

## Décembre 2025

### La grande rotation : jusqu'à ce que la réserve fédérale vienne à la rescousse

Dans notre dernier bulletin mensuel, nous avions commenté la manière dont le marché avait commencé en octobre à corriger les excès dans certains secteurs. Cette tendance s'est poursuivie pendant la majeure partie du mois de novembre, entraînant une rotation sectorielle et géographique massive. Les inquiétudes liées aux valorisations élevées et aux dépenses d'investissement futures excessives dans le secteur de l'IA ont entraîné des prises de bénéfices, en particulier après une longue période de forte performance.

Les investisseurs ont délaissé les valeurs technologiques et liées à l'IA, qui avaient connu une forte hausse, au profit de titres plus axés sur la valeur, telles que les soins de santé, la finance et l'énergie. Au début du mois, cette évolution a été favorisée par les commentaires plutôt « hawkish » des membres de la Réserve fédérale, qui ont fait chuter la probabilité d'une baisse de taux en décembre à presque zéro.

Les petites capitalisations américaines ont surperformé les grandes capitalisations.

Le secteur américain qui nous préoccupe le plus, à savoir les valeurs technologiques non rentables et liées à la technologie dont nous avons parlé le mois dernier, a perdu plus de 20 %, tandis que le secteur de la santé a gagné plus de 9 %, porté par une hausse de 25 % du titre Eli Lilly, qui a brièvement dépassé la barre des 1 000 milliards de dollars de capitalisation boursière. Des mouvements sectoriels similaires ont également été observés en Europe accompagnés d'une vague de prises de bénéfices dans le secteur de la défense.

À l'échelle mondiale, on notera la forte remontée du marché suisse (considéré comme défensif), en hausse de 5 % sur le mois, tandis que l'indice technologique Hang Seng a reculé de 5 %.

Nous avons également observé des fluctuations intrajournalières violentes sur certaines actions, y compris parmi les grandes capitalisations, probablement alimentées par la forte augmentation des transactions sur options : le volume total des transactions a bondi depuis septembre, alors qu'il se situait déjà à des niveaux historiquement élevés.

N'oublions pas que du 1er octobre au 12 novembre, le gouvernement fédéral des États-Unis était en arrêt total et que, par conséquent, aucune donnée statistique économique officielle n'était disponible, à l'exception de celles provenant d'entreprises privées telles que ADP ou Indeed, pour le marché du travail. Et même après la réouverture du gouvernement, les données publiées étaient anciennes (principalement celles de septembre), incomplètes et d'une qualité encore plus discutable que par le passé.

Cela a duré jusqu'à une série de discours, en particulier celui de John Williams, président de la Fed de New York, qui a notamment déclaré : « Je vois encore une marge pour un nouvel ajustement du taux à court terme de la Fed ». Williams a le droit de voter sur chaque décision relative aux taux d'intérêt et est proche de Powell. Étant donné que ces commentaires ont été faits juste avant la « période de blackout », le marché a interprété que Williams avait reçu l'aval du président Powell.

La probabilité d'une baisse des taux en décembre a dépassé les 90 %. Les intervenants de marché savent que lorsque les anticipations penchent autant dans une direction.

Le marché a rebondi, tiré une nouvelle fois par les mégacapitalisations et (encore une fois) les valeurs technologiques « non rentables », qui ont bondi de 20 % depuis leur plus bas niveau. L'or a progressé et le dollar a reculé.



En résumé, l'indice MSCI World est resté globalement stable au cours du mois, avec une forte dispersion des performances entre les zones géographiques et les secteurs.

De son côté, l'or, après avoir chuté de 11 % en octobre, s'est stabilisé en novembre et a regagné le niveau de 4 200 dollars. En examinant la volatilité intrajournalière, les flux des ETF et les données du COMEX, il semble que la plupart des acheteurs soient désormais des investisseurs plus traditionnels plutôt que des spéculateurs à court terme. Ces investisseurs semblent désormais se concentrer sur d'autres métaux précieux, tels que l'argent et le platine, dont la volatilité reste extrêmement élevée : la volatilité sur un mois est stable au-dessus de 30 %, tandis que celle de l'or est de 17 % (ce qui reste très élevé d'un point de vue historique).

