BANQUE HERITAGE

Letter from the CIO
Novembre 2026

Washington change, les fondamentaux résistent

01
Octobre marque une rotation vers les secteurs défensifs, tandis que les obligations retrouvent leur rôle d'amortisseur.

02
La croissance tient bon, mais l'énergie entretient l'inflation et la Fed comme la BCE pourraient encore durcir le ton en décembre.

03
Les démocrates prennent le contrôle du Congrès, mais le veto présidentiel limite leur marge, l'enjeu devenant surtout budgétaire.

01

Octobre : la grande rotation

Octobre a pris le contre-pied de septembre. La concentration extrême autour de la technologie s'est partiellement résorbée au profit des secteurs défensifs, value et cycliques, tandis que les obligations ont retrouvé leur fonction de diversification.

Aux États-Unis, le S&P 500 termine en léger repli de 0,9 %, mais cette stabilité apparente masque des écarts importants. Le Nasdaq recule de 5,3 %, alors que le Dow Jones progresse de 1,8 % et le Russell 2000 de 0,6 %. Les services de communication (-15,0 %) et la technologie (-6,9 %), principaux gagnants du mois précédent, corrigent fortement. À l'inverse, l'énergie (+13,9 %), la consommation de base (+11,8 %), les utilities (+10,2 %) et la santé (+9,4 %) surperforment nettement. Le facteur *value* reprend ainsi l'avantage, avec un MSCI US Value en hausse de 3,5 %, contre -5,4 % pour le MSCI US Growth.

L'Europe suit la même trajectoire. Le Stoxx 600 progresse de 2,0 % et le DAX de 2,5 %, soutenus par la santé (+14,1 %), l'énergie (+13,7 %) et la consommation de base (+12,5 %), tandis que la technologie et les financières restent à la traîne. Grâce à son biais défensif, la Suisse se distingue avec un SMI en hausse de 7,1 %. L'Asie et les marchés émergents ont en revanche été sous pression. Le MSCI Emerging Markets recule de 8,0 %, le Hang Seng de 5,2 % et le Bovespa de 9,9 %. Malgré ces divergences, le bilan depuis le début de l'année reste solide, avec +11,8 % pour le S&P 500, +12,4 % pour le Stoxx 600 et +15,1 % pour le SMI.

Le marché obligataire a, pour sa part, apporté un soutien appréciable aux portefeuilles. Après avoir atteint 5,27 % fin septembre, le rendement du Treasury américain à 10 ans est revenu à 4,91 %, tandis que celui du Bund allemand s'est détendu à 3,32 %, contre 3,58 %. Contrairement à septembre, la corrélation entre actions et obligations s'est normalisée, permettant à la diversification traditionnelle de jouer de nouveau son rôle d'amortisseur.

Les matières premières ont évolué dans des directions opposées. Le WTI s'est envolé de 15,2 % à 104 dollars le baril, portant sa progression depuis janvier à plus de 80 %. L'or a corrigé de 6,8 % à 3 875 dollars l'once, tandis que l'argent (-18,7 %), le platine (-16,4 %) et le palladium (-19,0 %) ont subi des baisses encore plus marquées. Sur le marché des changes, le franc suisse a pleinement joué son rôle de valeur refuge, s'appréciant de 2,8 % face à l'euro et de 1,3 % face au dollar. Au final, octobre a récompensé les portefeuilles plus équilibrés et moins dépendants du seul facteur croissance.

02

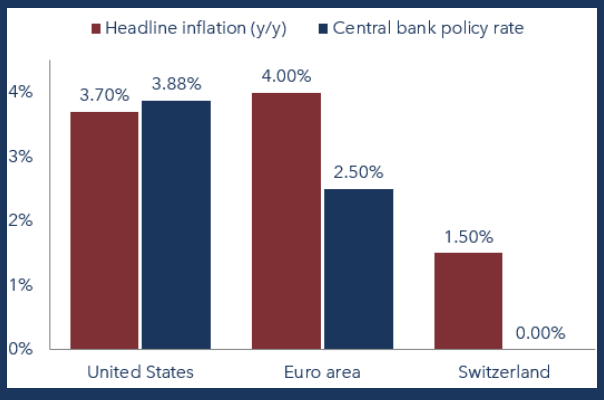
La croissance résiste, l'inflation aussi

Les données économiques font preuve de résilience. Aux États-Unis, la croissance du troisième trimestre atteint 3,4 % en rythme annualisé, au-dessus des attentes et en nette accélération par rapport au trimestre précédent. La confiance des ménages rebondit en octobre et les inscriptions hebdomadaires au chômage restent proches de leurs plus bas historiques. Un signal mérite toutefois d'être surveillé. La consommation réelle a stagné en septembre, la hausse des prix de l'énergie commençant à peser sur le pouvoir d'achat.

En Europe, la croissance a également surpris positivement, avec un PIB de la zone euro en hausse de 0,4 % au troisième trimestre, mais les divergences nationales restent marquées. L'Allemagne progresse de 0,2 % et l'indice IFO poursuit son amélioration, tandis que l'Italie stagne et que la France se contracte légèrement de 0,1 %. Cette fragilité française se reflète aussi sur les marchés obligataires, avec un rendement de l'OAT à 10 ans proche de 5 % et un spread contre Bund autour de 165 points de base. En Suisse, l'inflation a accéléré à 1,5 % en octobre, principalement sous l'effet de l'énergie, mais reste dans la plage de stabilité des prix de la BNS, qui a maintenu son taux directeur à 0 %.

