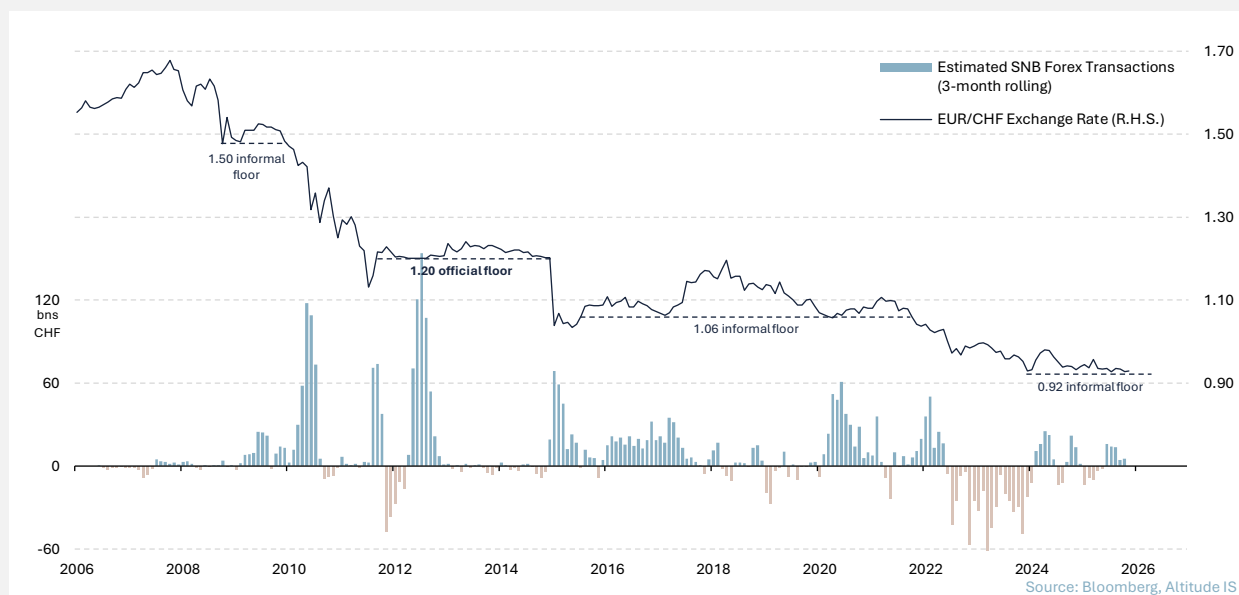


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 3 novembre 2025

"ET SI LA BNS DESCENDAIT D'UN PALIER SUPPLÉMENTAIRE ?"

- Grâce à sa compétitivité commerciale, l'économie suisse plie mais ne rompt pas
- L'inflation ayant totalement disparu, la BNS a pu abaisser ses taux directeurs à zéro
- L'endettement public est si faible que les taux longs tendent, eux aussi, vers zéro
- Tout concourt à l'appréciation du franc contre le dollar et l'euro

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Quelque chose vient de tomber sur les lames de ton plancher"