## Deux écosystèmes d'IA « occidentaux » peuvent-ils cohabiter de manière rentrante ?

Il y a quelques mois, nous nous sommes penchés sur la question de savoir si trop d'infrastructures de données d'IA étaient en cours de construction ou de planification.

En novembre, une annonce d'Alphabet, la société mère de Google, a provoqué une onde de choc dans le secteur technologique : la société a en effet annoncé que son dernier modèle d'IA Gemini était plus performant, moins coûteux, moins énergivore, et qu'elle était désormais mieux positionnée pour le monétiser.

Le revirement a été spectaculaire, tant par son ampleur que par sa rapidité. Il y a quelques semaines à peine, OpenAI provoquait une forte hausse des actions de toutes les sociétés qui lui étaient liées. Il s'agit d'un changement qui a des implications considérables, étant donné le rôle central que cette société non cotée a joué dans la frénésie liée à l'IA qui a alimenté la hausse du marché boursier pendant trois ans.

Le créateur de ChatGPT n'est désormais plus perçu comme étant à la pointe de la technologie d'IA et fait face à des interrogations concernant son absence de rentabilité, ainsi que sur la nécessité de croître très rapidement pour financer ses investissements massifs, estimés à environ 1 400 milliards de dollars sur les huit prochaines années.

La force perçue d'Alphabet va au-delà de son modèle d'IA Gemini. La société dispose de beaucoup de liquidités, avec plus de 70 milliards de dollars de flux de trésorerie disponibles par an, d'une multitude d'activités connexes telles que Google Cloud et YouTube, et de sa propre activité de fabrication de semi-conducteurs qui gagne du terrain. En bref, il s'agit d'un concurrent très riche dans le domaine de l'IA.

En l'espace de quelques semaines, les investisseurs sont passés de la conviction qu'il y aurait qu'un seul vainqueur incontestable dans le domaine de l'IA, OpenAI, avec éventuellement un numéro deux relativement proche comme Anthropic (Claude), à une situation beaucoup plus incertaine, accompagnée de l'acceptation qu'il y aura probablement davantage de concurrence.

La différence entre être premier, deuxième ou troisième est cruciale, et elle entraîne des conséquences financières majeures pour les entreprises et leurs partenaires.

Si les utilisateurs se tournent vers Gemini, cela ralentirait la croissance de ChatGPT, et il serait alors évidemment plus difficile pour OpenAI de financer les capacités de cloud computing d'Oracle ou les puces d'AMD.

En conséquence, les actions des entreprises gravitant autour d'OpenAI, telles qu'Oracle, CoreWeave et Advanced Micro Devices, mais aussi en partie Microsoft, Nvidia et SoftBank (qui détient 11 % des parts de l'entreprise), ont subi une pression à la vente. À titre d'exemple extrême, le cours de l'action Softbank a perdu 43 % en novembre, avant de se stabiliser.

À l'inverse, la dynamique d'Alphabet stimule non seulement le cours de son action, mais aussi celui de ses partenaires, telles que Broadcom (qui fabrique ses puces TPU) ou Celestica, qui fournit le matériel nécessaire à son développement en matière d'IA.

Évidemment, nous ne savons évidemment pas quel modèle l'emportera, et franchement, il devient de plus en plus complexe de comprendre (au moins en partie) les principales caractéristiques de cette technologie, la pléthore d'acronymes et ce que font exactement les entreprises impliquées dans le matériel et les logiciels.



Et n'oublions pas la Chine. Elle travaille sur son propre écosystème, via des dizaines d'entreprises et des dizaines de milliers d'ingénieurs, directement ou indirectement soutenus par l'État. L'IA est officiellement l'une des principales priorités du gouvernement chinois.

