

# Letter from The CIO

SEPTEMBRE 2025

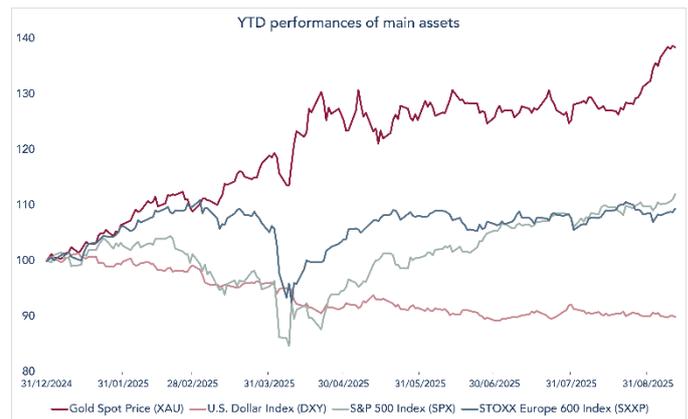
## Vers une reflation mondiale sous conditions ?

- **Une reprise modérée de la croissance mondiale** semble s'amorcer, tirée par les émergents et l'Europe.
- **Les actions progressent, soutenues par les valeurs défensives**, tandis que les obligations divergent ; l'or monte et le pétrole recule.
- **L'incertitude politique persiste**, notamment face au risque d'ingérence de la Maison-Blanche dans la Fed.

Le momentum des marchés actions est resté solide en août, soutenu par des données économiques encourageantes et une inflation globalement maîtrisée. L'instauration de nouvelles barrières douanières aux États-Unis a toutefois ravivé certaines pressions. Le marché de l'emploi américain constitue l'un des vents contraires, avec un ralentissement marqué observé ces dernières semaines. La saison des résultats confirme néanmoins la résilience de l'économie, près de 80 % des sociétés du S&P 500 dépassant des prévisions, certes prudentes. La réunion de Jackson Hole a marqué un tournant : Jerome Powell a adopté un ton plus accommodant, reconnaissant que le ralentissement de l'emploi et de la croissance pourrait justifier un assouplissement monétaire. Les marchés anticipent désormais une forte probabilité d'une baisse de 25 points de base du taux directeur de la Fed dès septembre.

Dans ce contexte porteur, les actions ont poursuivi leur progression : le S&P 500 a gagné 2,03 %, soutenu par les sociétés de « valeur ». Les secteurs des matériaux et de la santé se sont distingués, tandis que les sociétés industrielles et technologiques ont légèrement reculé. Le style défensif a été favorisé, le MSCI USA Defensive progressant de 3,5 % contre +0,7 % pour le MSCI USA Cyclical. Les petites et moyennes capitalisations ont enregistré un spectaculaire rattrapage, l'indice Russell 2000 bondissant de 7 %.

En Europe, la progression a été plus contrastée. L'EuroStoxx 600 a gagné +0,9 %, mais l'Allemagne et la France ont terminé en léger repli (-0,7 % et -0,8 %), tandis que le Royaume-Uni a brillé (+1,2 %). La rotation sectorielle a favorisé le style « Valeur » (MSCI Europe Value +2,04 % vs Growth +0,3 %). La Suisse s'est démarquée avec un SMI en hausse de +2,9 %, porté par Logitech (+8,5 %) et Novartis (+7,4 %), malgré la contre-performance d'Alcon (-11,3 %) et de Geberit (-3 %). Les marchés émergents ont également profité de ce momentum et d'un dollar affaibli, le Shanghai Composite progressant de +8,1 % et le Bovespa de +6,3 %.

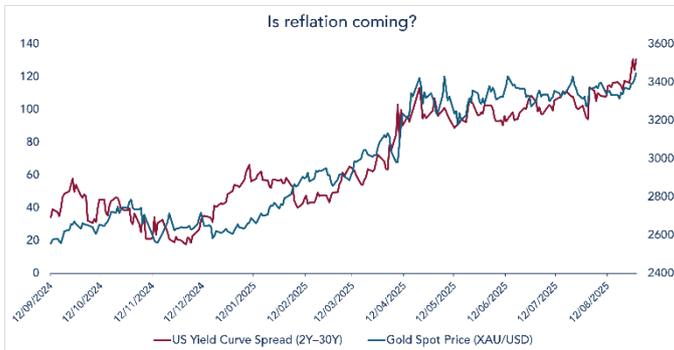
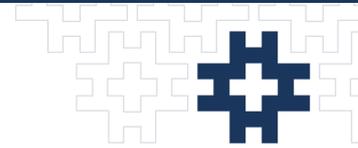


