



La Chine en train de gagner

L'actualité reste animée. Le président américain est exactement là où il veut être, au centre de l'attention des médias américains et internationaux. Il sait comment faire sensation. En matière de politique étrangère, le fait marquant du mois d'octobre a sans doute été la signature d'un « accord » entre Israël et les Palestiniens, censé mettre fin aux hostilités. L'accord semble comporter vingt points, mais ceux-ci n'ont pas été rendus publics. Tous les otages vivants ont été libérés et, en même temps, Israël a libéré 1 900 prisonniers palestiniens détenus dans ses prisons. La décision audacieuse de Trump a été de prétendre qu'un accord de paix avait été signé alors qu'il ne l'était pas, forçant les parties belligérantes à accepter les termes de cet accord. Bien que les combats aient cessé, le plus difficile reste à faire, compte tenu de la complexité de la situation. Cependant, le risque de reprise des combats demeure élevé.

Le 23 octobre, dans le contexte du conflit russo-ukrainien, le département du Trésor américain a désigné Rosneft et Lukoil (ainsi que plusieurs de leurs filiales) dans le cadre du programme de sanctions liées à la Russie, invoquant leurs activités dans le secteur énergétique russe, conformément au décret 14024. L'objectif est de cibler deux des plus grandes compagnies pétrolières russes, qui contribuent de manière significative aux revenus de l'État russe et aux efforts militaires de Moscou. À compter du 21 novembre, les entités non américaines qui effectuent des transactions avec ces sociétés seront soumises à des sanctions secondaires. L'intention est de couper une source importante de devises étrangères pour le gouvernement russe. Trump souhaite voir Poutine à la table des négociations tout en exigeant des concessions substantielles de la part de l'Ukraine. L'annonce de ces sanctions a provoqué une hausse de près de 10 % des prix du pétrole brut, principalement en raison d'une perception d'une réduction de l'offre. Ces sanctions pourraient finalement pousser Moscou à reconsidérer sa position et, éventuellement, à engager des négociations dans les prochains mois. Cela fonctionnera-t-il ?



Problèmes nationaux

Depuis le 1er octobre, le gouvernement fédéral est paralysé, car les démocrates refusent de signer le projet de loi de financement, qui prévoit de nouvelles coupes à l'assurance maladie. Comme 60 voix (sur 100) sont nécessaires au Sénat et que les républicains ne disposent que de 53 sièges, la situation est dans l'impasse. Seules les fonctions essentielles du gouvernement, telles que la sécurité nationale, les prisons fédérales et l'armée, sont maintenues. Ces employés ne seront payés qu'une fois qu'un accord aura été conclu. Les employés non essentiels, tels que ceux des services administratifs, des musées et des parcs nationaux, ont été mis en congé sans solde.

On peut légitimement se demander pourquoi cette situation ne fait pas la une des journaux, car les conséquences économiques pourraient être importantes si cette impasse persiste. Si les salaires ne sont pas versés, la demande des ménages touchés par la fermeture diminuera. Selon JPMorgan, cela pourrait réduire le PIB américain de 0,1 % par semaine de fermeture. La fermeture prolongée commencera à avoir un impact significatif sur la population, en particulier sur les services publics et les bénéficiaires de subventions. Il ne semble y avoir aucune négociation en cours entre républicains et démocrates pour sortir de l'impasse.

Le président américain a également recouru à une nouvelle provocation en lançant les travaux de sa « salle de bal » tant désirée, adjacente à la Maison Blanche. Ce nouveau bâtiment n'était pas censé affecter la structure existante. Néanmoins, une grande partie de l'aile est en cours de démolition. Habituellement, des commissions sont chargées d'approuver ce type de travaux. Trump s'en moque clairement. Les images des bulldozers démolissant les murs d'un monument historique, cœur de la démocratie américaine, semblent symboliques. Il convient de noter que le coût de construction de la salle de bal, estimé à 300 millions de dollars et probablement plus élevé, sera financé par de généreux donateurs, dont les puissants dirigeants du secteur technologique. Certains se réjouissent que cela ne coûte rien aux contribuables. Cependant, si c'est une bonne nouvelle pour les finances de l'État, des conflits d'intérêts vont survenir automatiquement. Ce dernier point ne dérange pas le président, car c'est sa marque de fabrique.