Nous ne pensons pas que la Chine adoptera un jour l'écosystème occidental, ni que l'Occident adoptera celui de la Chine. Mais si la Chine réussit, elle est susceptible, après avoir adopté au niveau national un ou plusieurs de ses systèmes développés en interne, de vendre son ou ses modèles (probablement moins chers) dans la région et au-delà. Cela pourrait freiner la croissance attendue et donc la rentabilité des acteurs occidentaux. Avec toutes les conséquences que cela implique sur leurs valorisations, qui sont déjà particulièrement élevées et proches de la perfection.

Ce que nous savons aujourd'hui, c'est qu'il n'y a plus de gagnant incontestable et que nous devons donc adopter une approche équilibrée à l'égard de cette partie du secteur technologique, sans « mettre tous nos œufs dans le même panier ». En ce qui concerne l'IA chinoise, nous sommes exposés à plusieurs entreprises de notre panier technologique asiatique (le Pandatech).

## Le marché des actions et le marché du crédit ont des points de vue différents sur les dépenses massives en matière de technologie

Les actions ont été relativement complaisantes face à l'ampleur des investissements liés à l'IA. Les marchés du crédit, ainsi que les prêteurs, adoptent une position nettement plus prudente.

Les banques s'inquiètent d'un éventuel surinvestissement et d'une surévaluation. Elles ont, tout comme d'autres prêteurs, activement cherché à se couvrir et/ou à transférer les risques.

Les banques se sont notamment tournées vers les marchés des dérivés de crédit pour réduire leur exposition. Selon une analyse de Barclays, les transactions sur les swaps de défaut de crédit d'Oracle ont explosé pour atteindre environ 8 milliards de dollars entre octobre et novembre. Cela représente

une hausse par rapport aux quelque 350 millions de dollars enregistrés au cours de la même période l'année dernière. En conséquence, les swaps sur défaut de crédit à cinq ans sur Oracle ont atteint leur plus haut niveau en 16 ans, passant de 40 points de base en septembre à 130 à la fin novembre. Même les CDS de Microsoft sont passés de 20 points de base à 34 points de base en novembre, ce qui est considéré comme plutôt « cher » pour une entreprise notée AAA.

Les banques utilisent ainsi des instruments tels que les dérivés de crédit et des obligations sophistiquées pour transférer le risque lié à la souscription de la vague d'investissements IA vers d'autres investisseurs, tout en cherchant à réduire leur exposition à d'éventuelles pertes.

Cette ruée a laissé certains prêteurs surexposés, qui ont donc recours à une série d'outils, tels que les dérivés de crédit susmentionnés, des obligations sophistiquées et certains produits financiers plus récents, afin de transférer le risque lié à la souscription du boom de l'IA à d'autres investisseurs.

Récemment, les émissions d'obligations « jumbo » par des mégacapitalisations technologiques telles qu'Oracle, Meta et Alphabet ont contribué à porter le montant total des émissions obligataires mondiales à plus de 6,46 trillions de dollars en 2025. Ces hyperscalers, ainsi que les compagnies d'électricité et d'autres entreprises, devraient dépenser au moins 5 trillions de dollars au cours des 5 à 8 prochaines années pour construire des centres de données et d'autres infrastructures destinées à une technologie qui promet de révolutionner l'économie mondiale.

Wall Street prête des sommes colossales aux plus grands acteurs de l'intelligence artificielle et tente de se protéger contre toute bulle potentielle.

Ces investissements technologiques pourraient mettre des années à porter leurs fruits, si tant est qu'ils le fassent.

Les banques et les prêteurs ne prennent aucun risque et n'attendent pas. ils se couvrent dès maintenant contre les scénarios les plus défavorables.



