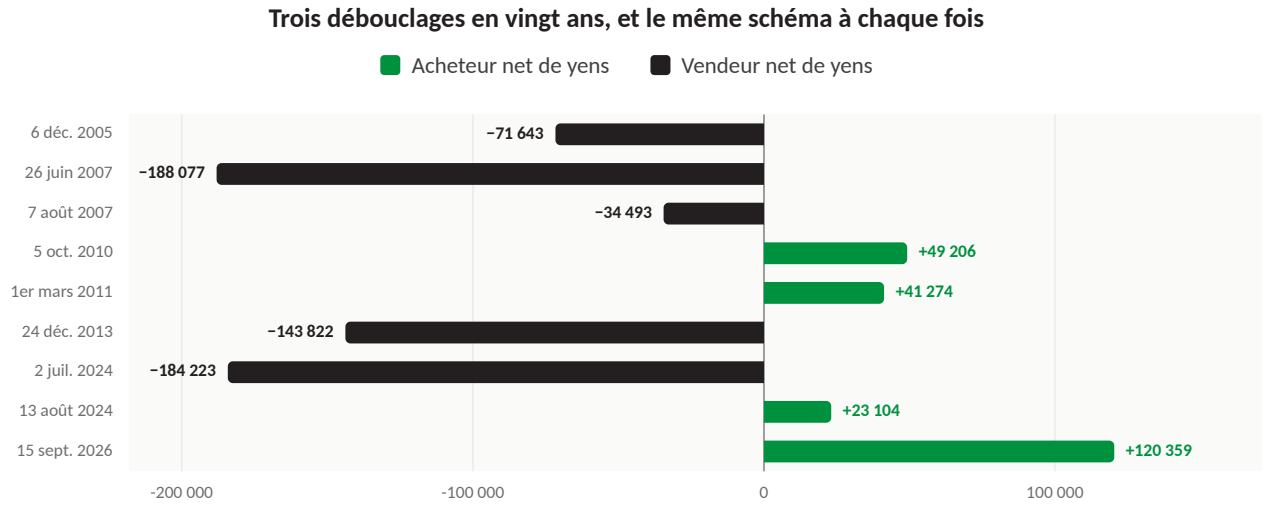
Où se finance réellement le carry

Le carry trade réel se finance très majoritairement par des swaps cambistes, des swaps de devises et des prêts bancaires transfrontières de gré à gré, invisibles dans cette statistique. C'est précisément pour cette raison que la BRI a dû construire une mesure indirecte dans son encadré « Sizing up carry trades in BIS statistics » de septembre 2024, à partir des statistiques bancaires internationales et des positions de dérivés.

Le positionnement CFTC est un baromètre de sentiment spéculatif à court terme. Il est utile pour repérer un retournement de comportement, comme celui du franc en 2026. Il ne permet pas de dimensionner le phénomène.

4.
La leçon de l'histoire

Entre 2000 et 2003, le Japon était déjà à taux zéro mais les devises cibles du carry étaient le dollar australien, le dollar néo-zélandais et le dollar américain. Le réal brésilien devient un thème de masse pour l'épargnant japonais à partir de 2005 environ, via les obligations *uridashi*, des titres libellés en devise étrangère émis hors du Japon et distribués au détail auprès des ménages japonais. L'apogée de ce carry se situe en 2010 et 2011, quand le réal représentait près de la moitié des émissions uridashi en devises émergentes, contre 24 % en 2013. Les positions vendeuses records sur le yen, elles, datent de juin 2007.



Position nette sur le contrat yen à des dates repères, série legacy catégorie non commercial, en contrats. Les barres vertes marquent les semaines où les spéculateurs étaient acheteurs nets de yens : l'apogée du carry uridashi, puis les débouclages de 2024 et 2026. Série distincte de celle des figures précédentes.

Le paradoxe de 2010 et 2011

Au moment exact où le carry BRL/JPY atteignait son maximum, les spéculateurs de l'IMM étaient acheteurs nets de yens. Ce carry-là ne passait pas par les futures mais par le bilan des ménages japonais : uridashi, fonds de placement en devises et levier de détail sur le marché de marge. Ces véhicules vendaient le yen à terme sur le marché de gré à gré, hors du périmètre de la CFTC. La BRI chiffrait l'encours de ces fonds à 35 000 milliards de yens mi-2007 ; le pic du short IMM la même année valait 2 350 milliards de yens, soit un facteur quinze. La Reserve Bank of Australia chiffrait les positions longues du marché de marge japonais à 45 milliards de dollars en août 2007, deux fois et demie le notionnel IMM au même moment.