La Future Maison Blanche





Économie

Trump s'est rendu au Japon puis à Gyeongju, en Corée du Sud, pour une rencontre avec le président chinois Xi en marge du sommet de l'APEC 25. Pour la 4e fois depuis son arrivée au pouvoir en janvier, l'objectif était d'aboutir à un accord commercial avec la Chine. Les dernières semaines ont été, à nouveau, mouvementées, les Chinois ayant introduit de nouvelles taxes et des contrôles supplémentaires sur les exportations de terres rares. Cependant, les voies de communication n'ont jamais été fermées. Il semble clair que les deux pays ne pourront pas se « découpler » dans les années à venir. La Chine a besoin des puces américaines et, surtout, des consommateurs américains, tandis que les États-Unis ont besoin de la main-d'œuvre chinoise et des terres rares raffinées. À l'issue de ce sommet, comme prévu, le président américain a fait marche arrière : les restrictions sur les exportations de puces et de terres rares ont été gelées pour un an, et les droits de douane sur le fentanyl ont été réduits de 20 % à 10 %. Parmi les autres sujets abordés figuraient les taxes sur les navires marchands, la vente potentielle de TikTok aux États-Unis et le commerce agricole. Les marchés sont donc rassurés. Finalement, les Chinois reviennent à peu près au même niveau de taxation des importations qu'avant l'arrivée au pouvoir de Trump. C'est une victoire totale pour eux. La Chine a surpassé les États-Unis dans les négociations, démontrant ainsi sa puissance.

D'autres « accords » ont été signés par le président américain avec la Corée du Sud et le Japon.

Il convient de noter que le 24 octobre, le président Donald Trump a brusquement interrompu « toutes les négociations commerciales » avec le Canada, à la suite d'une publicité mettant en scène la voix de Ronald Reagan et un ancien discours s'opposant aux droits de douane américains. Le premier ministre de l'Ontario, Doug Ford, avait prédit plus tôt dans la semaine que le président ne serait pas « très heureux » de la publicité de 60 secondes produite dans sa province. Cependant, il ne s'agit là que d'une nouvelle mise en scène de Trump. De son côté, le premier ministre Mark Carney a immédiatement annoncé qu'il était prêt à reprendre les négociations et s'est même excusé. Le marché n'a pas été perturbé, car c'est l'année prochaine, lorsque les accords de l'USMCA (Accord États-Unis-Mexique-Canada) devront être renouvelés, que les véritables négociations auront lieu.

Enfin, le 5 novembre 2025, la Cour suprême des États-Unis doit se prononcer sur l'état d'urgence national qui permet à Trump d'imposer des droits de douane sans l'accord du Congrès. La Cour a accepté d'entendre l'affaire en septembre 2025, les plaidoiries étant prévues le 5 novembre 2025. L'affaire trouve son origine dans des décisions antérieures rendues par des tribunaux inférieurs, notamment la Cour américaine du commerce international et la Cour d'appel américaine, qui ont estimé que les droits de douane imposés en vertu de la loi sur les pouvoirs économiques d'urgence internationaux (IEEPA) dépassaient probablement les pouvoirs du président. La Cour suprême se rangera probablement du côté du président. Si ce n'est pas le cas, les marchés réagiront mal, car cela ravivera l'incertitude. Le site de paris Polymarket estime à seulement 40 % les « chances » que la Cour suprême confirme les droits de douane imposés par la Maison Blanche, ce qui semble faible.

Évolution des marchés à fin novembre 2025

End of October	Equities in Local Currencies							CSI 300
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	
Perf 1 Month	1.94%	2.27%	2.39%	2.85%	3.60%	1.03%	4.12%	0.00%
Perf 3 Month	7.71%	7.90%	6.43%	4.49%	11.36%	3.37%	12.73%	13.86%
Perf YTD	18.41%	16.30%	15.65%	10.03%	38.27%	5.46%	30.32%	17.94%

End of October	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-2.23%	-2.91%	3.73%	6.03%	1.70%	-2.33%	-0.51%	0.67%
Perf 3 Month	-11.95%	-10.29%	21.67%	13.28%	-1.05%	-3.15%	-1.46%	-0.10%
Perf YTD	-14.97%	-12.82%	52.52%	24.17%	-10.26%	-8.38%	-5.66%	1.27%

