



Le Moyen-Orient à nouveau en guerre

À l'âge d'or de l'escroquerie, les guerres n'ont lieu que lorsque les marchés sont fermés ¹

Au cours du mois dernier, la pression s'est intensifiée sur l'Iran. Alors que les négociations étaient en cours, elles devaient reprendre à Vienne le 2 mars, mais les États-Unis et Israël ont alors lancé une série de frappes contre l'Iran. Le guide suprême Ali Khamenei est mort, ainsi que d'autres hauts responsables iraniens. Il semble que, contrairement à ce qui avait été dit précédemment, l'objectif soit bel et bien un changement de régime ; il n'y a pas que des objectifs militaires et stratégiques sur les sites d'enrichissement d'uranium. Chaque heure apporte son lot de nouveaux développements, et il est difficile de savoir si ces opérations atteindront leurs objectifs, même pour les spécialistes, ce que nous ne sommes pas. Le gouvernement iranien, n'ayant plus rien à perdre, pourrait fermer le détroit d'Ormuz, par lequel transite 20 % du pétrole mondial, ou bombarder des infrastructures civiles au Moyen-Orient, semant ainsi le chaos. Les marchés tenteront d'interpréter les conséquences de ces événements, et le prix du pétrole sera affecté et volatil dans les jours à venir. Si les investisseurs estiment que l'approvisionnement en pétrole pourrait être affecté à long terme, ils intégreront le risque de récession dans leurs prix. Cela ajoutera de la volatilité à toutes les classes d'actifs. Si, comme le croit probablement l'administration Trump, les choses reviennent rapidement à la normale, avec un nouveau régime en Iran plus ouvert à la négociation, alors cela ne sera rien de plus qu'un épisode rapidement oublié.

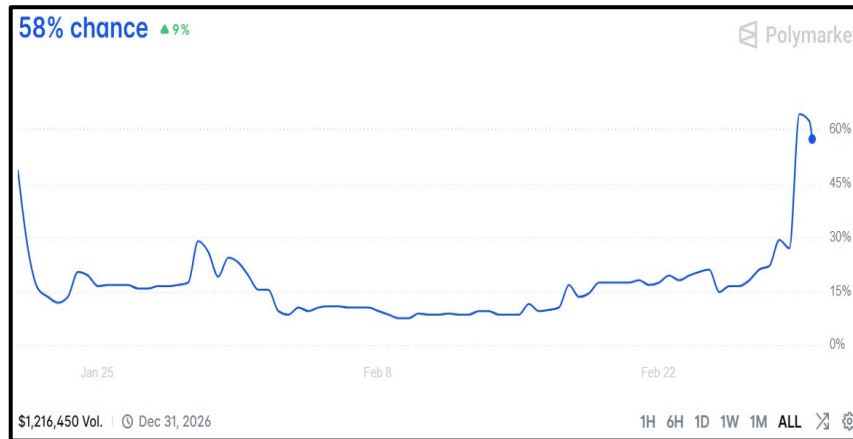
Au cours des 50 dernières années, chaque fois qu'il y a eu des opérations militaires dans le Golfe, il a été difficile de les compter tant elles ont été nombreuses ; les marchés ont repris leur tendance initiale, celle qui prévalait avant les événements. La probabilité que cela se reproduise est donc élevée ; en fait, c'est le scénario le plus probable. Cela pourrait offrir des opportunités d'achat sur les marchés financiers et boursiers. Cela peut sembler cynique, mais c'est ainsi que fonctionnent les marchés. Il est peu probable que

¹ Source : Le Shrub <https://substack.com/@leshrub>



cette guerre apporte la paix au Moyen-Orient. Le scénario le plus probable est un retour à la situation antérieure ; le pire scénario serait un État défaillant en Iran et la poursuite des perturbations pour les pays du Golfe. Le reste de ce commentaire est rédigé dans l'optique d'un retour à la normale.