## Stratégie

Alors que les actions et l'or atteignaient de nouveaux sommets, nous avons continué, au cours des dernières semaines, à réduire la dérive positive du marché pour revenir à notre position stratégique neutre sur l'ensemble des profils, et à ramener l'or à notre pondération stratégique de 5 %. Nous sommes confiants à l'approche des dernières semaines de l'année, qui pourraient en effet être volatiles, avec ce positionnement, dans l'attente d'une meilleure visibilité, tant sur la trajectoire économique que sur l'évolution du thème IA, qui a bien sûr dominé la dynamique de marché en 2025. Pour rappel, en septembre, nous avons également couplé nos portefeuilles avec une protection partielle contre la baisse des actions.

### Actions

Nous restons neutres. Nous maintenons une surpondération des actions de la zone euro et de l'Asie hors Japon, par rapport aux actions américaines hors Mega Caps.

### Obligations

Nous continuons de privilégier l'exposition au crédit par rapport à la duration. Cependant, nous avons renforcé la qualité de nos portefeuilles. Nous sommes exposés au crédit investment grade, au high yield européen, aux obligations hybrides, à la dette subordonnée financière.

### Devises

L'exposition au dollar américain et au yen japonais est entièrement couverte.

### Or

Nous conservons notre allocation à l'or.



## Positionnement

### Exposition globale

Nous sommes neutres sur les actions et neutres sur les obligations, avec une position en or. Le USD et le JPY sont couverts.

### Actions : neutre

Nous avons une surpondération sur la zone euro et une sous-pondération sur les actions américaines, une sous-pondération du secteur technologique américain, une surpondération sur le Nasdaq 100 en pondération égale, une surpondération sur le S&P 500 en pondération égale, une position neutre sur le Royaume-Uni, une position neutre sur le Japon, et une surpondération sur l'Asie hors Japon.

### Actions thématiques

Holdings familiaux européens, technologie asiatique, champions européens.

### Obligations : neutre

Long 1 à 3 ans US Treasuries, long 20+ ans US Treasuries, sous-pondération souverains, surpondération Investment Grade en EUR et USD, surpondération High Yield en EUR, sous-pondération en USD, long obligations indexées à l'inflation US.

### Obligations thématiques

Long hybrides, long dette subordonnée financière, obligations subordonnées d'assurance.

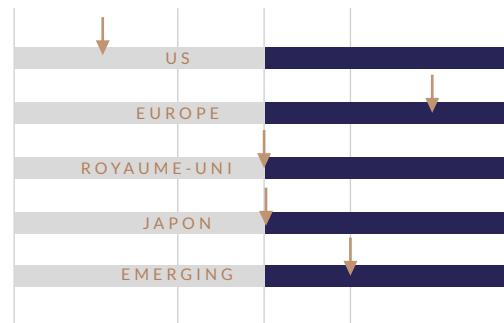
**Devises :** les portefeuilles non référencés en dollar sont entièrement couverts contre le dollar américain et le yen. Les portefeuilles référencés en dollar sont long EUR.

### Matières premières : surpondération

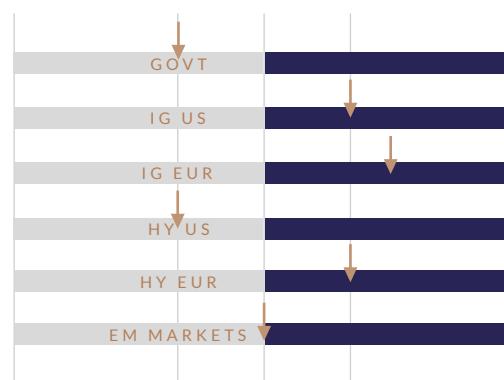
Long or.