End of October	Bloomberg Indices Bonds Total returns							
	Global Aggregate	US Aggregate	Euro Aggregate	US 10 Year Treasury	German 10 Year Bund	Global Credit	Global High Yield	Emerging Sovereign \$
Perf 1 Month	-0.25%	0.62%	0.81%	0.71%	1.24%	-0.05%	0.69%	1.72%
Perf 3 Month	1.86%	2.94%	0.97%	3.08%	0.30%	2.52%	2.92%	4.22%
Perf YTD	7.64%	6.80%	1.83%	7.94%	-5.64%	9.57%	10.36%	10.37%

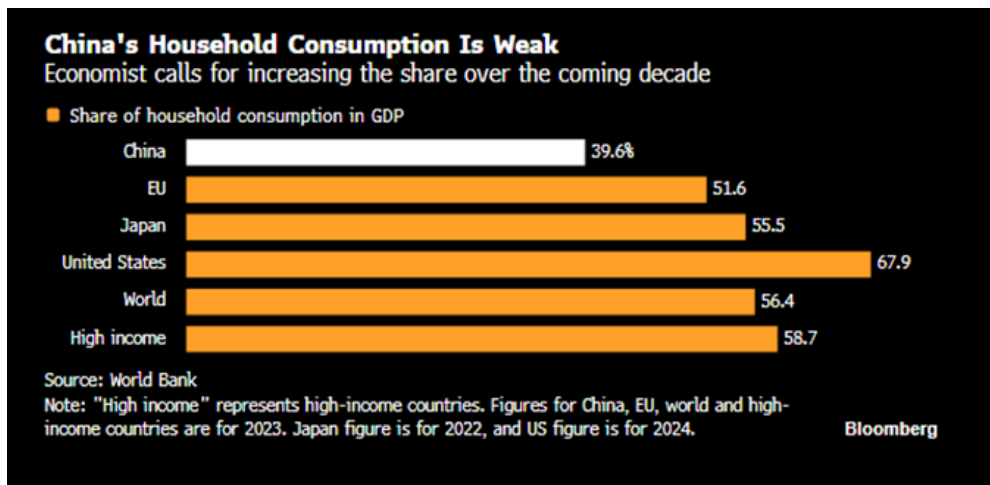
Source : Bloomberg 31/10/25

Le 4e plénum chinois

La Chine s'est engagée à accroître « de manière significative » la part de la consommation dans son économie au cours des cinq prochaines années, tout en continuant à accorder la priorité à la technologie et à l'industrie manufacturière, afin de réduire sa dépendance au commerce pour alimenter sa croissance. Le Parti communiste s'est engagé le 28 octobre dans un document détaillé, discuté lors de sa quatrième session plénière, tenue à Pékin au cours de la troisième semaine d'octobre. La Chine « mettra en place un modèle de développement économique davantage axé sur la demande intérieure et porté par la consommation », a-t-il déclaré.

La Chine augmentera les dépenses publiques en matière de services publics et s'efforcera de promouvoir l'emploi, selon la déclaration qui expose les principes fondamentaux du prochain plan quinquennal, qui débutera en 2026. Dans le même temps, le pays maintiendra une croissance « raisonnable » des investissements, autre moteur de la demande intérieure. De nombreux économistes appellent la Chine à fixer un objectif précis visant à accroître la part de la consommation des ménages dans le produit intérieur brut, ce qui n'a pas été fait. Ce ratio s'élève actuellement à 40 %, ce qui est inférieur à la moyenne mondiale de 56 % et insuffisant, car il ne reflète pas fidèlement le développement économique du pays. En ce sens, le communiqué final du plénum est décevant.

