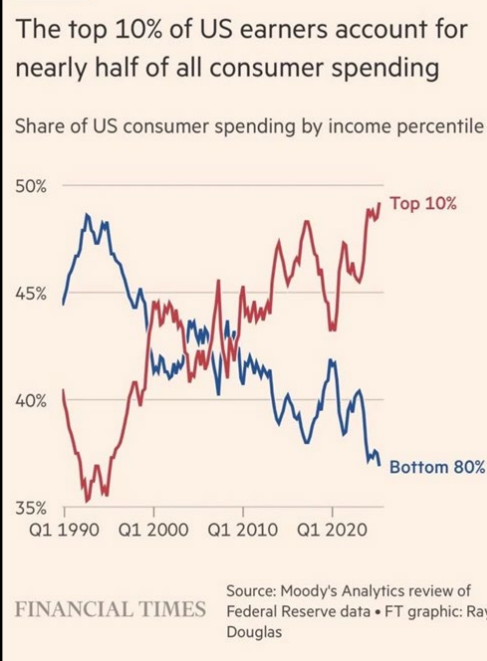


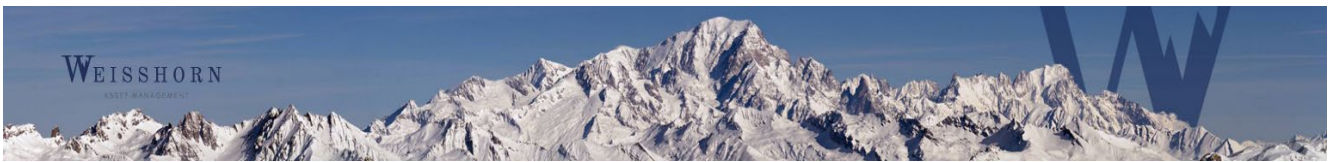


## Des forces opposées

Le mois de mai s'est soldé par deux mouvements de marché tirant dans des directions opposées. Sur les matières premières, les investisseurs ont anticipé la paix : un accord-cadre provisoire entre les États-Unis et l'Iran visant à rouvrir le détroit d'Ormuz a fait chuter le Brent d'environ 17 % sur le mois, à environ 91 dollars, son pire mois depuis le début de la pandémie, alors même que pratiquement aucun pétrole ne transitait par le détroit. Sur les marchés actions, ils ont anticipé la croissance : le S&P 500 et le Nasdaq ont clôturé le mois à de nouveaux records, respectivement à 7 580 et 26 972 points le 29 mai, portés à la hausse par un cycle d'investissements en intelligence artificielle qui dicte désormais le ton de l'ensemble de l'économie. Derrière ces records, l'économie affiche clairement deux vitesses : le développement de l'IA et la technologie tirent les marchés vers le haut, tandis que le Dow Jones est à la traîne et que les salaires moyens réels ont baissé de 0,3 % sur l'année. La croissance économique américaine reste en forme de « K ». Selon le FT, les 10 % des Américains les plus riches représentent près de la moitié de l'ensemble des dépenses de consommation. Il en va de même pour le secteur des entreprises ; l'économie américaine ne croît que grâce au boom technologique. Le FT estime qu'au cours des quatre derniers trimestres, 93 % de la croissance du PIB américain était attribuable aux investissements technologiques. Même au plus fort de la bulle TMT, ce chiffre atteignait à peine 60 %.