Source : Bloomberg / Banque Heritage

Sur le marché obligataire, les évolutions ont été contrastées. Aux États-Unis, le rendement des bons du Trésor à 10 ans a reculé de 4,38 % à 4,23 %, soutenu par les signes de ralentissement économique et les attentes de politique monétaire plus accommodante, tandis que le Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index a progressé de +1,2 %. En Europe, les rendements allemands sont restés stables, tandis qu'en France, ils ont augmenté à 3,49 %, reflétant l'instabilité politique et rapprochant le risque émetteur français de celui de l'Italie.

Sur le marché des matières premières, l'or a progressé de 4,8 % à 3 448 \$ l'once, soutenu par les anticipations de baisse des taux et la demande accrue des investisseurs et des banques centrales. L'énergie a connu un mouvement inverse : le Brent a chuté de -5,9 % à 67,44 \$ et le WTI de -7,4 % à 64,15 \$, sous l'effet d'une offre attendue plus élevée et d'une demande plus faible.

Enfin, sur le marché des changes, le dollar a reculé face aux principales devises, les investisseurs anticipant des baisses de taux aux États-Unis. La faiblesse s'est particulièrement ressentie face au yen japonais (-2,45 %) et à l'euro (-2,3 %).



Source : Bloomberg / Banque Heritage

Les indicateurs macroéconomiques publiés ces dernières semaines sont globalement rassurants et suggèrent une amorce de reprise de l'activité économique mondiale, hors États-Unis. En Asie, la Chine montre des signes de stabilisation, avec un PMI manufacturier proche de 50 (49,4 en août 2025), soutenu par des politiques de relance ciblées et un rebond dans certains secteurs industriels, tels que l'électronique et les semi-conducteurs. D'autres économies, comme le Vietnam ou la Thaïlande, semblent évoluer dans une phase de cycle économique plus avancée, portée par la consommation domestique et les exportations. La zone ASEAN pourrait ainsi enregistrer une croissance comprise entre 4 et 5 % en 2025.

En Europe, fragilisée depuis le début de la guerre en Ukraine, les signes d'amélioration sont également visibles. La lecture finale du PMI manufacturier HCOB de la zone euro a atteint 50,7 en août, signalant une expansion pour la première fois depuis juin 2022, tandis que l'indice PMI composite s'établit à 51,1. L'inflation reste globalement maîtrisée (core CPI : 2,3 %), légèrement au-dessus de l'objectif de la Banque centrale européenne. À ce stade, il nous semble probable que le cycle d'assouplissement monétaire soit arrivé à son terme pour 2025.

La grande question reste bien sûr la situation économique aux États-Unis, toujours soumise à une politique monétaire restrictive et où apparaissent des signes de fragilité. Le PIB américain du deuxième trimestre a surpris par sa vigueur (+3,3 %) mais ce chiffre mérite d'être interprété avec prudence : le restockage massif des entreprises au premier trimestre, en anticipation des nouvelles taxes à l'importation, a artificiellement gonflé la croissance au cours du deuxième semestre. Les données du troisième trimestre devraient

permettre une lecture plus précise de la dynamique économique réelle. À ce stade, certains indicateurs avancés, comme le GDP Now de la Fed d'Atlanta, suggèrent une croissance d'environ +3,0 %, ce qui pourrait surprendre à la hausse et indiquer que l'économie américaine conserve une certaine résilience malgré le resserrement monétaire.

Les fissures apparaissent cependant plus clairement sur le front de l'emploi. En août 2025, l'économie n'a créé que 22 000 emplois, un chiffre nettement inférieur aux attentes, tandis que les données de juin ont été révisées pour montrer une perte nette de 13 000 emplois, la première depuis décembre 2020. Parallèlement, le taux de chômage a augmenté à 4,3 %, son plus haut niveau depuis 2021, traduisant un marché du travail qui commence à s'affaiblir. Ces inquiétudes sont toutefois atténuées par la bonne santé des entreprises américaines : la saison des résultats a été robuste, avec près de 80 % des sociétés du S&P 500 dépassant les prévisions des analystes. L'inflation reste également surveillée : malgré un léger rebond en août, le Core PCE s'établit à 2,9 %, restant globalement stable et sous contrôle, mais au-dessus de l'objectif de la Réserve fédérale. Jerome Powell l'a annoncé : le pivot tant attendu pourrait se produire dès septembre avec une première baisse de 25 points de base, suivie de 1 à 2 autres baisses potentielles d'ici la fin de l'année, mais toujours conditionnées par les données économiques à venir. Powell a indiqué que le cycle d'assouplissement monétaire à venir serait prudent, cherchant à trouver un équilibre entre les risques liés à un marché de l'emploi en perte de vitesse et la nécessité de garder l'inflation sous contrôle.

