



Le chaos sans la volatilité

Du 21 au 23 août 2025 s'est tenue la réunion de Jackson Hole, qui a rassemblé une centaine de banquiers centraux, ministres, experts et universitaires pour discuter des défis auxquels sont confrontés les marchés du travail, la démographie et la productivité. Cet événement est toujours très attendu par les investisseurs, même si les politiques budgétaires ont eu un impact plus important que les politiques monétaires ces dernières années.

Dans un climat politique tendu, marqué par des tensions entre le président de la Fed et le président américain, le discours de Jerome Powell était très attendu. Il a suggéré qu'une révision de la politique monétaire pourrait être appropriée, invoquant un déséquilibre des risques, même si le marché du travail demeure « curieusement équilibré » en raison du ralentissement simultané de l'offre et de la demande de main-d'œuvre. Il a souligné que les décisions de baisse de taux restaient fondées sur les données et a précisé que les droits de douane constituaient un choc « ponctuel » sur les prix, ce qui devrait permettre à la Fed d'agir avec prudence dans l'examen d'un éventuel changement de politique monétaire. Les marchés auraient souhaité un message plus explicite sur les baisses de taux, mais les investisseurs ont néanmoins conclu qu'une première baisse aurait lieu lors de la prochaine réunion du FOMC, le 17 septembre.

Après avoir menacé de licencier Jerome Powell, Trump semble avoir abandonné cette idée. Cela lui permettra de blâmer le président de la Fed en cas de ralentissement économique. Cependant, la pression politique continue. La Maison Blanche a annoncé que la gouverneure Cook avait été licenciée pour « motif valable » car elle aurait menti sur la nature de demandes de prêts hypothécaires, ce qu'elle nie. Mme Cook a refusé de démissionner et a porté l'affaire devant les tribunaux ; il s'agit donc d'une affaire à suivre. Cette dame semble avoir le caractère nécessaire pour lui tenir tête. Trump maintient la pression, et même s'il ne parvient pas à forcer Mme Cook à partir, cela sera intimidant pour tous les membres du conseil du FOMC. L'objectif du président américain est de transformer une institution indépendante en une simple



marionnette au service des priorités et des caprices du président. Étonnamment, ces manœuvres politiques n'ont pas suscité l'indignation des acteurs du marché. La crédibilité des États-Unis est en jeu.

Les États-Unis poursuivent leur « EMification » (devenir un marché émergent), qui se caractérise par un affaiblissement des institutions. À partir du 26 mai prochain, date à laquelle le nouveau président de la Fed sera nommé, celle-ci sera entièrement soumise à la Maison Blanche. Cela contribue au plan de dévaluation du dollar.

Le sommet de Jackson Hole a donc confirmé les anticipations du marché concernant une baisse des taux américains. Jérôme Powell a assoupli sa position. Dans un contexte de restructuration économique mondiale et d'isolationnisme américain, il semble logique que la Réserve fédérale ne puisse être indépendante d'un plan gouvernemental qui se veut révolutionnaire en termes macroéconomiques et géopolitiques.

Pour le marché obligataire américain, une baisse des taux directeurs ne signifie pas automatiquement une baisse des taux à long terme ou une augmentation des prêts au secteur privé. Les déficits publics devraient rester élevés et la demande étrangère pour les bons du Trésor à long terme pourrait être limitée dans un contexte de faible visibilité économique et de déclin de la gouvernance des institutions américaines.

Évolution des marchés à fin août 2025

End of August	Equities in Local Currencies							
	MSCI World	S&P 500	EuroStoxx	CAC	Spain	Switzerland	MSCI EM	CSI 300
Perf 1 Month	2.49%	1.91%	0.60%	-0.88%	3.74%	2.97%	1.22%	10.33%
Perf 3 Month	8.13%	9.28%	-0.28%	-0.62%	5.54%	-0.32%	8.74%	17.10%
Perf YTD	12.67%	9.84%	9.31%	4.38%	28.81%	5.06%	17.01%	14.28%

End of August	Commodities				Currencies vs EUR			
	WTI Oil	Brent Oil	Gold	Copper	USD	JPY	GBP	CHF
Perf 1 Month	-7.58%	-6.08%	4.80%	3.03%	-2.31%	0.13%	-0.13%	-0.87%
Perf 3 Month	5.30%	6.60%	4.82%	4.25%	-2.89%	-4.89%	-2.57%	-0.24%
Perf YTD	-10.75%	-8.74%	31.38%	12.93%	-11.40%	-5.28%	-4.39%	0.49%

