

PROBUS  PLEION

Lettre mensuelle

Décembre 2025

A votre service depuis 1980





SOMMAIRE

- 2

Editorial
- 3

Evaluation de la situation économique
- 4

Les marchés financiers au cours du mois
- 5

Commentaires sur les décisions de placement
- 6

Résumé des performances
- 7

Contacts & disclaimer

EDITORIAL

L'électricité est le nouvel or noir

La demande future attendue en (très) forte hausse

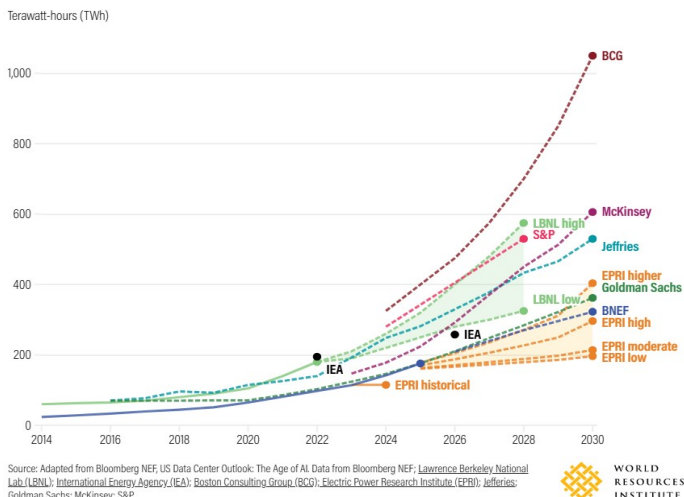
Alors que l'attention médiatique sur le thème de l'IA s'est plutôt focalisée dans un premier temps sur les semiconducteurs (Nvidia, Broadcom, AMD et Micron) et sur les « hyper scalers » (Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et Oracle), la question de savoir comment alimenter cet écosystème 1) en financement et 2) en électricité revient au centre de l'attention ces dernières semaines.

Si nous avons abordé la question financière le mois passé, avec des craintes de plus en plus vives sur le bilan d'Oracle notamment, la fourniture d'énergie électrique pourrait bien devenir le thème d'investissement central ces prochains mois. Non pas que les marchés financiers aient « négligé » les principaux acteurs du segment, mais parce que les dépenses d'investissement (capex en anglais) pour financer l'expansion de la production pourraient bien désormais devenir prioritaires. A quoi bon posséder des capacités de calculs majeures si on ne peut pas les alimenter en énergie?

Croissance attendue de la demande d'électricité d'ici 2030

Comparison of US data center electricity demand forecasts

Data center electricity demand estimates vary widely



Du nucléaire au gaz, en passant par le renouvelable

Au vu des croissances attendues de la demande ces prochaines années, même si elles varient fortement d'une étude à l'autre, il est certain que toutes les sources d'approvisionnement supplémentaires en électricité seront les bienvenues. Aucune d'entre elles n'apporte de solution idéale et c'est donc bien à toutes qu'il faudra faire appel en fonction des besoins spécifiques. Les grandes centrales nucléaires sont coûteuses et longues à construire, les SMR plus petites demandent entre 2 et 7 ans de mise en place, mais produisent moins d'énergie. Les centrales à gaz butent sur des délais d'attente de plusieurs années pour les turbines, alors que le renouvelable souffre de son intermittence et du coût des solutions de stockage.

Un vrai renouveau du secteur industriel

Alors qu'en occident l'industrie était en déclin depuis des décennies au profit des services, à l'exception notable de l'Allemagne et du Japon, c'est bien à un renouveau majeur du secteur auquel nous assistons pour satisfaire les besoins en forte augmentation d'énergie électrique, qu'ils soient destinés à l'IA, aux transports ou plus généralement, à la décarbonation de notre économie.

Quelles conséquences attendre sur les marchés?

Le secteur technologique, dont la dynamique de marché a récemment connu un passage à vide, pourrait bien céder son « maillot jaune » au profit du secteur industriel en 2026. Un secteur moins « glamour », mais plus prévisible et plus résilient.