Droits de douane mensuels américains



Source : Polymarket.com

Décision de la Cour suprême sur les droits de douane

Un séisme juridique s'est produit le 20 février. La Cour suprême des États-Unis a invalidé la plupart des droits de douane imposés par le président Trump, connus sous le nom d'« IEEPA », y compris les droits de douane réciproques « Liberation Day », statuant à 6 voix contre 3 que la loi sur les pouvoirs d'urgence n'autorise pas le président à imposer des droits de douane. Il s'agit d'une décision historique. Selon la Tax Foundation, ces nouvelles taxes avaient généré plus de 160 milliards de dollars de recettes fédérales jusqu'au 20 février 2026. Cette décision annule environ les trois quarts des nouvelles recettes douanières sur lesquelles comptait l'administration.

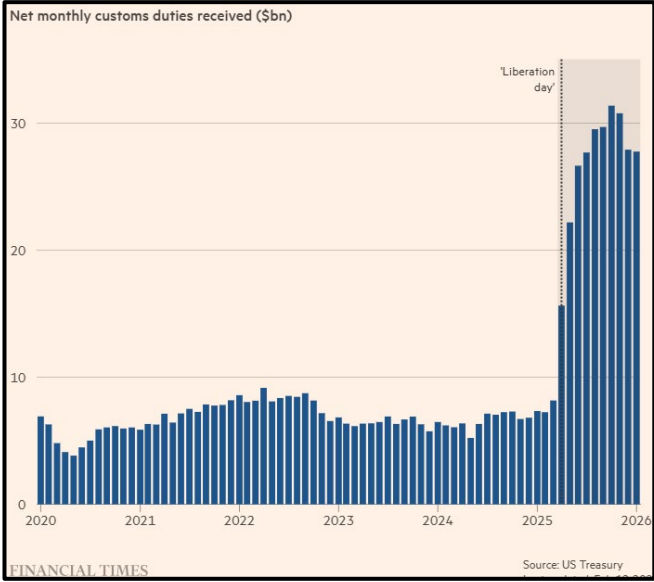
Le président Trump, très mécontent, a immédiatement annoncé un nouveau droit de douane mondial de 10 %, qu'il a ensuite porté à 15 % le lendemain, en s'appuyant sur une autre autorité légale, la section 122. Au final, il sera de 10 %. Les droits de douane n'ont donc pas disparu, mais reposent sur une base plus fragile. Le Congrès dispose de 150 jours pour valider cette nouvelle taxe, qui remplace les anciennes. Ce zigzag institutionnel soulève de nombreuses questions, avec des conséquences financières parfois importantes pour les partenaires économiques des États-Unis. Les marchés financiers n'ont pas connu de volatilité accrue à la suite de la décision de la Cour suprême, car ce risque était déjà pris en compte. Néanmoins, l'incertitude juridique demeure. Plus de 900 entreprises ont déjà intenté des poursuites contre le gouvernement américain afin de récupérer des milliards de dollars de taxes indûment payées.

Dans son discours sur l'état de l'Union prononcé mardi 24 février, le président Trump a salué les résultats exceptionnels de son administration et la bonne santé de l'économie américaine. En effet, la croissance en 2025 a été plutôt bonne, à 2,2 %. Bien que le dernier trimestre ait été plus faible que prévu, un rebond devrait se produire au premier trimestre 2026. Cependant, la plupart de la population ne partage pas cet avis : la confiance des consommateurs est au plus bas, c'est pourquoi on parle d'une économie en « K » : les ménages riches dépensent sans compter, tandis que les autres, la « véritable » classe moyenne, se serrent la ceinture. Au niveau macroéconomique, seuls les chiffres comptent, mais sur le plan politique, cela conduit à des défaites électorales.



