



### Quelques fissures, mais la tendance reste inchangée

Les droits de douane ne font plus la une des journaux, mais de nombreux ajustements ont encore lieu chaque semaine. Récemment, la Maison Blanche a annoncé la suppression des droits de douane sur les produits agricoles en provenance du Brésil, notamment le café, que les États-Unis ne produisent pas, ainsi que sur ceux en provenance d'Europe. Cette mesure répond au mécontentement des Américains, confrontés à une hausse des prix des produits de première nécessité. Néanmoins, l'incertitude quant aux droits de douane diminue.

La classe moyenne traverse une période difficile car son pouvoir d'achat diminue. Les économistes décrivent une économie en K, où la classe supérieure dépense sans compter, tandis que près de 50% de la population, ayant déjà du mal à joindre les deux bouts, doit réduire ses dépenses.

### Confiance des consommateurs américains





Les investissements majeurs des grandes entreprises technologiques représentent plus de la moitié des prévisions de croissance économique des États-Unis pour 2025. Cela explique peut-être les victoires aisées des candidats démocrates dans de nombreux États lors d'élections locales au début du mois de novembre.

Les droits de douane sont impopulaires, et Trump l'a compris : il a ainsi proposé une prime de 2 000 dollars, censée être financée par ces mêmes droits. Il convient de noter que le Département de l'efficacité gouvernementale (DOGE) n'existe plus officiellement et ne fonctionne plus comme une entité centralisée. Son objectif initial de réduire les dépenses publiques a échoué.

### **Espoir**

L'administration Trump reste active à l'échelle mondiale. Mohammed ben Salmane (MBS) a été chaleureusement accueilli à la Maison-Blanche, et les deux parties ont conclu des accords portant sur la défense, l'IA et l'énergie nucléaire, même si les détails demeurent flous.

La guerre en Ukraine est de nouveau au premier plan, avec de nouvelles négociations entre Ukrainiens et Russes, menées sous l'égide des États-Unis. Les discussions se sont tenues en Suisse. Il semble que les parties travaillent sur un accord en 19 points, dérivé d'un projet en 28 points, apparemment préparé par les Russes ou, peut-être, par les Américains ; l'origine reste incertaine. La Maison Blanche exerce une pression considérable sur l'Ukraine et ses alliés européens pour qu'ils acceptent un accord avec Moscou. Bien que les pourparlers, aient été constructifs, l'espoir d'une paix durable reste lointain : Poutine ne semble pas prêt à signer un accord. Selon le site de paris Polymarket, la probabilité d'un cessez-le-feu avant la fin mars 2026 n'atteint que 29 %. Néanmoins, ces négociations constituent un pas supplémentaire dans la bonne direction. Les scandales de corruption ont affaibli le président Zelensky, désormais impopulaire en Ukraine, tandis que la guerre continue d'épuiser l'économie russe et que son armée progresse peu sur le terrain. Une paix durable profiterait considérablement à l'économie européenne, car l'Ukraine, marquée par des années de conflit, aurait besoin d'une reconstruction massive, malgré les intérêts américains visant à préserver leurs propres enjeux stratégiques. Toutefois, les politiques fiscales nécessaires pour renforcer la sécurité et la défense européennes vont demeurer.