Notre scénario central intègre désormais une probabilité modérée de rebond de la croissance mondiale dans les prochains mois et d'une entrée progressive dans une phase de reflation. Ce mouvement pourrait être soutenu par plusieurs facteurs : le cycle économique avancé dans les pays émergents (Chine, ASEAN), une reprise timide en Europe, une politique fiscale expansive susceptible de stimuler la demande, ainsi que l'impact des nouvelles barrières douanières.

Dans un tel contexte, les marchés financiers pourraient continuer à bénéficier de cette dynamique. Mais attention aux dérapages : une détérioration économique plus rapide que prévu ou un affaiblissement du marché du travail pourrait peser sur les actifs risqués. D'autres facteurs, tels qu'une ingérence politique de la Maison-Blanche au sein de la Fed ou un dérapage du déficit budgétaire, pourraient rapidement agir comme force de rappel pour les marchés actions.

Ce document est une publication marketing. Il est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recherche ou une analyse financière, une offre, un appel public à l'épargne, un conseil en investissement, une recommandation ou une invitation à acheter, souscrire, détenir ou vendre tout instrument financier et/ou à fournir un service financier. En outre, ce document ne prend pas en considération la situation personnelle, les objectifs d'investissement ou les connaissances, les besoins et la classification de toute personne susceptible de recevoir ce document, sauf indication contraire. Aucune vérification n'est effectuée par Banque Heritage SA quant au caractère approprié et/ou adéquat des informations mises à disposition. Les risques généraux liés aux services financiers et aux investissements sont expliqués dans la brochure de l'Association suisse des banquiers sur les risques liés au négoce d'instruments financiers [www.swissbanking.ch]. Les risques spécifiques liés aux instruments financiers mentionnés dans ce document sont décrits dans les éventuels prospectus et fiches d'information de base (KID), qui sont disponibles gratuitement auprès de Banque Heritage SA. Toute décision d'investissement doit être fondée sur une étude préalable de la documentation et notamment du prospectus et de la fiche d'information de base, le cas échéant. Cette présentation et son contenu ne doivent pas être distribués, transmis ou visualisés par une personne dans une juridiction où la distribution, la transmission ou la visualisation de ce document serait illégale en vertu des lois sur les valeurs mobilières ou autres lois de cette juridiction ou de toute autre juridiction. Ce document n'est pas le résultat d'une analyse financière au sens de la Directive bancaire suisse sur l'indépendance de la recherche financière, qui ne s'applique pas à cette publication. En conséquence, les opinions exprimées dans ce document doivent être considérées comme des commentaires de marché à court terme, à des fins d'information uniquement. En tant que telles, les opinions exprimées dans ce document sont uniquement indicatives et peuvent être sujettes à des changements fréquents sans préavis. Chaque personne doit faire sa propre analyse indépendante des risques (y compris juridiques, réglementaires et fiscaux), avec des conseillers professionnels si nécessaire, avant d'investir dans un titre, un instrument financier ou un marché financier mentionné dans le présent document. Les investisseurs doivent en particulier garder à l'esprit que les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie des performances actuelles ou futures. Les informations fournies sont basées sur des sources jugées fiables. Toutefois, Banque Heritage SA ne garantit pas leur exhaustivité ou leur exactitude et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou tout dommage résultant de leur utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, évaluations de marché et calculs contenus dans ce document sont susceptibles d'être modifiés sans préavis. Son contenu est destiné au seul destinataire et ne doit pas être reproduit, publié, diffusé ou divulgué à toute autre personne sans l'accord préalable de Banque Heritage SA. Aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite par Banque Heritage SA concernant le matériel contenu dans cette présentation. A l'exception de la responsabilité légale qui ne peut être exclue, la Banque, ses administrateurs, dirigeants, employés, conseillers et agents n'acceptent expressément aucune responsabilité quant à l'exhaustivité du matériel contenu dans cette présentation, ou toute opinion contenue dans ce document, et n'assument aucune responsabilité quelle qu'elle soit en relation avec l'utilisation de toute information contenue dans cette présentation.