

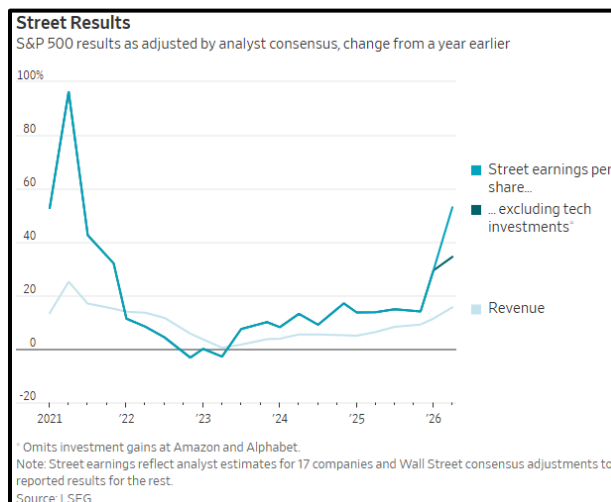
Analyse du marché – Septembre 2026



Optimisme

Nvidia a clôturé la meilleure saison de résultats depuis des années. Le fabricant de puces a affiché un chiffre d'affaires trimestriel record de 96,2 milliards de dollars, largement supérieur aux prévisions des analystes qui tablaient sur 92,3 milliards de dollars, puis a annoncé aux investisseurs qu'ils pouvaient s'attendre à une croissance de 70 % de son chiffre d'affaires au cours du prochain exercice fiscal, alors que le consensus s'établissait à 45 %. Ce chiffre est à lui seul l'événement marquant de l'été. Nvidia est le baromètre de l'ensemble du secteur de l'IA, et l'entreprise vient d'indiquer au marché que la tendance s'accélère, et non qu'elle ralentisse. Les acteurs du marché ont adoré cette nouvelle. Ce qui rend cette saison des résultats inhabituelle, ce n'est pas que les entreprises aient dépassé les attentes – elles le font toujours –, mais que les analystes n'ont cessé de relever la barre chaque semaine depuis le début de l'année. Et environ 86 % des entreprises du S&P 500 ont dépassé les estimations au deuxième trimestre, le meilleur taux depuis 2021, avec une croissance globale des bénéfices avoisinant les 50 %. Si l'on compare ces chiffres à l'économie dans laquelle ces entreprises sont censées évoluer, ils ne tiennent plus la route. Le PIB américain a progressé de 1,5 % en rythme annualisé au deuxième

Croissance des bénéfices du S&P 500 en



Source: Wall Street Journal



trimestre, contre 2,1 % au premier. Un marché boursier dont les bénéfices s'accumulent à un rythme dix fois supérieur à celui de l'économie est tout à fait remarquable, à moins que la situation économique ne soit sous-estimée. Est-ce le résultat de forts gains de productivité liés à l'IA ? Il est difficile d'en mesurer l'effet aujourd'hui, même si tous les analystes s'attendent à une amélioration significative de l'efficacité dans les années à venir. C'est pourquoi les marges des entreprises devraient encore progresser par rapport à leurs plus hauts historiques actuels.

Une certaine agitation a envahi le bilan de Nvidia. Les analystes ont interrogé la société sur son habitude de financer les clients mêmes qui achètent ses puces, et la directrice financière, Colette Kress, n'a pas éludé la question ; elle l'a abordée de front. Nvidia fournit jusqu'à 500 milliards de dollars de garanties partielles pour le financement de centres de données en collaboration avec les plus grands gestionnaires d'actifs de Wall Street, une garantie de 105 milliards de dollars pour un bail d'OpenAI dans l'Ohio, jusqu'à 125 milliards de dollars de soutien à la valeur résiduelle, et 36 milliards de dollars de garanties de ventes aux entreprises de cloud computing qui achètent ses puces. Ajoutez à cela des engagements auprès des fournisseurs qui ont plus que doublé pour atteindre 279 milliards de dollars en un seul trimestre, et vous obtenez une entreprise qui garantit elle-même la demande qu'elle comptabilise comme chiffre d'affaires.

