

Letter from The CIO

OCTOBRE 2025

Marchés en apesanteur : entre euphorie et prudence

- **Les marchés poursuivent leur élan**, portés par la première baisse de taux de la Fed et une économie américaine solide.
- **La frénésie autour l'IA dope la tech**, mais ravive les craintes d'une bulle spéculative.
- **L'or atteint un record historique** et confirme son rôle de valeur refuge.

Les marchés ont poursuivi leur dynamique en septembre, soutenus par la première baisse de taux de 25 points de base de l'année aux États-Unis, une croissance américaine révisée à la hausse, et une inflation stable.

Malgré les signes de ralentissement du marché de l'emploi, l'économie américaine continue de faire preuve d'une résilience remarquable. Cette solidité alimente la confiance des investisseurs, malgré des valorisations élevées sur les marchés actions. Cette vigueur pourrait continuer à soutenir les bénéfices de certains secteurs clés. Ces bonnes nouvelles compliquent toutefois la tâche de la Réserve fédérale, contrainte de concilier un marché du travail en détente et une inflation toujours supérieure à son objectif de 2 %.

Dans cet environnement favorable, les marchés actions ont évolué de manière désynchronisée en septembre. Aux États-Unis, le S&P 500 a clôturé en hausse de 3,6 %, tiré par le secteur technologique, grand bénéficiaire des investissements massifs dans l'intelligence artificielle. Les utilities ont profité de la baisse des taux, tandis que le secteur financier a été pénalisé. L'énergie a terminé en queue de peloton, impactée par le repli des prix du pétrole.

En Europe, les performances ont été plus contrastées : le Stoxx 600 a progressé de 1,5 %, le DAX allemand a légèrement reculé de 0,1 %, et le CAC 40 français a rebondi de 2,7 %. La Suisse a connu un mois difficile avec un SMI en baisse de 0,5 %, malgré de belles performances individuelles comme celles de Richemont (+8,4 %), ABB (+6,8 %) et Logitech (+5,0 %). Les marchés émergents ont continué de profiter de l'assouplissement monétaire américain, le MSCI Emerging Markets enregistrant une hausse de plus de 7 %, tandis que le Japon a poursuivi sa progression avec un indice Topix en hausse de 2,9 %.

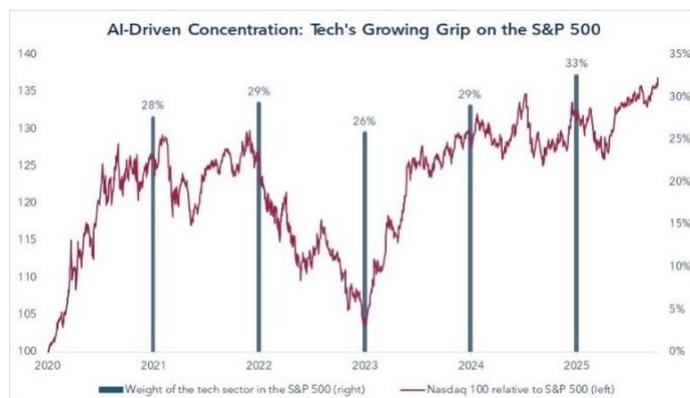
Sur le marché obligataire, l'évolution a été plus synchronisée. Les anticipations d'un essoufflement du marché de l'emploi aux États-Unis, combinées à la reprise de l'assouplissement monétaire de la Fed, ont fait reculer le rendement des bons du

Trésor à 10 ans de 4,23 % à 4,15 %. L'emprunt à 30 ans a enregistré l'une des baisses les plus marquées, reculant de 19 points de base à 4,73 %, traduisant les attentes d'une croissance plus faible et de conditions monétaires plus accommodantes. L'indice Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index a progressé de 1,1 %, tandis qu'en Europe, les rendements allemands à 10 ans sont restés stables à 2,70 %.

Sur le front des matières premières, l'or a enregistré une progression spectaculaire de plus de 11 %, sa meilleure performance mensuelle depuis plus de dix ans, tandis que le pétrole a poursuivi sa correction, le baril américain reculant de 2,6 \$.