### **Probabilité d'un cessez-le-feu entre la Russie et l'Ukraine avant le 31 mars**



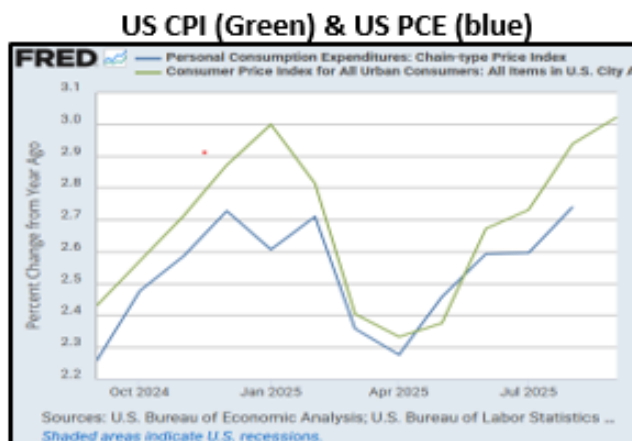


## Toujours en croissance

Les chiffres de l'emploi américain pour septembre, publiés en novembre, confirment un ralentissement significatif de l'économie nationale. Bien que la création d'emplois ait dépassé les attentes avec +119 000 postes, les chiffres révisés des mois précédents montrent une faiblesse accrue, notamment une légère contraction du marché du travail en août. Ces données compliquent la tâche de la Réserve fédérale, qui demeure préoccupée par la persistance des pressions inflationnistes, comme l'a indiqué son président. La fermeture du gouvernement ayant suspendu la publication des dernières statistiques, l'impact de cette fermeture sur l'économie reste difficile à évaluer, en particulier pour les indices de prix.

Dans un contexte de réorganisation mondiale, la rigidité persiste sur le marché des prix malgré la faiblesse constatée sur l'emploi. La probabilité d'une baisse de 25 points de base le 10 décembre est désormais estimée à 80%.

### US CPI and PCE

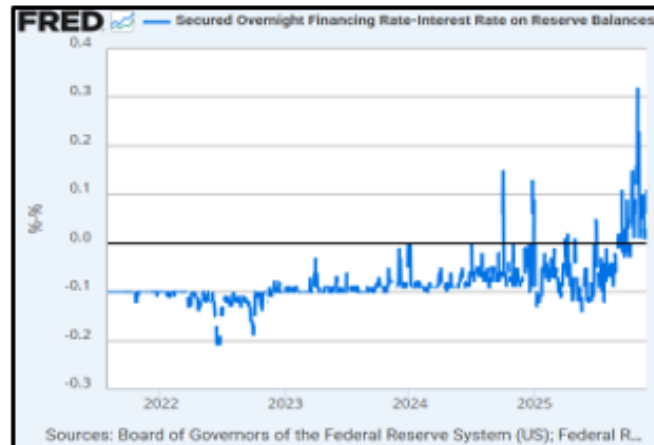


La Réserve fédérale doit également faire face aux tensions au sein du système bancaire. Le resserrement quantitatif, qui touche à sa fin, a réduit la liquidité des banques, et certaines ont des difficultés à se refinancer dans des conditions normales. Le pourcentage de liquidités par rapport au total des actifs des banques américaines est repassé sous la barre des 12.5%, un niveau inférieur à celui observé lors de la crise des banques régionales en 2023. En règle générale, le taux que les banques paient pour emprunter au jour le jour (le Secure Overnight Financing Rate, SOFR) est inférieur au taux qu'elles paient à la Fed pour leurs réserves (l'Interest Rate on Reserve Balances, OIRB), car elles disposent de garanties de haute qualité.



## SOFR - OIRB

### SOFR-OIRB



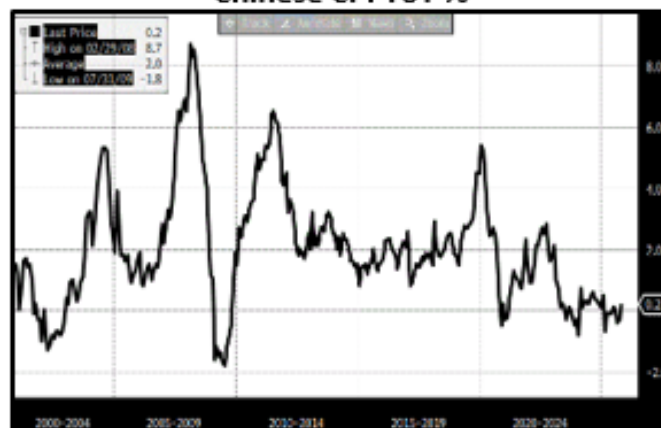
Mais récemment, la tendance s'est inversée. Les banques en difficulté peuvent se tourner vers la facilité permanente de pension (SRF) de la FED. Cependant, demander l'accès à cette liquidité d'urgence est considéré comme stigmatisant et est rarement utilisé. À l'avenir, la Fed pourrait choisir d'augmenter à nouveau son bilan (par le biais d'un assouplissement quantitatif) ou simplement d'autoriser un effet de levier plus important pour les banques commerciales. Les tensions pourraient également s'atténuer si le département du Trésor commençait à réduire les dépôts du compte général du Trésor, (Treasury General Account) qui s'élèvent actuellement à 850 milliards de dollars.

