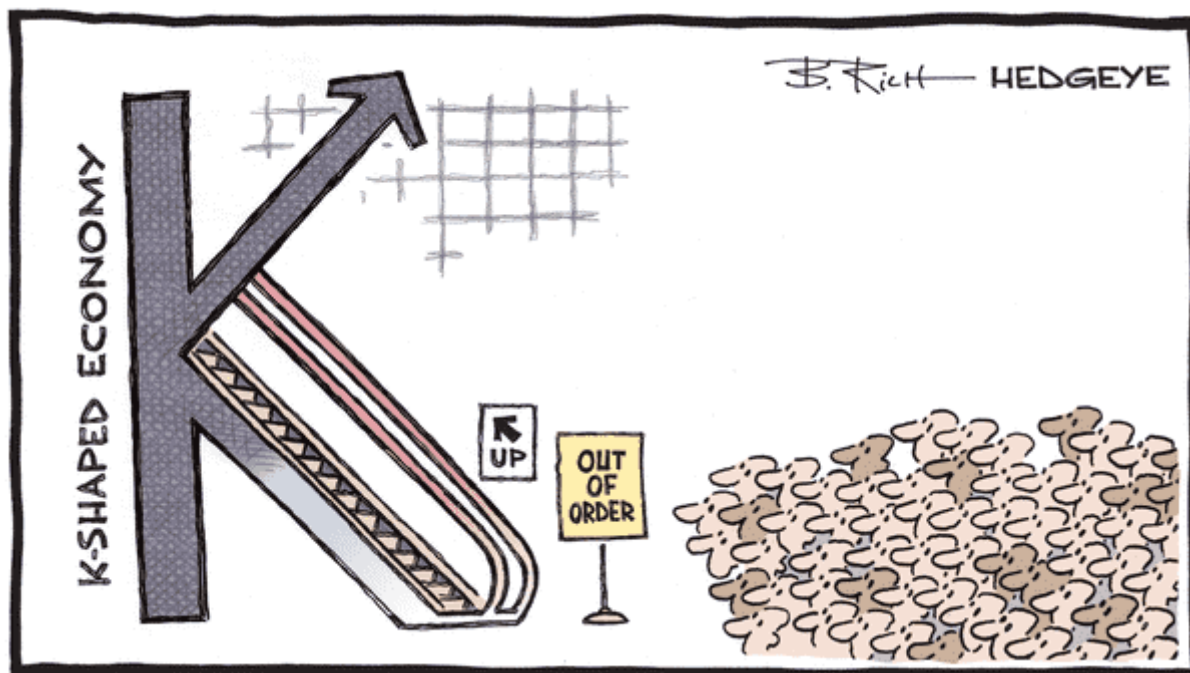




Rotation

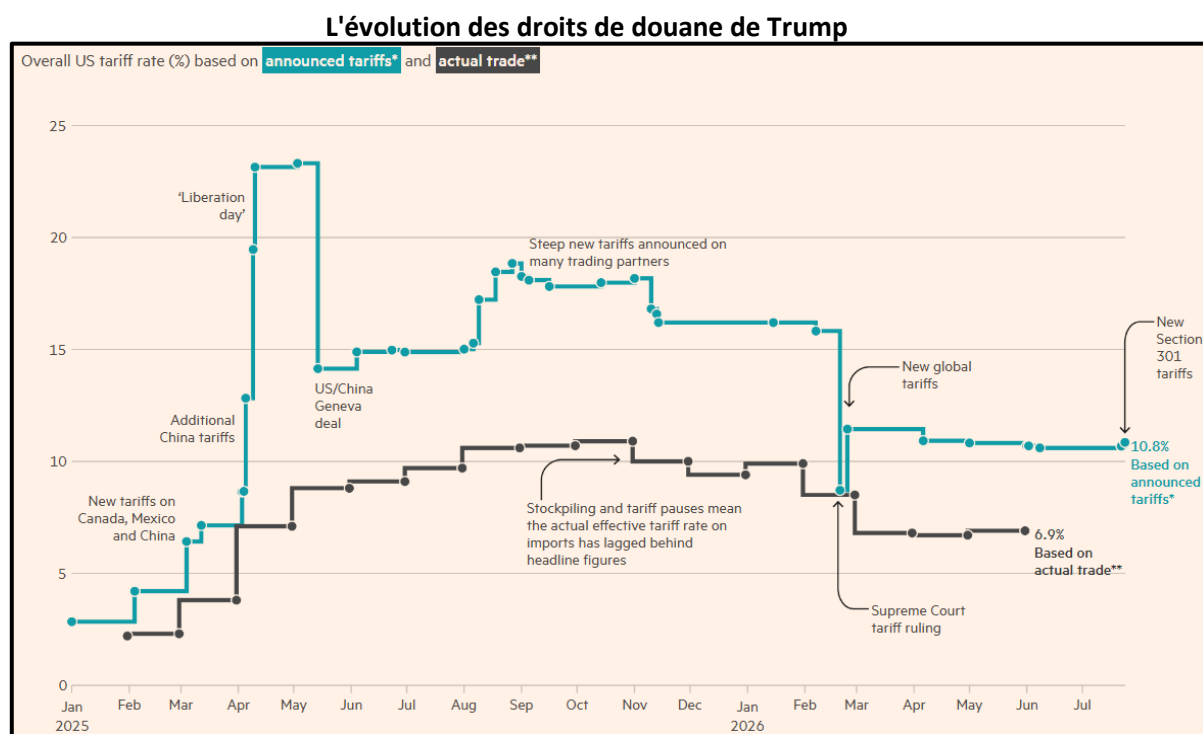
Wall Street vient d'enregistrer son meilleur trimestre en termes de bénéfices depuis 2021. Derrière ce titre, quatre failles distinctes se sont creusées simultanément : Washington a relancé la guerre des droits de douane, le nouveau président de la Fed a misé sa crédibilité sur une stratégie de silence et s'est heurté à la réprobation du marché obligataire, le titre Oracle a commencé à être négocié comme la première véritable victime du boom des dépenses d'investissement dans l'IA, et un modèle open source chinois a contraint OpenAI et Anthropic à défendre publiquement une avance qui semble moins solide que ne le laissent supposer leurs valorisations. Prises isolément, aucune de ces actualités n'est nouvelle. Ensemble, elles dépeignent un marché qui tente d'évaluer ce que la révolution de l'IA signifie pour l'économie et les marchés financiers.