## Les plus hauts revenus aux États-Unis et leur part des dépenses





## Géopolitique, Pékin et le Golfe

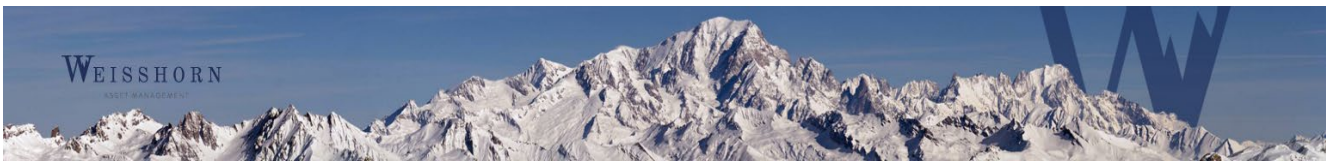
Deux thèmes diplomatiques ont marqué le mois, et tous deux ont été pris en compte par les marchés comme une résolution alors que le fond restait en suspens. À Pékin, la visite d'État de trois jours du président Trump (14-15 mai) a donné lieu à ce que les médias américains ont qualifié de « plus d'ambiance que de détails » : la Chine s'est engagée à acheter pour au moins 17 milliards de dollars par an de produits agricoles américains jusqu'en 2028 et a passé une commande initiale, non encore confirmée par Boeing, de 200 avions, parallèlement à de vagues progrès concernant l'accès aux terres rares et à la création de deux nouveaux « comités » bilatéraux pour le commerce et l'investissement. Les droits de douane n'auraient pas été abordés ; il n'y a pas eu d'accord ferme sur la réouverture du détroit d'Ormuz. Seul Xi a promis une visite d'État de retour à Washington à l'automne. Trump fait l'éloge du président Xi ; il est clair que Xi a donné le ton de ce sommet. Le point pertinent pour les marchés : Trump a déclaré que le président Xi lui avait dit que la Chine ne fournirait aucun équipement militaire à l'Iran. Est-ce vrai ? Ce qui est certain, c'est que le président chinois a mis en garde contre des « affrontements, voire des conflits » au sujet de Taïwan si la question était mal gérée.

Dans le Golfe, le temps joue en faveur de l'Iran. Les États-Unis et l'Iran doivent encore aplanir plusieurs points de désaccord avant de pouvoir parvenir à un accord sur la guerre, a déclaré le vice-président J.D. Vance le 29 mai. Il était trop tôt pour dire « quand ou si » les deux parties finaliseraient un accord. Cette situation dure depuis si longtemps que cela ne signifie pas pour autant que des progrès concrets aient été réalisés dans les négociations. C'est un problème, car la réouverture complète du détroit d'Ormuz est vitale pour l'économie mondiale. Les marchés financiers s'en moquent pour l'instant, mais la réalité s'imposera si un accord est retardé pendant les semaines à venir.

## Un nouveau président de la Fed et quelques problèmes

Le mois a « livré » un nouveau président de la Réserve fédérale et un héritage délicat. Kevin Warsh a été confirmé le 13 mai par un vote du Sénat de 54 voix contre 45, le résultat le plus serré de l'ère moderne, prenant la relève alors que le mandat de Jerome Powell arrivait à expiration. L'ironie est criante : avant la guerre, Warsh affirmait que l'IA ferait baisser l'inflation et permettrait à la Fed de baisser ses taux, et considérait les droits de douane comme une mesure ponctuelle, « tout cela avant la guerre avec l'Iran ». Il arrive au contraire à un moment où les baisses de taux ne sont pas une option. L'inflation américaine en avril a de nouveau accéléré pour atteindre des sommets inégalés depuis plusieurs années : l'IPC a atteint 3,8 %, son plus haut niveau depuis mai 2023, avec un IPC sous-jacent à 2,8 %, et l'indicateur d'inflation préféré de la Fed, le PCE d'avril, s'établit également à 3,8 %, avec un indice sous-jacent à 3,3 %. La bonne nouvelle est que la « dynamique » mensuelle s'est ralentie : l'IPC global d'avril a augmenté de 0,6 % en glissement mensuel après 0,9 % en mars, et le PCE de base mensuel s'est établi à un modeste 0,2 %, ce qui pourrait être considéré comme un choc lié à l'énergie et non comme une nouvelle spirale ; la véritable crainte réside dans le déancrage des anticipations, mais les investisseurs ne cèdent pas encore à la panique. Les marchés tablent désormais sur une pause de la Fed jusqu'en 2026, la prochaine décision penchant vers une hausse, peut-être en janvier 2027. Il sera intéressant de voir comment M. Warsh gèrera la politique de taux, étant donné qu'il souhaite une Fed « plus petite ».

L'Europe a une longueur d'avance : l'inflation dans la zone euro s'établit à 3,0 % pour le mois d'avril (énergie +10,8 %), et une hausse de 25 points de base par la BCE est pratiquement acquise pour la réunion du 11 juin, deux autres hausses étant attendues d'ici la fin de l'année. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a suivi toute cette évolution, atteignant environ 4,7 % le 20 mai, son plus haut niveau depuis 16 mois, avant de redescendre à 4,45 % dans l'espoir d'une résolution de la crise du détroit d'Ormuz.