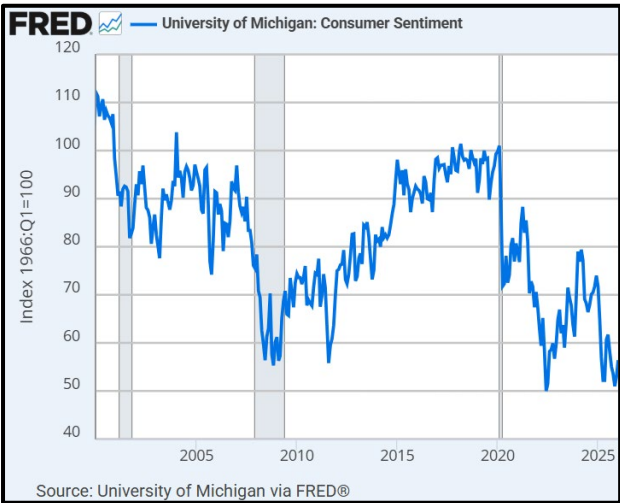
Il est également vrai que l'immigration a été stoppée, ce qui est considéré comme un succès par la plupart des Américains, mais il faudra attendre pour voir s'il s'agit d'un succès ou si l'un des fondements du dynamisme américain a disparu.

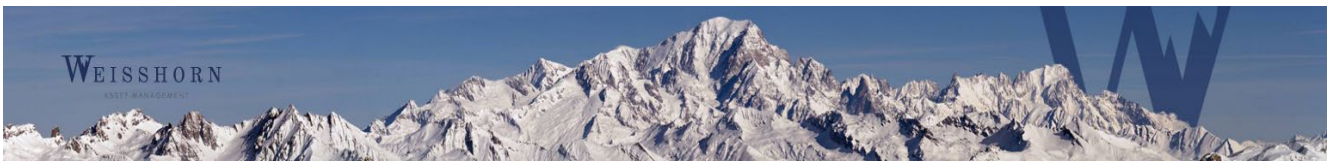
Droits de douane mensuels aux États-Unis



En Europe, les prévisions de croissance économique ont été légèrement revues à la hausse. Les ménages ont accumulé des économies et sont en bonne santé, ce qui constitue une réserve pour la consommation. En outre, l'Europe et l'Allemagne ont mis en place des programmes de dépenses d'infrastructure et de défense qui devraient soutenir la croissance. Les prévisions des économistes semblent donc trop prudentes.

Université du Michigan : Confiance des consommateurs





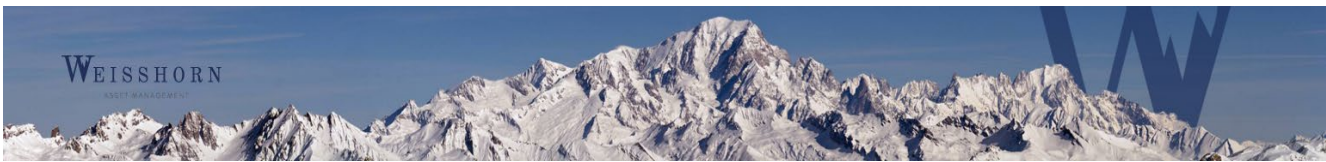
Rien ne peut perturber le marché obligataire

Depuis le 30 janvier, la Réserve fédérale a un nouveau président : Kevin Warsh, s'il est confirmé par le Sénat. Son beau-père, Robert Lauder, est un ami du président Trump et, plus important encore, Bessent et Warsh sont également amis. On peut s'attendre à ce que la banque centrale américaine soit subordonnée au département du Trésor à partir du mois de mai. En conséquence, l'institution monétaire devrait voir son importance diminuer et sa collaboration avec le gouvernement s'intensifier. Cela soulève des questions quant à l'indépendance de la Fed, mais le marché ne s'en inquiète pas et n'a pas ajouté de prime de risque à la suite de cette nomination. De plus, les investisseurs ne s'attendent pas à une baisse des taux à court terme avant l'été. L'ère de la domination budgétaire va donc se poursuivre.

