TREE FAMILY
TAILORED WEALTH MANAGEMENT

Comment ne pas considérer cette période comme anxiogène

Ma mère, excellent thermomètre de la « perception » des marchés et fidèle des chaînes d'information en continu, me demandait hier si elle devait retirer ses économies pour se protéger, et s'il n'était pas temps de changer de pays. Je le dis mi-sincère, mi-amusé, mais cela résume assez bien l'ambiance générale. Cette ambiance, ces propos, ce n'est pas la première fois que nous y faisons face.

Crise des dettes souveraines en 2011-2012, décrochage de la fin 2018, Covid en 2020, choc d'inflation et de taux en 2022, dissolution de l'Assemblée et débouclage brutal des positions sur le yen en 2024… Depuis plus de dix ans, les peurs ont été nombreuses, légitimes et réelles. Certaines ont provoqué de fortes baisses, mais aucune n'a durablement entamé les patrimoines investis avec discipline. On parle depuis quelques mois de crise financière. Les vents contraires sont nombreux, mais une crise financière se voit rarement venir : on la redoute, bien sûr, et le jour où elle pointe son nez, c'est rarement pour la raison anticipée.

Oui, des taux longs proches de 5 % peuvent faire peur, mais déjà moins à ceux qui ont connu 12, 15, voire 18 %. Face à une inflation qui avoisine 3,5 à 4 %, ils restent assez contenus. En France, c'est surtout l'écart de taux avec l'Allemagne (le spread) qui traduit le risque actuel. Le déclencheur d'une crise pourrait toutefois se trouver ailleurs : une crise politique ou géopolitique, ou encore des difficultés de financement chez les acteurs de l'intelligence artificielle, qui dépendent de plus en plus des marchés pour financer leurs investissements.

Lettre Marchés | Édition Novembre | 2026

1 Une semaine qui ravive les peurs

Wall Street vient de vivre l'une de ses semaines les plus rudes depuis mars 2020. Vendredi 20 novembre, le S&P 500 a cédé 3,7 %. Il recule de plus de 10 % sur un mois, ce qui en fait une correction au sens strict. Le Nasdaq a perdu 5,3 % sur la seule séance et près de 18 % depuis son sommet du 6 octobre, si bien qu'il repasse en territoire négatif sur l'année. En cinq séances, plus de 4 000 milliards de dollars de capitalisation se sont évaporés.

Nvidia a servi de détonateur. Son dirigeant historique, Jensen Huang, a été écarté et la SEC a ouvert une enquête. Le titre a perdu près de la moitié de sa valeur depuis début octobre, soit quelque 2 800 milliards de dollars effacés en quarante-cinq jours. Mais l'étincelle ne doit pas faire oublier la poudre accumulée depuis des mois.

2 Le balancier politique et la facture de l'IA

La saison est d'ordinaire favorable. Lors des vingt dernières élections de mi-mandat américaines, le S&P 500 a toujours progressé sur les douze mois suivant le 1er novembre, d'environ 15 % en moyenne. Mais 2026 ne ressemble guère à ses devancières. La Fed a entamé un nouveau cycle de hausse des taux à quelques semaines d'un scrutin fédéral, ce qu'elle n'avait jamais fait. Le conflit iranien a fait bondir le pétrole de plus de 80 % depuis

janvier et porté le taux à dix ans américain jusqu'à 5,3 %. Surtout, le moteur de la croissance a changé de nature. Les géants de la technologie autofinançaient leurs investissements dans l'IA par leurs flux de trésorerie. Ils se financent désormais sur les marchés : 85 milliards de dollars d'actions nouvelles chez Alphabet, près de 100 milliards chez Meta, sans compter les introductions en Bourse hors norme de SpaceX et, cette semaine, d'Anthropic. Les premières fissures sont apparues en octobre, et ce sont les acteurs les plus endettés qui les ont révélées. Le recours d'Oracle à la force majeure sur un centre de données bloqué par des permis locaux a fait bondir son coût de couverture du risque de défaut, et le Nasdaq a cédé plus de 5 % sur le mois. Les élections de mi-mandat, marquées par de lourdes pertes républicaines au niveau local, ajoutent une incertitude moins visible mais réelle : c'est aux échelons municipaux et régionaux que se décident les autorisations des centres de données. Enfin, la Réserve fédérale pourrait devoir remonter encore ses taux, ce qui alourdirait le coût de la dette pour un secteur qui en dépend largement.