End of August	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	1.45%	1.20%	-0.20%	1.68%	-1.54%	1.47%	1.53%	1.33%
Perf 3 Month	1.84%	2.48%	-0.29%	2.67%	-3.47%	3.05%	4.28%	4.22%
Perf YTD	7.21%	4.99%	0.64%	6.47%	-7.37%	8.45%	8.88%	7.32%

Source : Bloomberg 31/08/25

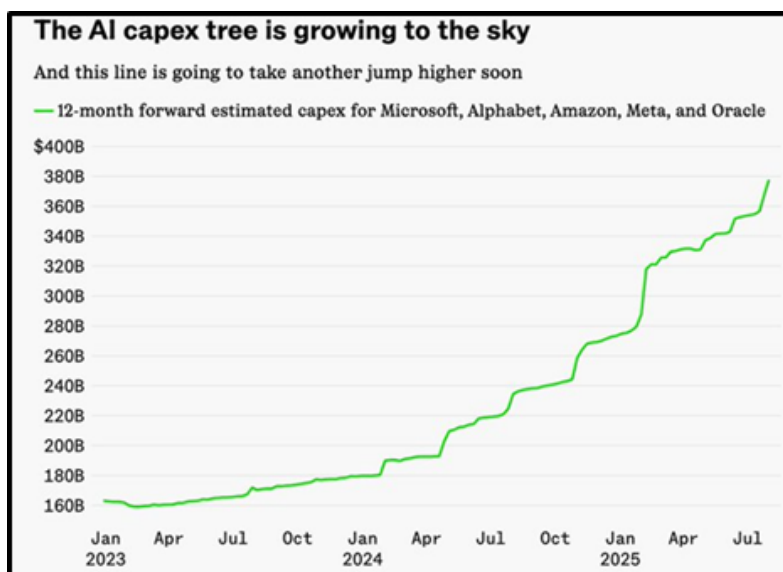


Un cycle d'investissement non soutenable ?

L'économie américaine reste à deux vitesses, avec des taux d'intérêt élevés (même après quelques baisses), des coupes dans le programme Medicaid et d'autres facteurs qui continuent d'exercer une pression à la baisse sur les consommateurs à faibles revenus et les jeunes. Dans le même temps, les dépenses budgétaires continuent de cibler les Américains d'âge moyen, tandis que les Américains fortunés et les entreprises ont généralement bloqué la plupart de leurs dettes à des taux bas à long terme.

Il est important de noter que les dépenses d'investissement dans l'IA contribuent de manière significative à la croissance américaine. En effet, d'ici la fin 2025, Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et Oracle devraient avoir investi plus de 400 milliards de dollars. Cela correspond à 1,3 % du PIB américain. Ces montants colossaux compensent une consommation sous pression, ce qui explique en partie pourquoi l'économie ne faiblit pas. Toutefois, il convient de rappeler qu'avec des montants investis aussi importants et compte tenu du fait qu'un centre de données peut rapidement devenir obsolète, des retours sur investissement élevés seront nécessaires pour justifier les dépenses actuelles.