Une économie résiliente sous K

La politique commerciale de Donald Trump a refait surface sous une forme plus durable. Après que la Cour suprême eut invalidé ses droits de douane du « Jour de la libération » fondés sur l'IEEPA, l'administration s'est rabattue sur la section 301 du Trade Act de 1974, enquêtant sur 60 économies pour avoir prétendument omis d'interdire les importations issues du travail forcé, et déclarant les 60 coupables. De nouveaux droits de douane de 10 à 12,5 % sont entrés en vigueur à l'expiration du régime tarifaire mondial temporaire de 10 %, touchant le Royaume-Uni, le Mexique, l'UE, le Japon, Taïwan et la Corée du Sud, avec des exemptions pour le pétrole, le gaz, les engrais et les marchandises couvertes par l'USMCA (FT, 24 juillet 2026). Le Financial Times estime que cela fait légèrement passer le taux moyen des droits de douane légaux américains de 10,7 % à 10,8 %, soit environ six fois le taux en vigueur à la fin de l'administration Biden et le niveau le plus élevé depuis l'ère Smoot-Hawley du début des années 1930, bien qu'il reste nettement inférieur à la menace initiale de 22,5 % évoquée lors du « Jour de la Libération ».



Les pouvoirs conférés par la section 301 sont également plus difficiles à contester devant les tribunaux que les pouvoirs d'urgence rejetés par la Cour suprême, ce qui constitue le signal le plus important : ce régime tarifaire est conçu pour durer.



L'économie américaine conserve une forme en « K » ; la majeure partie de la croissance provient du développement des centres de données. Les ménages à hauts revenus profitent de la hausse des prix des actifs, tandis que l'inflation frappe le plus durement les plus démunis ; les propres données de la Fed de New York montrent que l'écart entre les dépenses du décile supérieur et celles du décile inférieur s'est encore creusé au printemps (Liberty Street Economics, Banque fédérale de réserve de New York, mai 2026). Le modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta tablait, au 27 juillet, sur une croissance de 1,6 % au deuxième trimestre. Le chiffre initial du GDPNow pour le troisième trimestre est de 5 % ; il sera révisé à la baisse.

En Chine, le PIB du deuxième trimestre a progressé de 4,3 % en glissement annuel, soit le rythme le plus lent depuis trois ans et demi et un chiffre inférieur au consensus de 4,5 %, alors que les exportations ont bondi de 27 % en glissement annuel grâce à la forte progression des livraisons de semi-conducteurs et de véhicules électriques, même si les investissements en immobilisations ont reculé de 5,7 % et que les ventes au détail n'ont augmenté que de 1 %. Le moteur des exportations masque un creux de la demande intérieure qui ne montre aucun signe de résorption.

L'Europe connaît une croissance, mais lente : la croissance du PIB pour 2026 devrait s'établir à 0,6 %, et les propres projections des experts de la BCE publiées en juin indiquent une dynamique qui s'essouffle, et non qui s'accélère, tout au long de l'été.



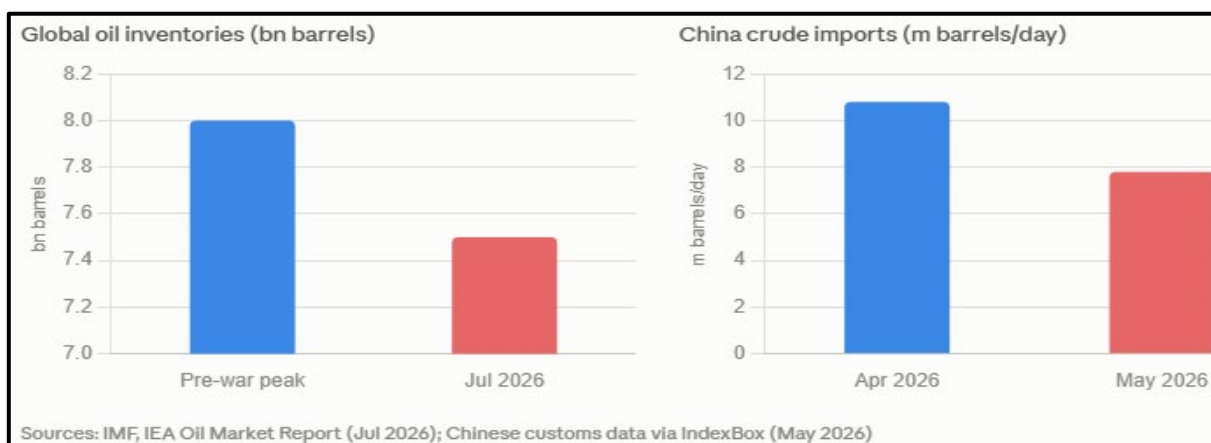
Pétrole et mer Rouge : un deuxième goulet d'étranglement s'ouvre

