

Un arbre qui monte jusqu'au ciel... mais qui cache encore une forêt plus raisonnable

À l'approche de la fin de l'année 2025, les marchés financiers semblent poursuivre leur ascension, portés par un environnement macroéconomique globalement favorable. Pourtant, sous cette surface brillante, plusieurs signaux de fragilité émergent : volatilité accrue, tensions sur les taux longs, excès de valorisation dans la technologie et incertitudes politiques. Dans un tel contexte, la prudence n'est pas synonyme d'immobilisme, mais de lucidité.

Lettre Marchés

Édition Décembre

2025

Un marché porté par la croissance... et les anticipations

Des indices toujours bien orientés

Même converties en euros, les performances boursières restent solides. Mais la hausse actuelle ne reflète pas seulement les perspectives de 2025 : les marchés intègrent déjà l'**optimisme pour 2026**, notamment sur les valeurs technologiques — un secteur dont nous restons volontairement absents en raison des excès actuels.

Le facteur politique américain

Un possible retour de Donald Trump influence déjà les anticipations économiques. Historiquement, lorsque l'exécutif en place remporte les midterms, la croissance accélère. Sa récente loi budgétaire, pérennisant les baisses d'impôt au prix de **4 000 milliards de dollars de dette supplémentaire**, agit comme un puissant stimulant économique, mais fait peser un risque sérieux sur :

- Les taux longs,
- La soutenabilité budgétaire,
- L'inflation (via une forme de "helicopter money").

L'IA : un arbre qui monte jusqu'au ciel... mais qui pourrait casser

L'essor de l'intelligence artificielle continue de galvaniser Wall Street. Pourtant, plusieurs indicateurs laissent penser que le secteur pourrait être en train de former une bulle spéculative de grande ampleur.

Dépenses mirobolantes, difficilement justifiables

- 600 milliards investis en deux ans par les géants du cloud.
- Nvidia valorise un marché de 3 à 4 trillions sur 5 ans.
- Il faudrait multiplier par 21 les revenus IA d'ici 2030 pour atteindre un ROIC de 20 %.

Ce scénario apparaît aujourd'hui hors de portée.

Un modèle économique non stabilisé

- Coûts exponentiels de formation des modèles,
- Revenus encore modestes,
- Pression des modèles open-source gratuits,
- Dépendance à l'effet d'annonce et aux narratifs.

Des signes de spéculation évidents

L'exemple Oracle — bond de +36 % en une séance après l'annonce d'un contrat massif avec OpenAI — illustre la nervosité croissante du marché, alors que la dette du groupe est très élevée et la monétisation incertaine.

Parallèles avec la bulle Internet

Les ingrédients sont réunis :

- Valorisations extrêmes,
- Capitaux abondants,
- Projections irréalistes,
- Absence de rentabilité claire.

Une correction n'est pas une certitude, mais sa probabilité augmente nettement.

Macroéconomie : solide, mais fragmentée

États-Unis : résilience confirmée

La croissance 2025, attendue initialement à 1 %, se dirige vers 2,5 %, avec une perspective d'accélération en 2026 grâce :

- Aux relocalisations industrielles,
- Aux droits de douane renforcés,
- Aux plans d'investissement massifs.

La Fed a baissé ses taux face au ralentissement du marché de l'emploi (900 000 créations en moins sous Biden). Une nouvelle baisse reste possible en décembre.

Europe : un retour discret mais réel

Malgré les turbulences politiques, l'Europe surprend positivement :

- Flux de capitaux en nette amélioration en 2025,
- Plans d'infrastructures significatifs,
- Valorisations attractives comparées à la tech américaine.

Les valeurs européennes non-technologiques restent sous-pondérées dans les portefeuilles mondiaux, offrant un potentiel de rattrapage.

Chine : stabilisation progressive

Le prochain plénum définira la stratégie économique pour 5 ans, avec un objectif : réaligner l'offre et la demande pour maîtriser l'inflation. Nous maintenons une exposition indirecte à la Chine, permettant de rester positionnés sans prendre un risque excessif.

Le vrai risque : les taux longs

Pourquoi les taux longs sont la clé de 2026

Si la dette massive émise par les États-Unis trouve moins d'acheteurs, les rendements à long terme pourraient remonter fortement, entraînant :

- Décompression sur toutes les classes d'actifs,
- Revalorisation brutale du coût du capital,
- Risque de choc similaire à 2021.

Une partie de la nervosité actuelle vient précisément de cette menace.

Conclusion : rester investis, mais être vigilants

La croissance mondiale demeure résiliente, les plans de relance abondent et les marchés continuent de progresser. Mais un arbre, même un arbre technologique, ne monte jamais jusqu'au ciel. En 2026, la clé résidera dans :

- La gestion active,
- La diversification,
- La vigilance sur les taux longs,
- Et une lecture lucide des excès potentiels du marché.

Nous restons investis, mais disciplinés. Nous restons confiants, mais sélectifs. Et plus que jamais, nous restons attentifs à ce que la forêt nous dit, derrière les arbres qui montent trop vite.