Dépenses d'investissement des Big Five

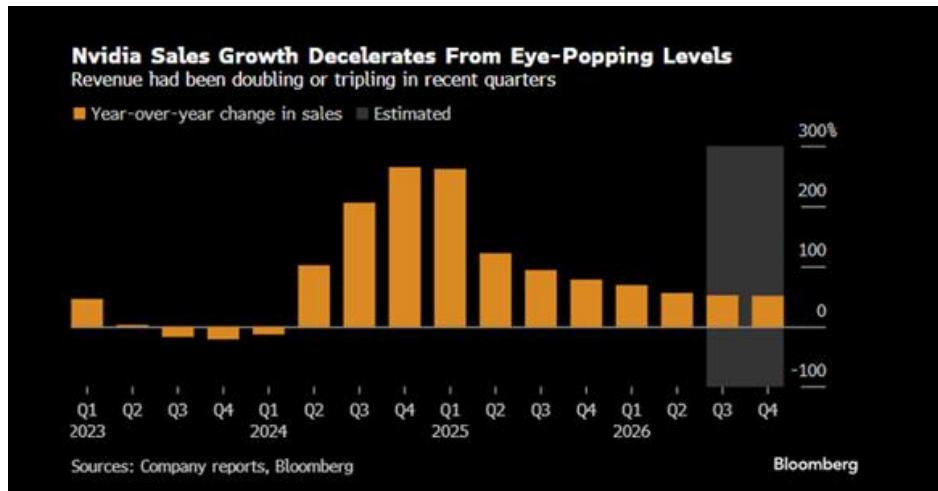


Les résultats de Nvidia (pour le deuxième trimestre 2026) ont été publiés le 27 août. Bien que les investisseurs aient été légèrement déçus, la croissance reste forte (+56 % en glissement annuel), conformément aux attentes ci-contre. Le PDG s'attend à ce que les investissements s'accroissent encore pour atteindre 600 milliards de dollars d'ici la fin de l'année prochaine, ce qui semble optimiste. Jensen Huang s'est également montré confiant quant aux ventes en Chine. Il estime que celles-ci pourraient représenter « une opportunité de 50 milliards de dollars pour nous cette année, avec une croissance prévue de 50 % par an, comme le reste du marché de l'IA ». L'administration Trump autorisera Nvidia et AMD à exporter des puces GPU vers la Chine, mais uniquement des versions dégradées de leurs meilleures puces, et avec



une taxe de 15 % sur les ventes. Les fonds collectés par le gouvernement seraient déposés sur un compte ad hoc, qui serait utilisé pour financer des initiatives d'investissement national dans le secteur des puces.

Croissance Annuelle Des Ventes De Nvidia



Les Chinois voudront-ils de ces puces de seconde zone ? Des entreprises chinoises telles que Huawei et Alibaba travaillent à la conception de puces pour l'IA et l'inférence. Les travaux progressent rapidement. Le gouvernement chinois a demandé à des groupes spécialisés dans l'intelligence artificielle, notamment les grandes entreprises Internet ByteDance et Tencent, de réduire leur dépendance à l'égard de la technologie Nvidia. Par conséquent, même si Nvidia pouvait vendre des puces aux Chinois, il n'est pas certain qu'ils accepteraient l'offre.

Il est également difficile de comprendre la réaction positive des investisseurs à l'annonce de la prise de participation de 10 % du gouvernement dans Intel. Trump a annoncé qu'il y aurait d'autres accords. L'entrée du gouvernement dans le capital d'entreprises privées n'est-elle pas une recette socialiste ? Les Français sont champions dans ce domaine. Cela n'augmentera pas le rendement du capital investi, mais le diminuera.

Dans le contexte chaotique actuel aux États-Unis, il est difficile de croire que la prime de risque du marché boursier américain n'augmente pas de manière significative. L'environnement réglementaire américain est désormais susceptible de changer quotidiennement.

Excellents résultats aux États-Unis

La qualité des résultats peut peut-être expliquer les nouveaux sommets boursiers enregistrés aux États-Unis en août. Ceux-ci ont été excellents, même si la baisse du billet vert y a largement contribué.

Le graphique montre qu'en août, le taux de révision des bénéfices a fortement augmenté, entraînant une révision à la hausse de 1,3 % des prévisions de bénéfices pour les 12 prochains mois au cours des trois derniers mois. Dans le même temps, les prévisions de croissance des bénéfices ont baissé de 2 % en Europe



et de 3 % sur les marchés émergents au cours des trois mois écoulés. La croissance bénéficiaire pour l'ensemble de l'année 2025 devrait donc être de 10 % pour le SP500, de 0 % pour l'Euro Stoxx 50 et de 10 % pour les marchés émergents. Il convient de noter que la croissance des bénéfices pour 2026 s'établit actuellement à 13 % aux États-Unis et en Europe, en supposant une amélioration des marges, qui ont déjà atteint des niveaux records.



Les marchés ont donc poursuivi leur tendance haussière, en particulier aux États-Unis. Si l'Europe marque une pause (en euros), les marchés de la région restent proches de leurs plus hauts niveaux. Les marchés émergents affichent également de bonnes performances ; par exemple, la plupart d'entre eux ont progressé de plus de 20 % en dollars depuis le début de l'année. La faiblesse du billet vert est un facteur favorable.