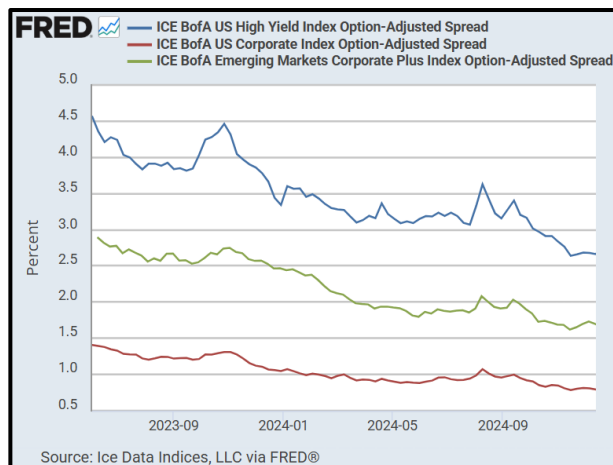
Au cours du mois de mai, les taux à 10 ans en Europe, au Royaume-Uni et au Japon ont atteint des niveaux jamais vus depuis des décennies. Ils ont reculé depuis, mais la tendance haussière est bien installée. Le montant colossal de la dette publique constitue une préoccupation à long terme pour les investisseurs. Ceux-ci exigent des primes de risque de réinvestissement plus élevées.

### Des spreads d'entreprise serrés

Sur les marchés des capitaux, aucun signe de tension n'est perceptible, à l'exception de quelques titres spécifiques ; on n'observe pas d'élargissement des spreads, sauf peut-être pour quelques titres notés CCC et B. Au contraire, les spreads des titres de qualité « investment grade » sont proches de leurs plus bas historiques ; il en va de même en Europe et sur les marchés émergents.

Mais il convient de rappeler que, comme à la fin des années 90, des flux de trésorerie solides ne suffisent pas à couvrir les besoins en nouveaux investissements. Jusqu'à ce cycle, les hyperscalers étaient des machines à cash qui finançaient leur propre expansion grâce à leurs bénéfices d'exploitation. La mise en place de l'infrastructure d'IA met fin à ce schéma. Les dépenses d'investissement pour 2026 s'élèvent désormais à près de 700 milliards de dollars, en hausse d'environ 77 % en glissement annuel après les résultats du premier trimestre 2026, avec une intensité des dépenses d'investissement de 45 à 57 % du chiffre d'affaires, un ratio qui correspond davantage à celui d'un service public réglementé qu'à celui d'une entreprise de logiciels. Lorsque les dépenses dépassent les flux de trésorerie internes à ce rythme, l'écart est comblé sur le marché obligataire, et les émissions des géants de la tech ont déjà atteint plus de 100 milliards de dollars en 2026 et pourraient atteindre 350 à 400 milliards de dollars, selon UBS. L'aspect clé réside dans le changement des sources de financement. Un projet financé par des fonds propres est autocorrecteur : si les revenus ne se concrétisent pas, les multiples de valorisation diminuent et les actionnaires supportent la perte. À l'inverse, un projet financé par l'endettement ne dispose pas de ce type de filet de sécurité, car les paiements d'intérêts restent inchangés, même si la garantie, ici les puces par exemple, devient obsolète plus rapidement que les obligations ne sont remboursées. Par conséquent, dès que les revenus de l'IA ne suffisent plus à couvrir l'amortissement, un problème de solvabilité apparaît. Actuellement, seule la dette d'Oracle a été sérieusement mise sous pression : son CDS à cinq ans a plus que triplé depuis septembre. Les spreads d'autres hyperscalers se sont également creusés récemment, mais pas dans les mêmes proportions.