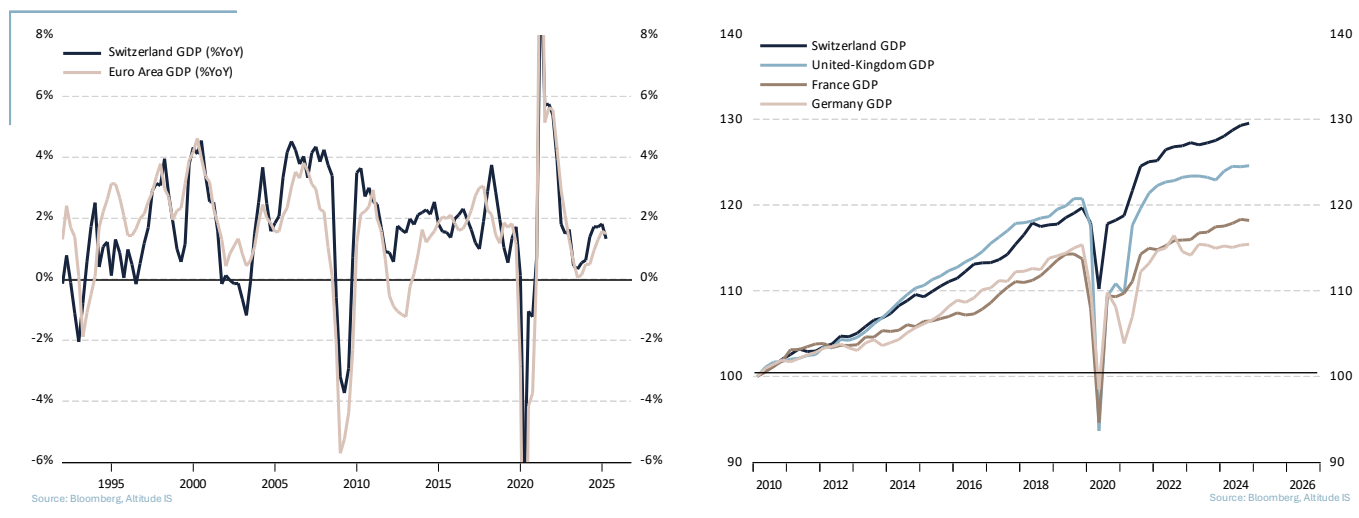
ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

L'économie suisse croît généralement à un rythme comparable à celui de ses voisins européens (cf. Fig. 2), **mais elle se démarque par une meilleure capacité à traverser les crises et les récessions, comme l'a illustré la pandémie** (cf. Fig. 3). Cela devrait lui être utile pour clôturer 2025 et débuter 2026, à mesure que les perspectives s'assombriront. Il y a une quinzaine de jours, le gouvernement de la confédération helvétique a abaissé ses prévisions, anticipant une croissance de 1.3% en 2025 et de 0.9% en 2026, des rythmes nettement inférieurs à la moyenne de long terme (qui pointe à 1.7%), mais en ligne avec nos modélisations économétriques. Ces projections s'inscrivent dans un contexte de forte incertitude sur le commerce mondial. Ainsi, après un démarrage vigoureux au premier trimestre, l'activité a nettement ralenti



entre avril et juin. La faiblesse de l'industrie a été compensée de justesse par la bonne dynamique des services. Le tassement intervient alors que les entreprises avaient avancé leurs expéditions au printemps pour devancer l'instauration des droits de douane américains. Elles ont eu raison puisque le 1^{er} août 2025 Washington a annoncé une surtaxe de 39% sur la plupart des produits suisses, un impôt largement supérieur à celui de 15% appliqué aux pays de la Zone Euro. Si certains segments ont été épargnés, comme la finance, le conseil, l'informatique, les logiciels et les contenus numériques, d'autres comme la santé sont durement touchés, avec un taux de 100%. Toutefois, dans les faits, de nombreuses classes de produits pharmaceutiques bénéficient d'exemptions, de régimes tarifaires différenciés ou de seuils techniques. Le secteur de la santé ne devrait donc pas être autant pénalisé qu'il aurait pu l'être.

Fig. 2 & 3 – Croissance économique en Suisse et en Europe



Les conséquences des tensions commerciales se lisent dans les statistiques récentes. En août, les exportations suisses vers les États-Unis ont chuté de 22% par rapport à l'an dernier. Le choc frappe tout particulièrement l'horlogerie, les instruments de précision, la mécanique et les produits agro-alimentaires comme le fromage. À ce handicap tarifaire américain vient s'ajouter la faiblesse de la demande chinoise. Dans l'horlogerie par exemple, le groupe Swatch a signalé une baisse de 30% de son commerce de gros en Chine et de 15% dans son réseau de détail. Selon l'institut de recherche de l'École polytechnique fédérale de Zurich, **l'onde de choc actuelle pourrait retrancher entre 0.3% et 0.6% à la croissance du PIB helvétique.** La fin d'année sera atone et l'amélioration qui suivra sera lente et dépendante de l'environnement externe.

Malgré les difficultés récentes et grâce à la forte compétitivité des entreprises helvétiques, un franc sur deux est gagné à l'étranger. Fait remarquable, **la Suisse est l'un des rares pays occidentaux à posséder une balance commerciale excédentaire avec la Chine** (cf. Fig. 4).