Comparaisons Entre La Consommation Des Ménages Et Le PIB



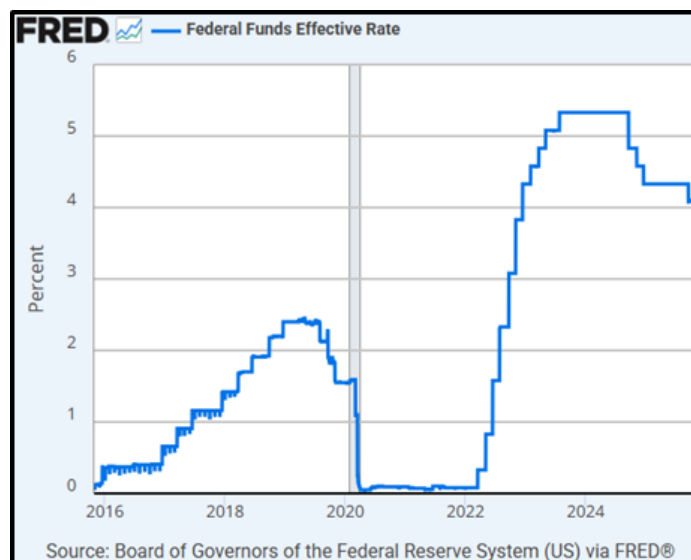
L'économie mondiale se porte bien

La publication des données statistiques aux États-Unis est pratiquement au point mort depuis le début du shutdown, le 1er octobre. Cependant, le CPI du mois de septembre a tout de même été publié le 24 octobre et s'est révélé inférieur aux prévisions, à 3 % tant pour le « CPI » que pour le « core CPI ». Le marché de l'emploi reste mitigé, mais les investissements massifs dans les infrastructures cloud stimulent la croissance économique. Selon l'indicateur GDPNow de la Fed d'Atlanta, la croissance au troisième trimestre devrait atteindre 3,9 %. Il semble que l'économie américaine reste en forme de « K », les ménages à faibles revenus réduisant considérablement leur consommation, tandis que les 5 % des ménages les plus riches augmentent la leur. La même tendance s'applique aux entreprises. Les entreprises liées aux technologies ont des carnets de commandes pleins, tandis que de nombreuses entreprises des secteurs de l'alimentation, de l'énergie et des biens de consommation sont en difficulté.

Le 29 octobre, la Réserve fédérale a abaissé son taux directeur de 25 points de base, ramenant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à 3,75 % - 4,0 %. Le vote n'a pas été unanime, avec une voix contre la baisse du taux et une autre en faveur d'une réduction de 0,5 % du taux directeur. J. Powell a néanmoins anéanti les espoirs d'une nouvelle baisse automatique de 0,25 % en décembre. Concernant une nouvelle baisse des taux, il a déclaré : « Il ne faut pas considérer cela comme une fatalité, loin de là. » L'institution est toujours prise entre un marché de l'emploi en perte de vitesse et une inflation en hausse. Le problème est encore exacerbé par le manque de données lié à la fermeture du gouvernement, ce qui a conduit M. Powell à déclarer que la Fed « navigue dans le brouillard ». Parallèlement à cette décision sur les taux, le FOMC a annoncé la fin prochaine de son programme de resserrement quantitatif, craignant que le financement à court terme de certaines banques ne devienne trop restrictif.



Taux Effectif Des Fed Funds



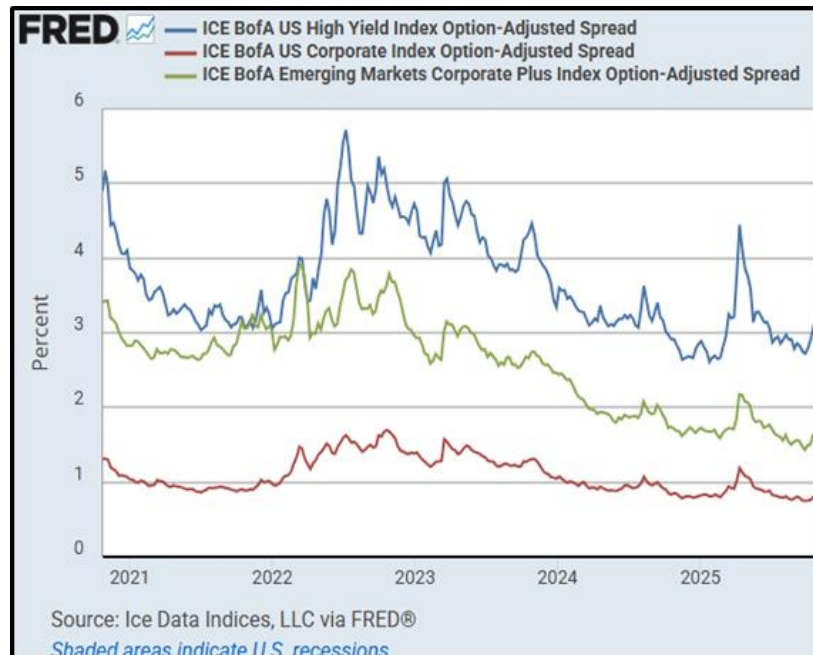
En Europe, la croissance reste atone, mais elle est en hausse. Au troisième trimestre, l'économie de la zone euro a progressé de 1,3 %, légèrement au-dessus des attentes. Dans le même temps, l'inflation s'est stabilisée à 2,2 % en septembre, en hausse par rapport à août mais stable par rapport à la moyenne des derniers mois. La Banque centrale européenne ne devrait pas abaisser davantage ses taux d'intérêt dans les mois à venir.