### Spreads des entreprises américaines

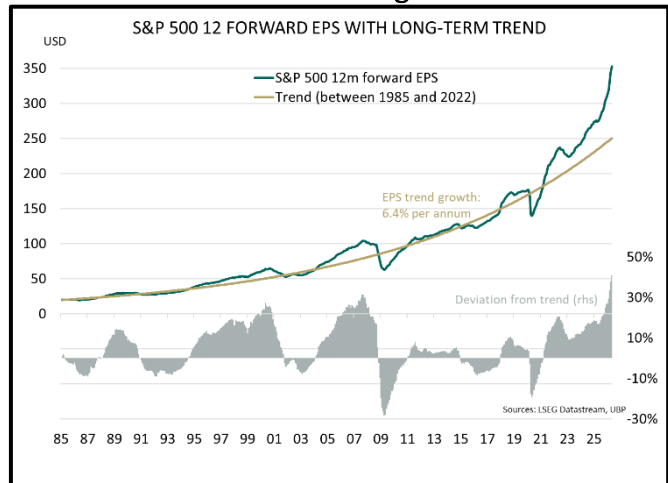




## Actions : une forte hausse ciblée

Au premier trimestre 2026, le BPA du S&P 500 a progressé de 28 %, soit le double des 14 % attendus avant le début de la saison. Pourtant, environ 45 % de la capitalisation boursière du S&P repose désormais sur des méga-capitalisations exposées à l'IA, et les bénéfices prévisionnels se sont découplés du cycle. Depuis le début de la frénésie autour de l'IA en 2023, le BPA prévisionnel sur 12 mois s'est découplé de l'indice ISM manufacturier et se situe désormais plus au-dessus de sa tendance à long terme qu'à aucun autre moment de l'histoire. Le positionnement est devenu unilatéral. La Deutsche Bank place l'exposition aux actions au-dessus de la neutralité (systématique au 66e centile, discrétionnaire au 69e), l'enquête de la BofA est la plus optimiste depuis février, et seuls 4 % des gérants s'attendent à un atterrissage brutal.

## Bénéfice par action prévisionnel sur 12 mois du SP500 - Tendance à long terme



Source : UBP

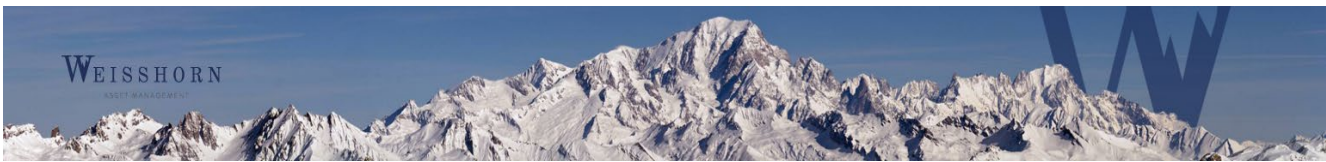
La reprise boursière est réelle, mais dangereusement étroite. La frénésie autour de l'IA bat son plein. Micron a cristallisé cette manie, bondissant de 19 % en une seule séance pour franchir la barre des 1 000 milliards de dollars le 26 mai, après qu'UBS eut triplé son objectif de cours à 1 625 dollars et redéfini ce fabricant de mémoires cycliques comme une valeur d'infrastructure IA à long terme. Ce n'est pas sérieux. La bifurcation s'est manifestée le même jour : le franchissement de la barre du billion de dollars par Micron a coïncidé avec une chute de 118 points de l'indice Dow Jones. Les entreprises de Software-as-a-Service se portent mieux après les fortes corrections de cours du début de l'année. Le 28 mai, Snowflake a bondi de 36,5 %, sa meilleure performance journalière jamais enregistrée, grâce à des prévisions axées sur l'IA ; cette fois-ci, l'IA est soudainement devenue une opportunité pour les entreprises SaaS plutôt qu'une menace.

## Indice KOSPI coréen



Source : FT

En Corée du Sud, où Samsung Electronics et SK Hynix représentent plus de 50 % de l'indice Kospi, celui-ci a progressé de 101 % depuis le début de l'année et de 214 % au cours des 12 derniers mois en monnaie locale. Il a à peine progressé en 18 ans, puis a triplé en un an. Faut-il rappeler que le secteur des semi-conducteurs est très cyclique ?