Kim Muller

CIO (Suisse)



Evaluation de la situation économique

L'économie américaine montre quelques signes de faiblesse sous certains aspects. Les indicateurs avancés pointent vers le haut, alors que la confiance du consommateur faiblit, en dépit du montant record dépensé au Black Friday.

La confiance du consommateur US s'effrite

Si les chiffres des ventes du Black Friday ont battu de nouveaux records, avec une progression de 4.1% au total et même de 9.1% pour les ventes en ligne, il apparaît que les 10% les plus nantis de la population représentent désormais le 50% de la consommation totale, un niveau encore jamais atteint. De plus, avec un niveau d'inflation toujours supérieur à 3%, le gros de l'augmentation des ventes est essentiellement le fruit d'une augmentation des prix. A cela s'ajoute un marché de l'emploi qui donne toujours quelques signes de faiblesse, ce qui ne fait que renforcer la dépendance de la consommation envers les ménages les plus aisés, dont le pouvoir d'achat est porté par la performance des marchés financiers.

L'or est aussi disponible en quantité limitée

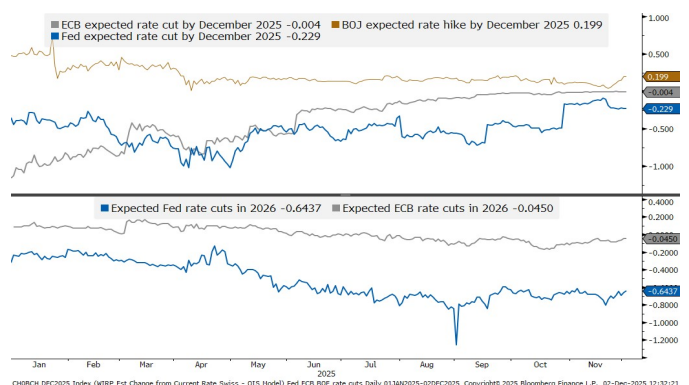
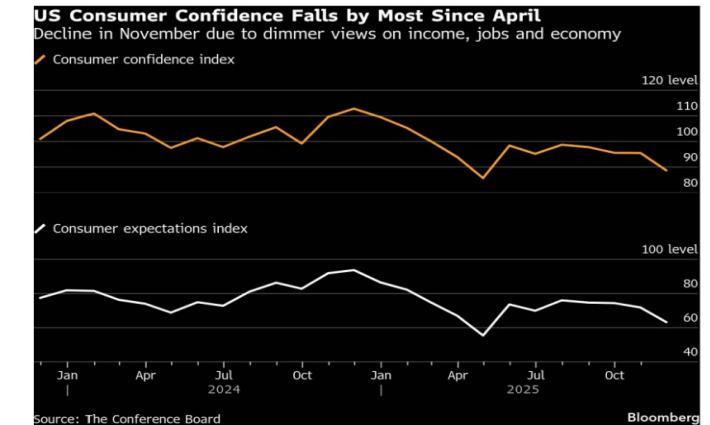
On parle régulièrement de l'effet de rareté du Bitcoin, dont la quantité disponible est de facto limitée à un maximum de 21 millions d'unités. Mais si on se réfère à l'or, plusieurs études chiffrent sa quantité maximale aux alentours de 350'000 tonnes, dont 216'000 ont déjà été extraites. Du fait de sa densité, toute la quantité d'or disponible prendrait la forme d'une sphère à peine plus haute que la Maison Blanche! Mais revenons à l'évolution du cours de l'or et l'on peut constater que la phase actuelle de consolidation, entamée il y a six semaines, se poursuit tout à fait normalement. De son côté, l'argent a réussi à entamer une nouvelle séquence haussière, alors que certains investisseurs s'attendent à une Fed plus conciliante en 2026.

Une baisse de taux de la Fed et une hausse de la BoJ?