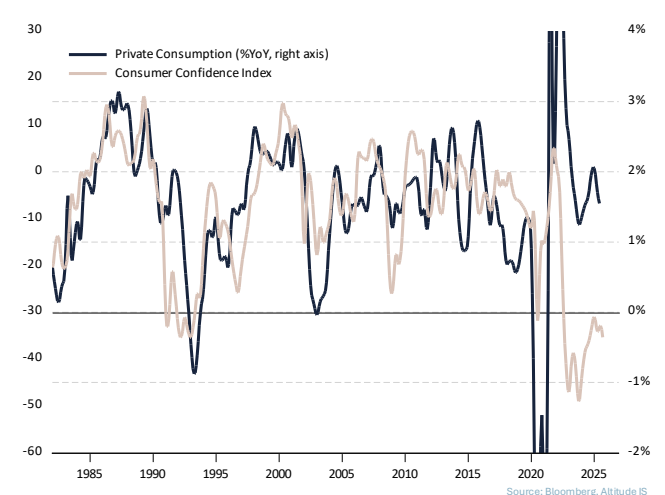
Les autorités et les milieux économiques suisses poursuivent les négociations avec Washington pour obtenir un allègement des taxes douanières, tout en préparant des mesures domestiques visant à amortir le choc conjoncturel. Si un accord bilatéral devait intervenir prochainement ou si les tensions commerciales se dissipaient, les perspectives de croissance de l'économie se redresseraient progressivement. En attendant, la conjoncture helvétique reste inférieure à son potentiel, pénalisée par la cherté relative de ses exportations, la mise en pause des investissements et la prudence de consommation des ménages.



Fig. 4 – Balance commerciale avec la Chine



Fig. 5 – Consommation et confiance des ménages



Pour dynamiser la croissance, il serait bon que les consommateurs reprennent progressivement confiance en l'avenir. Depuis 2023 et le choc d'inflation mondial, ils ont le moral en berne (cf. Fig. 5). Pourtant, à cette époque, la croissance annuelle des prix n'avait été "que" de 3.5% en Suisse, quand les pays voisins enregistraient une progression double ou triple de celle-ci. Mieux encore, au cours des 18 derniers mois, les prix n'ont plus progressé du tout. Malgré cette stagnation, les ménages continuent d'anticiper une période de forte inflation (cf. Fig. 6). Il est probable que l'envolée des primes d'assurance-maladie ou des factures d'électricité les ait récemment induits en erreur. Leur retour à la raison devrait soutenir la consommation privée, ce qui servira d'amortisseur naturel au ralentissement économique en cours.

Fig. 6 – Inflation et anticipation des prix

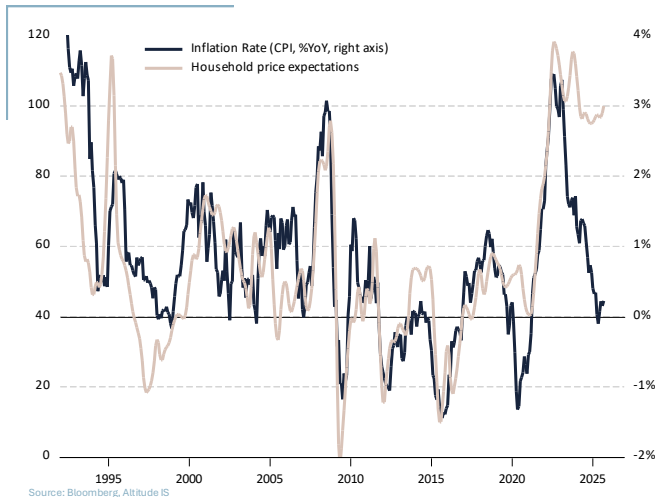
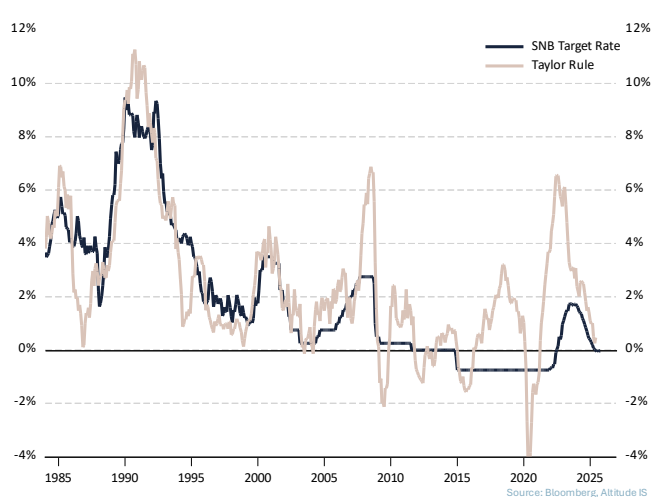