Enfin, du côté des devises, l'euro est resté stable face aux principales monnaies, soutenu par une inflation maîtrisée et des messages prudents de la BCE. Le dollar s'est légèrement affaibli contre l'euro en fin de mois sur fond d'inquiétudes autour d'une possible fermeture du gouvernement américain.

Nous continuons d'observer, en ce début de mois d'octobre, une forme de schizophrénie sur les marchés financiers, où la hausse des actions contraste avec les risques sous-jacents.



Source : Bloomberg / Banque Heritage



Cette dynamique est soutenue par les anticipations d'une baisse prochaine des taux directeurs de la Fed et par la résilience des données macroéconomiques, mais elle est amplifiée par les investissements massifs dans l'intelligence artificielle par les grandes entreprises technologiques. Les récents partenariats entre OpenAI, Nvidia et AMD illustrent cette frénésie tout en mettant en lumière une interdépendance croissante au sein de l'écosystème de l'IA. Nvidia prévoit un investissement pouvant atteindre 100 milliards de dollars dans OpenAI, incluant l'acquisition progressive d'actions de la société, tandis qu'AMD fournira des puces d'IA et pourrait acquérir jusqu'à 10 % du capital de la société, générant potentiellement des revenus annuels de plusieurs dizaines de milliards de dollars. Ces annonces ont entraîné des hausses spectaculaires des valorisations, avec par exemple une progression de plus de 30 % pour AMD en une seule journée, et renforcent les liens financiers entre les acteurs du secteur, comme le montre l'investissement de 5 milliards de dollars de Nvidia dans Intel.

Cette effervescence soulève également des interrogations sur la durabilité et l'intégrité de cette croissance. Goldman Sachs évoque le risque d'une "croissance circulaire", un écosystème fermé et autoalimenté. Cette concentration accentue les craintes d'une activité artificiellement gonflée et d'une possible bulle spéculative à moyen terme, que les investisseurs ne semblent pas encore refléter dans leurs décisions d'investissement.

Cette dualité se retrouve également sur le marché de l'or, qui a franchi pour la première fois la barre symbolique des 4 000 dollars l'once, après une hausse de plus de 50 % depuis le début de l'année. Cette flambée reflète la défiance envers le dollar et la dette américaine sur un fond de crise politique en France, de *shutdown* aux États-Unis et de tensions géopolitiques en Europe et au Proche-Orient. L'or apparaît ainsi comme l'indicateur par excellence d'une méfiance des investisseurs non encore intégrée dans les marchés financiers, particulièrement face au rallye technologique. Bien qu'il serve de valeur refuge, sa progression souligne le décalage entre l'optimisme affiché sur les actions et la prudence réelle face aux risques macroéconomiques et géopolitiques.

Malgré cette apparente schizophrénie et les tensions évoquées, notre scénario central reste constructif. L'économie américaine demeure solide, et certains indicateurs, comme le GDPNow de la Réserve fédérale d'Atlanta, pointent même vers une croissance du troisième trimestre comparable à celle du deuxième. L'inflation, encore au-dessus des objectifs de la Fed, semble contenue, et nous n'anticipons pas de dérapage incontrôlé lié aux droits de douane. Le marché de l'emploi devrait continuer à montrer des signes de ralentissement au quatrième trimestre, renforçant la probabilité de deux nouvelles baisses de taux d'ici la fin de l'année.

Face à ces perspectives contrastées, nous restons attentifs aux déséquilibres et risques latents, notamment à la concentration des flux dans le secteur technologique et à l'essor d'une économie dopée artificiellement. Nous privilégions une approche prudente et diversifiée, tant en termes de secteurs que de classes d'actifs, afin de limiter l'exposition à ces risques spécifiques. Nous maintenons notre position surpondérée sur l'or, qui demeure, à nos yeux, le seul véritable rempart face aux incertitudes macroéconomiques, géopolitiques et financières.



Source : Bloomberg / Banque Heritage