Après avoir hésité entre une baisse de taux de la Fed et un statu quo lors de la réunion du 10 décembre, le marché se positionne finalement pour une troisième baisse de taux en 2025 lors de cette réunion. Ce dernier revirement a été motivé par les commentaires en ce sens d'un des gouverneurs de la Fed, Stephen Miran, récemment nommé et proche de Donald Trump. Selon lui, la Fed devrait se fier à ses prévisions et non aux données économiques, en l'absence d'un bon nombre de celles-ci. La BoJ se réunira quant à elle le 18 décembre.

Qu'en est-il de la politique monétaire de la BNS?

Après avoir brièvement cassé le seuil psychologique des 0.92 au cours du mois de novembre, la paire EUR/CHF a rebondi pour clôturer le mois au-dessus du niveau de 0.93, niveau plus « acceptable » à l'heure actuelle. Certains ont suspecté la BNS



CHOBCH DEC2025 Index (WDRP Est Change from Current Rate Swiss - QIS Model) Fed ECB BOJ rate cuts Daily 01JAN2025-02DEC2025 Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P. 02-Dec-2025 12:32:12



Les marchés financiers au cours du mois

Une certaine « fatigue » des investisseurs sur l'IA apparaît, alors que le secteur de la santé opère un retour marqué sur le devant de la scène au mois de novembre. Fort logiquement, l'indice SMI est la « star » de ce mois.

La santé propulse le SMI en tête des indices sur le mois

Une fois n'est pas coutume, notre indice national s'est distingué au cours du mois de novembre, en surperformant l'ensemble des principaux indices internationaux. Derrière ce mouvement, plusieurs facteurs sont entrés en jeu, à savoir des valorisations redevenues attractives, un certains « retard » dans la performance annuelle, mais surtout un retour en grâce marqué du secteur de la santé. Porté notamment par des performances remarquables de ses deux poids lourds, 18.7% pour Roche et 5.2% pour Novartis, sans oublier Alcon en hausse de 6.8%, l'indice phare helvétique en a profité pour revenir à des performances annuelles plus en ligne avec celles des indices européens. Sur un plan plus global, la quasi-totalité des grands titres pharmaceutiques a affiché des performances remarquables, le marché considérant désormais que le secteur a dépassé le creux de son cycle.

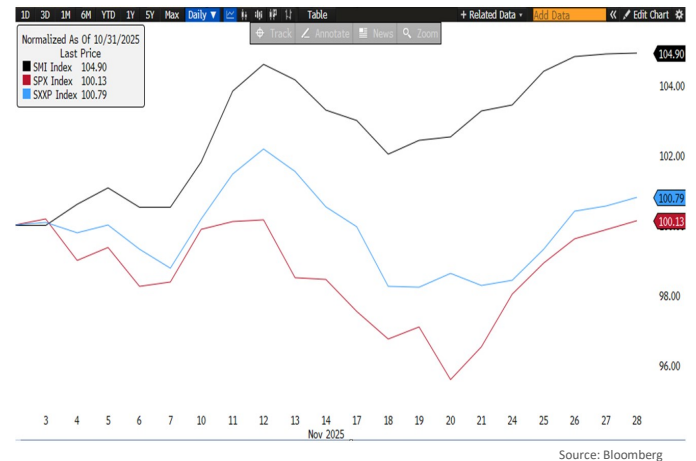
La hausse des rendements en JPY

Pendant de nombreuses années et surtout depuis 2015, les rendements en JPY ont incarné l'accès quasi « gratuit » aux liquidités, avec l'ensemble de la courbe se traitant en dessous de 1%. Pour les investisseurs, se financer en yen pour investir dans toutes sortes d'actifs était la panacée absolue, le consensus tablant sur des taux contrôlés par la banque centrale japonaise (BoJ) et destinés à demeurer indéfiniment proches de 0%. Depuis 2022 et l'émergence d'inflation dans l'économie japonaise, la BoJ a progressivement abandonné son contrôle des rendements et a laissé ceux-ci s'établir en fonction des règles du marché. Un premier seuil a été franchi en 2024, mais plus récemment ceux-ci ont atteint des niveaux inédits depuis le début du siècle. Aux niveaux actuels, le risque de voir d'innombrables positions se dénouer pour rembourser ces emprunts devient une réalité en 2026.