3 Pourquoi nous ne cédons pas à la panique

Un sentiment au plus bas

Le sentiment reste très dégradé : l'indice Fear & Greed de CNN est retombé hier soir en zone de peur extrême, après une brève remontée, et l'appétit pour le risque sur les valeurs technologiques s'est effondré. De tels excès de pessimisme sont rarement de bons moments pour vendre.





Des fondamentaux qui tiennent

La correction a fini par toucher l'IA, mais les bénéfices restent solides : une hausse attendue de 34 % en 2026 pour le S&P 500, et des estimations relevées tout au long de l'année. Le PER prévisionnel est revenu de 22 à moins de 18 fois, et les positions spéculatives ont été soldées. Ce contexte invite à rester investi en privilégiant les sociétés aux bénéfices durables et aux bilans solides, capables de financer seules leur croissance.

Nasdaq : ni cher, ni bon marché, à son juste prix

En mai, le Nasdaq restait surévalué d'environ 1,5 écart-type par rapport au reste du marché, compte tenu de leurs perspectives de croissance à long terme respectives. Cet excès s'est aujourd'hui résorbé et l'indice se paie à sa juste valeur. Cette moyenne masque toutefois de fortes disparités. Les hyperscalers et les éditeurs de logiciels apparaissent désormais sous-évalués, tandis que les semi-conducteurs restent chers.



4 Quelques points importants pour les prochains mois

Énergie : une fragilité durable

Le pétrole du Golfe circule de nouveau, mais il arrive plus cher et par des routes plus fragiles. Les stocks américains sont au plus bas depuis quarante ans et le raffinage russe, frappé par l'Ukraine, est au plus bas depuis plus de vingt ans. Ces deux chocs ont des causes différentes : un apaisement dans le Golfe ne réglerait rien du côté russe. Une prime de risque devrait donc rester durablement intégrée dans les prix de l'énergie.

Inflation : un reflux qui prendra du temps

L'inflation américaine atteint 3,7 %, contre 2,6 % hors énergie et alimentation. Ses principaux moteurs approchent sans doute de leur pic, mais leurs effets se diffusent lentement aux services et, avec retard, à l'alimentation. La Fed de Kevin Warsh se règle sur l'inflation qu'elle constate, pas sur l'accalmie attendue. Deux à trois hausses de taux sont probables, la première dès décembre.

Croissance : ni surchauffe ni rupture

L'économie américaine a absorbé deux chocs énergétiques avec un sang-froid remarquable. Les ménages commencent pourtant à souffrir : les salaires progressent moins vite que les prix et les taux immobiliers dépassent 7 %. Les entreprises voient elles aussi leurs coûts monter. Nous attendons pour 2027 une croissance plus modérée, autour de 2 %, sans décrochage.

5 Nos convictions

IA : de la promesse au rendement

Les dépenses des géants du cloud continueront de croître, mais à un rythme nettement moins rapide, et elles reposent de plus en plus sur la dette. Leur acceptation politique aura aussi un coût. Une technologie peut transformer l'économie sans enrichir ceux qui la financent. À moyen terme, la valeur devrait passer des sociétés qui construisent l'IA à celles qui l'utilisent pour gagner en productivité.

La mémoire, de matière première à goulet d'étranglement

Longtemps, la mémoire informatique a été l'archétype du secteur cyclique : la demande des PC et des smartphones s'emballait, on construisait des usines, puis venait la surproduction et l'effondrement des prix. L'intelligence artificielle pourrait changer la donne. L'entraînement des modèles et l'essor des agents réclament des volumes de mémoire sans précédent, au point que la DRAM et la mémoire à haute bande passante (HBM) sont devenues un point de blocage de l'infrastructure de calcul. Les projections tablent sur une croissance annuelle de la demande d'environ 20 % pour la DRAM et de près de 40 % pour la HBM d'ici 2030. Dans le même temps, les investissements des grands opérateurs du cloud pourraient tripler entre 2025 et 2028 pour dépasser 1 500 milliards de dollars. L'offre peine à suivre : une usine met plus de deux ans à entrer en production, et la HBM consomme trois à quatre fois plus de silicium que la mémoire classique. La pénurie pourrait donc durer jusqu'en 2028.