La guerre avec l'Iran a repris fin juin et connaît depuis lors des hauts et des bas ; elle pourrait se poursuivre pendant des mois.

Le détroit d'Ormuz est de fait fermé depuis février ; les Houthis ont déclaré un blocus naval sur le trafic maritime lié aux ports saoudiens (Al Jazeera, 20 juillet 2026) et, le 25 juillet, ont attaqué directement deux superpétroliers saoudiens, ce qui a poussé Riyad à suspendre brièvement toutes les livraisons de pétrole via Bab el-Mandeb ; le service de suivi des pétroliers Kpler a enregistré une baisse de 34 % du trafic dans le détroit cette semaine-là. L'Arabie saoudite a riposté en Irak en frappant des groupes alignés sur l'Iran avec le soutien des États-Unis. Au total, une fermeture complète d'Ormuz et de Bab el-Mandeb menacerait environ un quart de l'approvisionnement mondial en pétrole et en gaz, ce qui explique pourquoi le prix du pétrole a de nouveau grimpé ce mois-ci, même s'il reste bien en deçà des sommets atteints en mars.

La demande chinoise, quant à elle, évolue dans le sens inverse. Les importations de brut ont chuté en mai et juin à leur plus bas niveau depuis 2018, et les taux d'utilisation des raffineries d'État ont atteint leur plus bas niveau depuis quatre ans, à 66,3 %, en partie parce que les véhicules électriques ont représenté une part record de 62,9 % des ventes de voitures neuves en mai, et en partie parce que Pékin puise dans ses réserves stratégiques – estimées à plus d'un milliard de barils avant la guerre – plutôt que d'acheter à un prix gonflé par les tensions géopolitiques. Les stocks mondiaux continuent de se resserrer : l'AIE et le FMI signalent tous deux que les stocks approchaient en juillet de leur plus bas niveau depuis cinq ans, en raison de prélèvements sur les stocks nationaux, dont 44 millions de barils provenant des réserves gouvernementales de l'OCDE pour le seul mois de juin. Conjointement, la faiblesse des achats chinois et le resserrement des stocks mondiaux expliquent pourquoi le prix du pétrole pourrait encore flamber en cas d'escalade.

Stocks mondiaux de pétrole (juillet) et importations chinoises de brut (mai)

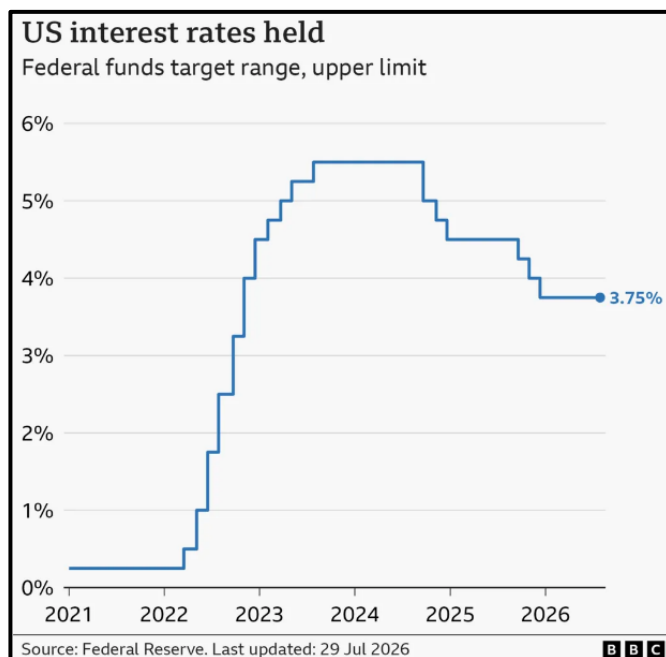




Kevin doit prouver qu'il est crédible

Kevin Warsh a fondé les débuts de sa présidence sur l'idée qu'une Fed plus discrète (sans indications) permettait de mieux cerner ce que pensent les marchés. Le 29 juillet, le FOMC a maintenu ses taux inchangés, et Warsh a déclaré aux journalistes que cette approche fonctionnait, citant certaines des plus fortes fluctuations des rendements des bons du Trésor entre deux réunions observées depuis deux décennies comme preuve que les marchés évaluaient l'économie, et non la Fed. Les investisseurs ont interprété la situation différemment : le rendement des obligations à 30 ans a bondi à 5,2 %, le dollar s'est affaibli et les actions ont chuté dans l'heure qui a suivi la conférence de presse, une combinaison que Mark Cabana, responsable de la stratégie sur les taux américains chez BofA, a qualifiée de « choc de crédibilité classique de la banque centrale ».

