

POINT CONJONCTURE

DECEMBRE 2025



15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE

Site internet : [www.asset-ms.ch](http://www.asset-ms.ch)

Tel : + 41 22 73 13 263

Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

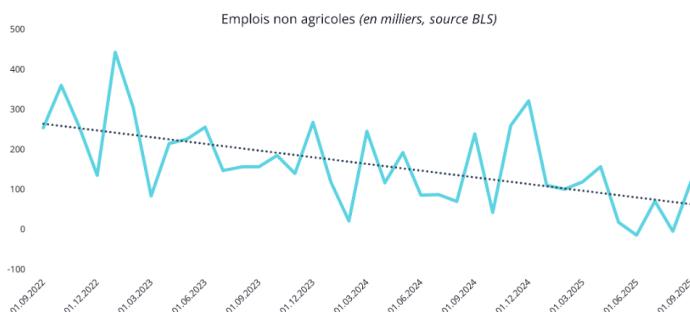
## SITUATION MACRO-ECONOMIQUE

### ETATS-UNIS

#### LE SENTIMENT DES CONSOMMATEURS AU PLUS BAS ?

Les économistes le savent : la consommation est un élément essentiel de l'économie américaine. La consommation dépend de l'emploi et du sentiment du consommateur.

Les créations d'emploi ont nettement rebondi en septembre avec +119.000 emplois créés vs + 50.000 attendus. (graphique ci-dessus)



En revanche, le sentiment du consommateur de l'Université du Michigan est au plus bas. (graphique ci-dessus).



L'accès au logement reste compliqué pour la classe moyenne en raison de la hausse des prix de l'immobilier (rappelons que le logement compte pour 44% dans l'indice des prix à la consommation)

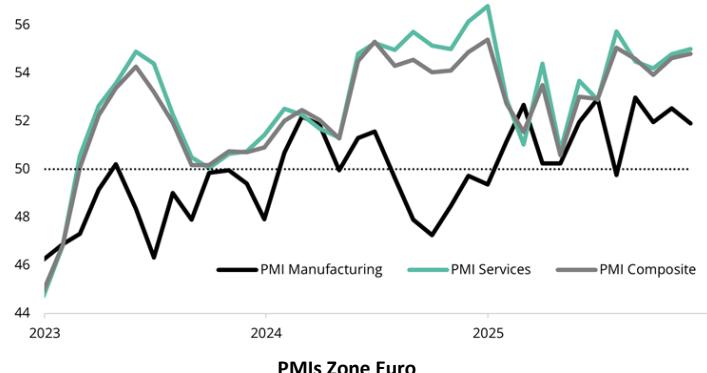
\*\*\*

### LES INDICES PMI

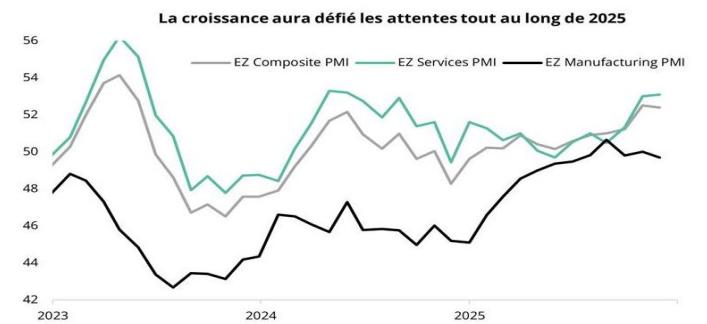
#### REBOND DES INDICES PMI SERVICES AUX ETATS-UNIS COMME EN EUROPE

Aux Etats-Unis, comme en Europe, l'activité des Services prend le relai du secteur industriel ; l'indice PMI MANUFACTURER poursuit sa tendance baissière alors que l'on assiste à un rebond de l'indice PMI SERVICES.

PMIs Etats-Unis



PMIs Zone Euro



### LA CONCURRENCE CHINE - EUROPE

La montée en gamme de la Chine se réalise sur les secteurs dans lesquels l'Europe détenait ses principaux avantages compétitifs – AUTOMOBILE – AERONAUTIQUE – CHIMIE – MACHINES OUTILS.