Le mythe du « digital gold » en prend pour son grade

Depuis plusieurs années et ce jusqu'il y a peu, les partisans du bitcoin ont systématiquement tenté de « convertir » de nouveaux adeptes en imposant un concept de « digital gold ». Selon eux, le bitcoin recelait les mêmes qualités intrinsèques que l'or physique, tout en ayant un potentiel haussier bien supérieur. Si le bitcoin a des qualités uniques en termes d'investissement, le nommer « digital gold » revient à nommer un pavé végétal (c'est l'appellation officielle selon la loi française) « entrecôte Simmental ». Derrière cette mauvaise passe de l'écosystème crypto, plusieurs raisons émergent et notamment la prolifération d'investisseurs à levier. Dès que la tendance s'inverse, ceux-ci se retrouvent piégés et deviennent des vendeurs contraints et forcés. Parmi ceux-ci, on retrouve des porteurs d'ETFs à levier ou des sociétés de « type Microstrategy », dont le business model consiste à emprunter pour financer l'achat de bitcoins.

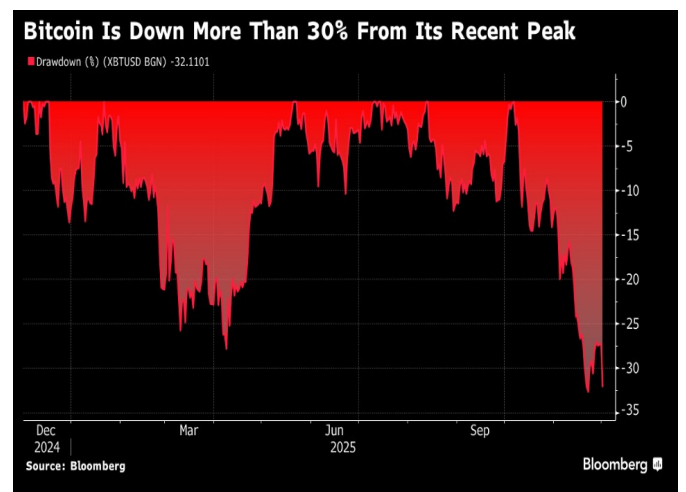
SMI (noir), Stoxx600 (bleu) & SP500 (rouge) sur le mois



Rendement à 30 ans sur la dette japonaise depuis 2000



Baisses encourues du bitcoin depuis ses tops en 2025





Nos convictions

	<i>Pas du tout attractif</i>	<i>Peu attractif</i>	<i>Neutre</i>	<i>Attractif</i>	<i>Très attractif</i>	<i>Commentaires</i>
Actions	Actions US		●			Dynamique solide, attention aux valorisations
	Actions EU			●		La défense consolide, la value en force
	Actions CH		○	●		La tendance positive des pharmas se confirme
	Actions Japon			●		Favoriser le Topix face au Nikkei 225
	Actions Chine		●	○		Le marché a besoin de souffler
	Actions Asie ex-Japon & Chine		●			Favoriser l'Inde
Obligations	Cash & dette à court terme			●		Maturités 3-5 ans en EUR, 2-3 ans en USD
	US dette à long terme	●				Ratio rendement-risque peu attractif
	EU dette à long terme	●				Eviter la dette gouvernementale française
	High Yield US & EU	●				Les spreads de crédit au plus bas
	Dette émergente devise locale			●		Bénéficie de la baisse des taux US
	Dette émergente USD		●			
Alternatifs	Métaux précieux et mines d'or			●		Le potentiel à moyen terme intact
	Matières premières			●		Favoriser les métaux
	REITs (EU + CH)		●			Le résidentiel CH est richement valorisé
	Private Markets		●			



Conviction actuelle



Conviction précédente

Commentaires sur les décisions de placement

Une certaine « fatigue IA », couplée à plusieurs rotations sectorielles, notamment en faveur du secteur de la santé, ont laissé la plupart des indices sur des niveaux inchangés. Les rendements obligataires se sont très légèrement tendus, alors que les métaux précieux tiraient leur épingle du jeu. Les cryptos entament une phase difficile.