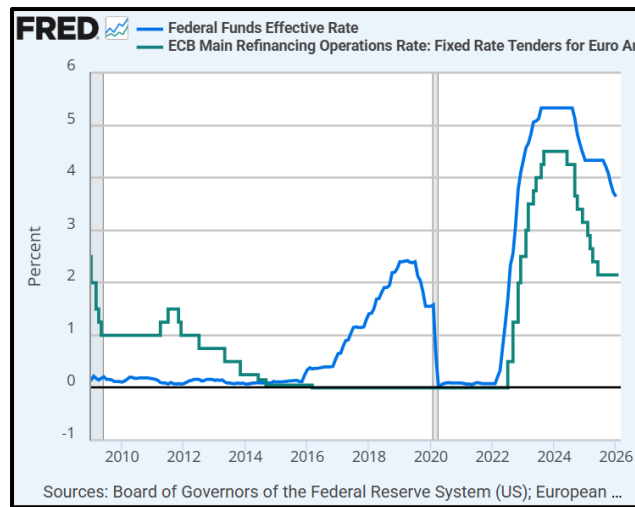
Selon le Financial Times, des rumeurs circulent selon lesquelles Mme Lagarde, la présidente de la BCE, démissionnerait avant la fin de son mandat. Elle a démenti ces rumeurs. Citant une seule source anonyme décrite comme « proche de la pensée de Mme Lagarde », le FT affirme qu'elle souhaite permettre aux dirigeants français et allemands de s'entendre sur son successeur à la tête de cette institution clé avant les élections présidentielles françaises d'avril 2027. L'euro n'a pas réagi, et il convient de noter que le taux d'intérêt directeur de la BCE ne devrait pas changer dans les mois à venir.

Les marchés obligataires sont exceptionnellement calmes. Les primes de risque de crédit sont à leur plus bas niveau et le restent, à l'exception des prêts les plus risqués, tels que ceux notés « B » et moins, où l'on observe un certain élargissement des spreads. Cela reste toutefois anecdotique. Comme nous l'avons vu, la décision de la Cour suprême américaine n'a pas affecté les détenteurs d'obligations du Trésor, le taux à 10 ans oscillant désormais autour de 4 %, dans le bas de sa fourchette depuis fin 2024. Ce comportement est surprenant compte tenu du contexte de déficits publics importants et de pressions inflationnistes persistantes. Annonce-t-il un ralentissement économique ?

On aurait pu penser que l'effondrement du marché obligataire au Japon serait source de tensions. Cela n'a pas été le cas, malgré la victoire écrasante de la nouvelle Première ministre, Taikaichi, aux élections générales. Elle dispose désormais d'une majorité des deux tiers à la Chambre basse, ce qui lui donnera une marge de manœuvre considérable, notamment pour modifier la Constitution si nécessaire, mais aussi pour mettre en œuvre son plan de relance. Là encore, le marché obligataire japonais avait anticipé cette évolution, et le taux à 10 ans est passé de 2,34 % à 2,15 %. Pour l'instant, les investisseurs institutionnels japonais ne rapatrient pas les fonds investis à l'étranger.



Taux directeurs de la FED et de la BCE (en vert)



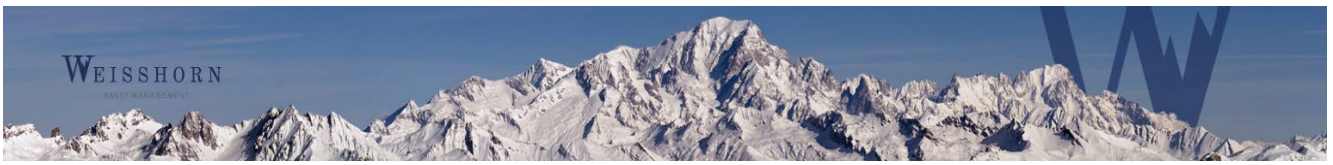
Si l'on cherche un secteur en difficulté, il suffit de se tourner vers le crédit privé. Blue Owl a annoncé qu'elle limitait les retraits de l'un de ses fonds de crédit privé, Blue Owl Credit Corporation II (OBDC II), après avoir tenté de fusionner le fonds avec le produit coté équivalent, ce qui aurait entraîné une dilution de 20 % pour les détenteurs de parts. Cela met en évidence les tensions structurelles au sein du secteur du crédit privé.

Les sociétés de crédit privé telles que Blue Owl ont accordé des prêts importants à des entreprises de logiciels et de technologies de l'information, des secteurs actuellement sous pression en raison des craintes liées à la disruption de l'IA.

