

A close-up photograph of a person's hand holding a silver pen, positioned over a document. The background is blurred, showing a person in a blue shirt.

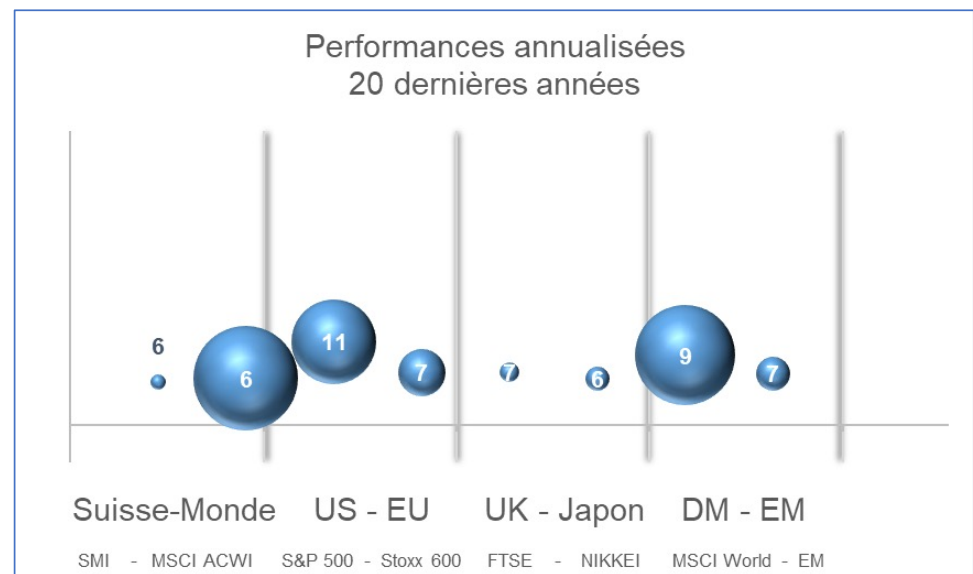
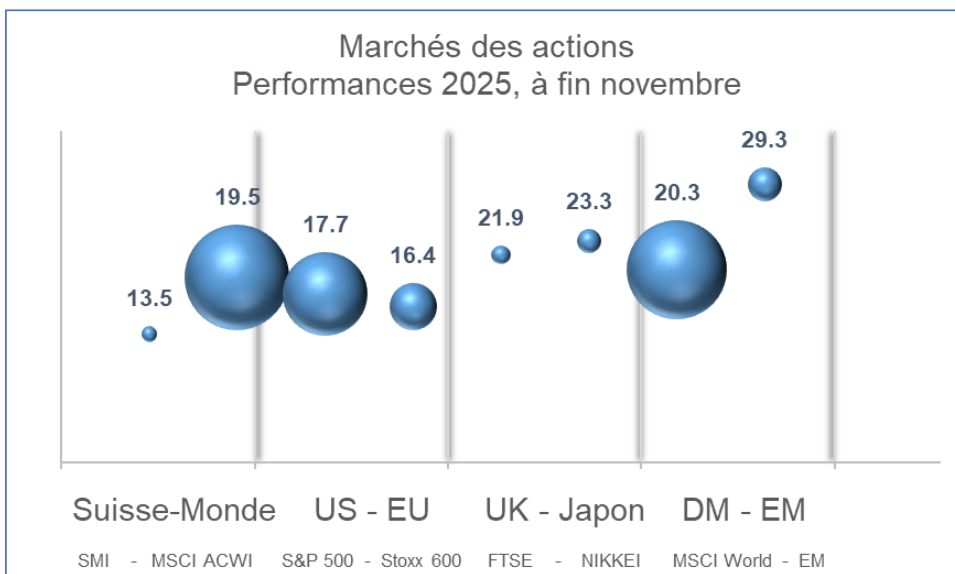
I. Le point Macro

«So far so good!»

L'avenir compte.

Le point Macro

Une année de fortes performances malgré les turbulences



La taille des bulles reflète la capitalisation boursière

Les bouleversements



Risques ou conséquences

Trump 2.0

- Reprise de la guerre commerciale
- «The Big Beautiful Bill»
- Mise à mal des institutions

Déraillement de la croissance mondiale

Si le monde se réorganise, saura-il se passer des US ?

Dérive des rendements obligataires

Les tarifs à la rescousse, baisse des taux de la Fed ?

Crise de confiance

Pas de dégât matériel so far...
Mais l'or et le dollar reflètent ce sentiment

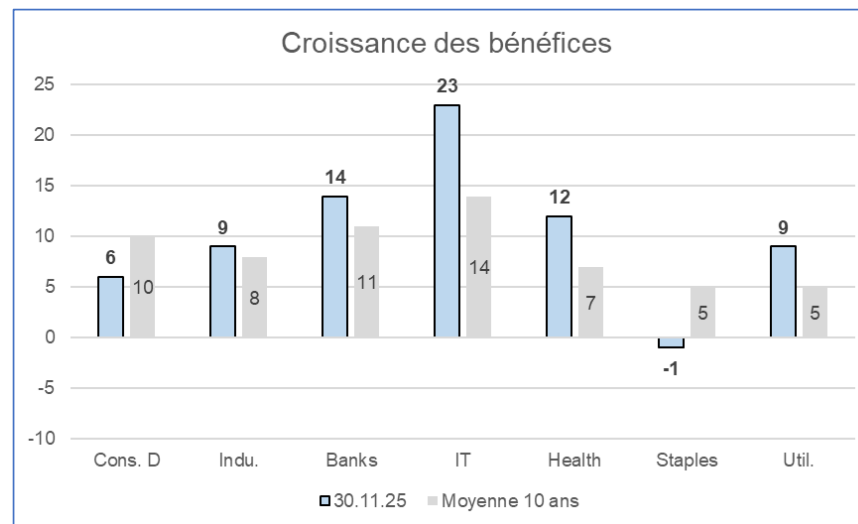
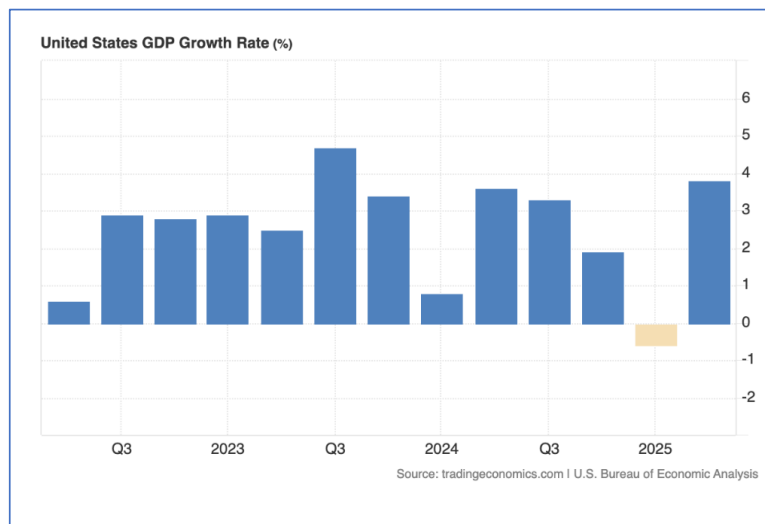
Comment expliquer les performances ?