Fig. 7 – Taux directeur de la BNS

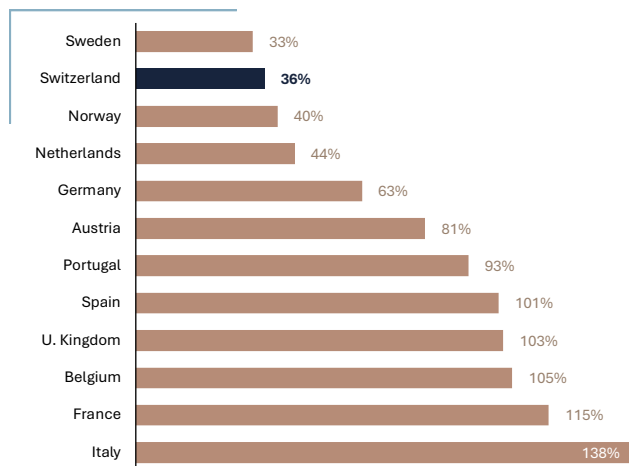


Lors des prochaines années, les entreprises et les ménages suisses pourront continuer à bénéficier de taux d'intérêt bas, très bas, très très bas... voire négatifs. Il existe deux raisons principales à cela. En premier lieu, l'inflation est suffisamment faible pour que la Banque Nationale Suisse (BNS) cherche à soutenir la dynamique de l'emploi. Au vu des paramètres actuels et prospectifs (cf. Fig. 7), son président, Martin Schlegel, aura la possibilité de maintenir les taux directeurs à zéro pour plusieurs trimestres.



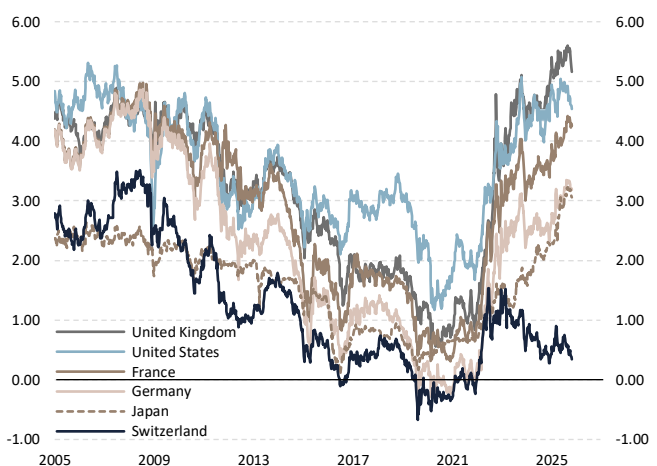
Tant qu'il le pourra, il évitera toutefois de les amener en territoire négatif, afin de ne pas générer d'effets économiques pervers. Maintenant que le pays a été rayé de la liste grise américaine des pays manipulateurs de devises, il préférera intervenir sur le marché des changes plutôt que d'appliquer une politique monétaire de taux d'intérêt négatifs (NIRP).

Fig. 8 – Ratio de dettes publiques (% PIB)