Cependant, cet épisode soulève une question que les régulateurs et les investisseurs devraient désormais poser ouvertement au sujet de l'ensemble du complexe du crédit privé, qui représente 3 000 milliards de dollars. La prime de liquidité qu'ils facturent constitue-t-elle toujours une compensation adéquate pour les risques encourus ? Cela pourrait-il affecter l'ensemble du marché du crédit ? Si l'intelligence artificielle se retrouve bientôt en situation de surcapacité, les conséquences dépasseront le cadre de la dette privée.

Blue Owl, un géant des marchés privés





Des bénéfices de bonne qualité

La plupart des grandes entreprises ont publié leurs résultats, qui sont globalement bons des deux côtés de l'Atlantique. Selon FactSet, la croissance annuelle des bénéfices aux États-Unis pour le quatrième trimestre s'établit à 14 %, soit un niveau supérieur aux 9 % attendus il y a seulement un mois. En Europe, le tableau est similaire : partant d'une base plus faible, les analystes tablaient sur une contraction des bénéfices de 4 % (MSCI Europe), mais le chiffre final ne sera que de 1 %. Les prévisions de croissance des bénéfices pour 2026 sont élevées, à 14 % pour les États-Unis et 11 % pour l'Europe. Les principaux indices boursiers semblent calmes. Cependant, certains secteurs restent sous pression. Si l'intelligence artificielle reste un sujet brûlant, elle ne suscite plus le même engouement. Aujourd'hui, les craintes que les outils d'IA ne remplacent des catégories entières de logiciels, tels que les paiements ou la planification des ressources d'entreprise, ont déclenché des vagues successives de ventes. Les pertes sont importantes pour les entreprises concernées, telles que Salesforce, Palantir, Oracle et Palo Alto.

L'ETF iShares Expanded Tech Software, qui comprend de nombreuses entreprises telles que celles mentionnées ci-dessus, a perdu plus de 30 % depuis ses sommets atteints fin octobre 2025. La baisse pourrait se poursuivre avant que l'on sache qui est touché et, surtout, comment. Il ne fait aucun doute que l'IA aura un impact sur la croissance et les marges, mais la plupart des éditeurs de logiciels survivront. La baisse des valorisations pourrait déclencher une vague d'opérations de fusion-acquisition, réduisant l'offre et rétablissant la rentabilité. Mais ce n'est pas un scénario envisageable pour cette année. La nouvelle devise de Wall Street est HALO : privilégier les actifs tangibles et les entreprises à faible obsolescence. Les dépenses d'investissement des grandes entreprises technologiques augmentent considérablement. Les sommes combinées d'Amazon, Alphabet, Meta et Microsoft devraient augmenter de plus de 70 % par rapport à l'année précédente, pour atteindre un niveau record de 610 milliards de dollars en 2026. Cela représente près de trois fois les 217 milliards de dollars dépensés en 2024 et plus de quatre fois les niveaux observés en 2023. Chaque entreprise devrait dépenser en 2026 presque autant qu'au cours des deux années précédentes combinées. La ruée vers la construction d'infrastructures d'IA est sans précédent.

Quel sera le retour sur investissement ? Et surtout, quel sera l'impact sur les valorisations ? Ces entreprises étaient considérées comme « légères en actifs », ce qui leur permettait d'obtenir des retours sur investissement (ROI) élevés ; maintenant qu'elles deviennent « capitalistiques », les ROI vont baisser, et les valorisations devraient suivre.