Taux d'intérêt de la Réserve fédérale



Trois collègues de M. Warsh, Beth Hammack (Cleveland), Neel Kashkari (Minneapolis) et Lorie Logan (Dallas), ont exprimé leur désaccord en faveur d'une hausse, un clivage inhabituellement important que M. Warsh a présenté comme une caractéristique plutôt que comme un problème, ce qui est logique. L'IPC sous-jacent s'établit à 2,6 % en juin et l'indice des dépenses de consommation personnelles (PCE) sous-jacent, l'indicateur privilégié par la Fed, s'élève à 3,3 %.

La BCE, quant à elle, a maintenu son taux de dépôt à 2,25 % le 23 juillet, Christine Lagarde qualifiant cette pause de « tactique » plutôt que de « définitive ». Le point commun entre la Fed, la BCE et la Banque du Japon est que les rendements à long terme dans ces trois juridictions se situent près de leurs plus hauts niveaux depuis plusieurs décennies ; les droits de douane et le choc pétrolier exercent tous deux une pression dans le même sens sur la prime de terme, au moment même où la Fed tente de prouver qu'elle peut faire baisser l'inflation sans recourir à des mesures plus énergiques.

Les spreads de crédit s'élargissent pour les acteurs de l'IA

Les spreads globaux des entreprises restent historiquement serrés, se situant près de la fourchette basse de la dernière décennie, alors même que les taux sans risque ont augmenté, signe que le marché n'intègre toujours pas de risque de défaut significatif dans les titres « investment grade » et « BB » en général. Mais ce chiffre global masque une dispersion : les crédits notés « B » ont manifestement pris du retard, leurs spreads s'élargissant. Ce n'est pas encore inquiétant, mais cela doit être surveillé.



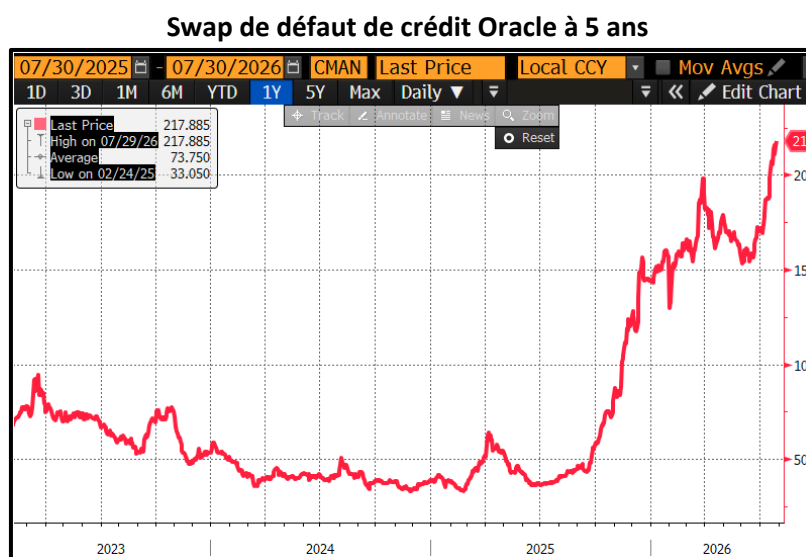
Oracle constitue un cas à part, dont l'importance dépasse largement le cadre de cette seule entreprise. Depuis que nous l'avons signalé en décembre dernier comme un risque de crédit émergent, la dette d'Oracle (hors prêts et actions privilégiées) est passée de 100 milliards de dollars à 120 milliards de dollars, son taux d'intérêt pondéré est passé de 4,4 % à 4,8 %, et S&P a abaissé sa notation à BBB-, soit un cran au-dessus de la catégorie spéculative, tandis que sa capitalisation boursière est tombée de plus de 500 milliards de dollars à 365 milliards de dollars. Son

CDS à 5 ans, qui correspond au coût de l'assurance contre le risque de crédit d'Oracle, a dépassé les sommets de mars pour s'échanger au-dessus de 200 points de base, un écart plus important que celui des titres « investment grade » (environ 120 points de base) et des titres « high yield » notés BB (environ 160 points de base) ; son obligation à échéance 2036 se négocie à 91 cents pour un dollar, avec un rendement de 7 %. La dette liée à l'IA émise par les grandes entreprises technologiques américaines a atteint un total de 1 650 milliards de dollars, et le marché en prend bonne note.