NVIDIA n'a pas réussi à atteindre un nouveau record



Les chiffres sont tout simplement stupéfiants. « Nous sommes conscients de l'ampleur de ce soutien, et nous savons que certains qualifieront cela de financement circulaire. Nous voyons les choses différemment », a déclaré Mme Kress, affirmant que les rendements sur capitaux propres de ce financement seraient excellents (WSJ, 26 août 2026). Peut-être. La comparaison qui devrait davantage inquiéter les actionnaires est celle de Cisco en 2001, qui avait dû passer par une dépréciation de stock de 2,2 milliards de dollars lorsque la demande qu'elle avait financée s'était évaporée du jour au lendemain. Nvidia n'en est pas là ; la demande est réelle et les marges restent supérieures à 70 %, mais le bilan joue désormais un double rôle, à la fois de fournisseur et de prêteur, ce qui constitue un risque pour une entreprise de cette taille. Il faut surveiller cela de près ; tout ralentissement aura un impact dramatique sur les fondamentaux de Nvidia.



Manipulations sur le marché obligataire

Si les actions doivent faire face à une véritable menace cet automne, ce n'est pas la demande liée à l'IA, mais le coût de l'argent. Le rendement des bons du Trésor à 30 ans se situe près de 5,2 %, en hausse par rapport aux 4,84 % enregistrés en début d'année, et atteint des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis environ 2007. Le taux d'inflation de juillet s'est établi à 3,4 % en glissement annuel, en légère baisse par rapport à juin, et le marché du travail a réservé une véritable surprise : les emplois non agricoles ont reculé de 23 000 en juillet, alors que les économistes tablaient sur une hausse de 80 000 à 95 000, les chiffres des deux mois précédents ayant été révisés à la baisse de 103 000 supplémentaires. On pourrait parler d'une économie « ni embauches, ni licenciements ». Cette combinaison a procuré aux marchés un moment de répit quant aux probabilités de hausse des taux, mais elle ne résout en rien le véritable problème : les taux à long terme n'augmentent pas en raison des anticipations d'inflation ; ils augmentent parce que les entreprises se disputent simultanément le même réservoir de capitaux. Le déficit budgétaire avoisine les deux mille milliards de dollars, et les besoins de financement du gouvernement américain sont donc également élevés.

Les géants de l'informatique empruntent à tout va. À elle seule, Broadcom prévoit de lever jusqu'à 100 milliards de dollars américains, ce qui doublerait à peu près son endettement actuel, et Alphabet a récemment émis la plus grande obligation en dollars canadiens jamais émise après avoir épuisé sa capacité de demande en dollars américains. Les émissions d'obligations d'entreprises atteignent leur rythme le plus élevé jamais enregistré, hormis en 2020 et 2021. Meta, Microsoft, Amazon et SpaceX empruntent tous des centaines de milliards,

Rendement à l'échéance des bons du Trésor américain à 30





C'est dans ce contexte que Scott Bessent tente, par ses déclarations et ses achats, de faire baisser les rendements à long terme. Le 19 août, le Trésor a annoncé qu'il allait au moins doubler le volume de ses « rachats de soutien à la liquidité » sur les échéances longues. Il a commencé par 2 milliards de dollars US, puis a porté ce montant à 4 milliards de dollars US par opération, à compter du 9 septembre. Les rachats annoncés représentent au total environ 28 milliards de dollars d'ici au lendemain des élections de mi-mandat, contre environ 300 milliards de dollars d'émissions à 30 ans pour cette seule année. Leur ampleur relève donc davantage de la mise en scène que d'une réelle puissance de feu. Ce qui importe davantage, ce sont les rouages : les responsables du Trésor ont évoqué la possibilité de financer une partie de ces rachats en puisant dans les quelque 950 milliards de dollars de liquidités du compte général du Trésor plutôt qu'en émettant de nouveaux bons du Trésor, ce qui rendrait l'opération véritablement favorable à la liquidité plutôt que purement cosmétique. Il s'agit d'ailleurs, de manière significative, de la même stratégie que celle mise en œuvre par Janet Yellen en octobre 2023, lorsqu'un changement similaire avait fait baisser le rendement des obligations à 30 ans de 20 % en trois mois. Pourquoi Bessent s'en préoccupe-t-il tant, alors que les rendements actuels ne sont pas extrêmes d'un point de vue historique ? De 1980 à 2002, le rendement des obligations à 30 ans s'est régulièrement situé de deux à six points au-dessus de la croissance nominale du PIB, et la prime de terme actuelle reste bien loin des niveaux de crise, même si le ratio dette/PIB américain atteint des sommets historiques. La réponse honnête tient au timing : à l'approche des élections de mi-mandat et face à un président qui souhaite des taux plus bas, et non plus élevés, une situation « dans la moyenne d'un point de vue historique » n'est pas synonyme de confort politique à l'heure actuelle.