Prix de l'ETF MSCI World (MXWO)



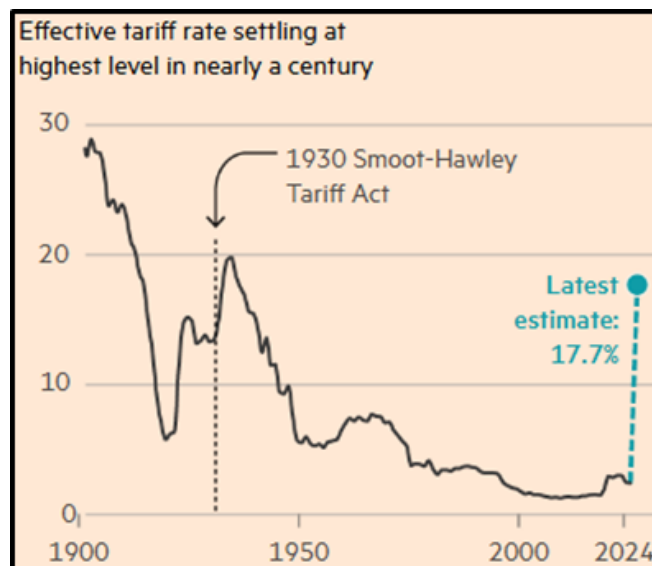


Avec une telle démonstration de force des marchés, et bien que septembre soit généralement le mois le plus faible de l'année, il n'y a aucune raison de craindre une correction majeure des bourses. Au contraire, une consolidation serait la bienvenue et permettrait alors de terminer l'année en beauté. Avec la baisse prévue de 0,5 % des taux d'intérêt par la Fed d'ici la fin de l'année, cela devrait profiter aux valeurs cycliques. Cela pourrait permettre aux petites capitalisations et aux entreprises moins valorisées de surperformer les titres du MAG7 aux évaluations élevées.

Des droits de douane tous azimut

Les droits de douane demeurent problématiques, car ils sont susceptibles de changer quotidiennement et de nombreuses exceptions s'appliquent. L'Inde vient d'être pénalisée par un droit de douane de 50 % sur ses exportations vers les États-Unis parce que le pays continue d'acheter du pétrole russe. Toutes ces mesures tarifaires ont entraîné une grande complexité, qui peut être intentionnelle, visant à décourager les importations. Actuellement, le taux moyen appliqué aux importations arrivant sur le sol américain est de 17,7 % selon le FT, comme le montre le graphique ci-contre. Il s'agit des droits de douane les plus élevés depuis un siècle. Cependant, il convient de rappeler que les biens de consommation ne représentent plus qu'une fraction de l'économie, contrairement au XIXe et au début du XXe siècle. Le choc sera moins violent. Cependant, personne ne sait aujourd'hui quel sera l'impact sur les prix. Il faudra attendre plusieurs trimestres supplémentaires pour avoir une idée. Les premières données montrent que les exportateurs ne paient pas ces taxes, car les prix à l'importation sont restés inchangés depuis mars. Les premières enquêtes suggèrent que les importateurs paient une partie des taxes et que les consommateurs supportent le reste. Cela aura-t-il un effet d'entraînement sur le prix des services ? Comment ? Comme l'a souligné J. Powell, il y aura un effet, mais il ne devrait pas se répéter, car une fois les augmentations mises en œuvre, l'impact sur les prix disparaîtra.

Droits De Douane Aux USA



C'est pourquoi les chiffres de l'inflation sont examinés de près. En juillet, l'IPC s'est établi à 2,7 % et 3,1 % en glissement annuel pour l'indice de base, conformément aux attentes. Il en va de même pour l'indice des dépenses de consommation personnelles (PCE), l'indicateur préféré de la Fed, qui s'est établi à 2,6 % et 2,9 % en glissement annuel pour l'indice de base. L'objectif de 2 % semble encore lointain. Peut-on encore parler d'objectif alors qu'il est dépassé depuis plus de quatre ans ?