- Croissance US résiliente
- Hausse des profits des sociétés
- Réallocations structurelles et espoirs de croissance
- *Irrational Exuberance?*

Le point Macro

La croissance a tenu bon aux Etats-Unis (US)

- Fort rebond de l'activité au 2ème trimestre (3.8%)
- Commerce extérieur : contre-effet du 1er trimestre (front-loading = importations ↗)
- La résilience : l'exemple du tourisme étranger compensé par les résidents
- Fortes hausses des bénéfices des sociétés (la tech notamment)



Le point Macro

L'Europe a bénéficié des mesures de rétorsion (réallocation US -> EU)

- Changement structurel dans certains portefeuilles
- Attentes des plans de défense et d'infrastructure
- La croissance périphérique se porte bien



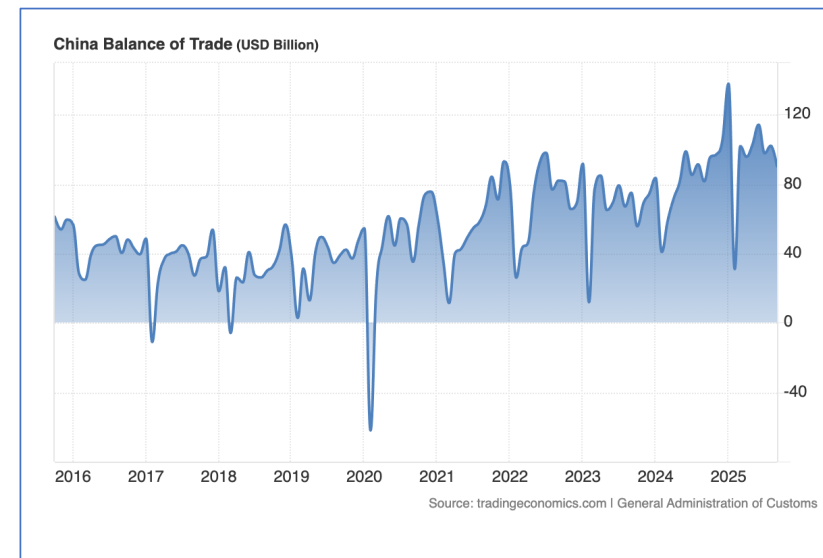
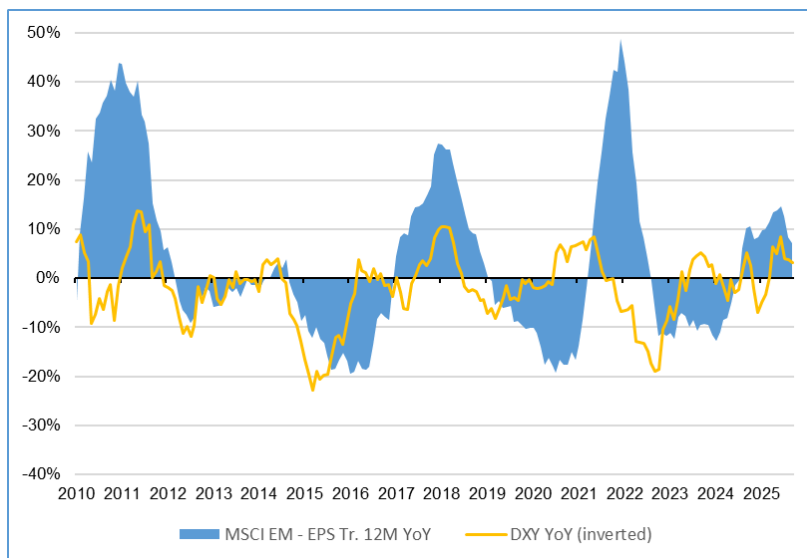
Country	GDP YoY	Stock Market YTD
Spain	2.8%	38%
Portugal	2.4%	31%
Greece	1.7%	36%

Les chiffres de croissance ont dépassé les moyennes historiques

Le point Macro

L'enthousiasme touche aussi les émergents

- Les bénéfices des sociétés ont le vent en poupe
- La chute du dollar est un élément dopant
- Le commerce mondial ne s'est pas effondré



Le point Macro

So far so good! Yet...

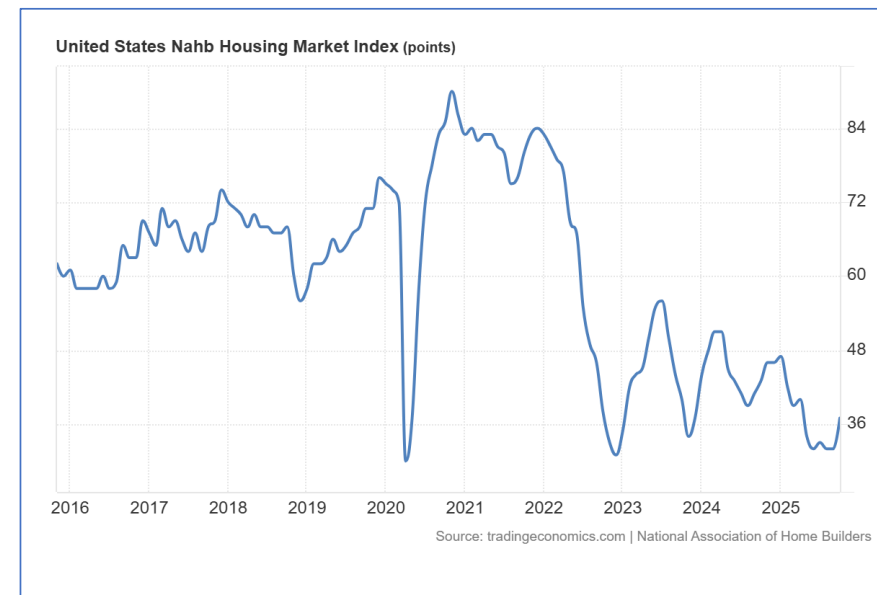
- *Irrational Exuberance ?*



Le point Macro

So far so good! Yet...

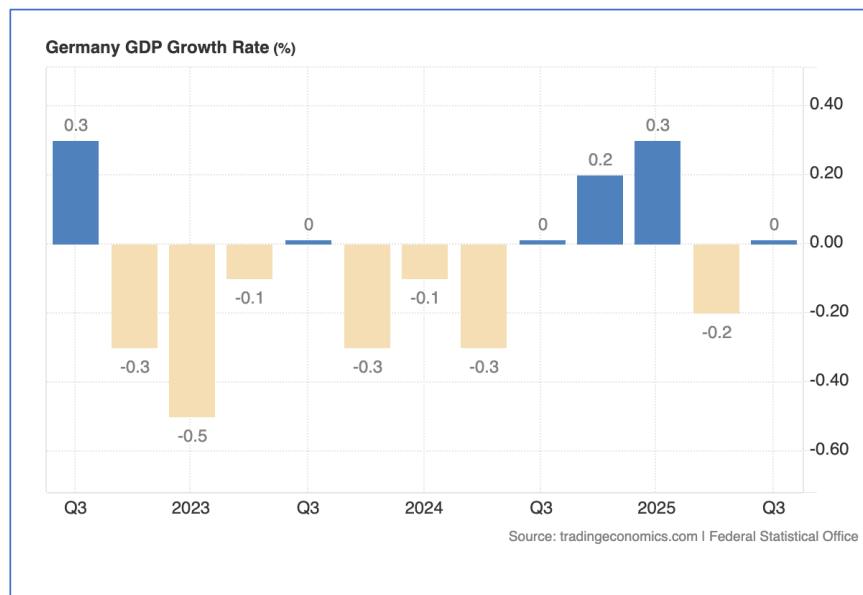
- Le marché de la construction est fracassé



Le point Macro

So far so good! Yet...

- La croissance allemande n'a pas encore décollé
- Les valorisations élevées ne concernent pas que les Etats-Unis !

