POINT CONJONCTURE

NOVEMBRE 2026

ASSET MANAGEMENT SERVICES



15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE

Site internet : www.asset-ms.ch

Tel : + 41 22 73 13 263

Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

LA SITUATION MACRO ECONOMIQUE

ETATS-UNIS
LES CHIFFRES DES ENQUETES D'ACTIVITE

Aux Etats-Unis, les enquêtes d'activité auprès des entreprises sont bonnes comme l'indiquent les résultats des indices PMI (tableau ci-dessous) :

E-U	Août	Septemb	Octobre
Manufact	53,9	55,9	56,0
Services	56,5	58,8	57,9
Composit	56,0	58,4	57,6

Les indices sont au-dessus de 50 (niveau au-delà duquel l'activité se maintient ou se développe) avec une amélioration légère du secteur manufacturier.

LA ZONE EURO
LES CHIFFRES DES ENQUETES D'ACTIVITE

Les conclusions des enquêtes d'activité des entreprises en zone euro sont sensiblement moins favorables qu'aux Etats-Unis. Les tensions sur les coûts de l'énergie pèsent.

Zone Eur	Août	Septembr	Octobre
Manufact	52,7	52,7	52,4
Services	51,6	53,0	51,7
Composit	52,0	53,1	51,9

LES TAUX REELS SONT DEVENUS POSITIFS

Au cours des dernières années, les entreprises, les ménages et les investisseurs ont vécu dans environnement de taux proches de zéro, c'est-à-dire un environnement où le capital ne coûte rien. Depuis plusieurs mois, la situation a changé radicalement : aux Etats-Unis les taux à dix ans ont atteint **5,08%,** en France **5,06%**, au Royaume Uni **5,44%**, en Espagne **4,01%** et en Allemagne, la meilleure signature de la zone euro, les taux à dix ans sont à **3,34%**.

Pendant une dizaine d'années, l'épargne était abondante et la demande d'investissement était plus faible ; les taux réels étaient voisins de zéro voire négatifs ; aujourd'hui, **les investissements massifs effectués autour de l'IA** – créations de datacenters, demande en énergie de l'IA – se traduisent par des appels aux marchés obligataires et entraînent les taux d'intérêt vers le haut. **Les dépenses dans le secteur de la défense** – le plan Allemand - et **la relocalisation des industries** dans les pays occidentaux accélèrent ce mouvement. Enfin **les déficits des Etats occidentaux** les contraignent à émettre de la dette.

Le **rendement réel** aux Etats-Unis – c'est-à-dire le rendement d'un investissement après avoir pris en compte l'inflation – qui était encore négatif en 2021 est désormais de **2,7%**.

Ce n'est pas uniquement le rebond de l'inflation qui est à l'origine de la hausse des taux longs mais bien **une réévaluation du prix de l'argent liée aux besoins d'emprunt.**

.

LES CONSEQUENCES DE CES TAUX REELS POSITIFS

Cette hausse des rendements réels amènent les investisseurs à se poser une question essentielle : les investissements réalisés – en particulier dans l'IA – seront-ils suffisamment rentables au regard des coûts du capital ?

Pour certains investisseurs, **l'IA va accélérer la productivité des entreprises rapidement** entraînant une croissance plus forte et une meilleurs rentabilité des entreprises ; les investissements seront alors justifiés, même avec des taux réels positifs.

Pour les pessimistes, l'IA va certes accélérer la productivité des entreprises mais **le décalage dans le temps** entre des investissements réalisés aujourd'hui et une amélioration de productivité qui va s'étendre sur plusieurs années va nécessairement provoquer un ralentissement de ces investissements.

* * *

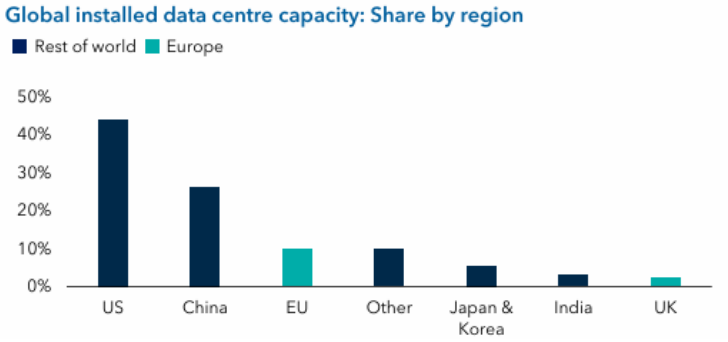
Les obligations redeviennent un élément central des portefeuilles de nos clients et une opportunité d'investissement ; pour les actions, les calculs de valorisation ne sont pas identiques avec des taux longs à 1% ou à 5,5%. Surtout, une assurance de percevoir une rentabilité annuelle de 5,5% sur de bonnes signatures (Investment Grade) doit être considérée comme une alternative intéressante.