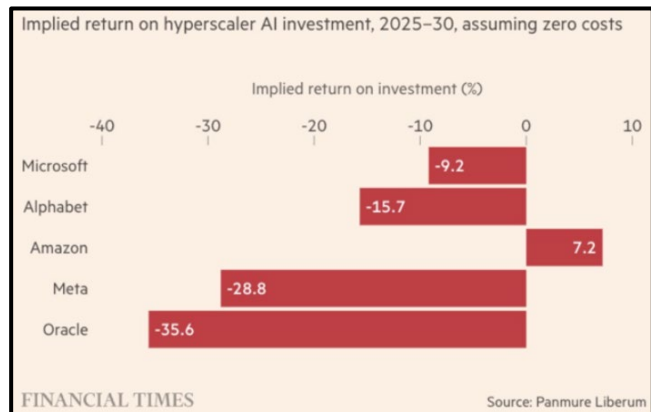


Grâce à de meilleures prévisions de bénéfices, les « Magnificent 7 » se négocient à 26,7 fois les bénéfices prévisionnels, soit un niveau inférieur à leur moyenne de 30,5 fois depuis 2021. L'excès d'optimisme actuel se concentre sur les valeurs « picks-and-shovels » de l'IA, et non sur les leaders de l'indice.

Le graphique porte la marque d'une bougie de fin de tendance : le cours s'accélère à mesure que son lien avec les fondamentaux s'affaiblit.

Les cinq plus grands hyperscalers américains dépenseront entre 660 et 700 milliards de dollars en infrastructures d'IA en 2026, soit près du double de ce qu'ils auront dépensé en 2025. Pour justifier ces dépenses, Panmure Liberum, une banque d'investissement indépendante, estime qu'ils devront générer entre 2 000 et 5 000 milliards de dollars de chiffre d'affaires annuel supplémentaire. Cela semble énorme. Dans l'hypothèse la plus optimiste, en supposant des coûts nuls, seul Amazon affiche un rendement positif. Le rendement implicite de Microsoft est de -9,2 %. Celui d'Alphabet est de -15,7 %. Celui de Meta est de -28,8 %. Celui d'Oracle est de -35,6 %. Les revenus nécessaires pour justifier ces dépenses n'existent pas encore.

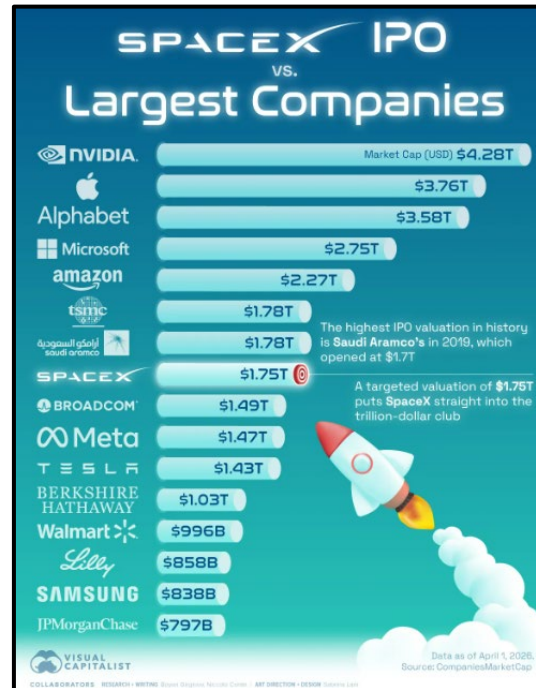
### Rendement implicite des investissements des hyperscalers dans l'IA



Source : FT

### Une introduction en bourse qui restera dans les annales

SpaceX a déposé son formulaire S-1 le 20 mai et vise une cotation le 12 juin avec une valorisation minimale d'environ 1 750 milliards de dollars, revue à la baisse (oui, à la baisse) par rapport à plus de 2 000 milliards de dollars, pour lever jusqu'à 75 milliards de dollars, ce qui constituerait la plus grande introduction en bourse de l'histoire (Bloomberg / Reuters, 29 mai 2026).



Sur un chiffre d'affaires de 18,7 milliards de dollars en 2025, cela représente environ 96 fois le chiffre d'affaires, avec une structure à deux classes d'actions qui confère à Elon Musk un contrôle incontesté des droits de vote. Le dossier de dépôt comporte d'autres dispositions visant à protéger la direction contre des actionnaires « indésirables ». Musk estime le marché potentiel total à 28 500 milliards de dollars, dont, selon les propres dires de l'entreprise, près de 90 % concernent l'IA plutôt que l'espace (dossier S-1 de SpaceX, mai 2026).