En Chine, la croissance de la consommation privée reste atone, mais les exportations atteignent des niveaux record. Cependant, leur croissance a des limites ; c'est pourquoi le 4e plénum était si attendu. Le modèle économique chinois devra changer.

Les marchés financiers restent calmes. Les courbes de rendement se sont stabilisées. Le rendement des obligations du Trésor à 10 ans est d'environ 4 %, ce qui semble faible compte tenu de l'inflation actuelle de 3 % et de sa tendance à augmenter. La conférence de presse de Powell a entraîné une hausse de 0,1 point de pourcentage du rendement des obligations du Trésor à 10 ans, qui est passé à 4,1 %, mais cela ne constitue pas un signe de panique. Les écarts de crédit restent faibles, malgré une légère hausse au cours des derniers jours d'octobre. Il n'y a actuellement aucune raison de s'inquiéter. En Europe, le rendement des obligations allemandes à 10 ans s'établit à 2,65 %, ce qui, comme aux États-Unis, semble faible compte tenu d'une inflation supérieure à 2 % et dans une tendance haussière. La bonne nouvelle dans la zone euro vient du calme du marché des obligations souveraines intra-zone. Les écarts de rendement entre les pays de la zone euro se sont réduits. Même la France, confrontée à un problème d'endettement structurel, ne connaît pas de hausse des taux d'intérêt de sa dette souveraine. Au contraire, ceux-ci sont restés stables depuis un an. Cependant, l'Italie et l'Espagne empruntent à des taux plus bas que ceux de la France.



US Corporate, High Yield & EM Credit Spreads



Compte tenu des « spreads » de crédit actuels, le marché ne compense pas suffisamment le risque. Les obligations d'entreprises à long terme devraient être évitées, sauf dans des cas spécifiques.

L'or s'envole puis se consolide

Il ne se passe pas un mois sans que ne soient évoqués les excellents fondamentaux de l'or, en particulier dans un contexte de dépréciation des monnaies traditionnelles, telles que le dollar. L'attrait de l'or pour les banques centrales des marchés émergents demeure intact, et ces acheteurs sont largement insensibles aux fluctuations des prix. Le dollar reste la monnaie de réserve internationale, mais la confiance dans ses institutions continue de s'éroder et l'accumulation des déficits est préoccupante. La hausse des prix de l'or n'a rien à voir avec les incertitudes géopolitiques, mais sert plutôt de signal indiquant que les devises traditionnelles, plus de cinquante ans après la fin du système de Bretton Woods, ne constituent pas une réserve de valeur fiable.

Tout porte à croire que l'or n'a pas terminé sa tendance haussière, qui a commencé il y a plusieurs années. Cependant, après une forte hausse de plus de 50 % en 2025, il est fort possible que nous assistions à une période de consolidation, qui pourrait prendre du temps et s'étendre sur plusieurs mois. À son plus haut niveau, l'or a atteint 4 355 dollars avant de redescendre à environ 3 900 dollars. Pour des raisons de gestion du risque, ceux qui ont réduit leurs positions au-dessus de 4 000 dollars ont eu raison de le faire.