AMS – Asset Management Services
15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE
Site Internet : www.asset-ms.ch Tel : +41 22 73 13 263
Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

L'EUROPE DEVRAIT EGALEMENT PROFITER DES GAINS DE PRODUCTIVITE LIES A L'IA

L'Europe est bien sûr loin derrière les Etats-Unis et la Chine en termes d'investissements mais devrait néanmoins bénéficier du cycle d'investissement lié à l'IA et des gains de productivité qui en résulteront. De nombreuses sociétés européennes sont présentes dans la chaîne de valeur liée aux dépenses d'investissement de l'IA (**ASML – SCHNEIDER ELECTRIC – SIEMENS ENERGY – ASM INTERNATIONAL – BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIES – INFINEON - SAP** - par exemple). Par ailleurs, le développement de l'IA dans les entreprises pourrait aider à résoudre l'un des principaux enjeux de l'économie européenne : la faible productivité.

Ci-dessous la comparaison de data centers installés par région :



ANTHROPIC ANNONCE D'EXCELLENTS RESULTATS AVANT SON INTRODUCTION EN BOURSE

L'introduction en bourse pourrait intervenir prochainement.

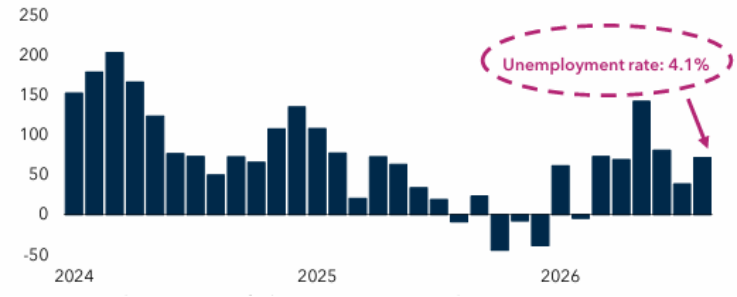
La société a publié les résultats financiers du 1er semestre 2026. Le chiffre d'affaires s'élève à USD 16,3 milliards au 1er semestre 2026 à comparer à USD 1,2 milliards pour le 1er semestre 2025. Le chiffre d'affaire basé sur la consommation des tokens d'IA représente 80% et les abonnements 20%.

La société souhaite procéder à une intégration verticale en accroissant ses investissements dans la puissance de calcul, élément essentiel de sa croissance. Ainsi le groupe va acheter des puces et de la puissance de calcul auprès de ses fournisseurs, BROADCOM, SPACE X, GOOGLE et AMAZON.

AUX ETATS-UNIS, LA CONSOMMATION SE TIENT LE CHOMAGE RESTE STABLE A UN NIVEAU BAS

La résilience de l'économie américaine est remarquable, en dépit de taux d'intérêt plus élevés et des incertitudes géopolitiques. Le taux de croissance reste en effet plus élevé que dans la plupart des pays développés. (**3,4%** au 3ème trimestre 2026 vs **2,2%** au 2ème trimestre 2026)

Les investissements réalisés dans le secteur de l'intelligence artificielle sont un facteur déterminant, mais **la consommation demeure un facteur de croissance essentiel.** La raison principale de la bonne tenue de la consommation est le marché du travail ; le taux de chômage reste à un niveau bas (graphique ci-dessous) à **4,1%** et la progression des salaires a permis aux ménages de préserver leur pouvoir d'achat et a soutenu la consommation.



La hausse des marchés actions aux Etats-Unis, l'appréciation de la valeur des biens immobiliers et la bonne tenue du marché du travail ont contribué à maintenir une consommation robuste chez les ménages ayant des revenus moyens à élevés ; seuls les ménages ayant des revenus très faibles ont diminué leur consommation en raison de la hausse des prix.