Comme personne ne sait comment interpréter les chiffres macroéconomiques et que la qualité de ces mesures est remise en question en raison du manque de ressources pour mener des enquêtes fiables, les marchés obligataires sont passés en mode « pause ». En d'autres termes, les courbes de rendement affichent peu de variations. En un mois, le rendement des obligations du Trésor à 10 ans a baissé de quelques points pour s'établir à 4,22 %, tandis que le Bund reste entre 2,65 % et 2,75 %. Seule la partie ultra-longue de la courbe, de 10 à 30 ans, est sous pression. Cela signifie que les primes de risque pour les investissements à long terme sont en hausse, en raison des nombreuses incertitudes qui font suite au changement de paradigme de l'économie mondiale. Le rendement du Bund à 30 ans a dépassé les niveaux de 2023, s'établissant à plus de 3,3 %. Aux États-Unis, le marché obligataire est un peu plus calme, mais l'écart de rendement entre les échéances à 10 et 30 ans se creuse également. La courbe des taux s'est considérablement pentifiée en Europe. Une tendance similaire peut être attendue aux États-Unis, et peut-être même dans une plus grande mesure encore, compte tenu des déficits publics abyssaux attendus et des incertitudes quant à l'évolution des prix à la consommation.

Rendement à l'échéance du Bund Allemand à 30 ans



Les anticipations d'inflation calculées à partir des prix du marché restent sous contrôle pour le moment. Les spreads de crédit sont à leur plus bas niveau. Il n'est donc pas du tout intéressant d'acheter des obligations d'entreprises ou à haut rendement. Bien sûr, les gestionnaires de fonds obligataires diront probablement le contraire, car cette situation pourrait perdurer. Dans ce contexte, il est préférable d'investir dans des obligations d'État lors de nouveaux achats. Il convient de noter la tension relative qui règne sur le marché français après la décision du Premier ministre de demander un vote de confiance au Parlement le 8 septembre, avant le vote du budget 2026. Le gouvernement risque de tomber, ce qui devrait conduire à de nouvelles élections législatives. Le rendement de l'OAT à 10 ans s'est légèrement creusé par rapport au Bund, pour atteindre 80 points de base ; toutefois, la prime de risque avait déjà augmenté de manière significative en 2024 lors de la dissolution de l'Assemblée nationale. Il ne semble pas que ce nouveau défi politique soit susceptible de compromettre les institutions européennes. La France est confrontée à un problème budgétaire important, avec des déficits qui devraient rester élevés, supérieurs à 5 % pour 2025 et 2026, et encore plus importants en cas de ralentissement économique.



L'or marque une pause

Avec l'affaiblissement du dollar américain, on peut s'attendre à ce que le prix de l'or continue d'augmenter. Pourquoi les banques centrales achèteraient-elles des billets verts alors qu'elles savent pertinemment que leur valeur va baisser de manière significative ? Les achats d'or par les banques centrales des pays émergents vont se poursuivre. Depuis avril, cependant, le métal jaune n'a ni augmenté ni baissé. Il se consolide dans une fourchette étroite. Il convient de noter que ce type de tendance est rare, surtout après une forte hausse, comme celle observée en début d'année. La volatilité a donc diminué, ce qui rend de plus en plus intéressant pour ceux qui souhaitent tirer parti de la prochaine phase de hausse pour acheter des options. L'or reste un actif de choix dans la construction d'un portefeuille, en particulier pour les personnes dont la base monétaire est libellée en dollars.

Prix de l'Once D'Or





Sœur Anne ne voit rien venir

Il faut encore aborder la guerre en Ukraine, alors que les espoirs de paix ou, même pour un cessez-le-feu temporaire s'étaient accrus. Malheureusement, le sommet en Alaska entre Poutine et Trump s'est distingué par son aspect visuel, mais pas par son contenu. Il a renforcé le prestige diplomatique de Poutine sans apporter de progrès tangibles en matière de paix ou de souveraineté de l'Ukraine.

Le président américain, qui avait menacé son homologue russe, semble avoir abandonné tout espoir de paix et n'imposera pas de nouvelles sanctions malgré les menaces proférées en août.

L'Europe a réagi avec clarté et unité, réaffirmant que toute paix doit inclure la participation de l'Ukraine et des garanties de sécurité suffisantes. L'Europe a indiqué qu'elle ne pouvait pas compter uniquement sur la diplomatie ad hoc entre les États-Unis et la Russie et qu'elle devait développer ses propres cadres stratégiques.

Il n'y a pas de rapprochement. La guerre va se poursuivre.

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.