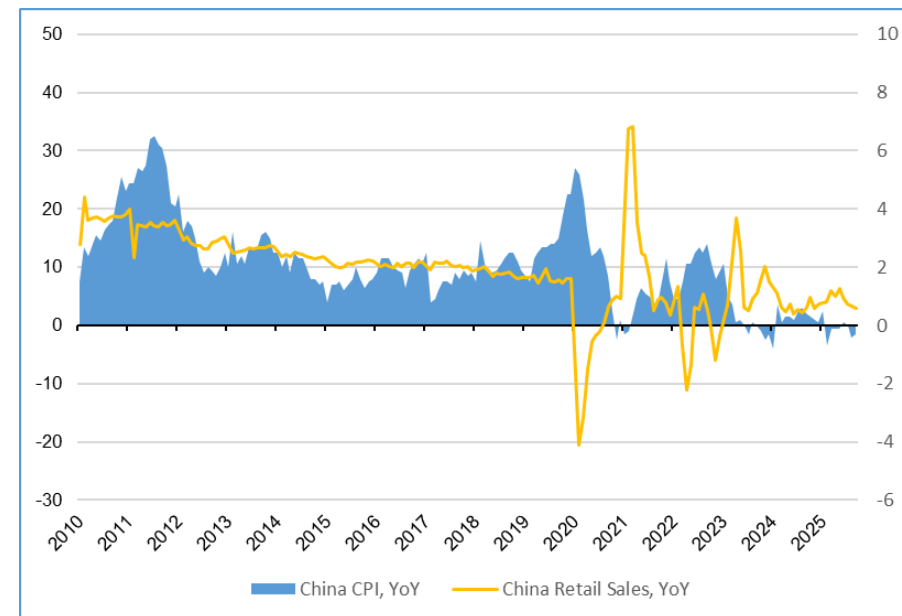


Le point Macro

So far so good! Yet...

- Réorientant les échanges, la Chine résiste
- Mais les problèmes structurels persistent

Trade with China To / From	Exports YoY	Imports YoY
US	-27%	-16%
Europe	14%	9%
Africa	57%	22%
Latam	15%	18%



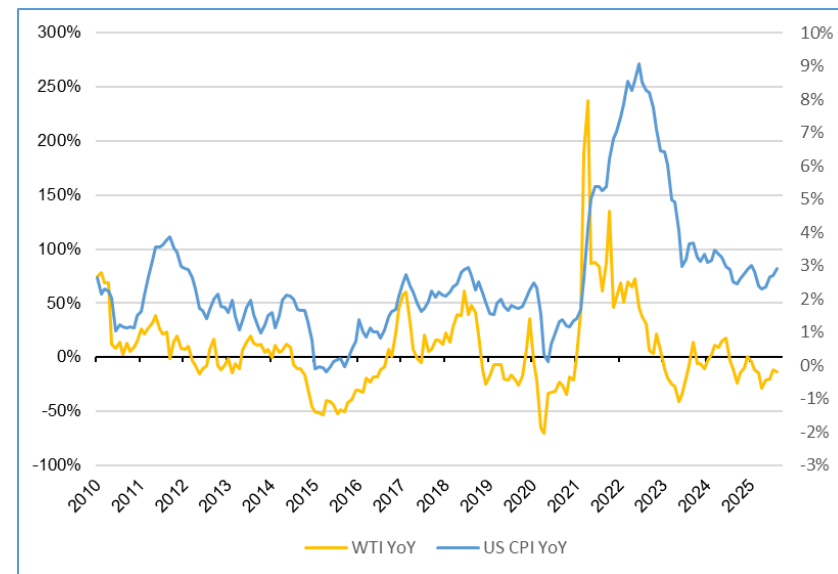
Is there anyone here ?

Le point Macro

Que dire de l'inflation ?

So far so good! Yet...

- L'inflation s'est tassée
- Grâce aux cours pétroliers



Le point Macro

Que faire ?

Protection tactique ?

- En cas de baisse du VIX

L'Europe au détriment des US ?

- Les attentes sont élevées...

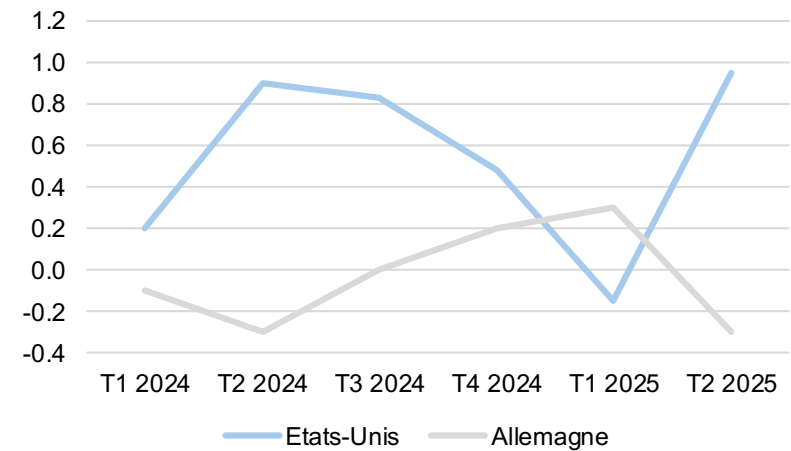
Marchés émergents ?

- La dette qui fournit du rendement

Marché suisse

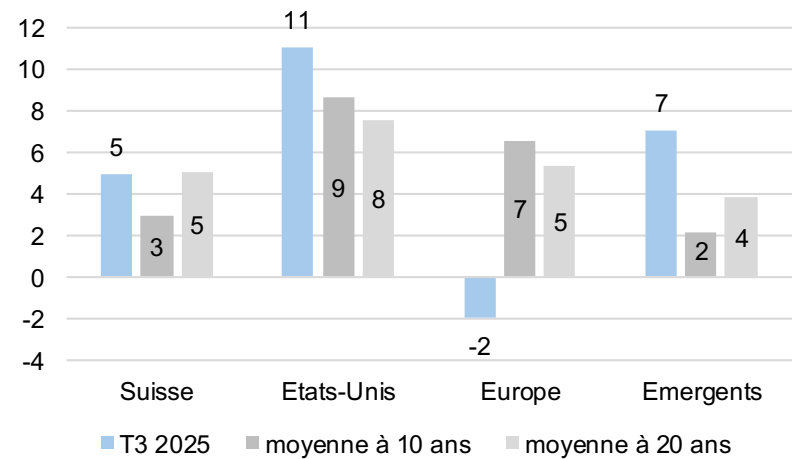
- Attention aux petites sociétés

Croissance trimestrielle du PIB, en %



Croissance des profits des sociétés

Bénéfices cumulés sur 12 mois glissants




Actifs diversifiants

Quels sont les scénarios à risque ?

- Récession ?
 - Stagflation ?
 - Dérive des finances publiques ?
 - Dédollarisation ?
-
- The diagram consists of a list of four risk scenarios on the left. An arrow points from 'Récession ?' to 'US T Bonds'. A vertical bracket groups the remaining three items: 'Stagflation ?', 'Dérive des finances publiques ?', and 'Dédollarisation ?'. An arrow points from this bracket to 'Or'.