Dans la zone euro, rien n'a changé ; l'inflation semble maîtrisée et la croissance devrait se maintenir entre 1.3% et 1.5%.

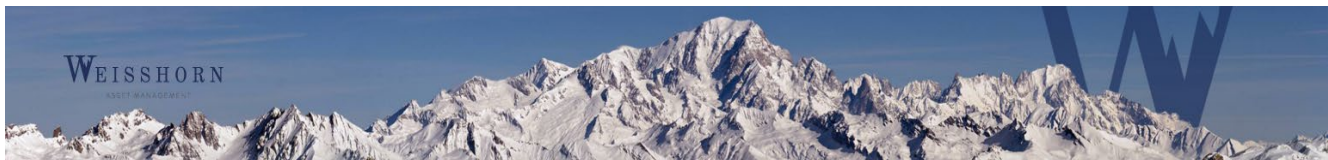
En Chine, les principaux défis consistent à relancer la consommation privée et à lutter contre la déflation. Un plan de relance destiné aux consommateurs chinois est toujours en attente. L'économie chinoise est confrontée à une offre excédentaire due à la politique industrielle, ce qui se traduit par des prix à la consommation bas et, par conséquent, par une baisse des bénéfices des entreprises, voire des faillites. Cela exerce une pression sur le système bancaire et le gouvernement doit régulièrement refinancer les établissements de crédit.

## Chine : croissance du CPI

### Chinese CPI YoY %







## Évolution des marchés à fin novembre 2025

End of November	Equities in Local Currencies							CSI 300
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	
Perf 1 Month	0.18%	0.13%	0.11%	0.02%	2.11%	4.90%	-2.47%	-2.46%
Perf 3 Month	5.28%	6.02%	5.91%	5.44%	9.61%	5.30%	8.62%	0.66%
Perf YTD	18.63%	16.45%	15.77%	10.05%	41.20%	10.63%	27.10%	15.04%

End of November	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-3.98%	-2.87%	5.91%	2.77%	-0.53%	-1.93%	0.09%	-0.41%
Perf 3 Month	-8.53%	-7.22%	22.96%	13.00%	0.75%	-5.13%	-1.25%	0.36%
Perf YTD	-18.36%	-15.33%	61.53%	27.61%	-10.74%	-10.15%	-5.58%	0.85%

End of November	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	0.23%	0.62%	-0.08%	1.00%	-1.24%	0.52%	0.56%	0.24%
Perf 3 Month	0.63%	2.35%	1.10%	2.39%	0.60%	1.56%	1.93%	3.09%
Perf YTD	7.89%	7.46%	1.75%	9.02%	-6.81%	10.14%	10.98%	10.64%

Source: Bloomberg 30/11/25

## Calme, mais pas trop

Les taux américains à long terme sont en baisse ; le rendement des bons du Trésor à 10 ans est retombé à 4%, malgré les incertitudes liées à l'évolution de l'inflation, à la dette publique massive et à un déficit public incontrôlé dépassant 5% du PIB pour les années à venir. L'économie continue de croître, avec une progression de 4% au troisième trimestre selon l'indicateur GDP Now de la Fed d'Atlanta. Jusqu'à présent, toutes les prévisions de ralentissement se sont révélées erronées.

La transition imminente à la tête de la Réserve fédérale mérite une attention particulière de la part des investisseurs. Kevin Hassett, actuellement directeur du Conseil économique national et candidat favori, apporte une vaste expérience à ce poste. Il est coauteur du livre *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market*, publié en 1999, quelques mois avant l'éclosion de la bulle Internet. Il devrait suivre les orientations du président Trump dans l'exercice de ses fonctions.

Kevin Hassett





Le marché du crédit reste stable. Les spreads de crédit sont proches de leurs niveaux historiquement bas. Le mois dernier, nous avons noté que les obligations d'entreprise n'étaient pas attractives car elles étaient trop coûteuses et que le risque était mal compensé. Depuis lors, les premiers signes de problèmes ont commencé à apparaître. Pour l'instant, il est encore possible de considérer cela comme un risque isolé ; toutefois, à mesure que les situations particulières se multiplient, la prudence demeure essentielle.