Avec 120 milliards de dollars, une dégradation de la note d'Oracle au statut « junk » représenterait environ 7 % de l'ensemble du marché américain des obligations à haut rendement dès le premier jour. Toutefois, la durée moyenne de la dette publique d'Oracle est de 7,6 ans, contre une moyenne de 2,9 ans pour l'ensemble du marché « high yield ». Ce décalage signifie que les gestionnaires « high yield » contraints d'absorber les titres d'Oracle exigeraient probablement une décote bien plus importante que ne le laisse supposer le seul spread de crédit, à un moment où les fonds à effet de levier, les ETF à effet de levier et les opérations de basis trade pèsent déjà lourdement sur les bilans des courtiers. La génération de trésorerie d'Oracle elle-même renforce cette inquiétude : un flux de trésorerie disponible négatif de 24 milliards de dollars pour l'exercice 2026, qui devrait dépasser les 40 milliards de dollars pour l'exercice 2027, alors que son carnet de commandes, dont environ la moitié (soit quelque 300 milliards de dollars), est liée aux engagements de calcul « Stargate » d'OpenAI. Si le crédit est généralement la classe d'actifs qui intègre le risque lié aux dépenses d'investissement dans l'IA avant les actions, c'est là que cette réévaluation commence.

Une rotation des styles et des thèmes est en cours

À première vue, la saison des résultats du deuxième trimestre est exceptionnelle. La croissance combinée des bénéfices du S&P 500 s'établit à 37,9 %, son plus haut niveau depuis le troisième trimestre 2021, et c'est le deuxième trimestre consécutif où elle dépasse les 20 %, avec des marges nettes atteignant un niveau record de 15,7 %, le meilleur résultat depuis que FactSet a commencé à suivre cet indicateur en 2009.



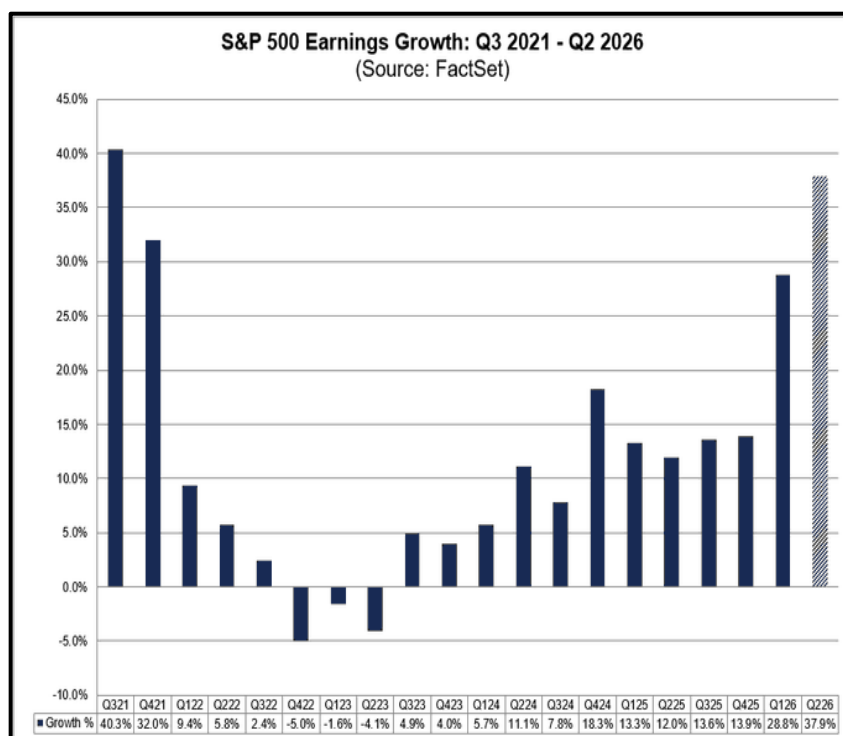
Néanmoins, ce chiffre global est faussé : à elle seule, Alphabet a déclaré un résultat net de 112,1 milliards de dollars, en hausse de 298 % en glissement annuel, dont environ 77 milliards de dollars de plus-values latentes provenant principalement de ses participations dans OpenAI et Anthropic. Si l'on exclut Alphabet, la croissance globale des bénéfices tombe à 25,9 % et les marges à 14,4 %, ce qui reste un trimestre solide, mais un peu moins extraordinaire. Dix des onze secteurs affichent une croissance de leurs bénéfices en glissement annuel ; le secteur de la santé est le seul à enregistrer une baisse.

En Europe, la saison des résultats du deuxième trimestre du Stoxx 600 a

connu « un démarrage solide par rapport aux attentes ». Selon FactSet, les prévisions de croissance du BPA pour l'ensemble de l'année 2026 restent positives, avec des taux situés autour de 15 %, les secteurs de l'énergie, de la technologie et des matériaux de base devant mener la danse.

Au-delà des chiffres globaux, la rotation sectorielle est le phénomène à surveiller. Les semi-conducteurs ont porté le secteur technologique tant depuis le début de l'année que depuis le début du trimestre, tandis que les services de communication et la consommation discrétionnaire sont à la traîne. Les secteurs de la finance et de la santé ont surperformé plus récemment, ce qui donne l'impression d'un réajustement des valorisations et des positions (les ETF de ces deux secteurs atteignant de nouveaux sommets historiques, les banques et les assureurs bénéficiant de taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps) plutôt que d'une évolution des fondamentaux. Cette distinction est importante pour la prochaine étape du mouvement lié à l'IA : si les gains de productivité issus de l'IA commencent à se répercuter sur les marges des utilisateurs de l'IA, des banques, des assureurs et des prestataires de soins de santé, plutôt que sur celles de ses fournisseurs d'infrastructures, l'attention du marché continuera de se détourner des puces électroniques et des dépenses d'investissement dans le cloud pour se tourner vers les entreprises qui déploient réellement cette technologie. Le rebond de soulagement du 30 juillet, suite à la liquidation du fonds spéculatif « Situational Awareness AI », ressemble à un mouvement de couverture de positions courtes ; le Kospi a progressé de près de 18 % en une seule journée. Les meilleurs gains journaliers se produisent généralement en période de marché baissier.