L'ancien mentor de Bessent n'a pas été impressionné. Stanley Druckenmiller, qui a travaillé aux côtés de Bessent chez Soros Fund Management, a publié le 24 août une tribune libre dans le Wall Street Journal qualifiant l'expansion des rachats d'« une gestion des prix, et une erreur », et avertissant que « les gouvernements qui défendent les prix contre les fondamentaux perdent toujours ». Le rendement des obligations à 30 ans a chuté de 5,28 % à 5,17 % sous le seul effet de l'annonce des rachats, avant de remonter progressivement. Bessent a indiqué où se situait son seuil de tolérance, et les traders vont probablement désormais tester sa détermination.



Il y a ensuite l'ironie qui se trouve au cœur de tout ce débat. Le nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, a profité de son premier discours à Jackson Hole pour signaler que la banque centrale « n'en a peut-être pas fini avec la lutte contre l'inflation », insistant sur le fait que « nous devons être convaincus que l'inflation sous-jacente évolue vers notre objectif, clairement et à une vitesse suffisante ; sinon, nous avons du pain sur la planche ». Les traders ont relevé la probabilité d'une hausse des taux en septembre de 35 % à environ 60 % à la suite de ces remarques (notamment parce que Warsh a intentionnellement utilisé le terme « hausse » à plusieurs reprises dans différents contextes, afin de « troller » les algorithmes).

Probabilité d'une hausse des taux par le FOMC le 19 septembre



Source : Bloomberg

Warsh a également tenu à souligner qu'il souhaitait que les marchés s'expriment davantage, avec moins d'indications prospectives et plus de discipline, comme il l'a formulé : « Je me tiens ici aujourd'hui pour m'engager en faveur d'une discipline, et non d'une décision. » Pendant ce temps, son homologue au Trésor s'emploie activement à étouffer le seul signal du marché, celui des obligations à long terme, qui est censé se faire le porte-parole. Les deux amis tiennent un discours diamétralement opposé.

La BCE devrait relever à nouveau ses taux lors de sa réunion du 10 septembre, pour les porter à 2,50 %, en raison d'une inflation alimentée par la guerre et les perturbations des chaînes d'approvisionnement ; les marchés estiment la probabilité d'une telle hausse à près de 90 %.