Source: Eurostat, Altitude IS

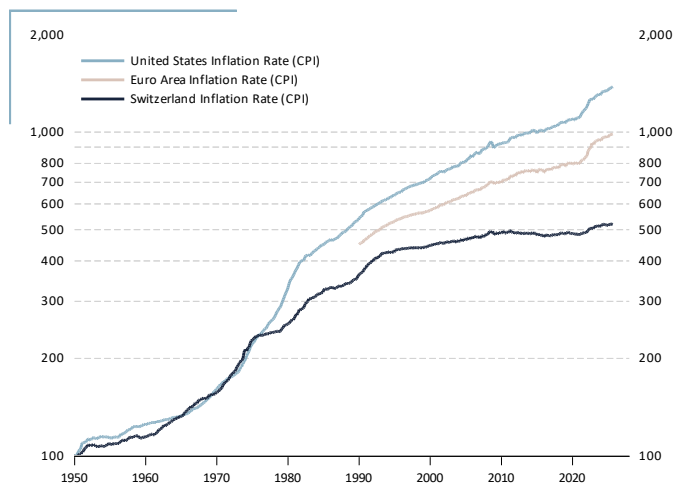
Fig. 9 – Evolution des taux à 30 ans



Source: Bloomberg, Altitude IS

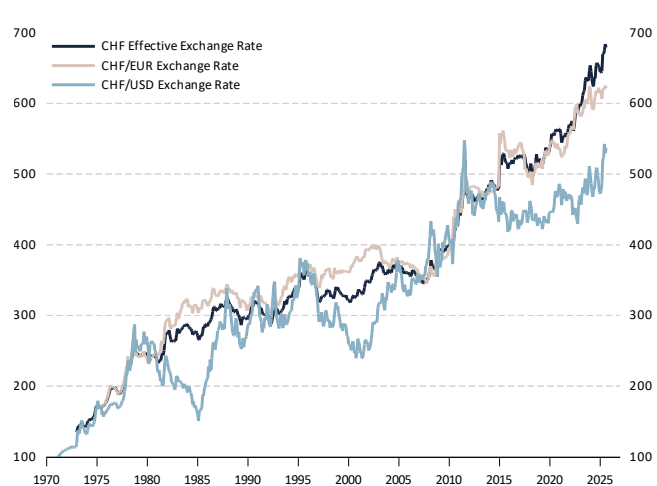
En second lieu, l'endettement public est suffisamment faible pour que les taux longs n'incluent pas une prime de risque liée à un éventuel défaut de paiement, comme c'est le cas pour de nombreux pays européens et pour les États-Unis. En Suisse, le mécanisme constitutionnel du frein à l'endettement a permis de rétablir l'équilibre des finances publiques. Depuis sa mise en œuvre en 2003, la dette publique est passée de 51% à 36% du PIB, alors qu'elle dépasse souvent 90% dans le reste de l'Europe (cf. Fig. 8) et 120% outre-Atlantique. Ce redressement financier spectaculaire a permis de réduire les charges d'intérêt à moins de 1% des dépenses publiques et, par voie de conséquence, de renforcer la confiance des investisseurs. Ainsi, non seulement les rendements obligataires à moyen et long termes resteront très bas, décorrélés des autres pays développés (cf. Fig. 9), mais ils pourraient finir par retourner en territoire négatif si la demande des investisseurs pour ces actifs sûrs venait à se renforcer.