Pour l'EUROPE c'est non seulement un risque pour son marché intérieur maintenant concurrencé par la Chine mais également pour ses exportations, également en concurrence avec la Chine sur les secteurs précités.

## LES MARCHES DE TAUX

### ETATS-UNIS - RETOUR DU QUANTITATIVE EASING

Le 29 octobre, la **FED a baissé ses taux de 25bp**, ce qui donne une fourchette de taux directeurs de 3,75% - 4,00%. Bien que l'inflation soit supérieure à l'objectif de la FED (3% en septembre), celle-ci s'est révélée inférieure aux attentes ; mais ce sont les mauvais chiffres de l'emploi qui ont finalement emporté la décision de la FED de baisser ses taux.

Par ailleurs, la **FED a décidé de suspendre sa politique de réduction de son bilan**. Le niveau des réserves bancaires a en effet baissé depuis quelques semaines. La relance du « Quantitative Easing » est un outil majeur de la politique monétaire puisqu'elle agit sur les taux longs par le biais d'achats d'emprunts d'Etat par la banque centrale.

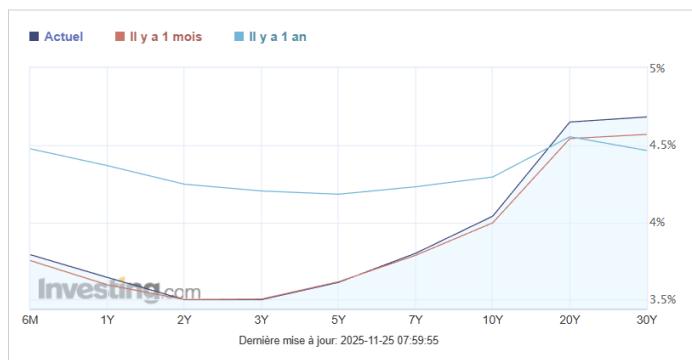
La reprise de cette politique de rachats d'actifs aura pour conséquence une augmentation de la liquidité du système financier.

\* \* \*

En dépit de statistiques favorables sur le marché de l'emploi américain (+119.000 vs 50.000 attendus) pour le mois de septembre, les investisseurs ont remonté leurs prévisions de baisse des taux pour le mois de décembre, ce qui nous paraît exagérément optimiste.

États-Unis >

Courbe de taux



### PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX

Les incertitudes sur les dettes publiques en Europe comme aux Etats-Unis a pour conséquence un maintien des taux longs à des niveaux élevés, alors même que les banques centrales baissent leurs taux directeurs. Cet écart entre les taux courts et les taux longs appelé « pentification de la courbe des taux » est le reflet de **l'incertitude des investisseurs obligataires face à la soutenabilité des dettes publiques** d'une part et face à **la persistance de l'inflation** d'autre part.

- Aux Etats-Unis la dette représente 120% du PIB (contre 33% en 2000)
- En Europe, les dettes publiques ont fortement progressé
- Influence des gouvernements sur les banques centrales remet en cause le cadre institutionnel

Ces éléments de risques incitent les investisseurs à exiger une meilleure rémunération pour les emprunts d'état.

\* \* \*

**Quelles sont les conséquences de cette pentification de la courbe des taux ?**

- La pentification de la courbe des taux amoindrit l'effet des politiques monétaires ; les entreprises comme les ménages, se refinancent principalement à moyen - long terme.
- Lorsque la banque centrale baisse ses taux, celle-ci abaisse le coût du capital et favorise les investissements en actifs risqués, notamment des actions, au moment même où ces actifs ne pourront plus être protégés par une politique monétaire qui a perdu de son efficacité.

En résumé, la pentification de la courbe des taux est un frein à l'économie et amoindrit l'efficacité des politiques monétaires.

## IA – ANATOMIE D'UNE BULLE POTENTIELLE ?

Peter Thiel a vendu 100% de sa position sur NVIDIA et Michael Burry a pris des positions vendeuses sur les actions PALANTIR et NVIDIA. Pourquoi ?