## Thermomètre de conviction

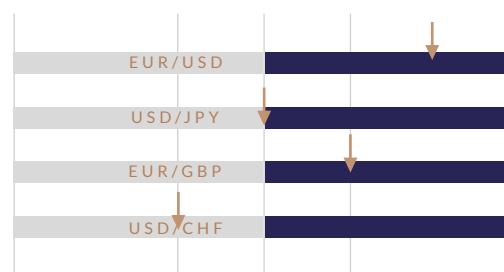
### Actions



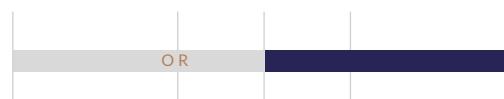
### Obligations



### Devises



### Matières premières



■ Vue négative ■ Vue positive



## Aperçu du marché au 30 novembre 2025

Equities (local ccies)	Level	5D	MTD	YTD
MSCI WORLD HEDGED EUR	482,34	3,40%	0,13%	16,27%
US S&P500	6 849,09	3,74%	0,25%	17,79%
MAGNIFICENT 7 (CAP WEIGT.)	207,05	3,95%	-2,13%	22,65%
NASDAQ 100	25 434,89	4,94%	-1,57%	21,84%
EUROPE EURO STOXX 50	5 668,17	2,92%	0,29%	19,45%
GERMANY DAX	23 836,79	3,23%	-0,51%	19,73%
FRANCE CAC40	8 122,71	1,78%	0,05%	13,67%
BELGIUM BEL20	5 036,86	0,82%	2,90%	21,57%
SWISS MARKET INDEX	12 833,96	1,59%	4,90%	14,18%
UK FTSE100	9 720,51	1,95%	0,39%	22,96%
RUSSELL 2000	2 500,43	5,54%	0,96%	13,45%
JAPAN TOPIX	3 378,44	2,45%	1,40%	24,19%
MSCI EMERGING	1 367	2,49%	-2,38%	30,37%
MEXICO MEXBOL	63 596,78	2,96%	1,77%	32,80%
HONG KONG HANG SENG	25 858,89	2,53%	-0,09%	33,27%
CHINA CSI 300	4 526,66	1,65%	-2,38%	18,06%
INDIA SENSEX	85 706,67	0,56%	2,16%	11,15%
KOREA KOSPI	3 926,59	1,94%	-4,34%	66,43%
HANG SENG TECH	5 599,11	3,77%	-5,23%	26,58%
AUSTRALIA ALL-SHARE	5 241,31	2,16%	0,37%	21,29%
US: Sectors	Level	5D	MTD	YTD
COMMUNICATION SVCS	457,25	5,89%	6,35%	34,88%
CONSUMER DISCRETIONARY	1 915,26	5,32%	2,39%	5,22%
CONSUMER STAPLES	882,17	1,70%	-0,03%	5,57%
ENERGY	686,63	0,99%	2,49%	8,46%
FINANCIALS	885,58	3,19%	1,86%	11,55%
HEALTH CARE	1 833,52	1,94%	9,31%	16,18%
INDUSTRIALS	1 298,52	2,72%	-0,85%	17,80%
INFORMATION TECHNOLOGY	5 700,38	4,31%	-4,29%	24,36%
MATERIALS	563,10	3,35%	4,17%	8,13%
REAL ESTATE	262,34	1,87%	1,99%	5,45%
UTILITIES	458,15	2,86%	1,77%	22,30%
EUROPE: Sectors	Level	5D	MTD	YTD
BASIC MATERIALS	2 828,41	2,91%	0,67%	6,35%
CONSUMER GOODS	3 926,08	-0,11%	2,40%	8,01%
CONSUMER SERVICES	1 501,51	2,11%	1,70%	-0,07%
FINANCIALS	1 458,92	3,96%	3,10%	39,97%
HEALTH CARE	3 780,19	1,01%	5,60%	6,62%
INDUSTRIALS	4 916,36	3,03%	-3,11%	20,36%
OIL & GAS	1 673,00	2,22%	2,54%	24,36%
TECHNOLOGY	2 039,97	4,14%	-4,57%	7,01%
TELECOMS	658,89	1,45%	-1,65%	11,64%
UTILITIES	2 598,80	1,11%	2,58%	36,22%