Thèmes :

- le baril est bas  actions du secteur de l'énergie
- Terres rares : une tendance structurelle



II. Marchés financiers

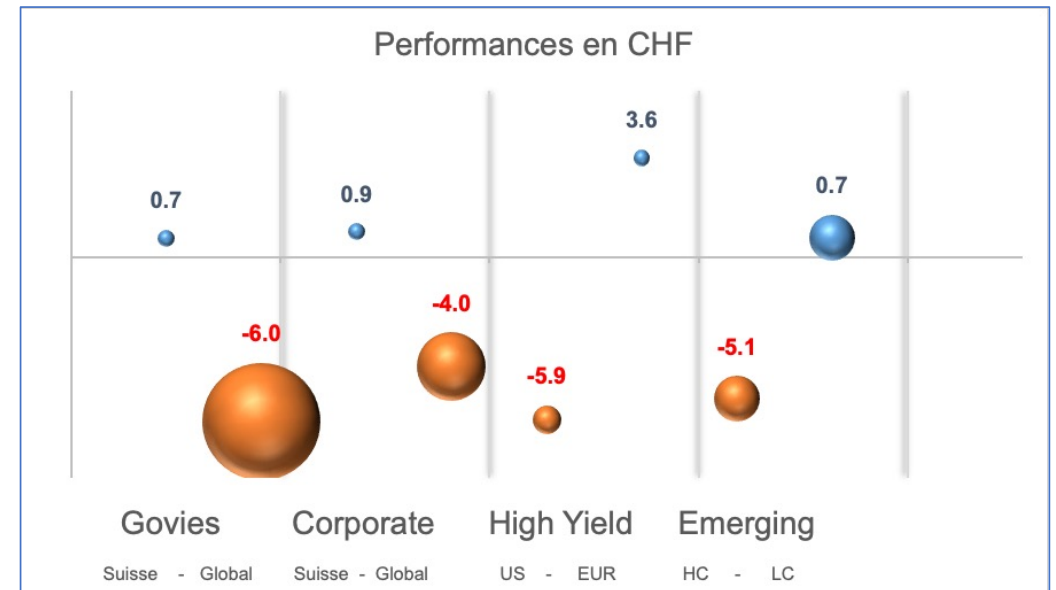
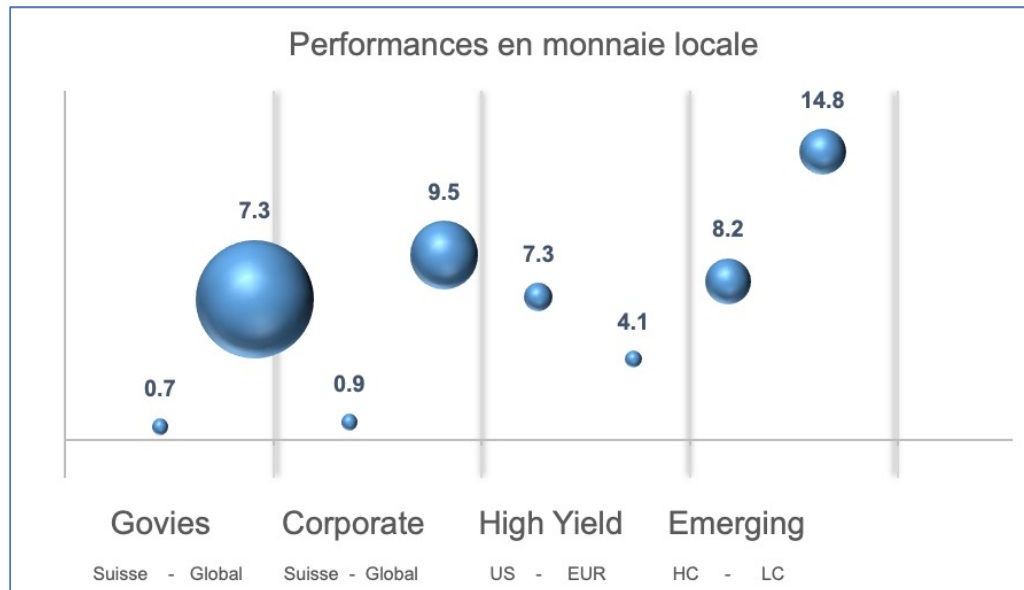
Où va le dollar ?

L'avenir compte.

Où va le dollar ?

So far so good!

A l'exception du dollar...



Performances 2025, à fin septembre.
La taille des bulles reflète la capitalisation boursière

Où va le dollar ?

Comment estimer sa juste valeur ?

Les principaux modèles théoriques

1. Parité de pouvoirs d'achat (PPP)
2. La balance des paiements
3. Asset Market Approach

Paramètres

- Inflation
- Taux d'intérêt
- Flux d'investissements
- Endettement
- Déficits
- Croissance économique

PPP, UIP, Fisher

Où va le dollar ?

Selon la théorie économique

PPP

- Le FX évolue selon le différentiel d'inflation

Un surplus d'inflation se paie sur le FX

UIP

- Le FX évolue selon le différentiel de taux d'intérêt

L'avantage de taux d'intérêt se paie sur le FX

Fisher

- $PPP = UIP$ parce que les taux réels sont égaux

Les taux d'intérêt reflètent la simple inflation

Où va le dollar ?

**Dans sa version absolue (PPP),
le franc est beaucoup trop cher !**



2025	Big Mac Index
Switzerland	\$7.99
US	\$5.79

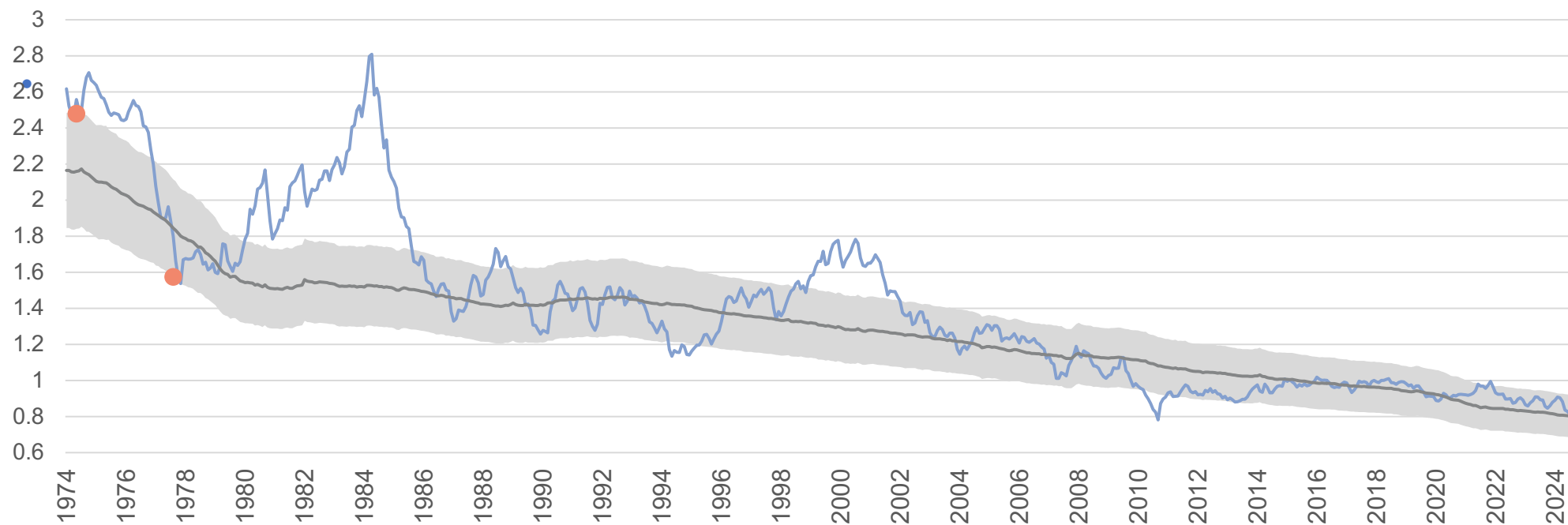
Mais la théorie souffre de ses hypothèses

- Pas de frais de transports
- Pas de taxes...