Les clients de NVIDIA ( OpenAI, Anthropic, Mistral) parviendront-ils à rentabiliser les investissements massifs réalisés dans les data centers d'IA ?

Quels sont aujourd'hui les risques liés à la très forte valorisation des valeurs liées à l'IA que nous identifions

**1/ Le premier risque est ce que l'on pourrait appeler l'économie circulaire avec le risque systémique que ceci entraîne.**

NVIDIA a investi directement dans le capital de certains de ses clients comme OPENAI, NSCALE et COREWEAVE afin de leur permettre d'acheter les puces NVIDIA. **Cette pratique augmente le risque systémique** en cas de retournement du marché.

Les plus optimistes diront que NVIDIA a largement les moyens de sa politique mais cela augmente néanmoins le risque sur l'ensemble des sociétés concernées.

**2/ Le second risque est celui d'un recours de plus en plus important à l'endettement.**

Les sociétés de la tech américaine ont dans l'ensemble une trésorerie abondante mais **certaines ont déjà émis de la dette pour faire face aux investissements importants entrepris** – META et ORACLE ont émis respectivement USD 30 milliards et USD 18 milliards sur le marché obligataire.

Les sociétés de la tech font progressivement passer le risque vers la dette privée ou vers la dette publique.

**3/ Le troisième risque est celui d'un retour sur investissement insuffisant par rapport aux attentes**

Les investissements ont été très importants et certaines valorisations sont anormalement élevées (PALANTIR se paie X 130 le résultat net 2025 et 75X les ventes 2025).

## IA – CONCENTRER SES INVESTISSEMENTS SUR LES SOCIETES QUI FONT DE L'INTERGRATION VERTICALE & SUR LES SOCIETES PEU ENDETTEES

Les derniers résultats trimestriels des grands noms de la tech ont une fois de plus publié des résultats supérieurs aux attentes : ALPHABET, AMAZON et surtout NVIDIA. Les chiffres d'affaires sont en forte progression tout comme les résultats d'exploitation.

\*\*\*

**1/ Nous privilégions les sociétés qui favorisent l'intégration verticale comme ALPHABET.**

Les capacités des « data centers » ne peuvent pas satisfaire la demande, car les délais de construction sont longs. La conséquence est une augmentation des prix et des marges des entreprises qui offrent le service. (GOOGLE AI)

Notre stratégie consiste à favoriser dans nos portefeuilles, les sociétés qui pratiquent l'intégration verticale :

ALPHABET investit massivement en amont de ses services :

- Centre de données
- Réseaux de fibre optique et câbles sous-marins
- Développement de ses propres puces

Cela permet de réduire les coûts, d'améliorer les performances et de ne pas dépendre des fournisseurs.

\*\*\*

**2/ Nous privilégions les sociétés peu endettées** qui génèrent déjà du cash flow. Ce sont celles qui indiscutablement souffriront le moins en cas de retournement de marché.

## BAISSE DU PRIX DU PETROLE

En 2025, la baisse du prix du pétrole de près de 15% a été un choc positif pour l'économie mondiale.



L'explication de cette baisse des prix est le résultat des décisions des membres de l'OPEP de remonter leur production dès le début de l'année 2025. (voir le graphique ci-dessous)

## LES ACTIONS DES PAYS EMERGENTS

Depuis le début de l'année, la performance des actions des pays émergents a été stimulée par les actions du secteur technologique (Chine et Inde principalement), par la baisse du dollar et par la sous-exposition des investisseurs sur cette zone géographique.

## PLACE DE L'ASIE DANS LA TECH

TSMC (Taiwan) fabrique 90% des semi-conducteurs les plus avancés ; ces semi-conducteurs sont indispensables pour alimenter les centres de données et les appareils connectés.

ELITE MATERIAL (Taiwan) est spécialisée dans la fabrication, le traitement et la distribution de matériaux de base pour l'industrie des circuits imprimés.