Nous ne devons pas oublier que les investissements réalisés dans le domaine de l'IA sont un complément pour soutenir la croissance américaine mais ne peuvent pas remplacer **la consommation des ménages qui reste le moteur principal de cette économie (67,6% du PIB)**. Ainsi une variation relativement faible des dépenses des ménages peut avoir un effet significatif sur la croissance globale.

AMS – Asset Management Services
15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE
Site Internet : www.asset-ms.ch Tel : +41 22 73 13 263
Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

L'ENDETTEMENT DES « NEOCLOUDS »

Les « néocloud », par opposition aux grands fournisseurs historiques de puissance de calcul que sont AMAZON, MICROSOFT et ALPHABET, tentent de s'imposer depuis 4 ans. Ils achètent des puces GPU (à NVIDIA, AMD ou INTEL) et construisent des datacenters pour faire tourner les modèles de sociétés comme OPEN AI, ANTHROPIC, MICROSOFT ou META.

Le problème des « néoclouds » est le suivant : les perspectives de revenus et de profits sont excellentes et les contrats passés avec OPEN AI et ANTHROPIC sont des contrats long terme et très rentables, mais les investissements nécessaires à la construction des datacenters sont gigantesques. Et ces investissements doivent être réalisés en amont des revenus générés par ces contrats.

Pour financer ces investissements – estimés à USD 6.000 milliards sur les trois prochaines années – ces sociétés ont recours à l'endettement.

A titre d'exemple, la société **COREWEAVE** a une dette de USD 50 milliards pour un chiffre d'affaires de USD 5,1 milliards en 2025. Cette situation inquiète les investisseurs puisque les **obligations émises par COREWEAVE** se traitent entre 70 % et 80% du nominal et les rendements sont entre 14% et 16%.
Le cours de l'**action COREWEAVE** est lui en baisse de 20% depuis le début de l'année.

De façon plus générale, la question que se posent les investisseurs est la suivante : **le chiffre d'affaire généré par l'IA auprès des entreprises et des consommateurs sera-t-il suffisant pour assurer la rentabilité de tous ces investissements ?** La réponse est très probablement négative.

La question est d'actualité car ces acteurs utilisent la dette comme matière première et que **les taux d'intérêt ont fortement monté**.

La demande de puissance de calcul est toujours de plus en plus forte mais le financement des investissements est de plus en plus cher ; certains projets seront très probablement arrêtés et les « néoclouds » vont devoir expliquer aux investisseurs la rentabilité de ces investissement colossaux.

LES GAGNANTS ET LES PERDANTS DE L'IA

Progressivement, le marché distingue les gagnants et les perdants de l'IA. Après avoir été lourdement sanctionnées par le marché les sociétés actives dans les logiciels ou le consulting - **SAP** – **SERVICENOW** – **ACCENTURE** ont retrouvé récemment la faveur des investisseurs. Ceux-ci considèrent en effet que les relations de ces entreprises avec leurs clients sont fortes et que lesdites entreprises ont déjà largement intégré l'IA dans leur process et devraient finalement en bénéficier.

Aujourd'hui ce sont les « néocloud » qui souffrent en bourse en raison de leur fort endettement.

De façon générale, l'adoption d'une technologie nouvelle comme l'IA ne s'effectue pas de façon linéaire mais par phases – phase d'accélération puis phase plus calme.

A ce jour, l'**IA générative** – qui produit du contenu à partir d'une demande est largement adoptée par les entreprises et par les ménages.

L'**IA agentique** qui peut planifier, décider, enchaîner les étapes et s'adapter est encore peu adoptée par les entreprises et pas du tout par les ménages. L'IA agentique est **beaucoup plus cher en tokens** et nécessite des budgets plus importants de la part des entreprises.

LES MARCHES DE TAUX

ETATS-UNIS : REBOND DE L'INFLATION AU COURS DU MOIS DE SEPTEMBRE

Aux Etats-Unis, l'inflation globale en septembre ressort à **3,7%** contre **3,6%** attendus par les analystes. L'inflation sous-jacente progresse également sous l'effet d'une pression modérée à la hausse des loyers.

Etats-Unis	Juillet	Août	Septembre
Inflation	3,4%	3,4%	3,7%
Infl (core)	2,5%	2,4%	2,6%

Pour la FED cela signifie que la désinflation n'est pas amorcée et devrait retarder ainsi tout assouplissement de sa politique monétaire.