Notre allocation : lucidité et sélectivité

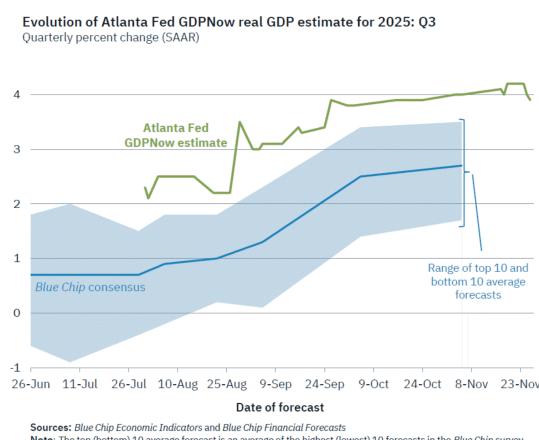
Dans ce contexte, nous maintenons une approche équilibrée et prudente.

Nos principes directeurs

- **Prudence sur l'IA** : pas d'exposition directe tant que les excès persistent.
- **Réduction des concentrations** : pas de paris unilatéraux.
- **Forte conviction sur l'Europe**, où les valorisations restent plus raisonnables et les flux reviennent.
- **Surveillance active des États-Unis**, en particulier des secteurs hors tech qui pourraient bénéficier du programme économique de Trump.
- **Maintien d'exposition indirecte à la Chine**, pour capter un éventuel rebond avec un risque réduit.

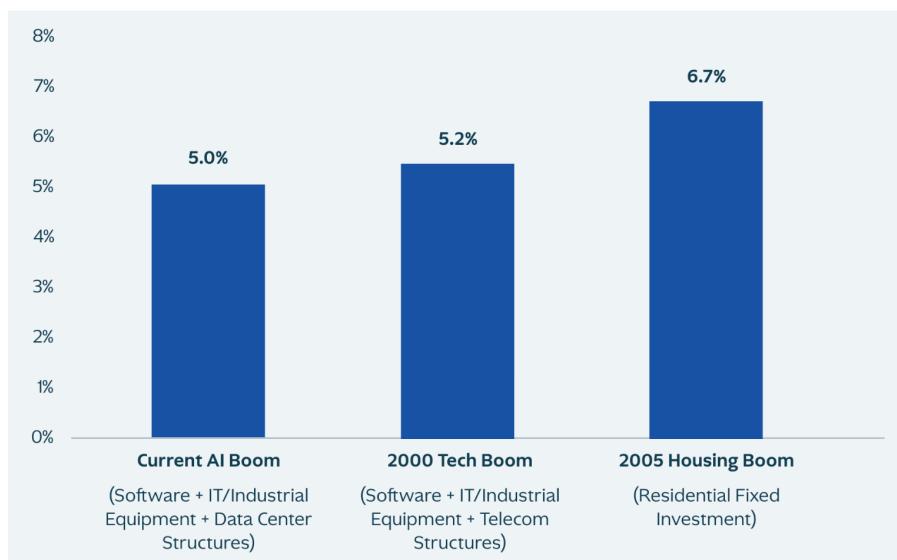
Quelques exemples qui illustrent nos idées :

La croissance américaine progresse actuellement à un rythme particulièrement soutenu, avec un **PIB instantané estimé autour de 4 %**. Cette dynamique contraste toutefois avec des indicateurs de l'emploi qui montrent des signes d'essoufflement. Dans ce contexte, la Réserve fédérale devrait maintenir son orientation accommodante : **la défense du marché du travail**, inscrite au cœur de son mandat, milite en faveur de nouvelles baisses de taux.



Les investissements actuels dans l'intelligence artificielle ont atteint un niveau exceptionnel, comparable aux grandes phases d'euphorie économique du passé. Ils représentent désormais environ **5 % du PIB américain**, soit un ordre de grandeur similaire à l'investissement dans les télécoms en 2000 et proche du pic de l'immobilier en 2008 (6,7 % du PIB). Comme lors de chaque cycle d'investissement massif, le risque de **surinvestissement** est réel. À un moment donné, le marché finira par reconnaître que certaines dépenses engagées dans l'IA n'étaient ni optimales ni rentables, ce qui pourrait entraîner une phase de correction.

Investment Spend as % of U.S. GDP



Source: KKR GMAA, U.S. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg as of June 30, 2025.

Le boom des investissements engagés par les hyperscalers nécessite désormais un recours accru à l'endettement. À l'exception d'Oracle, ces acteurs restent toutefois **très solidement capitalisés et faiblement endettés**, ce qui limite pour l'instant les risques.

Néanmoins, le **changement de paradigme est notable** : l'autofinancement ne suffit plus à soutenir l'ampleur des dépenses. Ce pivot justifie une **surveillance plus attentive de leur trajectoire d'endettement** dans les prochains trimestres.

Exhibit 2: Borrowing to Fund AI and Comparing Capex to Cash Flows.



Exhibit 2A) "AI big technology firms" include: Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Oracle; Loans refers to the \$38 billion loan tied to Oracle/Vantage data centers being put together by banks. Source: BofA Global Research. Data through October 29, 2025. Exhibit 2B) Line denoting 100%. BofA Global Research estimates used for 2025 and 2026. Capital expenditure is aggregate volumes for: Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Oracle net of dividends and buybacks. Source: Bloomberg, Visible Alpha, BofA Global Research. Data as of November 2025.