DEEPSEEK (Chine) s'est rapidement imposée comme un concurrent sérieux dans le domaine de l'IA.

Même si le retard de la Chine par rapport aux Etats-Unis dans le domaine des semi-conducteurs est très important, la Chine dispose d'un réservoir d'ingénieurs bien formés et très spécialisés ainsi que de l'énergie bon marché.

Le changement de stratégie de l'OPEP a fait repartir la production de pétrole

millions de barils par jour



Sources: Agence internationale de l'énergie (AIE), OPEP et calculs des services de la BCE.  
Notes: Le graphique représente la production de pétrole brut, réalisée et prévue, de huit membres clés de l'OPEP : l'Arabie saoudite, les Emirats arabes unis, l'Irak, le Koweït, l'Algérie, la Russie, le Kazakhstan et Oman. Les lignes en pointillés indiquent le calendrier prévu de suppression progressive des réductions de production par rapport aux niveaux actuels de l'OPEP. Les dernières données disponibles datent de septembre 2025.

Performances des marchés actions depuis le début de l'année 2025	
Action Etats-Unis	Ytd
S & P 500	+16,71%
Dow Jones	+12,56%
Nasdaq Comp.	+21,19%
Indices Europe	Ytd
Eurostoxx 50	+15,26%
Stoxx 600	+12,88%
Actions Europe par pays	Ytd
DAX	+19,04%
CAC 40	+9,86%
FTSE 100	+17,68%
IBEX 35	+40,21%
MIB	+26,83%
SMI	+10,41%
Actions Asie	Ytd
NIKKEI 225	+27,85%
Shanghai Composite	+19,19%
Hang Seng HK composite	+28,91%
Pétrole Brent	-19,00%
Once d'Or	+45,02%

Rendement des obligations d'états					
Devise	Pays	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Euro	Dollars US	Etats-Unis	3,50%	3,62%	3,75%
		Allemagne	1,97%	2,23%	2,41%
		Portugal	1,94%	2,34%	2,63%
		Espagne	2,11%	2,52%	2,79%
		France	2,20%	2,68%	2,93%
		Italie	2,12%	2,68%	2,99%
	Livre Sterling	Royaume-Uni	3,74%	3,86%	4,09%
					4,99%

Indices PMI					
		Oct			Nov
Etats-Unis	Manuf.	52,2	Etats-Unis	Manuf.	51,9
	Services	55,2		Services	55,0
	Composite	54,6		Composite	54,8
Zone Euro	Manuf.	50,0	Zone Euro	Manuf.	49,7
	Services	53,0		Services	53,1
	Composite	52,5		Composite	52,4

	Inflation « Headline »	Inflation « Core »
	SEPTEMBRE Sur un an glissant	OCTOBRE Sur un an glissant
USA (globale)	3,00%	ND
USA(core)	3,00%	ND
Zone Euro (globale)	2,20%	2,10%
Zone Euro (core)	2,40%	2,40%

## EN CONCLUSION

Les observateurs économiques constatent que l'impact des droits de douane imposés par l'administration Trump est gérable. L'impact s'est réparti entre le consommateur américain – alimentant un peu l'inflation – et les marges des entreprises de distribution.

L'impact de la hausse des droits de douane mis en place par l'administration Trump a eu pour conséquence **une hausse des prix à la consommation** en particulier pour les produits alimentaires. HOME DEPOT signale que **les consommateurs « font plus attention à leurs dépenses »**.

\* \* \*

Depuis le mois d'avril les investisseurs ont retrouvé leur optimisme, alimenté par les investissements importants réalisés dans l'IA et par les gains de productivité qui commencent à se concrétiser.

Aujourd'hui, le moteur de l'IA entraîne tous les marchés action ; cette technologie va, sans aucun doute, apporter des gains de productivité importants aux entreprises et même modifier les comportement des clients à travers le « commerce conversationnel » - par exemple - développé par l'IA d'OPEN AI.