Actions

Après un mois d'octobre particulièrement porteur, les marchés actions ont fait du surplace en novembre, alors que plusieurs rotations sectorielles et intra-secteur (GOOG vs. NVDA) se sont mise en place. Ces derniers développements ne sont pas pour nous déplaire et mettent (enfin) en lumière certains pans de marché totalement délaissés ces derniers mois. Globalement, les conditions de marché restent malgré tout assez favorables pour la fin de l'année, notamment grâce à la fin de la réduction du bilan de la Fed et la perspective de baisses de taux et de la fiscalité (OBDD) aux US en 2026.

Obligations

Les rendements se sont très légèrement tendus au cours du mois, prenant comme prétexte une légère augmentation du niveau d'inflation tant aux US qu'en Europe. Le marché des capitaux a été assez fortement sollicité depuis deux mois, en particulier par les émissions massives d'obligations des géants de l'écosystème IA. Dans l'ensemble, les spreads de crédit sont restés à bas niveau, à l'exception de quelques émetteurs spécifiques, tel qu'Oracle, qui a vu les rendements exigés par le marché sur sa dette augmenter davantage.

Métaux précieux, immobilier coté en bourse (REIT)

Si l'or reste techniquement en phase de consolidation, il a néanmoins vu son cours progresser sur le mois. Pas (encore?) de nouveau plus haut historique en novembre, au contraire de l'argent qui a franchi un nouveau palier à la hausse. Est-ce que l'argent est un indicateur avancé sur la tendance à venir de l'or ou est-il simplement en train de combler davantage sa décote relative? Difficile à trancher à ce stade. Pour sa part, l'immobilier coté en bourse fait plus ou moins du surplace, tiraillé entre des valorisations raisonnables et des rendements obligataires en légère hausse.

Devises

Alors que le marché hésitait sur la probabilité d'une baisse des taux de la Fed en décembre, le dernier positionnement en faveur d'une baisse a eu raison d'une nouvelle tentative du Dollar Index de sortir de son canal de fluctuation en place depuis 6 mois. A ce stade, le dollar US n'est ni haussier ni baissier, les différentes forces de marché se trouvant à l'équilibre. En revanche, si la Fed devait se positionner en 2026 de manière trop conciliante, nul doute que le billet vert se retrouverait à nouveau sous pression.



Résumé des performances

Les performances actions

Equity Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SWISS MARKET INDEX	12834	4.9	10.6	9.1
STXE 600 (EUR) Pr	576.4	0.8	14.2	13.0
CAC 40 INDEX	8123	0.0	11.1	12.3
DAX INDEX	23837	-0.5	19.7	21.5
FTSE 100 INDEX	9721	0.0	19.7	17.3
Euro Stoxx 50 Pr	5668	0.1	16.4	18.0
DOW JONES INDUS. AVG	47716	0.3	12.1	6.2
S&P 500 INDEX	6849	0.1	15.9	13.5
NASDAQ COMPOSITE	23366	-1.5	19.9	21.6
RUSSELL 2000 INDEX	2500	0.8	12.2	2.7
TOPIX INDEX (TOKYO)	3378	1.4	21.3	26.0
FTSE CHINA A50	15111	-1.1	11.2	14.6
Global Index	1005.14	-0.1	19.1	16.5

Les performances des obligations, devises et matières premières

Fixed Income Indices	Last	1m Return (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
SBI AAA-BBB	139.8	-0.2	0.9	0.7
Euro-Aggregate	248.0	-0.1	1.7	0.7
U.S. Aggregate	2352.3	0.6	7.3	5.7
Global Aggregate	500.0	0.2	7.8	5.6