L'arbitrage des deux Big Mac est-il concrètement possible ?

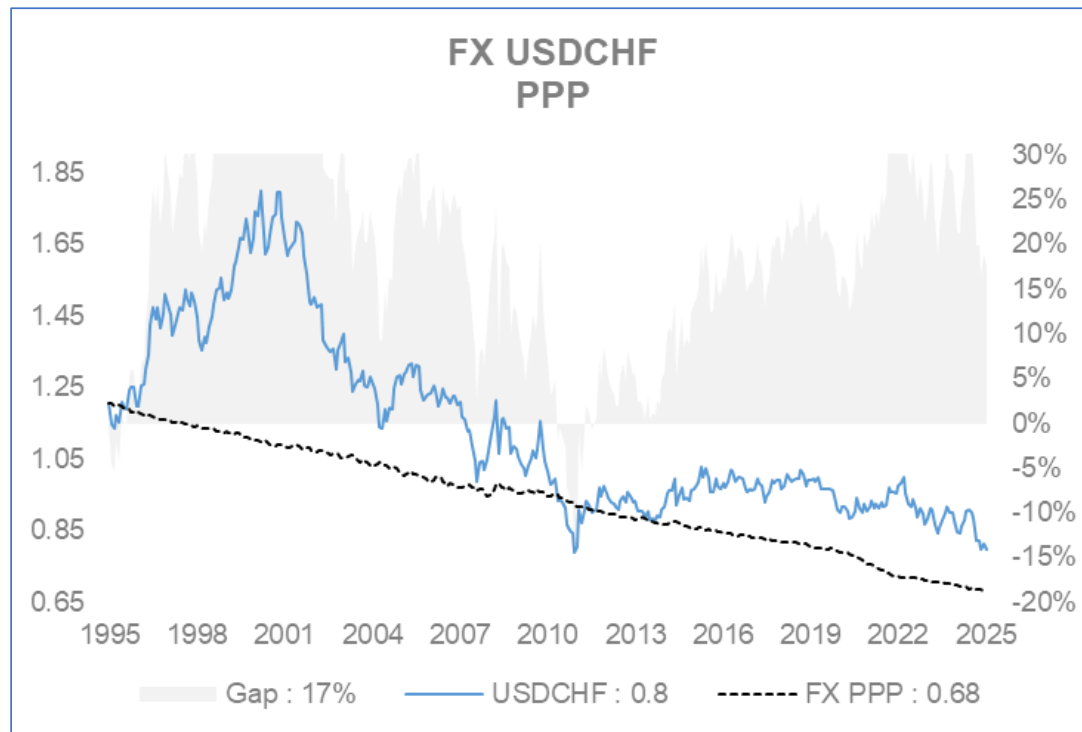
Où va le dollar ?

**Dans sa version relative (PPP),
le dollar est proche du juste prix**



Où va le dollar ?

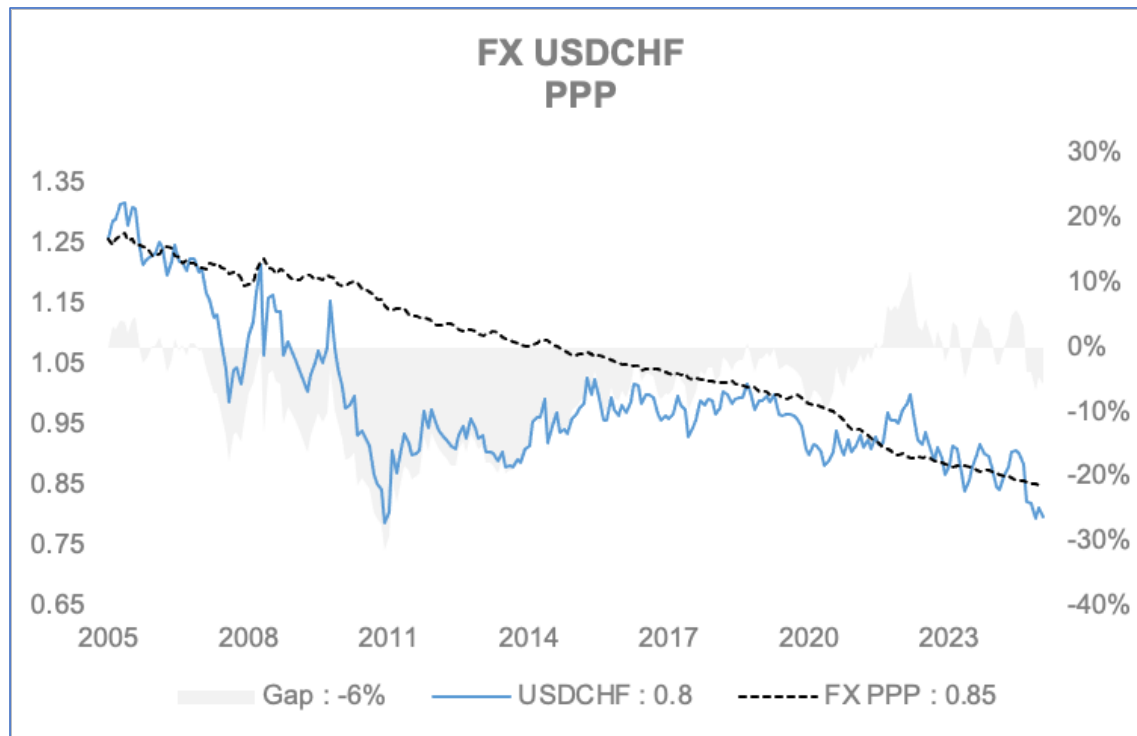
Les résultats dépendent des conditions initiales



Evalué sur les 30 dernières années,
le dollar est encore trop élevé !

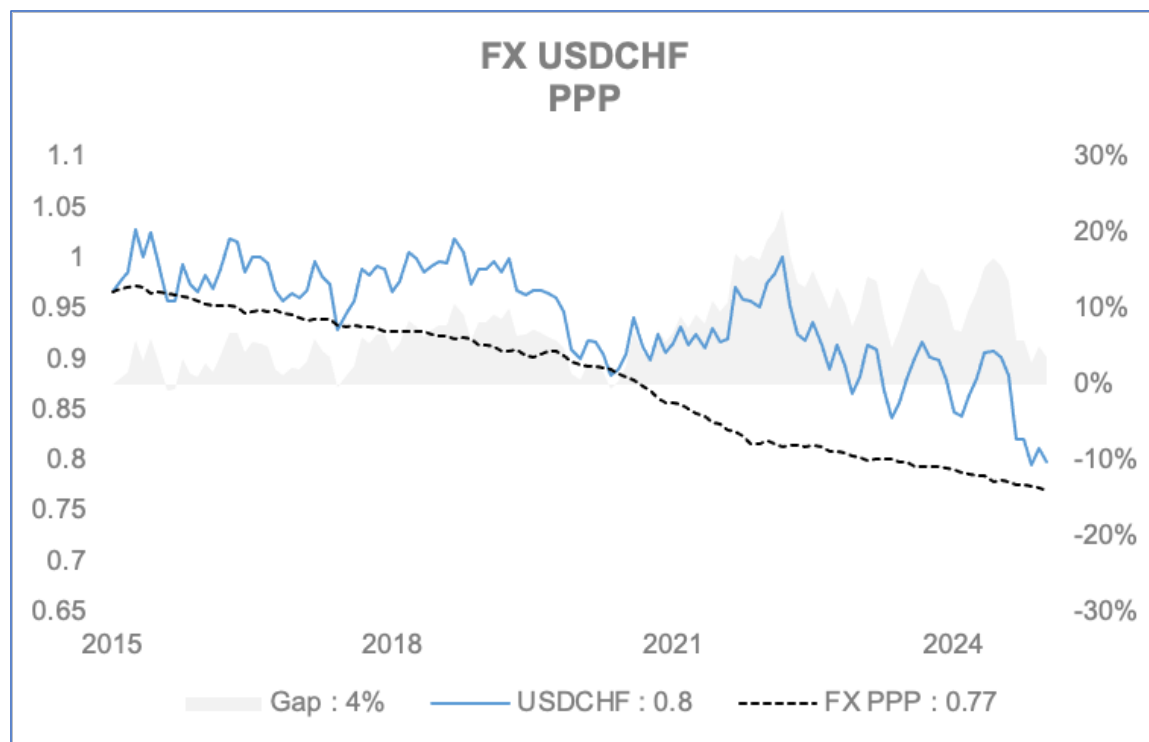
Où va le dollar ?