Nous pensons que cette technologie va transformer l'économie et que nous devons rester investis sur les entreprises de la tech ; dans le même temps, nous pensons qu'il existe un risque sur des valeurs très spéculatives, pas encore profitables ou très endettées. Nous devons donc chercher à identifier les entreprises qui seront les « gagnants » de cette révolution technologique.

\* \* \*

Parmi les petites et moyennes entreprises, les sociétés présentes sur les nouvelles technologies comme l'informatique quantique, le minage des bitcoins ou la fabrication de drones ont connu des performances spectaculaires.

## RESUME DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT

### Les portefeuilles actions

Le rallye de l'IA qui a alimenté les marchés depuis avril continue de porter les indices, mais nous anticipons une fragmentation croissante : les gagnants seront ceux qui maîtrisent leur chaîne de valeur (**intégration verticale**) et qui disposent de **bilans solides**.

Nous avons par exemple réduit notre exposition NVIDIA au profit d'ALPHABET.

Nous initions des positions sur les utilities européennes (EDF-IBERDROLA)

Nous maintenons une position sur l'or à 7% environ.

Nous évitons les valeurs moyennes non rentables du secteur technologie.

L'administration Trump souhaite **déréguler davantage le secteur bancaire et financier** ce qui devrait ouvrir des opportunités d'investissement.

### Les portefeuilles obligataires

Pour les portefeuilles obligataires investis en **USD**, nous restons très positifs, en privilégiant toujours les **obligations d'entreprises de notation investment grade**, de **maturités moyennes**.

Pour les portefeuilles obligataires investis en **EUR**, le potentiel de plus value et le portage sont moins intéressants. Nous privilégions également les notations **investment grade** ; les spreads de crédit se sont en effet resserrés de façon importante et sont à leur plus bas.

Par ailleurs, au cours de l'année 2026, **nous surveillerons tout particulièrement les obligations souveraines** : dans la zone Euro, les Etats devront emprunter approximativement Eur 1.500 milliards ce que est un plus haut historique. La France, l'Allemagne et l'Italie seront les principaux émetteurs obligataires et **il n'est pas certain que la demande soit au rendez vous**.

Rédigé le 30 novembre 2025

## ***Informations importantes***

*Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle, Il est remis à son destinataire à titre d'information,*

*Les éléments qui figurent sur ce document sont fournis à titre indicatif et ne sauraient constituer une garantie de performance,*

*Ce document a été préparé par les équipes d'AMS – Asset Management Services sur la base d'informations de sources publiques,*

*Les analyses qui figurent dans ce document ne sauraient être interprétées comme des recommandations d'investissement de la part d'AMS,*

## ***Lexique***

- *L'indice des prix à la consommation « **IPC** » mesure la variation moyenne des prix des produits consommés par les ménages,*
- *L'indice des Prix de Base de la Consommation « **PCE** » mesure la variation des prix des biens et services achetés par les particuliers hors produits alimentaires et énergétiques,*
- *« **L'Indice PMI** » signifie « Purchasing Manager's Index » ; c'est une enquête effectuée auprès des directeurs des achats dans les grandes entreprises qui permet de mieux apprécier la situation économique d'un secteur d'activité,*
- *Les obligations « **Investment Grade** » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement est considéré comme très faible (AAA) à modéré (BBB-) selon par exemple la notation de Standard&Poor's,*
- *Les obligations « **High Yield** » sont des obligations émises par des entreprises présentant un risque de défaut plus élevé que les obligations « **Investment Grade** » ; en contrepartie, elles offrent généralement un coupon plus élevé aux investisseurs,*
- *La « **duration** » correspond à la durée de vie moyenne d'une obligation actualisée de tous les flux (paiement des intérêts et remboursement du capital)*
- *Le « **spread** » désigne l'écart entre le taux de rentabilité actuariel d'une obligation et celui d'un emprunt sans risque de même maturité ; le spread pour la dette française est par exemple l'écart de rentabilité entre l'OAT Français et le Bund Allemand à même maturité ; pour une entreprise le « **spread** » mesure l'écart de taux avec celui de la dette souveraine de son Etat d'origine,*