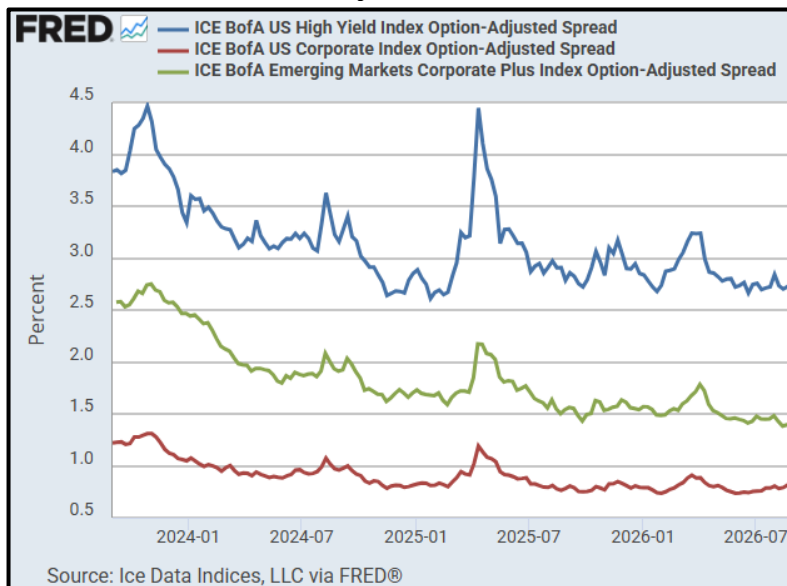


Le marché du crédit ne cède pas, pour l'instant

On pourrait s'attendre à ce que cette lutte pour les capitaux se traduise par des écarts plus élevés sur les obligations d'entreprises. Ce n'est pas le cas. Les écarts sur les obligations à haut rendement restent proches de leurs plus bas historiques, tout comme ceux des obligations de qualité « investment grade ». Les entreprises américaines empruntent à des volumes records et ne paient pratiquement rien de plus pour ce privilège, ce qui suggère que les investisseurs privilégient les perspectives de bénéfices plutôt qu'ils ne s'inquiètent des montants de dette émis (pour être honnête, les écarts de crédit se sont légèrement creusés pour les hyperscalers). C'est

soit le signe d'une véritable bonne santé des entreprises, soit simplement que la pression se situe ailleurs, comme sur le marché du crédit privé, où les rachats et les tensions persistent, même si elles ne sont pas aussi aiguës qu'en juin.

Écarts de crédit des entreprises américaines et des marchés



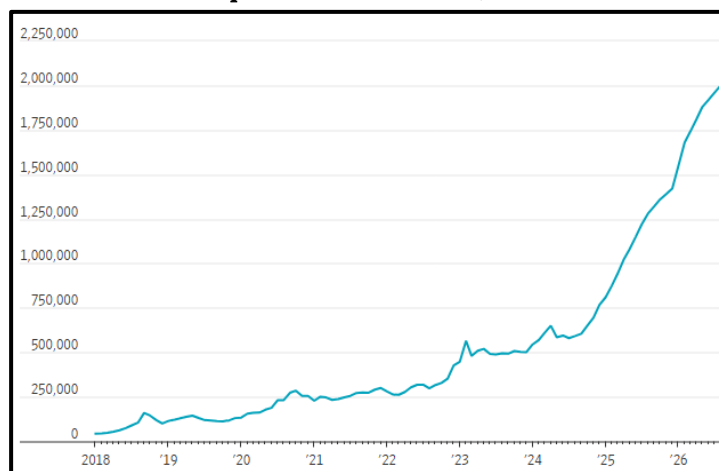
L'Iran et d'éventuelles mauvaises nouvelles en Ukraine

L'Iran constituait un autre sujet d'actualité pour M. Bessent ce mois-ci. Le 24 août, il a dévoilé ce qu'il annonçait depuis plusieurs jours comme un « jour J économique », étendant les sanctions secondaires à cinq secteurs : les actifs numériques, la technologie, l'or, l'aviation et le transport maritime, tout en s'abstenant ostensiblement de prendre des mesures immédiates contre les principaux clients de l'Iran : la Chine, les Émirats arabes unis et la Turquie. « Nous donnons à chacun la possibilité de remédier à ses mauvais comportements », a déclaré M. Bessent aux journalistes. La véritable cible n'est pas vraiment un secret : la Chine achète environ 90 % des exportations de brut iranien, et lorsqu'on lui a demandé directement si les banques chinoises étaient dans le collimateur, M. Bessent a refusé d'exclure cette possibilité, affirmant que quiconque contribuerait à monnayer le pétrole iranien serait visé (CNBC, 24 août 2026). Mais la rencontre prévue entre Trump et Xi et le risque de voir les cours mondiaux du pétrole grimper en cas de suppression des barils iraniens vendus à prix réduit rendent peu probable, à court terme, une frappe concrète contre les banques chinoises ; il s'agit donc davantage d'une mise en scène destinée à faire pression que d'une véritable politique. Comme l'a formulé un analyste, il s'agit « davantage d'une guerre psychologique, visant à créer un effet dissuasif ». Les marchés semblent partager cet avis : malgré une guerre qui approche désormais de son sixième mois et un détroit