Sur les 20 dernières années, le dollar est trop bas !



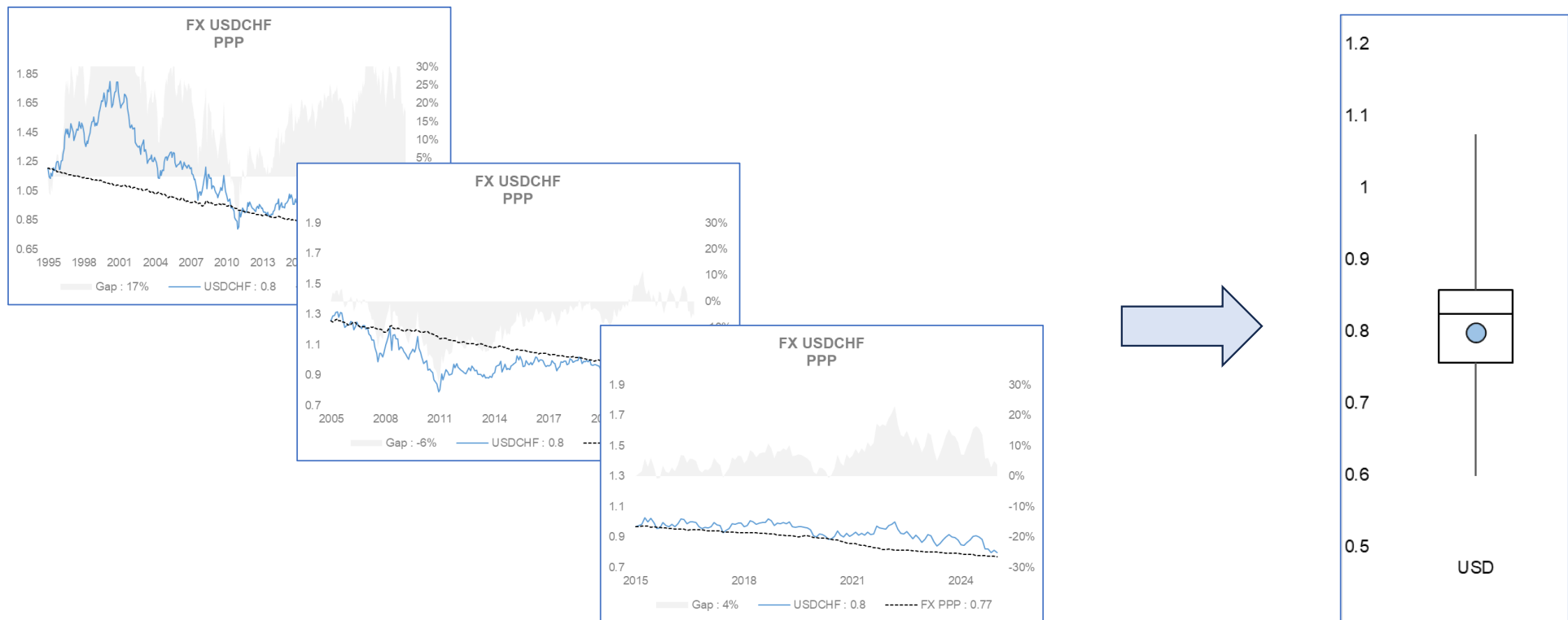
Où va le dollar ?

Sur les 10 dernières années, le dollar est proche de sa valeur théorique



Où va le dollar ?

Valeurs théoriques : l'intervalle est grand mais le cours actuel au centre de la distribution



Où va le dollar ?

La couverture est chère !

November 11, 2025	Interest rate
CHF (SARON)	-0.04%
USD (SOFR)	3.92%

} > 4%

Cette situation résulte de politiques monétaires divergentes

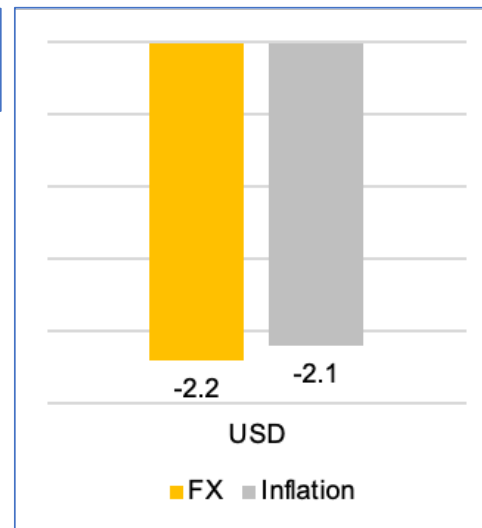
Sept. / Oct. 2025	Inflation rate
IPC (Suisse)	0.1%
CPI (US)	3.0%

} ≈ 3%

Où va le dollar ?

Selon la PPP, le change se déprécie à la vitesse du différentiel d'inflation

Différentiel moyen d'inflation sur 20 ans
et dépréciation des changes (FX)



Le coût de couverture est actuellement plus élevé que le différentiel d'inflation

Condition de rentabilité : il faut que le dollar se déprécie de plus de 4%

Où va le dollar ?

Prévisions officielles des banques centrales

Percent

Variable	Median ¹				
	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
June projection	1.4	1.6	1.8		1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
June projection	4.5	4.5	4.4		4.2
PCE inflation	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
June projection	3.0	2.4	2.1		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.1	2.6	2.1	2.0	
June projection	3.1	2.4	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0
June projection	3.9	3.6	3.4		3.0