Le scénario inverse mérite pourtant d'être pris au sérieux. Les modèles deviennent plus sobres : DeepSeek et Moonshot ont montré qu'on peut obtenir des performances équivalentes avec beaucoup moins de mémoire. Les nouvelles capacités chinoises, à commencer par CXMT, récemment introduit en Bourse, pèseront sur les prix. Et le resserrement des conditions de financement observé ces dernières semaines pourrait inciter les grands opérateurs à ralentir leurs investissements au profit de la rentabilité. Le recul de près de 27 % de l'indice des semi-conducteurs depuis son sommet montre que le marché a commencé à intégrer ce risque. Ce débat ouvert est précisément ce qui crée des écarts de valorisation. Nous privilégions une approche sélective, par des gérants actifs capables de distinguer la croissance durable de l'euphorie passagère, plutôt qu'une exposition indicielle à un secteur devenu très sensible au moindre signal.

Europe et France : le pessimisme a déjà fait son œuvre

Les investisseurs ont largement délaissé l'Europe ces derniers mois, et la France plus encore. La défiance entamée depuis le début de l'été, alimentée par l'incertitude budgétaire et par les débats très précoces de la campagne présidentielle, a posé une chape de plomb sur les actifs français. C'est sans doute contre-intuitif, mais le potentiel des actions européennes a augmenté : les bénéfices des entreprises ont progressé plus vite que leurs cours, si bien qu'elles sont moins chères aujourd'hui qu'en mars.

Quand le désengagement atteint une telle ampleur, il n'est pas nécessaire que les nouvelles deviennent bonnes : il suffit qu'elles soient moins mauvaises qu'on ne le craignait. Les prochaines semaines pourraient offrir ce répit et ramener des capitaux vers certaines valeurs injustement délaissées. Beaucoup de sociétés françaises sont aujourd'hui très attractives. Il est en revanche encore un peu tôt pour revenir sur les valeurs de consommation cyclique, comme LVMH, Pernod Ricard ou EssilorLuxottica, tant que le cycle ne repart pas.

Asie : un soutien venu de Pékin

En Asie, les mesures de soutien du gouvernement chinois pourraient contribuer à ce retour des capitaux, et profiter aussi aux entreprises européennes les plus exposées à la région.

6 Ce que nous faisons

Depuis un an, nous avions fait le choix de rester à l'écart du secteur technologique. Fidèles à l'idée qu'il faut toujours dissocier le prix de la valeur, nous avions privilégié des activités industrielles, cycliques mais souvent délaissées. Le mouvement actuel ne remet pas en cause la révolution technologique en cours : il en corrige les excès de valorisation. Il rappelle aussi une vérité ancienne : une innovation de qualité ne garantit pas le rendement de ceux qui la financent. Cette phase conforte notre conviction que la diversification, par zones, par styles et par classes d'actifs, est le socle même de la construction d'un portefeuille. Nous resterons attentifs aux points d'entrée que ce repli pourra offrir sur des sociétés solides, sans chercher à deviner le point bas. Nous regardons ainsi à nouveau des sociétés comme Nvidia, dont l'avance technologique reste intacte, même si sa crise de gouvernance appelle à la patience.

Nous allons poursuivre les mouvements engagés ces derniers trimestres, en renforçant des fonds comme Piquemal Houghton, absent de la technologie, mais aussi certains fonds chinois et émergents, et en augmentant progressivement notre exposition à l'Europe.

7 Que répondre à ma mère ?

Que ses économies n'ont pas besoin de changer de pays, mais d'une allocation claire, diversifiée et tenue dans la durée. Les périodes anxiogènes ne se traversent pas en fuyant les marchés, mais en sachant ce que l'on détient, et pourquoi.

Ce document est fourni à titre d'information et ne constitue ni une recommandation personnalisée, ni une offre d'achat ou de vente. Les valeurs et les fonds cités le sont à titre d'illustration. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures ; tout investissement comporte un risque de perte en capital.