Currency	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
CHF	0.804	-0.1	-11.0	-8.7
EUR	1.160	0.5	11.4	9.7
DX	99.46	-0.3	-8.0	-5.9
GBP	1.324	0.6	5.5	3.9
JPY	156.180	1.4	-0.4	4.3
CNY	7.074	-0.6	-3.1	-2.4
CAD	1.398	-0.2	-2.6	-0.2
AUD	0.655	0.1	5.3	0.6
BRL	5.335	-0.8	0.0	-10.7
INR	89.458	0.8	4.6	5.9
MXN	18.296	-1.4	-11.4	-10.2
EURCHF	0.932	0.4	-0.9	0.0

Commodity	Last	1m Change (%)	YTD Return (%)	1y Return (%)
Gold	4239	5.9	62.6	60.4
Silver	56.50	16.0	95.2	84.5
WTI	58.55	-4.0	-17.5	-13.9
Copper	518.55	1.9	26.7	27.1
Industrial Metals	154.04	0.2	8.8	6.1
Agriculture	56.69	1.4	0.3	0.2

Suisse

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Boulevard de Grancy 1 ♦ 1006 Lausanne
t +41 22 308 18 50

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier
t +41 27 329 06 83

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

info@probuspleion.ch ♦ www.probuspleion.ch

Luxembourg

2A rue Jean Origer ♦ L-2269 Luxembourg
t +352 262 532 0

info@probuspleion.lu ♦ www.probuspleion.lu

Maurice

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Baie 30529

République de Maurice
t +230 263 46 46

info@probuspleion.mu ♦ www.probuspleion.mu

Dubai

DIFC ♦ Emirates Financial Towers

South Tower ♦ Office 1101
P.O Box 9519 ♦ Dubai ♦ Émirats arabes unis

t +971 4 305 8000

info@probuspleion.ae ♦ www.probuspleion.com

Thaïlande

283/78 15th Floor ♦ Home Place BLDG

Sukhumvit 55 (Soi Thong Lor 13) ♦ Klongton Nua

Wattana ♦ Bangkok 10110 ♦ Thailand

t +66 27 129 660

info@probuspleion.com ♦ www.probuspleion.com

PROBUS ♦ PLEION

www.probuspleion.com

Disclaimer: This document has been prepared using sources believed to be reliable but should not be assumed to be accurate or complete. The statements and opinions it incorporates were formed after careful consideration and may be subject to change without notice. The author and distributors of this document expressly disclaim any and all liability for inaccuracies it may contain and shall not be held liable for any damage that may result from any use of the information presented herein. Past performance is not indicative of future results. Values of an investment may fall as well as rise. This document is intended for information purposes only and should not be construed as a recommendation, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any investment products or services. The use of any information contained in this document shall be at the sole discretion and risk of the user. Prior to making any investment or financial decisions, an investor should seek individualized advice from his/her financial, legal and tax advisors that consider all of the particular facts and circumstances of an investor's own situation.

DIFC: This document is directed at Professional Clients as defined under the rules and regulations of the Dubai Financial Services Authority (DFSA). Probus Pleion Middle East Limited is regulated by the DFSA.

Switzerland: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA). Pleion SA is regulated by the FINMA.

Mauritius: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Financial Services Commission (FSC).

Luxembourg: This document is directed at Professional Clients and/or Qualified Investors as defined under the rules and regulations of the Grand-Duchy of Luxembourg. Clients' data is protected under the REGULATION (EU) 2016/679 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 27 April 2016 on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and on the free movement of such data, and repealing Directive 95/46/EC (General Data Protection Regulation).

Data Privacy Policy Important Notice: Companies within the Probus Pleion Group recognize the importance of keeping the personal data of its customers and other counter-parties confidential and protecting their privacy rights. While each company within the Probus Pleion Group has its own privacy policy in accordance with the applicable standards, you may access Probus Pleion Group global privacy policy at the following url: <https://www.probuspleion.com/data-protection-policy>