La même étude montre que les deux populations sont opposées par construction : les particuliers japonais « augmentaient leurs positions longues en devises étrangères quand la devise d'investissement se dépréciait », tandis que les spéculateurs du CME suivent la tendance. Leur divergence est donc l'état normal et n'informe pas. Ce qui informe, c'est sa disparition : sous stress, les particuliers « sont contraints de liquider », ce qui « renforce le momentum des spéculateurs du CME ». Les deux côtés basculent ensemble, et la position devient un krach.

Composition et vitesse de débouclage

Pour les années 2000, la BRI et la RBA documentent un carry porté par l'épargne des ménages japonais, structurellement long et lent à se dénouer. La composante visible dans les données CFTC en 2024 et en 2026 est au contraire dominée par des investisseurs institutionnels à levier : elle se construit vite et se défait plus vite encore : 154 000 contrats de basculement en six semaines en 2007, 207 000 en 2024, et 213 000 en deux semaines seulement en septembre 2026. Brunnermeier, Nagel et Pedersen (2008) montrent que ces positions, rapportées à l'*open interest*, prédisent le risque de krach sans rien prédire de sa date.

5.
Ce que dit la littérature récente

BRI, Bulletin n° 124, mai 2026

Banerjee, Boneva, Pinter et Sushko traitent explicitement du yen *et* du franc comme devises de financement. Leur thèse : la réaction du change à une surprise de politique monétaire dépend de l'état du positionnement. Quand les positions vendeuses accumulées sur la devise de financement sont importantes, un resserrement déclenche un débouclage en cascade qui amplifie fortement l'appréciation ; quand elles sont faibles, la réaction est atone. Recommandation opérationnelle : surveiller le positionnement des investisseurs à levier.

BRI, Quarterly Review de mars 2026

Documente le retour du carry entre novembre 2025 et mars 2026 : ratios carry-to-risk en forte hausse sur le peso mexicain et le réal brésilien contre yen, avec un pic jugé « cohérent avec un risque croissant d'appréciation de la devise de financement ». Le franc y apparaît en valeur refuge, non en jambe de financement.

FMI, Global Financial Stability Report d'avril 2026

Pas de traitement yen ou franc isolé. Deux constats utiles : la sensibilité des rendements des hedge funds aux facteurs carry a nettement augmenté, et les flux de dette de portefeuille vers les émergents sont « de plus en plus déséquilibrés et dominés par le carry ».

Sur le franc suisse, la littérature est mince

Les références dédiées sont anciennes : Tomio, *Carry Trade and Negative Policy Rates in Switzerland*, et l'article « Carry-trades on the yen and the Swiss franc: are they different? » de 2013, qui reste la comparaison canonique des deux jambes. Aucun travail évalué par les pairs ne porte à ce jour sur la substitution supposée de 2026. Le décalage de publication académique étant de douze à vingt-quatre mois, l'offre datée 2026 se limite à la BRI, au FMI et aux notes de banques centrales. Le récit de substitution est pour l'instant porté par la presse et le sell-side.

Conclusion

Le débouclage a eu lieu, sur une seule jambe

Les données CFTC établissent l'apparition en 2026 d'une position vendeuse significative sur le franc suisse parmi les investisseurs à levier, portée par la construction de nouvelles positions courtes et non par un simple désengagement. Elles sont compatibles avec un usage accru du franc comme devise de financement, mais ne permettent ni d'en mesurer l'encours total ni de conclure à un remplacement du yen.

La première quinzaine de septembre a fourni un test grandeur nature. Dans l'anticipation de la hausse de taux de la Banque du Japon du 18 septembre, la position sur le yen est passée de 102 188 contrats vendeurs à 23 170 acheteurs, un basculement de 125 358 contrats en deux semaines, et de 212 586 sur la série *legacy*. C'est le troisième épisode de ce type visible dans la série depuis 2005, après 2007 et 2024, et de loin le plus rapide.