Fig. 10 – Indice des prix



Source: Bloomberg, Altitude IS

Fig. 11 – Appréciation du franc suisse



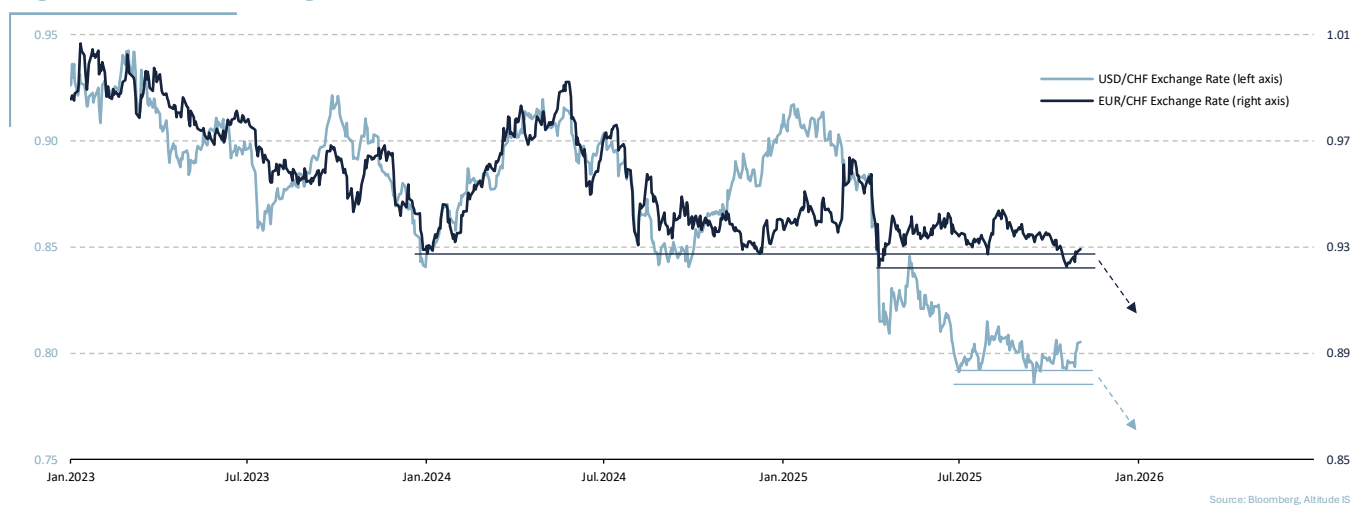
Source: Bloomberg, Altitude IS



Les flux de capitaux à destination de la Suisse favoriseront l'appréciation conjoncturelle du franc. Pour compléter et comprendre la tendance haussière structurelle de la devise helvétique, il faut étudier l'évolution des prix des biens et services de part et d'autre de la frontière et les moyens de compenser les écarts. Depuis des décennies, la Suisse enregistre une très faible progression des prix (cf. Fig. 10). Cela lui a permis de maintenir le pouvoir d'achat de sa monnaie. Preuve s'il en faut, il n'existe aucun autre pays sur la planète où les pièces de 10 centimes fabriquées en 1879 ont toujours cours légal. Cette situation inflationniste semble d'autant plus avantageuse en comparaison internationale. Elle est le corollaire à l'appréciation structurelle du franc suisse contre la plupart des autres devises, notamment le dollar et l'euro (cf. Fig. 11).

Les deux dernières décennies ont permis de constater que l'objectif de la BNS n'est pas d'empêcher l'appréciation du franc mais de la freiner, afin de donner du temps aux entreprises pour s'adapter et préserver leur compétitivité. Cette fois encore, et après avoir passé près de deux ans à vendre des milliards de francs suisses (et à acheter l'équivalent en dollars et en euros, cf. Graphique de la semaine), la BNS pourrait estimer qu'il est temps de ralentir ses interventions sur le marché des changes. Au vu des derniers commentaires de la direction générale, ce serait tout à fait cohérent. Lors de son communiqué de septembre, elle estimait que la situation conjoncturelle n'est pas préoccupante, que les entreprises s'attendent à une croissance solide, et que rien ne laisse présager une évolution de l'inflation durablement négative. Si tout va bien, il n'est plus indispensable d'empêcher l'appréciation du franc.

Fig. 12 – Taux de change du franc suisse, contre l'euro et le dollar



La BNS pourrait "descendre d'un palier", en laissant le taux de change de l'euro contre le franc suisse crever le plancher informel qu'elle a longtemps défendu, à 0,92. Parallèlement, cela signifierait que le dollar pourrait s'échanger sous le seuil de 0.78 franc (cf. Fig. 12). Le cas échéant, il restera à déterminer les nouveaux planchers à défendre.

Conclusion :