Source : Fed

PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE SEPTEMBRE 2025

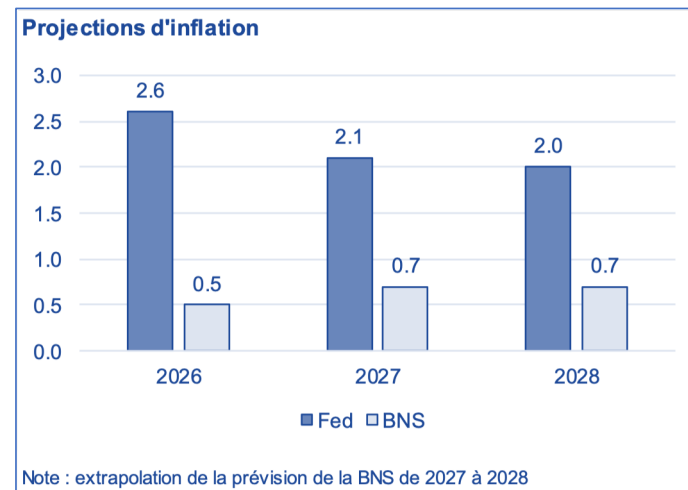
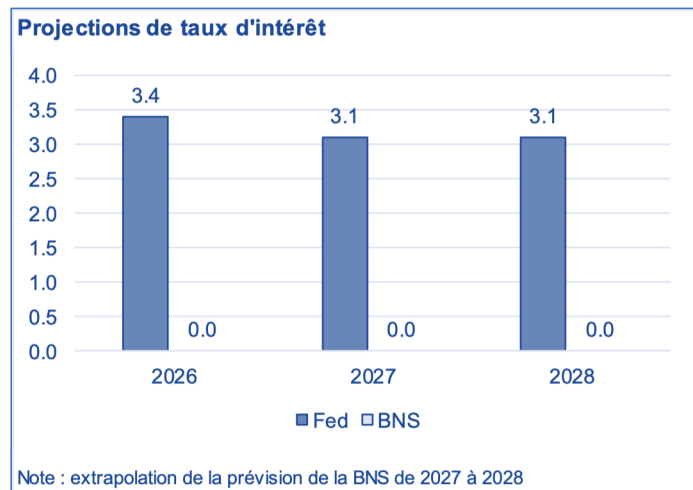
	2025				2026				2027				2028				2025	2026	2027
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de juin 2025, taux directeur BNS 0,0%		0,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7				0,2	0,5	0,7
Prévision de septembre 2025, taux directeur BNS 0,0%			0,2	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8			0,2	0,5	0,7

Source: BNS.

Dans cette perspective, le dollar devrait à terme se déprécier de moins de 2%

Où va le dollar ?

**Le coût de la couverture devrait s'alléger du moindre écart de taux d'intérêt
Mais il devrait rester plus élevé que le différentiel d'inflation**



Au cours de ces 20 dernières années,
le différentiel moyen de taux d'intérêt fut $< 2\%$

Où va le dollar ?

Les frais d'implémentation de couverture varient en fonction de l'actif sous-jacent

FX Execution Costs

After adjusting the gross performance differential between hedged and unhedged classes, we find the following costs that are attributable to FX execution costs:

Fund Type	Annualised Gross Performance Difference	Performance Difference Annualised Cost of Trading
Alternatives	-1.69%	-0.55%
Bonds	-2.21%	-0.52%
Commodities	-4.90%	-0.73%
Equities	-2.73%	-0.17%
Mixed Assets	-1.97%	-0.36%
Total	-2.33%	-0.42%

Source: NCFX/Lumint Corporation

Exhibit 4: A Comparison of Hedged and Unhedged Returns for a US Dollar-Based Investor (Average Annualized Returns of MSCI Hedged Indices and Their Unhedged Parent Indices, Gross Monthly Returns)

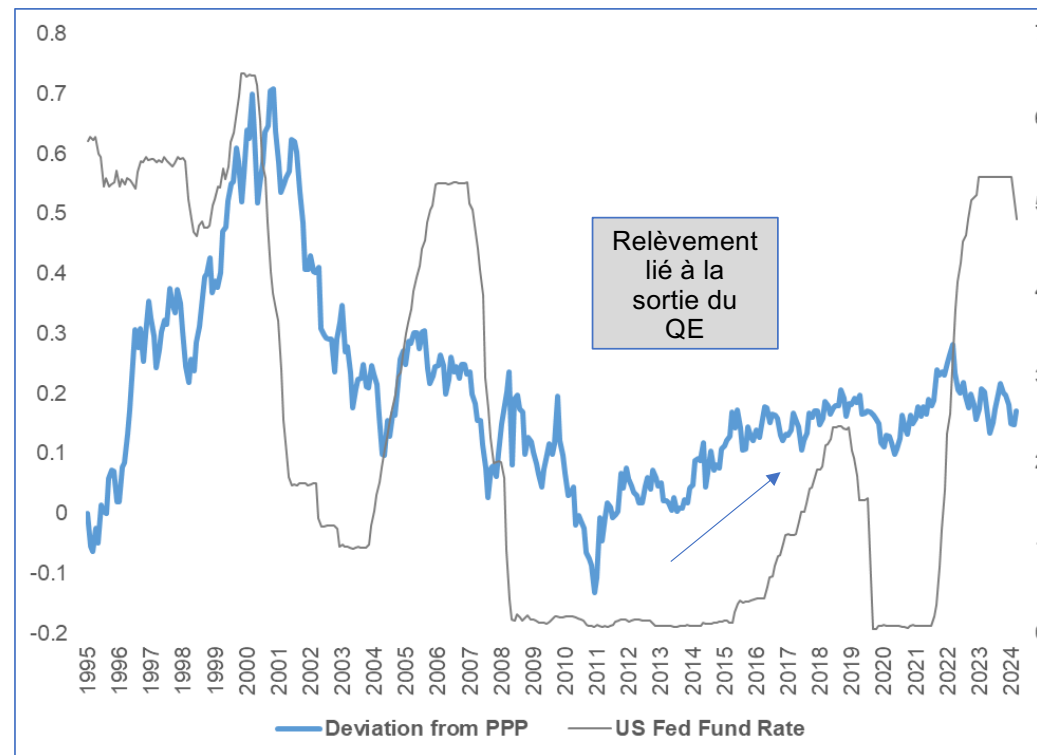
	January 2002 - February 2012		2011	
	Unhedged	Hedged	Unhedged	Hedged
MSCI World	5.09%	3.32%	-5.02%	-4.93%
MSCI EAFE	6.16%	2.37%	-11.73%	-11.69%
MSCI Emerging Markets	15.82%	11.65%	-18.17%	-14.12%
MSCI Brazil*	23.53%	-2.00%	-21.59%	-17.44%
MSCI Canada	10.91%	8.08%	-12.16%	-9.88%
MSCI Japan	4.02%	0.60%	-14.19%	-18.36%

Source: MSCI Data for Brazil begins in September 2010.

Où va le dollar ?

Peut-on croire la PPP ?

- Comment expliquer les fluctuations de court terme ?



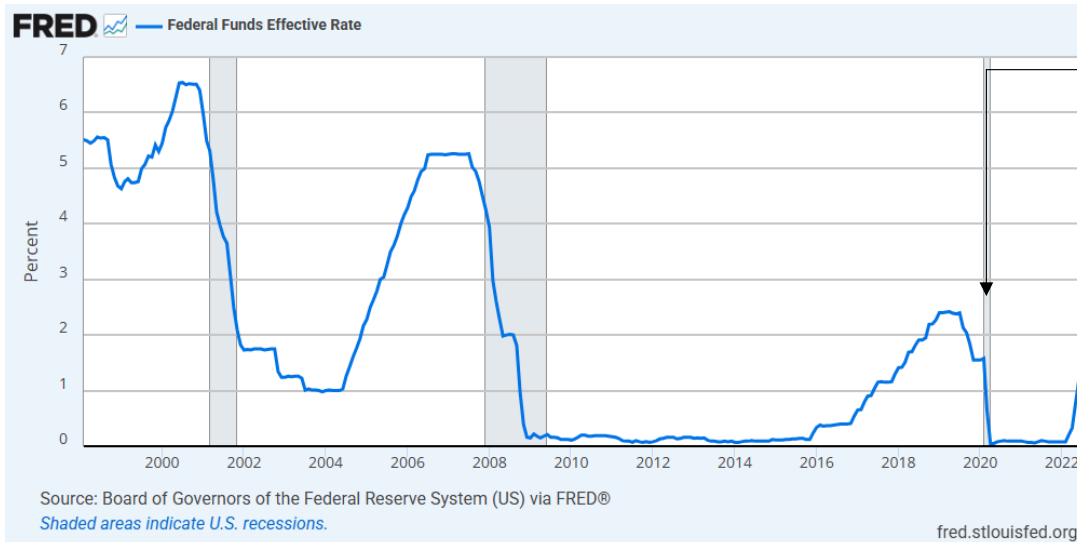
Où va le dollar ?