Croissance des bénéfices du S&P 500



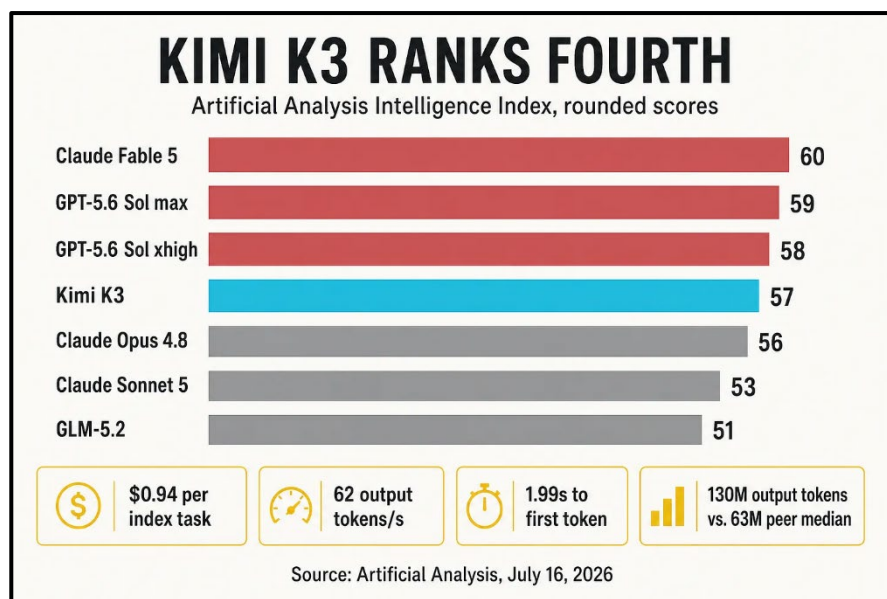


Le « choc Kimi » : le moment « DeepSeek 2.0 » de la Chine

Le 17 juillet, la société Moonshot, basée à Pékin, a lancé Kimi K3. Ce modèle open source de 2 800 milliards de paramètres a surpassé Opus 4.8 d'Anthropic et GPT-5.5 d'OpenAI sur la plupart des benchmarks de codage et d'agentique, même s'il reste derrière le modèle Fable d'Anthropic.

Les marchés y ont vu un deuxième « moment DeepSeek » : un laboratoire chinois open source égalant les capacités de pointe américaines pour un coût bien moindre. Le modèle K2.6 de Moonshot coûte environ un tiers du prix demandé par Anthropic pour son Opus 4.8.

Indice d'intelligence analytique artificielle



La réaction des marchés a été immédiate : MiniMax (100.HK), un concurrent chinois, a chuté de 20 % à l'annonce de la nouvelle, et SoftBank, le principal bailleur de fonds externe d'OpenAI, a reculé de 9 % le même jour. OpenAI et Anthropic n'ont pas de cours boursier public susceptible de fluctuer, mais les deux entreprises ont réagi publiquement et de manière défensive.

La polémique s'est rapidement intensifiée. Michael Kratsios, de la Maison Blanche, a accusé

Moonshot de « distillation à l'échelle industrielle » à partir du modèle Fable d'Anthropic ; le secrétaire au Trésor Scott Bessent a évoqué la possibilité de sanctions ; Anthropic a quant à elle qualifié cette pratique d'espionnage industriel. Les détracteurs, dont l'ancien conseiller de la Maison Blanche en matière d'IA David Sacks, ont rétorqué qu'Anthropic exagérait la menace chinoise pour préserver son pouvoir de fixation des prix ; il convient notamment de noter qu'Anthropic va augmenter les prix d'Opus 4.8 de 50 % en septembre. Jensen Huang, de Nvidia, a complètement rompu avec les « Frontier Labs », louant publiquement les modèles ouverts chinois (« Les bons modèles favorisent une utilisation plus large ») et faisant pression pour pouvoir continuer à vendre des puces en Chine ; une lettre ouverte publiée par la suite par Nvidia, Palantir, Microsoft et Meta s'est opposée à toute restriction des modèles open source. OpenAI, Anthropic et Google se sont ostensiblement abstenus de la signer.

Il convient de garder à l'esprit que, historiquement, lorsque la Chine fait son entrée dans un secteur, les marges des acteurs en place ont tendance à se réduire rapidement. Le fabricant chinois de puces d'entrée de gamme CXMT a fixé le prix de son introduction en bourse à 66,6 milliards de yuans, et le titre a vu sa valeur multipliée par plus de six dès son premier jour de cotation, en ciblant le segment banalisé d'un marché de la DRAM toujours dominé par Micron, SK Hynix et Samsung. Si cette même dynamique s'étend aux grands modèles linguistiques, les gagnants finaux ne seront peut-être pas les laboratoires de pointe qui dépensent le plus pour rester en tête, mais plutôt les distributeurs efficaces qui monétisent la puissance de calcul plutôt que la suprématie des modèles. Alibaba, qui héberge Moonshot sur Alibaba Cloud (en croissance de plus de 40 % en glissement annuel), en est le bénéficiaire le plus direct à ce jour.