Taux directeurs et inflation

Inflation globale et taux directeur, dernières données disponibles (%)



Source : Banque Heritage, BLS, Eurostat, OFS, Fed, BCE, BNS. Données au 04/11/2026 (chiffres fournis par la Banque Heritage).

Pour les prochains mois, l'énergie et l'inflation seront les deux variables clés. Le choc pétrolier s'est intensifié en octobre, avec un Brent proche de 118 dollars après l'attaque d'un pétrolier dans le détroit d'Ormuz, alimentant une remontée de l'inflation aux États-Unis comme en zone euro. Les mesures sous-jacentes restent toutefois plus contenues, à 3,1 % pour le PCE américain et 2,5 % en zone euro.

Le résultat des élections de mi-mandat semble néanmoins modifier la perception du risque à court terme. Les marchés intègrent désormais la perspective d'un engagement américain plus limité au Moyen-Orient, ce qui a entraîné une forte correction du Brent début novembre. Une détente durable sur l'énergie allégerait mécaniquement les pressions inflationnistes et réduirait le besoin de resserrement monétaire supplémentaire. Décembre reste une échéance importante. La Fed comme la BCE pourraient encore durcir leurs conditions monétaires. Nous n'y voyons pas un changement de régime, mais davantage une phase de gestion du risque inflationniste lié à l'énergie, dans un environnement où la croissance est, à ce stade, globalement solide.

03

Fin d'année : nouvelle donne à Washington, mêmes convictions

Le scrutin du 3 novembre rebat les cartes à Washington sans modifier fondamentalement notre scénario. Les démocrates prennent le contrôle des deux chambres, mais leur marge de manœuvre sera contrainte par le veto présidentiel et les règles de majorité au Sénat.

Pour les marchés, l'enjeu sera donc moins législatif que budgétaire. Chaque camp défendant ses propres priorités, les compromis risquent davantage de se faire par l'addition que par la discipline, alors que le déficit reste élevé malgré une croissance solide. Après le stimulus déjà significatif du « One Big Beautiful Bill », les besoins de financement du Trésor continueront d'alimenter la volatilité des les taux longs, dont la récente détente ne doit pas masquer la sensibilité structurelle à l'offre de dette.

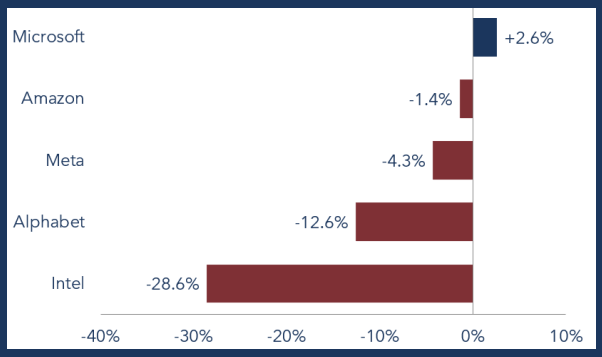
Cette nouvelle configuration politique ne signifie pas pour autant un retrait de l'exécutif. Politique commerciale, immigration et politique étrangère relèvent largement du ressort présidentiel, et la fermeté face à la Chine demeure bipartisane. Le conflit avec l'Iran continuera toutefois de faire peser un risque haussier sur le pétrole et, par ricochet, sur l'inflation.

À un niveau plus local, plusieurs gouverneurs nouvellement élus souhaitent encadrer plus strictement le développement des data centers,

notamment sur les permis, la consommation d'eau et le coût de l'énergie. Le risque est ciblé, mais il touche directement le cycle d'investissement dans l'intelligence artificielle, devenu l'un des principaux moteurs de la croissance des investissements et des bénéfices américains. Son ampleur dépendra de la politique effectivement mise en œuvre, qui pourrait sensiblement différer des annonces et promesses de campagne.

C'est précisément là que la saison des résultats apporte un élément de discipline bienvenu. Les bénéfices du S&P 500 progressent d'environ 30 à 32 % sur un an et 82 % des sociétés ayant publié

La croissance liée à l'IA ne suffit plus
Réaction des cours de Bourse aux résultats du T3 2026 (%)



Source : Banque Heritage, Bloomberg, CMF Hebdo. À titre indicatif uniquement ; ne constitue en aucun cas une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque.

dépassent les attentes, mais le marché devient nettement plus sélectif. La croissance liée à l'IA ne suffit plus : les investisseurs exigent désormais une meilleure visibilité sur le retour sur capital, les marges et la génération de cash-flow. La réaction contrastée à Alphabet et Microsoft illustre bien ce changement d'attitude. Le marché continue de payer la croissance, mais plus à n'importe quel prix.

Notre positionnement reste donc constructif, mais plus sélectif. Nous restons investis en actions, portés par une croissance robuste et des bénéfices solides, tout en réduisant progressivement l'exposition aux valeurs technologiques les plus dépendantes du cycle d'investissement dans l'IA, au profit d'entreprises de croissance de qualité, dotées de bilans solides, de marges élevées et de flux de trésorerie récurrents. Côté obligataire, le niveau actuel des taux offre toujours un portage attrayant et a de nouveau démontré son utilité dans les portefeuilles.

La volatilité liée à Washington, à l'IA ou au pétrole devrait persister. Nous y voyons davantage une opportunité de renforcer des actifs de qualité qu'une raison de remettre en cause notre scénario central.

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.