Si leur profil de risque le permet, les investisseurs internationaux qui détiennent des obligations et des actions suisses, pour leur aspect défensif notamment, chercheront également à tirer profit de l'appréciation du franc. Ils feront ainsi d'une pierre deux coups.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	1 006.2	61.58	0.5%	2.3%	21.6%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 840	61.46	0.7%	2.3%	17.5%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	47 563	64.88	0.8%	2.6%	13.3%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	23 725	63.91	2.3%	4.7%	23.5%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	596.6	56.45	-0.3%	2.4%	21.7%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9 717	70.11	0.7%	4.1%	22.5%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	12 235	39.11	-2.7%	1.0%	8.8%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	52 411	75.52	6.3%	16.6%	33.8%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 402	61.63	0.9%	4.2%	33.6%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	149 540	73.44	2.3%	2.3%	24.3%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	62 769	58.50	2.7%	-0.1%	30.5%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	83 918	57.65	-0.2%	4.7%	8.8%	9.6%	20.5%
China (CSI)	4 653	53.82	-0.4%	0.2%	20.9%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	160.8	53.42	0.3%	1.2%	30.1%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	464.9	56.93	1.1%	0.9%	11.4%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	284.2	33.95	-3.1%	-1.2%	6.6%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	260.2	54.88	0.2%	0.3%	11.9%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	213.3	47.32	-0.4%	-1.3%	21.6%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	370.6	50.79	-1.5%	2.9%	7.9%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	466.0	57.46	-0.1%	1.5%	25.6%	12.8%	22.6%
Info. Tech. (MSCI World)	1 008.7	68.47	3.2%	7.3%	32.0%	31.9%	51.5%
Materials (MSCI World)	365.1	43.82	-1.6%	-1.9%	22.0%	-7.6%	12.9%
Real Estate (MSCI World)	991	36.79	-3.4%	-2.5%	4.1%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	196.1	53.92	-1.3%	3.0%	25.5%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.43%	43.64	-0.5%	-0.3%	7.6%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	3.91%	49.45	-0.5%	0.6%	6.0%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.78%	57.73	0.1%	0.9%	1.2%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.40%	53.63	0.0%	0.7%	-0.4%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.37%	73.82	0.2%	2.5%	5.8%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.34%	61.67	0.3%	0.5%	1.7%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.44%	52.76	0.1%	0.3%	-2.4%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.01%	75.12	-0.1%	2.1%	12.1%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	4.82%	45.30	-1.0%	0.1%	7.3%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.01%	63.96	0.0%	0.5%	3.5%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.08%	59.35	-0.1%	0.3%	7.5%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	6.78%	54.95	-0.3%	0.0%	7.4%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.35%	62.16	0.1%	0.0%	4.7%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.46%	75.09	0.1%	2.5%	12.0%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	548.0	59.58	0.2%	2.8%	24.4%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	726.4	58.52	0.3%	3.2%	21.4%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	289.6	53.58	-0.2%	0.6%	24.4%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	278.2	60.75	-0.2%	1.5%	15.6%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	256.7	62.19	1.0%	2.9%	13.2%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 770	90.59	n.a.	2.3%	9.9%	11.1%	7.8%
Macro	1 424	79.59	n.a.	3.3%	6.1%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 419	83.50	n.a.	1.1%	9.4%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 908	90.35	n.a.	2.7%	13.8%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 870	88.97	n.a.	1.9%	8.4%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 813	96.40	n.a.	1.5%	9.8%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 774	86.52	n.a.	1.2%	6.6%	9.8%	7.8%
Credit	1 691	98.69	n.a.	0.8%	6.0%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 711	100.00	n.a.	0.7%	5.1%	10.0%	11.2%
Commodity	1 972	94.06	n.a.	2.7%	10.2%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 370	62.32	n.a.	4.8%	2.1%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	17.44	49.61	6.5%	7.1%	0.5%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	17.81	52.01	8.1%	6.8%	4.8%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	540.3	n.a.	0.8%	-1.0%	0.7%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	4 017	n.a.	0.9%	3.4%	53.1%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	49.00	n.a.	4.6%	2.1%	69.5%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	60.98	n.a.	-2.1%	-2.2%	-15.0%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	65.21	n.a.	-1.9%	-4.0%	-12.0%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	99.75	64.60	1.0%	2.1%	-8.1%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1536	37.11	-0.9%	-1.8%	11.4%	-6.2%	3.1%
JPY	154.21	33.12	-0.9%	-4.4%	1.9%	-10.3%	-7.0%
GBP	1.3142	29.29	-1.5%	-2.5%	5.0%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6552	51.33	-0.1%	-0.8%	5.9%	-9.2%	0.0%
CAD	1.4014	41.07	-0.2%	-0.4%	2.6%	-7.9%	2.3%
CHF	0.8052	39.11	-1.2%	-1.2%	12.7%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1159	53.94	-0.1%	0.1%	2.6%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.543	42.89	-0.8%	-0.8%	12.3%	-18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 841.1	48.54	0.1%	-0.1%	6.6%	-0.7%	4.8%
XBT	107 611	n.a.	-3.4%	-12.2%	14.8%	120.5%	157.0%

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.