La circularité de l'IA se poursuit

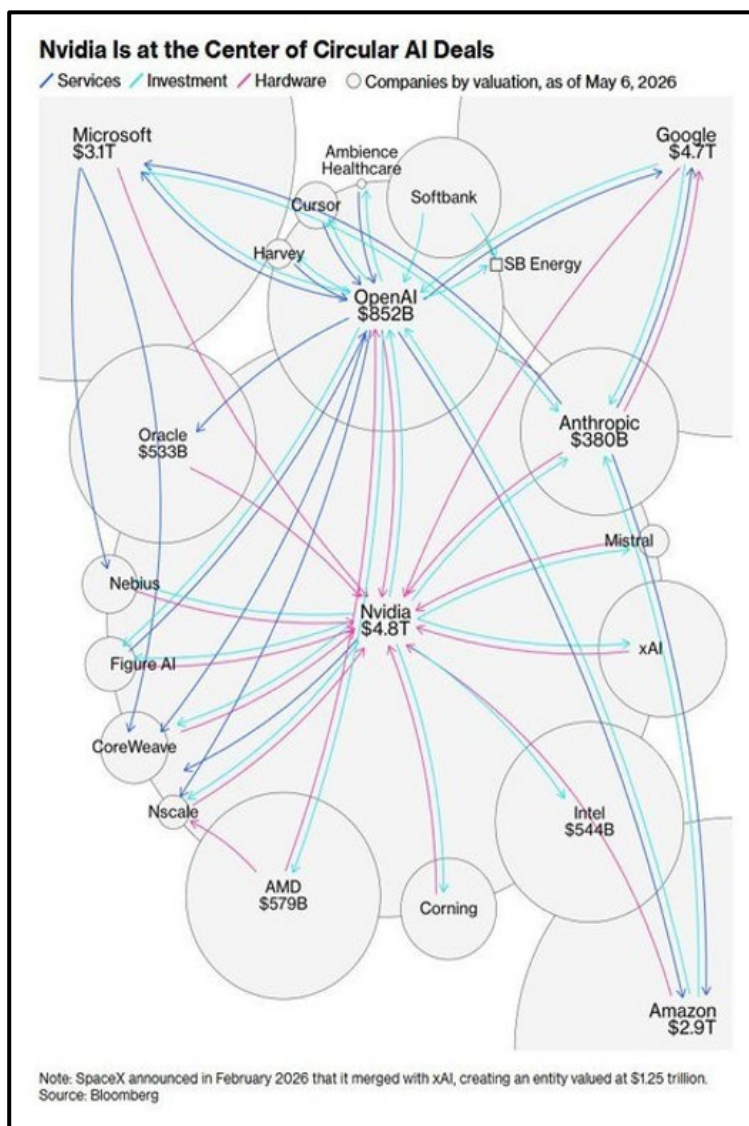
Alors même que le « choc Kimi » a soulevé de réelles questions quant à la pérennité de l'avance technologique des laboratoires américains, le financement des infrastructures américaines d'IA est devenu plus circulaire, et non l'inverse. Nvidia est en pourparlers pour fournir une garantie d'environ 250 milliards de dollars permettant à OpenAI de louer un campus de centres de données de 10 gigawatts développé par SoftBank dans l'Ohio, en plus d'un accord de financement distinct d'une valeur pouvant atteindre 350 milliards de dollars destiné aux achats de puces d'OpenAI et de sa participation existante de 30 milliards de dollars dans la société.

L'ensemble du projet pourrait dépasser les 500 milliards de dollars, ce qui en ferait la plus grande construction de centre de données jamais annoncée, le gouvernement américain contrôlant l'approvisionnement en électricité sous-jacent et le secrétaire au Commerce Howard Lutnick participant à la répartition des ressources.

C'est ce que le secteur appelle un « credit wrapper » : un bilan noté « investment grade » garantissant une contrepartie qui ne pourrait pas lever de dette par ses propres moyens ; OpenAI ne bénéficie d'aucune notation « investment grade » en tant que société privée non rentable. Google a suivi la même stratégie pour les centres de données d'Anthropic, en partie pour vendre davantage de ses propres puces d'IA. Par ailleurs, OpenAI a revu à la hausse ses prévisions de dépenses d'investissement pour 2030, les portant à environ 750 milliards de dollars, contre 600 milliards de dollars au début de l'année, en plus de l'engagement contractuel de 250 milliards de dollars envers Microsoft pour Azure et de l'engagement de calcul Stargate d'environ 300 milliards de dollars envers Oracle mentionnés plus haut.