d'Ormuz fonctionnant toujours bien en deçà de sa capacité normale, le sentiment des investisseurs n'a pratiquement pas bougé. Le marché physique du pétrole reflète la même situation : des tensions, mais pas de panique. Les stocks de distillats sont bien inférieurs à leur moyenne sur cinq ans et les marges de craquage des raffineries restent élevées, les marges sur l'essence ayant augmenté d'environ 60 % en glissement annuel (EIA, août 2026). Le Brent s'échange autour de 90 dollars, bien loin de son pic d'avril au-dessus de 118 dollars, mais toujours loin des niveaux d'avant-guerre. Cette crise de l'Ormuz pourrait durer encore plusieurs mois, alimentant les craintes inflationnistes.

Rials iraniens par dollar américain, taux du marché



Source: Bonbast.com, WSJ

Le risque extrême le plus important se situe en Europe. Les pourparlers de paix entre la Russie et l'Ukraine ont de fait échoué, des sources du Kremlin ayant déclaré à Bloomberg que Moscou se préparait à intensifier ses frappes de missiles sur Kiev plutôt que de poursuivre les négociations (Bloomberg, 27 août 2026). Les analystes qualifient de plus en plus cette situation de « guerre dans l'impasse » et considèrent davantage que Vladimir Poutine teste activement la détermination de l'OTAN en exerçant une pression hybride sur le flanc est de l'alliance, partant du principe que l'Occident hésitera à réagir. Le risque d'une guerre plus large en Europe reste faible, mais il augmente.



Or, Bitcoin et un dollar bientôt plus faible

À la suite de la décision de Bessent concernant la partie longue de la courbe des taux, l'or et le Bitcoin ont fortement progressé, même si le dollar n'a pas beaucoup évolué. Cela montre néanmoins que ce que l'on appelle le « debasement trade » reste d'actualité. L'annonce de rachat de Bessent a ravivé ce mouvement : les marchés ont interprété cette intervention comme une première étape vers la monétisation de la partie longue de la courbe, même si, techniquement, cela relèverait de la Réserve fédérale et non du Trésor, puisque seule la Fed peut créer les réserves nécessaires à cette opération.

Cours de l'or par once (USD)

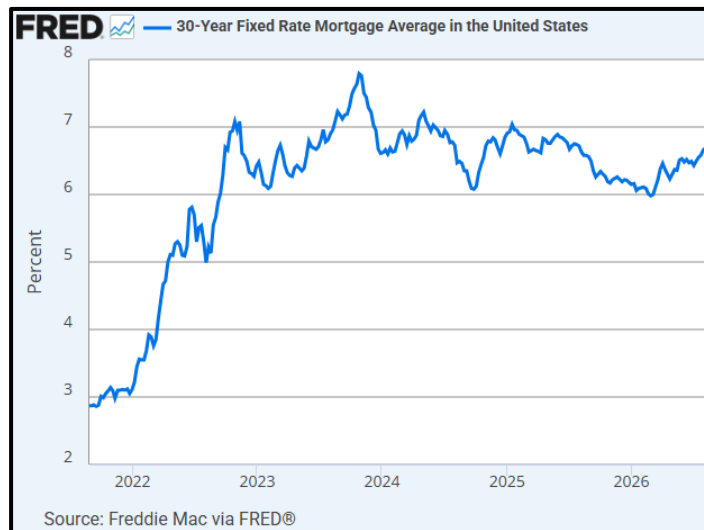


La forte hausse de l'or et de l'argent montre que le marché devine où tout cela mène. Le conseil de Ray Dalio du 21 août d'« acheter de l'or, vendre des obligations » s'est avéré judicieux jusqu'à présent, même s'il s'est déjà montré précurseur sur ce sujet par le passé. La victime probable de tout cela est le dollar, et il peut être délicat de parler ouvertement d'un affaiblissement du billet vert à Washington. Pourtant, c'est sans doute ce dont une économie a besoin lorsqu'elle est à ce point dépendante des capitaux étrangers et si désireuse de réduire sa dette par l'inflation.