## Aperçu du marché au 30 novembre 2025

Fixed Income	Level	5D	MTD	YTD
Pan-Euro 3-5 yrs IG	2 442,94	+0,28%	+0,62%	+6,67%
Euro Aggregate	-	+0,00%	+0,00%	+0,00%
Pan-Euro HY Hedged Eur	-	+0,00%	+0,00%	+0,00%
Global Inflation hedged EUR	-	+0,00%	+0,00%	+0,00%
US Corp High Yield	4 239,43	+4,29%	+5,91%	+61,53%
EM USD Aggregate TR	518,55	+3,40%	+1,90%	+28,78%
EM Aggregate TR Local Ccy	58,55	+0,84%	+3,98%	+18,36%
EUR Banks CoCo Tier 1	63,20	+1,02%	+2,87%	+15,33%
EU GOVT HEDGED EUR	-	+0,00%	+0,00%	+0,00%
Global Aggregate Hedged EUR	-	+0,00%	+0,00%	+0,00%
Commodities	Level	5D	MTD	YTD
GOLD	156,18	+4,29%	+5,91%	+61,53%
COPPER	0,80	+3,40%	+1,90%	+28,78%
OIL WTI	0,66	+0,84%	+3,98%	+18,36%
OIL BRENT	0,93	+1,02%	+2,87%	+15,33%
Currencies	Rate	5D	MTD	YTD
EURUSD	1,1598	+0,74%	+0,53%	+12,01%
GBPUSD	1,3235	+1,04%	+0,63%	+5,74%
USDJPY	156,1800	+0,15%	+1,42%	+0,65%
USDCNH	0,8040	+0,53%	+0,07%	+11,40%
AUDUSD	0,6550	+1,47%	+0,08%	+5,85%
EURCHF	0,9322	+0,14%	+0,42%	+0,84%
USDCNY	7,0745	+0,43%	+0,63%	+3,08%
USDKRW	1 471,95	+1,64%	+2,61%	#VALEUR!
USDBRL	6,1774	+1,76%	+3,45%	+7,55%
USDTRY	42,4900	+0,12%	+1,02%	+20,18%
BITCOIN	90 914,64	+6,80%	+16,92%	+2,99%



Ce document a été préparé par Apricus Finance SA. Il n'est pas destiné à la distribution, à la publication, ou à l'utilisation dans toute juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, ni à toute personne ou entité à qui il serait illégal de s'adresser avec ce document.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue ni une offre ni une recommandation d'acheter ou de vendre des titres. Il contient les opinions d'Apricus Finance SA à la date de sa publication. Ces opinions ne prennent pas en compte les circonstances, objectifs ou besoins individuels des investisseurs. Aucune déclaration n'est faite concernant le fait qu'un investissement ou une stratégie soit adapté ou approprié aux circonstances individuelles ou que tout investissement ou stratégie constitue une recommandation personnelle pour un investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans ce document. Avant d'engager toute transaction, un investisseur doit examiner attentivement l'adéquation de cette transaction à ses circonstances particulières et, si nécessaire, obtenir des conseils professionnels indépendants concernant les risques ainsi que les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales et comptables.

Les informations et analyses contenues dans ce document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Cependant, Apricus Finance SA ne garantit pas la ponctualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, ni n'accepte de responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions, ainsi que les prix indiqués, peuvent changer sans préavis. Ce document peut contenir des articles provenant d'autres sources financières. Ces sources sont toujours mentionnées lorsqu'elles sont incluses.

Les performances passées ne garantissent pas les rendements actuels ou futurs, et l'investisseur peut récupérer moins que ce qu'il a investi. La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise au risque de taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et affecter défavorablement la valeur de l'investissement lorsqu'il est réalisé et converti de nouveau dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un investissement est soumise à l'offre et à la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir de marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, entraînant une volatilité des prix et rendant difficile l'obtention d'un prix pour disposer de l'actif.

Ce document a été émis en Suisse par Apricus Finance SA. Ni ce document ni aucune de ses copies ne peuvent être envoyés, emportés, distribués aux États-Unis ou remis à toute personne américaine.