Des attentes vertigineuses, mais c'est ce qu'il faut si l'on veut que les investisseurs soient prêts à payer 100 fois le chiffre d'affaires de l'entreprise. Starlink génère actuellement plus de 100 % de l'EBITDA de SpaceX (environ 7,2 milliards de dollars pour un chiffre d'affaires de 11 milliards de dollars) à partir de l'une des deux seules méga-constellations en orbite terrestre basse ; l'autre appartient à Eutelsat (ETL.FP), qui se

négoce à près de 4,4 fois son chiffre d'affaires, soit environ 4 à 5 % de la valorisation implicite de SpaceX en tant que seul concurrent direct coté en bourse (document S-1 de SpaceX ; données de l'entreprise, mai 2026).

OpenAI devrait suivre en septembre avec une introduction en bourse d'une valeur d'environ 852 milliards à 1 000 milliards de dollars, et Anthropic peu après en octobre, avec une valeur d'environ 960 milliards de dollars. À eux trois, ils pourraient lever près de 200 milliards de dollars (seule une fraction du total sera cotée), soit plus que le total de toutes les introductions en bourse américaines depuis 2022. Nous ne cautionnons pas ce nom, mais il marque la place qu'occupe l'exposition aux infrastructures boudées face à la folie américaine en matière d'IA. On ne saura pas avant des années si le 12 juin 2026 restera dans les mémoires comme le 10 janvier 2000, date de l'annonce AOL-Time Warner qui, rétrospectivement, a sonné le glas de l'apogée des dot-com ; mais le pic de l'offre d'actions tend à survenir précisément lorsque la demande est la moins sélective.

## L'énergie est aussi une course

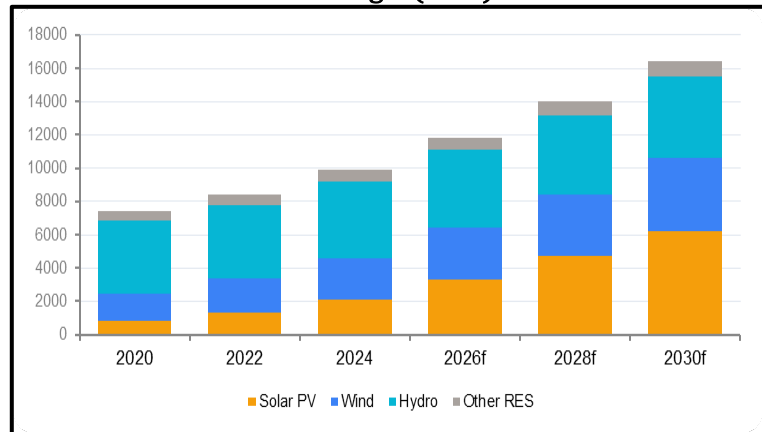
Le pétrole semble être l'expression la plus pure du commerce de la paix. Le mémorandum proposé, d'une durée de 60 jours, rouvrirait le détroit d'Ormuz, lèverait le blocus américain et obligerait l'Iran à déminer toutes les zones dans un délai de 30 jours (Source : Axios) ; dans cette perspective, le Brent a chuté d'environ 17 % en mai pour s'établir à environ 91 USD, sa plus forte baisse mensuelle depuis 2020. Mais le marché physique ne s'est pas redressé ; UBS note que les chargements de brut iranien se sont situés en dessous de 0,3 mb/j en mai, contre 1,5 mb/j en avril, avec « peu d'indices » d'une reprise des flux. Le marché négocie le communiqué, pas le baril, et tant que Trump n'aura pas signé, le moindre dérapage entraînera une violente réévaluation des prix de l'énergie. L'or a reculé à environ 4 500 USD, soit environ 15 % de moins que son pic de début d'année et proche de son plus bas niveau depuis deux mois, bien qu'il reste en hausse d'environ 35 % en glissement annuel. La tendance à la dépréciation n'est probablement pas terminée, mais pour que le marché haussier structurel se maintienne, la consolidation devrait se poursuivre dans les mois à venir.



L'électricité est un thème central pour les années à venir. La demande mondiale d'électricité devrait croître d'environ 3,6 % par an jusqu'en 2030, soit une augmentation annuelle d'environ 1 100 TWh, ce qui représente le rythme soutenu le plus rapide depuis des décennies, la demande des centres de données doublant pour passer d'environ 485 TWh à 945 TWh, soit près de la consommation totale du Japon (IEA Electricity 2026).