Comme mentionné précédemment, il convient de souligner ici un détail technique, car il explique comment le gouvernement peut influencer le marché des capitaux. Lorsque le Trésor rachète ses propres obligations, il dispose de deux moyens pour les financer. Il peut émettre de nouveaux bons du Trésor pour financer l'achat, ce qui est globalement neutre pour la liquidité du marché, ou il peut puiser dans son solde de trésorerie auprès de la Fed, ce qui injecte directement des liquidités. Bessent a un point de vue sur cette question : il a critiqué sa prédécesseure, Janet Yellen, pour s'être trop appuyée sur l'émission de bons à court terme, et aujourd'hui, à la tête du Trésor, il semble adopter une approche similaire, mais en y ajoutant une dimension liée au compte de trésorerie dont elle ne disposait pas à cette échelle. Quoi qu'il en soit, le Trésor ne peut pas créer de réserves bancaires de son propre chef ; la véritable monétisation des obligations à long terme passe toujours par le département de Kevin Warsh, et non par celui de Bessent. Le département du Trésor joue un jeu dangereux, car il n'était pas nécessaire de laisser entendre que les taux de 4,75 % sur les obligations d'État à 10 ans et de 5,25 % sur celles à 30 ans étaient un peu trop élevés. Si l'objectif est de contrôler minutieusement les taux hypothécaires à long terme avant les élections de mi-mandat, cette stratégie échouera.



Taux hypothécaire américain à 30 ans



Actualités de Paris

L'élection présidentielle française, dont le premier tour doit se tenir le 18 avril 2027, entraînera une hausse de la prime de risque sur les actifs français. Marine Le Pen arrive en tête de tous les sondages publiés avec environ 35 à 38 % des intentions de vote au premier tour, après avoir annoncé sa candidature alors que sa condamnation pour détournement de fonds avait été confirmée en appel. À gauche, Jean-Luc Mélenchon recueille entre 13 % et 17 % des intentions de vote et, selon plusieurs scénarios, devance le camp fragmenté du centre et de la droite modérée pour la deuxième place qualificative, reproduisant ainsi le cauchemar de 2002 à l'envers : un second tour opposant deux extrêmes sans filet de sécurité centriste. Le marché obligataire n'attend pas le scrutin pour s'en rendre compte. L'écart entre l'OAT et le Bund à 10 ans se creuse, Natixis qualifiant les OAT de « sous pression » avant même qu'une prime politique supplémentaire ne vienne s'y ajouter. La situation va probablement empirer avant de s'améliorer. Le premier tour de l'élection aura lieu dans huit mois ; beaucoup de choses peuvent encore se passer, mais il faut s'attendre à une sous-performance des actifs français dans les mois à venir.



Écart OAT 10 ans - Bund 10 ans en points de base



Source: Bloomberg

La tendance est votre alliée

Les taux à long terme sont orientés à la hausse car les besoins en capitaux sont actuellement colossaux, et le marché obligataire continuera de mettre à l'épreuve la détermination de Bessent bien au-delà du mois de septembre.

La remontée simultanée de l'or et du bitcoin prouve que la stratégie de dépréciation monétaire est bien vivante ; nous restons fermement ancrés dans un régime de domination budgétaire, où la politique monétaire s'adapte de plus en plus aux besoins de financement du gouvernement plutôt que l'inverse.

Les actions restent dans une tendance haussière, car les valorisations ont baissé alors même que les cours augmentaient, les bénéfices ayant progressé plus rapidement que les cours des actions cet été. C'est une bonne nouvelle, même si des nuages planent encore sur l'économie circulaire. Pour l'instant, cela ne constitue pas une préoccupation, contrairement au coût du capital dans un contexte de hausse des taux d'intérêt.

Entre l'Iran, la Russie, la Fed et le Trésor américain, les sources de problèmes ne manquent pas. Mais pour l'instant, le contexte reste favorable.



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.