Prix de L'Once D'Or



Les marchés boursiers sont toujours en hausse

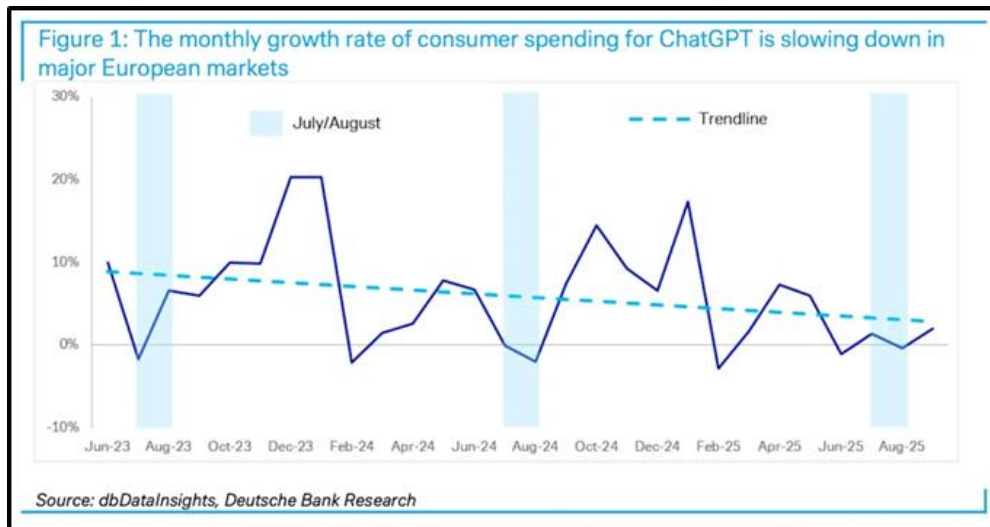
Les géants de la technologie alimentent la hausse du marché américain. Tous ont publié leurs résultats du troisième trimestre, et leur croissance reste impressionnante, et ceci est remarquable pour des entreprises de taille aussi importantes. Le marché continue d'être porté par le thème de l'intelligence artificielle. Les investissements dans les infrastructures cloud se poursuivent à grande échelle ; c'est une course pour déterminer qui disposera de la plus grande puissance de calcul. Cependant, il demeure incertain que les retours sur investissement répondront aux attentes dans un secteur où l'obsolescence est rapide.

L'état d'esprit actuel peut être illustré comme suit : toute entreprise qui annonce un investissement en intelligence artificielle verra son cours en bourse monter en flèche. Il en va de même pour une collaboration avec OpenAI : chaque fois que son PDG, Sam Altman, signe un contrat, les investisseurs en concluent que la rentabilité de son prestataire de services va monter en flèche. La raison principale est qu'OpenAI compte un milliard de clients, ce qui fait saliver n'importe quel partenaire, car un contrat donne accès à un vaste réservoir de consommateurs potentiels.

Cependant, la Deutsche Bank a mené une étude auprès des utilisateurs européens, qui représentent 15 % des clients d'OpenAI. L'étude a révélé que leurs dépenses ont déjà atteint leur maturité. Cela signifierait que les projections de croissance exponentielle pour les trois prochaines années seraient irréalistes, à moins que les clients actuels n'augmentent considérablement leur budget pour ChatGPT. Rien n'est moins sûr, car la concurrence est intense et il est difficile d'augmenter les prix. C'est là que réside le défi de M. Altman : comment convertir le trafic massif de la plateforme en clients réguliers et payants? Les ventes ne suivent pas le rythme de l'augmentation des abonnements. Aujourd'hui, OpenAI est estimée à 500 milliards de dollars, ce qui est comparable à Netflix, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 45 milliards de dollars en 2025 et des bénéfices de plus de 10 milliards de dollars.



Croissance Des Dépenses Ménages Européens Pour ChatGPT



Nvidia, qui publiera ses résultats en novembre, a dépassé la barre des 5 000 milliards de dollars de capitalisation boursière, une étape remarquable. Cela équivaut à peu près au PIB annuel de l'Allemagne, qui compte plus de 80 millions d'habitants. Nvidia affiche un chiffre d'affaires de 200 milliards de dollars et emploie moins de 40 000 personnes. Voici quelques comparaisons supplémentaires : l'ensemble du marché boursier suisse est évalué à seulement 2 000 milliards de dollars, tandis que le marché allemand vaut environ 3 000 milliards de dollars. Les analystes prévoient une croissance des ventes de plus de 50 % au cours des douze prochains mois pour le fabricant de puces GPU, ce qui demeure insuffisant pour satisfaire la demande. Il convient de noter que, malgré ses chiffres de vente et son taux de croissance impressionnants, les quatre plus grands clients de l'entreprise représentent 54 % de son chiffre d'affaires. Elle opère dans un écosystème dominé par quelques entreprises, sans concurrence sérieuse à l'heure actuelle, en raison de barrières d'entrée élevées.