La jambe franc ne l'a pas suivi. Elle s'est au contraire creusée pendant ces deux mêmes semaines, jusqu'à son point le plus extrême de l'année. C'est le résultat le plus instructif de la période : sous un choc propre au yen, les deux positions ne se comportent pas comme une seule et même opération. Notre mise en garde d'un débouclage simultané n'est pas invalidée, le choc de septembre étant idiosyncratique et non un risque général, mais elle est désormais assortie d'un précédent contraire.

Dans les données du 15 septembre, le franc est donc la seule devise de financement encore visible. C'est le plus près que l'on soit arrivé du récit de substitution d'août, à ceci près qu'il n'est pas né d'une migration du yen vers le franc mais de la liquidation d'une jambe pendant que l'autre grossissait de son côté. La nuance compte pour la suite : une jambe liquidée peut se reconstruire vite.

Réserve de calendrier. Ces données s'arrêtent au 15 septembre, trois jours avant la décision de la Banque du Japon. La hausse a bien eu lieu, à 1,25 %, mais la communication a été jugée prudente, avec deux voix dissidentes, et le yen est repassé au-dessus de 157 après l'annonce. Les spéculateurs qui s'étaient mis acheteurs de yens l'ont donc été juste avant un repli. Le relevé du 22 septembre, publié le 25, dira s'ils reconstruisent déjà la position vendeuse.

Sources

CFTC : *Commitments of Traders, rapports Traders in Financial Futures et legacy, contrats Swiss Franc et Japanese Yen du CME, relevés hebdomadaires 2005 à 2026. Dernier rapport : 15 septembre 2026.*

Bank for International Settlements : *Monetary policy transmission to exchange rates: the role of currency carry trades, BIS Bulletin n° 124 (R. Banerjee, L. Boneva, G. Pinter, V. Sushko, mai 2026) ; The market turbulence and carry trade unwind of August 2024, BIS Bulletin n° 90 ; Carry off, carry on et Sizing up carry trades in BIS statistics, Quarterly Review, sept. 2024 ; Quarterly Review, mars 2026 ; Rapport économique annuel 2025, chapitre II ; Evidence of carry trade activity (G. Galati, A. Heath, P. McGuire, sept. 2007) ; Triennial Central Bank Survey 2025.*

Fonds monétaire international : *Global Financial Stability Report, avril 2026, chapitre 1 ; World Economic Outlook, avril 2026, pour les projections de PIB 2026.*

Reserve Bank of Australia : *Japanese Retail Investors and the Carry Trade, Bulletin, mars 2009.*

Federal Reserve : *What Can the Data Tell Us about Carry Trades in Japanese Yen? (J. Gagnon, A. Chaboud, IFDP n° 899, 2007) ; Exchange Rate Changes and Net Positions of Speculators in the Futures Market (T. Klitgaard, L. Weir, FRBNY Economic Policy Review, 2004).*

Littérature académique : *M. Brunnermeier, S. Nagel, L. Pedersen, Carry Trades and Currency Crashes, NBER WP n° 14473, 2008 ; D. Tomio, Carry Trade and Negative Policy Rates in Switzerland ; Carry-trades on the yen and the Swiss franc: are they different?, Journal of Economics and Finance, 2013.*

Presse et sell-side : *Bloomberg, swissinfo et Le Temps, 19 et 20 août 2026 ; Reuters, The yen's sudden surge is upsetting the carry trade faithful, sept. 2026, pour l'encours des emprunts transfrontières en yens ; Banque du Japon, décision de politique monétaire du 18 septembre 2026 ; Saxo, note COT hebdomadaire, semaine au 11 août 2026 ; Marc to Market, émissions uridashi par devise.*

- Les entreprises exposées aux devises continuent de subir des frictions significatives dans leurs paiements internationaux et leur gestion du risque de change : coûts, délais et visibilité limitée sur les flux.

- Flow aide les directions financières à piloter leurs flux internationaux dans un environnement de change plus volatil.

- Notre plateforme optimise les paiements en s'appuyant sur les infrastructures les plus efficientes selon les corridors (réseaux bancaires, rails alternatifs, solutions blockchain conformes MiCA), afin de réduire les coûts, améliorer la vitesse et renforcer la prévisibilité des flux, y compris sur les marchés émergents.

Payer. Couvrir. Rémunérer.

flow | contact@flow-link.eu
Immatriculé auprès de l'ORIAS : 25009109