En raison d'investissements importants dans les infrastructures d'IA, les bilans des hyperscalers se détériorent. Oracle en est l'exemple le plus flagrant : l'entreprise générait auparavant plus de 10 milliards de dollars de flux de trésorerie disponible par an, mais elle affiche désormais un déficit de plus de 5 milliards de dollars selon les résultats publiés fin août. En conséquence, le risque de crédit de l'entreprise s'est détérioré, comme l'illustre le graphique des CDS à 5 ans. Les gestionnaires de portefeuilles de crédit privés utilisent également les CDS d'Oracle comme indicateur pour protéger leurs portefeuilles illiquides.

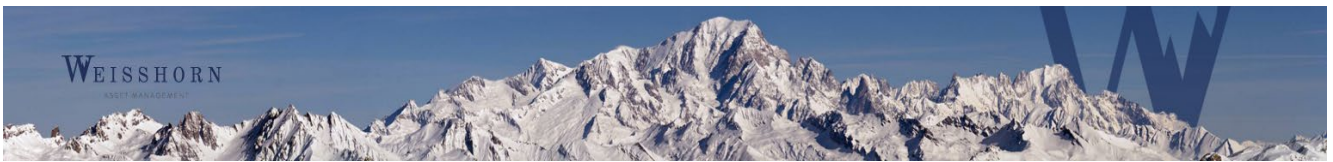
#### Oracle : CDS à 5 ans



#### D'autres fissures commencent à apparaître

Le 5 novembre 2025, Blue Owl a annoncé son intention de fusionner sa société de capital-développement cotée en bourse, Blue Owl Capital Corporation (OBDC), avec son fonds privé/non coté, Blue Owl Capital Corporation II (OBDC II), mais le problème était que l'OBDC (le fonds public) se négociait avec une décote d'environ 20% par rapport à sa valeur liquidative au moment de cette annonce. Cela signifiait que les investisseurs d'OBDC II risquaient de perdre environ 20% si l'échange se déroulait dans ces conditions. En outre, le plan de fusion prévoyait de restreindre ou de suspendre les rachats dans OBDC II jusqu'à la finalisation de la fusion, prévue début 2026. Les investisseurs ont protesté, la transaction a été annulée, mais un autre plan sera proposé. C'est ce qui se passe lorsque des pratiques comptables douteuses sont utilisées pour évaluer des actifs non cotés.

Le marché du crédit privé représente 3 000 milliards de dollars d'actifs. Des marges importantes et une demande non financée ont permis à ce secteur de prospérer. Bien que cette classe d'actifs reste de bonne qualité en moyenne, une détérioration s'est produite ces derniers mois. Le nombre de transactions incluant



une clause « Payment In Kind » (PIK) augmente. Une clause PIK permet généralement à un emprunteur de renoncer au paiement des intérêts habituels sur sa dette au profit d'un ajout de ces intérêts au solde du principal, qui devient exigible à l'échéance. Cette clause est désormais de plus en plus souvent ajoutée après la transaction initiale. Selon le magazine Fortune, la proportion de transactions dans cette situation était de 57.2% au troisième trimestre 2025, contre 36.7% deux ans plus tôt.

Coreweave, un fournisseur de services cloud, a annoncé le 10 novembre des résultats meilleurs que prévu. Cependant, cette entreprise déficitaire a annoncé des retards dans le développement d'un centre de données, ce qui a entraîné une chute du cours de son action. Sur les marchés financiers, les investisseurs doivent désormais payer 7% par an pour se protéger contre ce risque de crédit, contre 3.5% un mois plus tôt. Le marché anticipe une probabilité de défaut de 50%.

### Corewave : CDS à 5 ans



Cela ne signifie pas pour autant qu'une nouvelle crise financière soit imminente, mais il faut être conscient que les risques augmentent et que les premiers signes de nervosité apparaissent sur les marchés financiers.