Plus généralement, les bénéfices des entreprises du S&P 500 devraient progresser de 10 % au troisième trimestre, contre 7,9 % prévu il y a un mois. La dynamique est donc forte. Les prévisions pour l'année prochaine restent optimistes, avec une croissance des bénéfices de 13 %. Les analystes financiers ne voient aucun risque de récession à l'horizon. La faiblesse du dollar au cours des prochains mois devrait également profiter aux entreprises américaines. Malgré les droits de douane, les analystes s'attendent à une nouvelle croissance des marges de 13 % à 14 % (source : LSEG, UBP).



Croissance annuelle du BPA consensuel du SP500 en %

S&P 500 - consensus EPS growth (y/y, %)							
Sectors	Earnings weight (2025E)	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	2025	2026
Consumer discretionary	8%	7	2	-3	8	4	13
Consumer staples	6%	1	0	4	6	0	8
Energy	4%	-19	-6	0	2	-11	13
Financials	19%	14	21	7	17	11	10
Healthcare	12%	9	-4	4	5	12	11
Industrials	8%	4	11	0	10	7	18
Materials	2%	-2	19	12	21	2	21
Real estate	1%	2	20	1	14	4	9
Technology	25%	23	24	20	26	21	22
Communication services	11%	49	4	7	-1	21	8
Utilities	3%	-2	-1	9	8	5	9
S&P 500	100%	13	10	8	13	11	14

Source: LSEG

La situation est différente pour les entreprises européennes, qui devront composer avec une monnaie plus forte que le billet vert et un environnement commercial incertain. Les bénéfices devraient rester stables au troisième trimestre par rapport à 2024 (0 %), puis se contracter légèrement au quatrième trimestre, avant de progresser de 13 % en 2026, à l'instar des États-Unis. Peu d'entreprises avaient publié leurs résultats au 31 octobre ; en moyenne, ceux-ci étaient supérieurs de 7 % aux attentes.

Stoxx 600 Index Prix





Conclusion

Dans l'ensemble, l'environnement reste favorable grâce à la liquidité ; la Fed a abaissé son taux directeur et devrait continuer à le faire, malgré le changement de ton de J. Powell. Il convient de rappeler que le président en est à ses derniers mois à la tête de l'institution. Son remplaçant suivra les instructions de la Maison Blanche. En 2026, le taux directeur devrait baisser davantage que prévu actuellement. La BCE et la banque centrale chinoise maintiendront également des taux d'intérêt bas.

Les déficits budgétaires devraient rester élevés dans les grandes régions ; le Japon devrait approuver un programme de relance. L'Europe se réarme, tandis que la Chine continue de développer sa technologie et son industrie.

La réorganisation de l'économie mondiale nécessite des investissements importants dans les infrastructures industrielles, militaires et technologiques, dans un monde où la coopération internationale est en déclin. C'est un paradoxe : dans un premier temps, la baisse de la coopération génère de l'activité économique ; ce n'est que dans un second temps que les conséquences des décisions prises aujourd'hui se feront probablement sentir, avec une croissance économique plus faible.

Malgré des attentes à long terme irréalistes et des valorisations technologiques extraordinaires, la fin de l'année devrait être positive. Le seul obstacle sur la route vers la fin de 2025 est la décision de la Cour suprême, prévue début novembre, sur la validité des droits de douane imposés par le président Trump sans l'accord du Congrès.

Legal Notice:

These documents are intended exclusively for clients of Weisshorn Asset Management who have signed a management mandate and have expressed their wish to receive such information and documents (such as financial analyses, research notes, market reports and commentaries and/or factsheets). These documents may not be communicated to third parties. The information and opinions (including positions) they contain are for information purposes only and may not be considered as a solicitation, offer or recommendation to sell or buy securities, to influence a transaction or to enter into any contractual relationship. In particular, no information, document or opinion (including positioning) indicated on this Web site concerning services or products may constitute or be considered as an offer or solicitation to sell or buy securities or any other financial instrument in any jurisdiction where such offer or solicitation is prohibited by law or where the person making the offer or solicitation does not possess a license or regulatory authorization to do so or where any offer or solicitation contravenes local regulations. Any such prohibited offer or solicitation will be considered null and void, and Weisshorn Asset Management will disregard any communication received in this regard. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of current or future performance, and no representation or warranty, expressed or implied, is made regarding future performance. Clients are advised to seek professional advice to assess the opportunities and risks associated with any financial operation before committing to any investment or transaction.