USDCHF

- Les plus fortes déviations ont été observées lors de récessions
- Ces épisodes ont été liés à de fortes chutes de taux d'intérêt

A venir ?

- Quel est le risque de voir les taux de la Fed s'effondrer ?



USDCHF	Diff. Inflation	Perf.
2024	-2.3%	2.9%
2023	-1.6%	-7.1%
2022	-3.6%	1.2%
2021	-5.5%	3.6%
2020	-2.2%	-9.6%
2019	-2.1%	-0.9%
2018	-1.2%	0.5%
2017	-1.3%	-3.2%
2016	-2.1%	2.4%
2015	-2.0%	2.0%
2014	-1.1%	9.1%
2013	-1.4%	-3.0%
2012	-2.2%	-1.1%
2011	-3.7%	-3.8%
2010	-1.0%	-5.8%
2009	-2.4%	-10.3%
2008	0.6%	0.6%
2007	-2.1%	-5.7%
2006	-1.9%	-7.4%
2005	-2.4%	13.9%
2004	-1.9%	-9.6%
2003	-1.3%	-12.1%
2002	-1.5%	-12.7%
2001	-1.2%	-2.2%
2000	-1.9%	6.7%
1999	-1.0%	16.4%

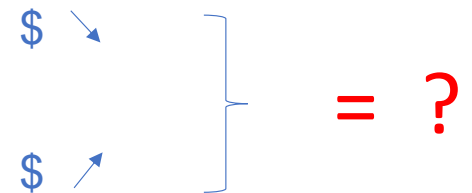
Où va le dollar ?

Selon la PPP

Si le différentiel d'inflation se maintient à 2%,
un dollar à 0.63 CHF d'ici 10 ans ?

L'impact des taxes douanières pourrait changer la donne !

- Si les prix sont plus chers, l'inflation sera d'autant plus élevée...
- S'il existe une offre locale,
la réduction des flux commerciaux devrait favoriser le dollar



Où va le dollar ?

Exercice théorique :

Quel serait l'impact des nouvelles taxes sur les échanges de Big Mac ?

Situation initiale (fictive)	
Prix en Suisse	3.85
Prix aux Etats-Unis	5.79
Frais de transport	20%
Prix du Big Mac « Made in Switerland »	4.6
FX	$4.6 / 5.79 = 0.8$

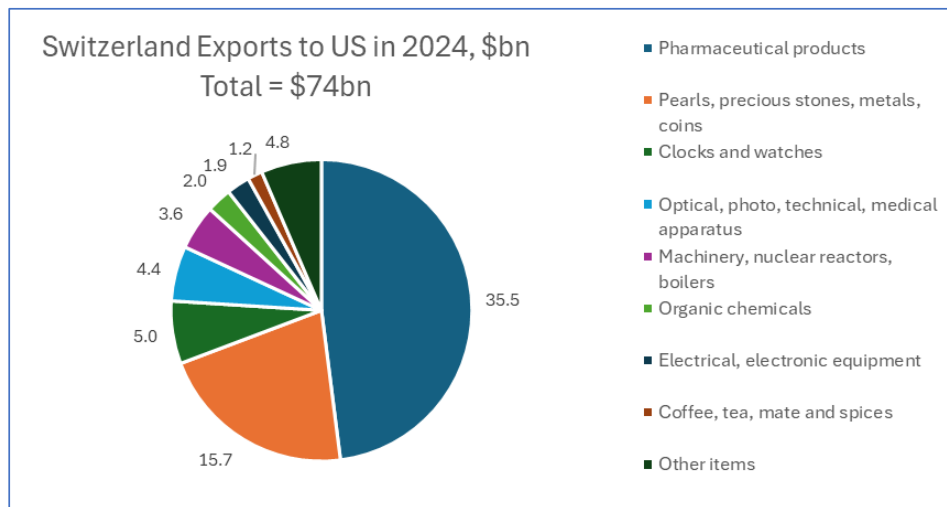


Nouvelle situation	
Prix en Suisse	3.85
Prix aux Etats-Unis	5.79
Frais de transport	20%
Taxes	39%
Prix du Big Mac « Made in Switerland »	6.4
FX	$6.4 / 5.79 = 1.1$

Où va le dollar ?

Quel sera l'impact des tarifs ?

- Le fromage de Gruyère risque d'être remplacé par un produit lacté français, moins taxé
- S'il est à prévoir des délocalisations, la force du franc pourrait se relâcher



FINANCIAL TIMES

HOME WORLD US COMPANIES TECH MARKETS CLIMATE OPINION LEX WORK & CAREERS LIFE & ARTS HTSI

Trump tariffs [+ Add to myFT](#)

Donald Trump announces 100% tariffs on branded pharmaceutical products

Drugmakers' shares fall modestly after president exempts companies with big US investments

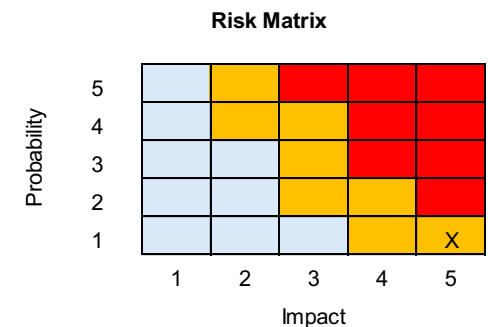
Novartis said it was unlikely to be affected by the 100 per cent tariffs because its product supply in the US would last until mid-2026 and five new sites in the country would be under construction before year-end.

Où va le dollar ?

To hedge or not to hedge ?

Éléments d'aide à la décision

- Couvrir ou non dépend de **la tolérance au risque et la capacité de risque**
- En raison du différentiel de taux d'intérêt, la couverture est **particulièrement chère**
- La dépréciation "naturelle" (PPP) est proche de 2%
- Mais un nouveau choc possible de la politique de Trump ?
 - Trump 2.0 semble pricé
 - Accord de Mar-a-Lago : impact énorme mais à faible probabilité



Où va le dollar ?

Questions d'aide à la décision

I. Un réduction drastique des taux d'intérêt US est-elle probable ?

- Probablement non, l'inflation est encore au-dessus de la cible
- Attention toutefois à l'ingérence de Trump au sein de la Fed (Stephen Miran)

II. Les grandes entreprises pharmaceutiques vont-elles délocaliser aux Etats-Unis ?

- Les FDI vont probablement augmenter ce qui a tendance à favoriser le dollar
- Constitution d'un offre locale de médicaments

III. Rétorsion : les investisseurs ont-ils fini de rebalancer leurs portefeuilles en dehors du \$?

- L'essentiel est probablement fait
- Le risque demeure en cas de nouveaux développements (nouvelle bataille commerciale, accord de Mar-a-Lago)

Où va le dollar ?



Merci de votre attention



Pittet Associés SA

Genève

Rue du XXXI-Décembre 8
Case postale 6227
1211 Genève 6

Lausanne

Avenue de la Gare 10
Case postale 1176
1001 Lausanne

Bern

Neuengasse 43
Postfach
3001 Bern

Sion

Rue des Galeries 3
1950 Sion

Zurich

Stampfenbachstrasse 7
8001 Zurich

info@pittet.net – www.pittet.net

T +41 58 100 5252

L'avenir compte.