Kevin Warsh, le nouveau président de la FED a admis pour la première fois que l'IA pourrait avoir des effets inflationnistes à court terme en raison de la surchauffe de la demande d'investissements, en précisant toutefois que l'effet serait très bénéfique pour l'économie américaine à moyen terme.

* * *

La FED devrait laisser ses taux directeurs inchangés à 3,75% 4%. La croissance américaine est solide, le marché de l'emploi se porte bien mais l'économie n'est pas en surchauffe ; en particulier, le rebond de l'inflation ne s'est pas répercuté sur les salaires qui peinent à suivre le rythme de l'inflation, pour les rémunérations les plus modestes.

Les taux américains se sont détendus depuis quelques jours en raison du report des investisseurs sur les actifs « sans risque ». Après un pic à 5,35%, le taux américain à 10 ans est retombé autour de 5%.

Pour 2027, la politique monétaire de la FED dépendra en grande partie de l'évolution des prix du pétrole ; **plus le choc énergétique sera durable, plus grand sera le risque d'une spirale inflationniste** ; en revanche, un ralentissement de la croissance ou une détérioration du marché de l'emploi mettra un terme à la politique monétaire restrictive.

EUROPE : ECARTEMENT DU SPREAD BUND – OAT

En Europe, la croissance est sensiblement moins forte qu'aux Etats-Unis – 1,2% pour 2025 – 1,1% pour 2026 et 1,2% pour 2027 selon les prévisions du FMI versus 2,3% pour les Etats-Unis pour ces trois années.

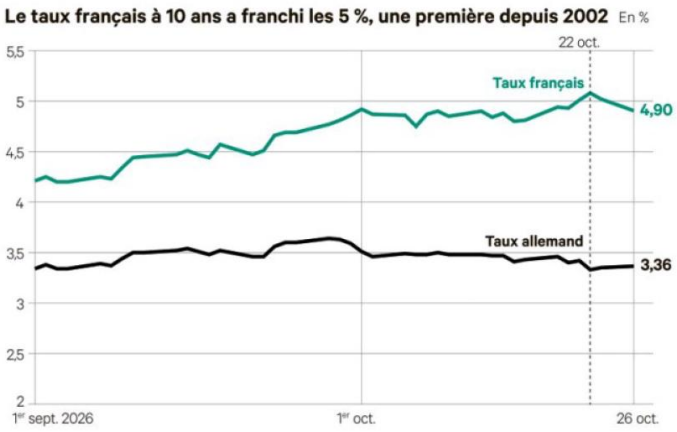
Zone Euro	Juillet	Août	Septembre
Inflation	2,9%	3,4%	3,8%
Infl (core)	2,3%	2,4%	2,5%

Le risque d'une spirale inflationniste – hausse des prix - hausse des salaires – hausse des prix - est donc moindre en Europe.



* * *

En raison de la dégradation de la situation budgétaire de la France et des incertitudes politiques, l'écart de taux entre le taux français à 10 ans et le taux allemand à même échéance a atteint 170bp avant de redescendre à 150bp.



AMS – Asset Management Services
15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE
Site Internet : www.asset-ms.ch Tel : +41 22 73 13 263
Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

AMS
ASSET MANAGEMENT SERVICES

Performances des marchés actions depuis le début de l'année 2026	
Action Etats-Unis	Ytd
S & P 500	+ 10,73%
Dow Jones	+ 7,71%
Nasdaq Comp.	+ 9,44%
Indices Europe	Ytd
EuroStoxx 50	+ 5,87%
EuroStoxx 600	+ 8,49 %
Actions Europe par pays	Ytd
DAX	+ 5,21%
CAC 40	- 2,76%
FTSE 100	+ 7,82%
IBEX 35	+ 6,63%
MIB	+ 10,14%
SMI (Swiss Market Index)	+ 11,80%
Actions Asie	Ytd
NIKKEI 225	+ 22,10%
Shanghai Composite (SSE)	- 10,55%
Hang Seng HK composite	- 9,11%
Pétrole Brent (USD 117,70)	+ 95,39%
Once d'Or (USD 3.875,36)	- 10,19%