### Toujours aussi solide

La saison des résultats aux États-Unis a été solide. Les entreprises du SP500 ont affiché une croissance de leurs bénéfices de 11.9% en glissement annuel, dépassant les attentes. Les bénéfices de MAG7 ont augmenté de 18.4% en glissement annuel, une performance remarquable pour une entreprise de cette taille. En comparaison, la croissance des bénéfices a été stable en Europe, où l'euro s'est apprécié de 10% par rapport au dollar au cours de l'année écoulée, limitant la croissance des bénéfices dans la monnaie unique.

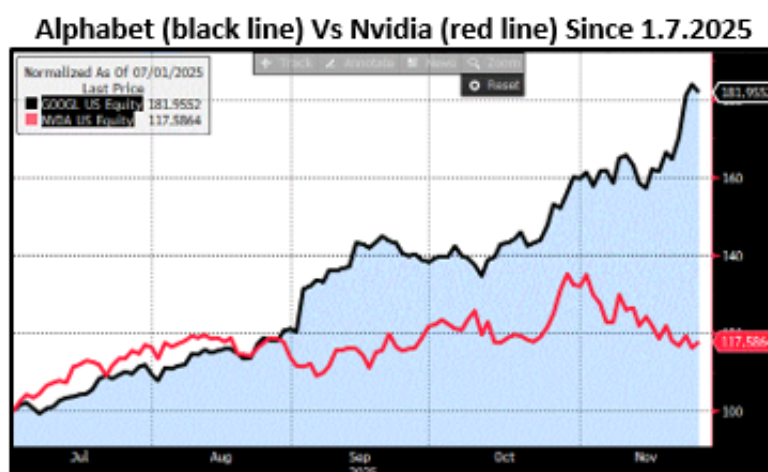
Nvidia a été la dernière des entreprises du MAG7 à publier ses résultats. Comme d'habitude, les attentes ont été dépassées et les prévisions ont été revues à la hausse. Cependant, le lendemain, après un fort rebond à l'ouverture du marché, l'entreprise spécialisée dans les processeurs graphiques a terminé la journée en baisse de 3%. Les analystes s'attendent cependant toujours à ce que le chiffre d'affaires double d'ici janvier 2028. L'action se négocie à 23 fois le chiffre d'affaires, contre plus de 35 en 2023. Ainsi, malgré des attentes



élevées, des signes de nervosité apparaissent. Ces craintes s'expliquent notamment car de nombreux contrats sont « circulaires ». Par exemple, Oracle a signé un contrat de 300 milliards de dollars avec OpenAI, et les deux sociétés sont des clients importants de Nvidia. OpenAI brûle actuellement ses liquidités, et si elle ne peut pas honorer ses engagements, Oracle subira des pertes, tout comme Nvidia, qui perdra deux clients.

Il semble que les investisseurs aient pris conscience que le modèle économique d'Alphabet, entièrement intégré verticalement et conçu pour fabriquer ses propres puces, est solide et évite les dépenses excessives de ses concurrents. L'action Alphabet a progressé de plus de 80% au cours des six derniers mois, surpassant largement les six autres actions qui composent le MAG7. Alphabet pourrait devenir un concurrent sérieux pour Nvidia, selon les analystes les plus optimistes.

### Alphabet vs Nvidia



### Opposition aux centres de données gourmands en énergie

Pour que le secteur continue de se développer, il faudra construire des centres de données. Et cela commence à poser problème aux États-Unis. En Caroline du Nord, au Texas, en Virginie, dans l'Illinois, en Pennsylvanie et au Minnesota, pour ne citer que quelques exemples, les habitants s'opposent de plus en plus à l'arrivée de ces géants, gourmands en énergie. Certains projets majeurs seront retardés. Pour construire ces centres de données, il faut améliorer l'efficacité du réseau électrique et trouver des méthodes d'approvisionnement en énergie spécialement conçues pour répondre aux besoins des entreprises qui développent ces infrastructures, indépendamment du réseau électrique résidentiel. Le sujet de l'IA devient politique et, en même temps, impopulaire. La candidate démocrate au poste de gouverneur de Virginie a fait campagne sur le « Affordable Virginia Plan ». Elle a plaidé en faveur de politiques visant à garantir que « les grands consommateurs d'énergie, tels que les centres de données, paient leur juste part » de l'énergie qu'ils consomment, plutôt que de faire peser la charge sur les contribuables ordinaires. Elle a remporté une victoire écrasante. Cela pourrait faire éclater la bulle de l'IA en ralentissant son déploiement. Ce sera un enjeu des élections de mi-mandat en novembre 2026.