Personne n'a encore répondu à la question la plus importante : OpenAI et Anthropic représentent à elles deux environ *la moitié* du carnet de commandes déclaré des hyperscalers. Si la croissance de l'une ou l'autre de ces entreprises ralentit, que ce soit en raison de la concurrence chinoise open source qui comprime ce que les clients sont prêts à payer pour des modèles de pointe, ou simplement parce que l'ampleur des capitaux requis dépasse les revenus, qu'advient-il

Circularité des investissements et du financement domaine de l'IA





de ce carnet de commandes, ainsi que des plus-values sur actions et du financement des fournisseurs qui s'appuient sur celui-ci ?

Près de la moitié de la capitalisation boursière du S&P 500 étant désormais liée d'une manière ou d'une autre à l'IA, cette question concerne non seulement les investisseurs actifs, mais aussi les investisseurs passifs. La participation de 10 milliards de dollars de Warren Buffett dans Google, acquise cette année, est devenue un indicateur informel du sentiment du marché : l'indice Nasdaq a baissé d'environ 8 % depuis l'annonce de cet investissement, ce qui a conduit certains à se demander si le plus célèbre investisseur « value » des marchés s'était trompé sur le prix d'entrée.

Rotation des capitaux des fournisseurs d'infrastructures d'IA vers les utilisateurs de l'IA

Des bénéfices et des marges records constituent le signal le plus fort sur le marché ce mois-ci. Pourtant, ils sont générés au sein d'un système – les dépenses d'investissement dans l'IA – dont le financement est désormais explicitement circulaire, dont le carnet de commandes est concentré sur deux sociétés privées non rentables et dont le crédit est déjà réévalué à la marge chez Oracle, SpaceX et quelques autres.

Des risques de hausse de l'inflation persistent, car le président de la Fed doit encore évaluer sa crédibilité, la nouvelle vague de droits de douane s'avère plus durable que ce que les marchés avaient initialement supposé, et un choc pétrolier s'est propagé du Golfe à la mer Rouge. Le tableau pour le second semestre est celui de fondamentaux solides reposant sur un financement de plus en plus tendu, un cadre politique complexe, des déficits publics et une géopolitique instable.

Trois facteurs méritent d'être suivis en septembre. Premièrement, la réunion du FOMC des 15 et 16 septembre donnera-t-elle lieu à la hausse des taux que le marché obligataire anticipe actuellement ? Une telle décision confirmerait la crédibilité de la Fed dans sa lutte contre l'inflation, tandis qu'un nouveau statu quo démontrerait l'allégeance de Warsh à la Maison Blanche, au prix d'un maintien prolongé des rendements à long terme à des niveaux élevés. Deuxièmement, il faudra voir si Moody's ou Fitch emboîteront le pas à S&P en ramenant la note d'Oracle à la limite de la catégorie « investment grade » ; compte tenu du décalage entre le volume et la durée de sa dette par rapport au marché des obligations à haut rendement qui devrait l'absorber, une dégradation de note pourrait être l'événement qui permettrait enfin au marché du crédit, plutôt qu'à celui des actions, de fixer le prix du risque lié aux dépenses d'investissement dans l'IA. Troisièmement, la guerre au Moyen-Orient va-t-elle s'aggraver ? Elle pourrait finir par affecter l'économie mondiale, même si cela ne semble pas constituer une préoccupation pour l'instant.

Au sein du secteur de l'IA, il faut privilégier la solidité du bilan et la génération de trésorerie plutôt que le carnet de commandes ; l'écart entre la consommation de trésorerie d'Oracle et ses engagements est un exemple de ce qu'il faut éviter. La rotation hors des fournisseurs d'infrastructures d'IA incite à rechercher des bénéficiaires de l'IA au-delà de la couche infrastructurelle, sans pour autant renoncer à la qualité au sein même de la technologie, où les bénéfices sont, pour l'instant, encore réels.



Mention légale :

Ces documents sont destinés exclusivement aux clients de Weisshorn Asset Management ayant signé un mandat de gestion et ayant exprimé leur souhait de recevoir de telles informations et documents (tels que des analyses financières, des notes de recherche, des rapports et commentaires de marché et/ou des fiches d'information). Ces documents ne peuvent être communiqués à des tiers. Les informations et opinions (y compris les positions) qu'ils contiennent sont fournies à titre purement informatif et ne peuvent être considérées comme une sollicitation, une offre ou une recommandation visant à vendre ou à acheter des titres, à influencer une transaction ou à conclure une quelconque relation contractuelle. En particulier, aucune information, aucun document ni aucun avis (y compris les positions) figurant sur ce site Web concernant des services ou des produits ne peut constituer ou être considéré comme une offre ou une sollicitation visant à vendre ou à acheter des titres ou tout autre instrument financier dans toute juridiction où une telle offre ou sollicitation est interdite par la loi, ou lorsque la personne à l'origine de l'offre ou de la sollicitation ne dispose pas d'une licence ou d'une autorisation réglementaire pour ce faire, ou encore lorsque toute offre ou sollicitation contrevient à la réglementation locale. Toute offre ou sollicitation interdite de ce type sera considérée comme nulle et non avenue, et Weisshorn Asset Management ne tiendra pas compte des communications reçues à cet égard. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie des performances actuelles ou futures, et aucune déclaration ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite concernant les performances futures. Il est conseillé aux clients de solliciter l'avis d'un professionnel afin d'évaluer les opportunités et les risques associés à toute opération financière avant de s'engager dans un investissement ou une transaction.