La composition du mix énergétique s'inverse, car les sources à faible émission de carbone (énergies renouvelables et nucléaire) passeront de 42 % à 50 % de la production mondiale d'ici 2030, tandis que la part du charbon chutera à 27 %, son niveau le plus bas depuis un siècle. D'ici 2030, l'éolien et le solaire combinés égaleront le charbon (IEA Electricity 2026). Les énergies renouvelables sont le fournisseur de pointe ; elles devraient absorber plus de 90 % de la demande supplémentaire jusqu'en 2030 ; en Europe, elles devraient atteindre 63 % de la production d'ici 2030 (84 % si l'on ajoute le nucléaire), et le parc de petits réacteurs modulaires est passé de 25 à 45 GW. Le besoin de nouvelles infrastructures n'a jamais été aussi grand depuis le début du siècle.

**Production mondiale d'énergie renouvelable par technologie (TWh)**



Source : AIE, Renewables 2025 (nov. 2025) & Electricity 2026 (fév. 2026)

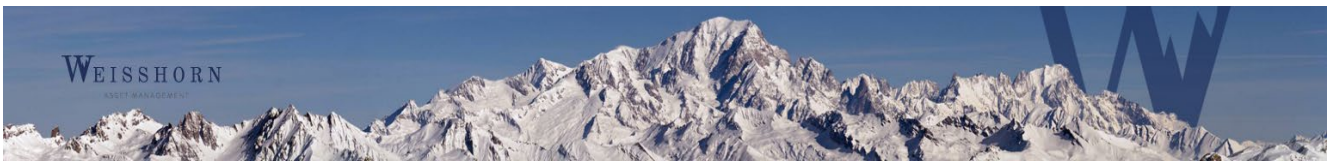
%

## Le mois de juin pourrait être spectaculaire

Les investisseurs misent tout sur l'intelligence artificielle. Il y a une bulle, cela ne fait aucun doute, car les hypothèses qui sous-tendent certains cours boursiers n'ont aucun sens. Mais ce que la plupart des investisseurs ne voient pas, c'est que ce n'est pas parce que les valorisations sont si gonflées. C'est au niveau des bénéfices qu'il y a une bulle. Avec les goulots d'étranglement dans l'industrie et une demande insatiable, les volumes et les marges atteignent des sommets. La demande en puces électroniques est au plus haut du cycle ; elle finira par redescendre, comme c'est toujours le cas. C'est pourquoi il vaut mieux se tourner vers le prochain thème : le réseau électrique, la production d'électricité et les fournisseurs d'énergies alternatives. Ils devraient répondre à l'essentiel de la demande énergétique supplémentaire résultant de l'augmentation de la puissance de calcul.

Trois sujets méritent d'être suivis de près en juin. Premièrement, la question de savoir si Trump signera enfin un mémorandum sur Ormuz ; une signature ferait probablement baisser les prix du pétrole pendant un certain temps. Toutefois, cela ne devrait pas durer longtemps, car les problèmes d'approvisionnement ne seront pas résolus avant des mois, et cela constituerait probablement une opportunité d'achat.

Deuxièmement, le 11 juin, la BCE relèvera très probablement son taux directeur. Quelle sera la réaction du marché dans un marché des devises calme ? On pourrait dire que cela est déjà pris en compte dans les cours ; néanmoins, le communiqué accompagnant cette hausse sera suivi de près et pourrait faire bouger la monnaie unique.



Troisièmement, l'introduction en bourse de SpaceX le 12 juin constituera un véritable moment historique, dont Elon Musk pourra être fier. Cet événement marquera l'histoire. Il fera bouger les marchés, car il doit attirer des capitaux importants. D'où viendront-ils ? Comment cela influencera-t-il le reste du marché des actions ? Cette introduction en bourse marquera-t-elle la fin de la bulle de l'IA ou sa poursuite ? Pour SpaceX, tout est possible, si l'on se souvient que l'objectif ultime est de coloniser Mars. Avec un chiffre d'affaires 100 fois supérieur à celui de 2025, on pourrait dire que nous sommes déjà en orbite haute. Un investisseur prudent évitera soigneusement l'introduction en bourse et se préparera plutôt à partir en vacances.

**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.*