Rendement des obligations d'états					
Devise	Pays	2 ans	5 ans	7 ans	10 ans
Dollars US	Etats-Unis	4,69%	4,90%	4,90%	5,04%
Euro	Allemagne	3,03%	3,12%	3,20%	3,32%
	Portugal	3,11%	3,41%	3,59%	3,82%
	Espagne	3,21%	3,48%	3,71%	3,92%
	Italie	3,30%	3,95%	4,21%	4,39%
	France	3,77%	4,27%	5,16%	4,88%
Livre Sterling	Royaume-Uni	4,80%	5,02%	5,14%	5,38%

Indices PMI					
		Sept			Oct
Etats-Unis	*Manuf.*	57,0	Etats-Unis	*Manuf.*	56,0
	Services	58,7		*Services*	57,9
	Composite	58,4		*Composite*	57,6
Zone Euro	*Manuf.*	52,9	Zone Euro	*Manuf.*	52,4
	Services	53,0		*Services*	51,7
	Composite	53,1		*Composite*	51,9

	Inflation « Headline »	&	Inflation « Core »
	AOUT *sur un an glissant*		*SEPT* *Sur un an glissant*
USA (globale)	3,4 %		3,7%
USA(core)	2,4 %		2,6%
Zone Euro (globale)	3,2 %		3,8 %
Zone Euro (core)	2,4 %		2,5 %

Prix au 31 octobre 2026

AMS – Asset Management Services
15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE
Site Internet : www.asset-ms.ch Tel : +41 22 73 13 263
Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

AMS
ASSET MANAGEMENT SERVICES

EN CONCLUSION

Malgré le retour des tensions inflationnistes liées aux prix de l'énergie, la FED comme la BCE ne devraient pas poursuivre leur politique monétaire restrictive et monter leurs taux directeurs.

En Europe, la BCE semble plus préoccupée par le risque de ralentissement économique que par le risque d'un cycle inflationniste – hausse des prix – hausse des salaires – hausse des prix. L'inflation a aujourd'hui un contenu récessionniste. Il y a donc peu de risque d'inflation de second tour ; les entreprises subissent l'augmentation des prix de production mais ont des difficultés à répercuter ces augmentations dans leurs prix de vente pour protéger leurs marges.

Ainsi, le risque est plus un décrochage de la demande parceque les taux sont trop élevés et parceque les prix sont élevés. C'est la raison pour laquelle les banques centrales n'augmentent pas leurs taux aujourd'hui.

* * *

La BCE va-t-elle faire le nécessaire pour éviter un écartement des spreads de crédit entre l'Allemagne et la France ? (voir graphique ci-dessous)
La BCE finira par tenir un discours ferme, du type « Whatever it takes » de Mario Draghi, uniquement si le spread de crédit entre les taux des différents pays de la zone euro continuaient à s'écarter. Cela serait la seule façon de calmer la spéculation contre les emprunts d'Etats français.



* * *

RESUME DE LA STRATEGIE D'INVESTISSEMENT POUR 2026

Les portefeuilles actions

Les taux d'intérêt élevés ne sont pas nécessairement un obstacle à la bonne tenue des marchés actions, sous réserve d'une croissance satisfaisante de l'économie.

Or, la croissance de l'économie américaine pour le 3ème trimestre 2026 ressort à 3,4 % ce qui est un niveau élevé (la croissance était de 2,2% au cours du 2ème trimestre 2026).

Les « market leaders » combinent des positions de marché solides et des perspectives de croissance élevées (notre fonds AMS GLOBAL LEADERS est en hausse de + 11,36% depuis le premier janvier). Cependant les valorisations sont élevées et ne permettent pas de déception.

Les portefeuilles obligataires

Pour la partie obligataire, nous considérons que les niveaux des taux longs deviennent une opportunité d'achat et nous allongeons progressivement les durations pour les portefeuilles obligataires libellés en Euro comme pour ceux libellés en USD.

Nous privilégions les émetteurs bancaires en raison de la solidité financière des banques aux Etats-Unis comme en Europe.

Enfin, nous évitons toujours les dettes souveraines.

Rédigé le 31 octobre 2026

AMS – Asset Management Services
15, Rue de la Fontaine – 1204 GENEVE
Site Internet : www.asset-ms.ch Tel : +41 22 73 13 263
Société de gestion agréée par la FINMA le 9 février 2022

ASSET MANAGEMENT SERVICES

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 intérêt 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,*