Certains secteurs spécifiques, en particulier les services publics, leaders dans la production, le transport et la distribution d'énergie, devraient bénéficier du besoin urgent de nouveaux centres de données. La production d'énergie est cruciale : le gaz naturel, le charbon, les énergies renouvelables et le nucléaire devraient prospérer, car la demande reste forte. De nombreuses entreprises de ces secteurs affichent des bilans solides et des rendements de trésorerie supérieurs à 10%. Les perspectives de rotation sectorielle deviennent de plus en plus intéressantes.

### Les tendances restent à la hausse

Récemment, les principaux indices ont oscillé près de leurs records avant de corriger légèrement. Bien qu'ils soient proches de leurs plus hauts historiques, la nervosité est palpable. Seules 40% des actions du S&P 500 sont au-dessus de leur moyenne mobile sur 50 jours. Cette même moyenne sur 50 jours a soutenu les principaux indices ces derniers mois. Elle a été franchie à la baisse après la publication des résultats de Nvidia, puis retestée la semaine suivante. La tendance à moyen terme, telle qu'elle est exprimée par la moyenne mobile sur 200 jours, reste clairement haussière.

### S&P500



En Europe, les marchés sont hésitants depuis plusieurs mois. Après avoir atteint de nouveaux sommets historiques début novembre, l'EuroStoxx 600 est revenu aux niveaux où il oscille depuis mars, avec une moyenne mobile sur 200 jours proche mais toujours haussière. Le CAC40, le DAX et l'Eurostoxx50 peinent à valider leur dynamique, mais demeurent malgré tout orientés à la hausse.



## EuroStoxx 600



## Turbulent

Le bitcoin, considéré par certains comme un baromètre de l'appétit pour le risque et de la liquidité, a corrigé de 30% par rapport à ses sommets estivaux. La monnaie numérique est revenue à des niveaux similaires à ceux observés juste après l'élection de Donald Trump. Cette baisse, bien que significative, reste raisonnable par rapport aux épisodes précédents. Le bitcoin est souvent considéré comme un indicateur de l'enthousiasme du marché. Cela annonce-t-il une correction plus profonde du Nasdaq ? Plus de 500 milliards de dollars ont été effacés du marché des cryptomonnaies, ce qui pourrait affecter le sentiment.

L'or est entré dans une phase de consolidation, ce qui constitue une excellente nouvelle pour la poursuite de la tendance haussière. Comme indiqué le mois dernier, les achats des banques centrales se poursuivront, à l'exception peut-être de la Russie, qui vendrait une partie de ses réserves d'or pour financer la guerre et alléger la pression sur son budget. Cette information n'a toutefois pas encore été confirmée par des chiffres officiels.

## Prix de l'once d'or





Malgré les incertitudes pesant sur l'économie mondiale, les devises sont restées stables les unes par rapport aux autres. Le yen a perdu du terrain face au dollar après la présentation du plan de relance du Premier ministre japonais Sanae Takaichi. C'était une mauvaise nouvelle pour le yen, mais une bonne nouvelle pour la liquidité et la croissance.

Le dollar index, qui a chuté de 13.5% entre mars et juillet, s'est désormais stabilisé et a même regagné du un peu de terrain depuis l'été. Comme mentionné précédemment, M. Hasset étant susceptible de devenir président de la Réserve fédérale, la volonté du président américain de baisser les taux ne devrait rencontrer que peu d'opposition. Si l'inflation n'a pas baissé de manière significative d'ici mai 2026, imposer plusieurs baisses du taux d'intérêt directeur serait une erreur majeure de politique monétaire, qui entraînerait une chute du billet vert. Paradoxalement, ce scénario pourrait profiter aux actifs libellés en dollars. Il est sage de rester prudent et de limiter l'exposition au dollar par rapport aux comptes libellés en euros et en francs suisses.

La fin de l'année ne devrait pas inverser les tendances actuelles. Le mois de décembre est historiquement un bon mois.

**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.*