Prix de l'ETF iShares Expanded Tech Software Sector

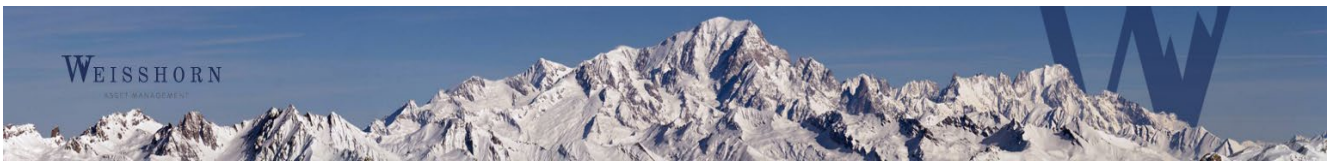


Le changement de sentiment du marché à l'égard des grandes entreprises technologiques était également évident lorsque Nvidia a publié ses résultats. Ceux-ci étaient exceptionnels, avec une croissance des ventes de 73 % pour le trimestre par rapport à l'année dernière, des marges de 75 % et des prévisions pour le trimestre à venir supérieures de 7 % aux attentes des analystes. Le PDG Jensen Huang parle toujours de croissance exponentielle. Nvidia continue de bénéficier de manière disproportionnée des investissements dans l'IA, qui représentent désormais 90 % de son chiffre d'affaires. Le cours de l'action a chuté de 5 % le lendemain de la publication des résultats. Néanmoins, l'entreprise ne risque pas de devenir obsolète.

Chiffre d'affaires trimestriel de Nvidia



Ainsi, la rotation géographique, sectorielle et stylistique qui affecte actuellement les marchés devrait se poursuivre. Les flux favorisent les marchés hors des États-Unis. De petits volumes supplémentaires peuvent avoir un impact significatif sur les prix, car les marchés hors des États-Unis sont moins liquides.



De plus, sur les marchés émergents et en Europe, la tendance est fortement haussière, voire surachetée ; une correction, ou du moins une consolidation, serait salutaire pour permettre à la tendance haussière de se poursuivre. Les troubles actuels au Moyen-Orient sont une excuse parfaite pour laisser les marchés se dégonfler quelque peu.

Consolidation

L'or se consolide de manière saine après sa forte hausse en début d'année. Les fondamentaux du métal jaune restent excellents et les banques centrales ont poursuivi leurs achats. Aujourd'hui, le consensus est haussier sur le métal ; par conséquent, un scénario de consolidation prolongée avant la reprise de la tendance haussière est le scénario principal. Un retour aux niveaux de 4 200 à 4 400 dollars américains dans les mois à venir est possible malgré les événements au Moyen-Orient.

L'année 2026 a commencé comme 2025 s'est terminée : dans un environnement propice à l'investissement, avec des flux financiers rééquilibrés, moins orientés vers les États-Unis et davantage vers le reste du monde. L'impact de l'intelligence artificielle sur certains modèles économiques conduit à la réévaluation de pans entiers du marché, les investisseurs redécouvrant les entreprises traditionnelles dont le bilan comporte moins d'actifs incorporels et dont les valorisations sont plus faibles. Les dépenses d'investissement des grands groupes technologiques sont source d'inquiétude, mais aussi de croissance pour les entreprises impliquées dans le développement des infrastructures.

De nombreux économistes mettent en garde le public contre les dangers de l'intelligence artificielle, qui pourrait entraîner des pertes d'emplois massives en remplaçant la main-d'œuvre humaine. Un rapport « science-fiction » de la société d'investissement Citrini Research a connu un certain succès, décrivant l'environnement économique de 2028, transformé par les machines. Ces craintes semblent grandement exagérées ; les clics sont nécessaires, si bien que de nombreux fournisseurs d'informations recourent au sensationnalisme. L'intelligence humaine ne sera pas remplacée par les machines dans les décennies à venir, même s'il ne fait aucun doute que la productivité dans le secteur des services sera considérablement améliorée. Cela nous permettra-t-il de travailler moins ? Comme cela a été le cas grâce à la révolution industrielle ? Il y a des raisons de le croire. La semaine de 35 heures des socialistes français, sans réduction de salaire, pourrait devenir une réalité pour tout le monde sur la planète. Et cette fois, elle ne sera pas imposée par un gouvernement, mais sera le résultat d'une évolution technologique. Les scénarios catastrophiques se vendent mieux que les scénarios rassurants, mais l'intelligence artificielle ne remplacera pas les humains ; elle les accompagnera.

La volatilité attendue sur les marchés au cours des prochains jours devrait créer des opportunités d'achat si les baisses de prix sont suffisantes. La guerre au Moyen-Orient renforce les thèmes existants, qu'il s'agisse de la défense, du retour en force des matières premières, de la dédollarisation, de l'accès aux sources d'énergie ou de la course aux infrastructures.



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.