

« Ne testez jamais la profondeur de la rivière avec les deux pieds. » Warren Buffett

Il reste quatre mois et les vérités de 2026 ne sont pas encore toutes sur la table. L'année peut encore se terminer sur une forte accélération des marchés comme basculer vers une phase de repli. Le mois d'octobre, les publications de résultats et surtout les perspectives données par les entreprises seront déterminantes.

Comme à notre habitude, nous avons construit des positions permettant de bénéficier d'un scénario de marché positif, tout en conservant un niveau élevé de liquidités afin de garder la capacité de saisir les opportunités qui pourraient apparaître.

Le cycle boursier actuel repose largement sur la progression des profits. Aux États-Unis, la part des profits des entreprises dans l'économie se situe à des niveaux historiquement élevés. Les bénéfices ont progressé plus rapidement que le reste de l'économie. La question centrale devient donc celle de leur pérennité.

Quelle part de ces profits est structurelle ? Quelle part tient à des facteurs temporaires ? Si une proportion importante devait se normaliser, les multiples de valorisation actuels apparaîtraient sensiblement plus élevés qu'ils ne le semblent aujourd'hui. Les investisseurs paieraient alors cher des profits qui ne seraient pas entièrement reproductibles.

1 Marché obligataire et inflation

Deux sujets concentrent aujourd'hui notre attention : l'inflation et les tensions croissantes sur les marchés obligataires. Les taux sont devenus un baromètre du risque politique et budgétaire. Ils ne reflètent plus uniquement les perspectives de croissance et d'inflation. Ils traduisent également la confiance des investisseurs dans la capacité des États à maîtriser leurs finances publiques et leurs risques politiques.

Pour analyser leur évolution, il faut distinguer deux forces. La première est structurelle. Les besoins mondiaux de financement restent considérables : transition énergétique, infrastructures, dépenses publiques, défense et investissements massifs liés à l'intelligence artificielle. Cette demande de capitaux absorbe une part croissante de l'épargne disponible et contribue à maintenir les taux réels à des niveaux plus élevés. Ce phénomène concerne l'ensemble des grands émetteurs souverains. La seconde force est spécifique à chaque pays : la prime de risque liée à sa crédibilité budgétaire et politique. Celle-ci peut évoluer beaucoup plus brutalement. Le Royaume-Uni l'avait illustré sous Liz Truss : quelques décisions politiques suffisent parfois à provoquer une rupture de confiance et une forte hausse du coût de financement d'un État.

La crédibilité constitue donc un actif essentiel.

Pour un État, elle repose sur la cohérence entre les engagements pris et les décisions effectivement mises en œuvre. Une fois détériorée, elle est longue et coûteuse à reconstruire. Les expériences grecque et argentine montrent qu'un défaut ou une remise en cause brutale de la dette ne libère pas durablement un pays de sa contrainte financière. Elle peut au contraire l'éloigner des marchés et imposer ensuite des ajustements encore plus sévères.

2 La France sous surveillance

La France a nettement sous-performé durant l'été, y compris par rapport à l'Allemagne. Les valeurs françaises, notamment financières, ont subi des arbitrages défavorables dans un environnement politique devenu plus incertain.

Le principal risque français n'est pas aujourd'hui l'absence de financement. Il réside dans une détérioration de la prime de risque exigée par les investisseurs.

Dans un environnement mondial déjà marqué par des besoins de financement considérables, la France a donc tout intérêt à préserver sa crédibilité.

La BCE reste à ce stade un point d'ancrage essentiel pour la zone euro. Sa capacité à maintenir cette crédibilité tout en gérant des situations budgétaires et politiques de plus en plus divergentes entre États membres constituera l'un des sujets majeurs des prochains mois.

3 Un environnement mondial plus exigeant

Le marché obligataire mondial semble entrer dans un nouveau régime. Les besoins de financement augmentent. Les politiques budgétaires restent expansionnistes dans plusieurs grandes économies. Les investissements technologiques mobilisent des montants considérables. Les tensions géopolitiques entretiennent parallèlement un risque sur les matières premières et l'énergie.

Dans ce contexte, le retour durable au régime de taux extrêmement faibles qui a marqué la décennie précédente nous semble peu crédible. Cela change directement la construction des portefeuilles. Ce que cela signifie pour notre allocation.

Nous considérons désormais que le niveau des taux offre de nouveau des opportunités intéressantes sur certaines stratégies obligataires. Nous allons donc commencer à renforcer progressivement certains fonds obligataires flexibles afin de bénéficier d'un portage devenu plus attractif. Nous conservons toutefois une approche prudente. Les tensions sur les matières premières, l'évolution de l'inflation et les risques politiques peuvent encore provoquer des mouvements brutaux sur les taux longs.

Nous cherchons donc à combiner deux objectifs : bénéficier du rendement redevenu disponible sur les marchés obligataires, tout en conservant suffisamment de flexibilité pour réagir rapidement si la volatilité revenait.

4 Europe vs États-Unis

Tout va pour le mieux dans le temple du capitalisme : aux États-Unis, les profits des entreprises du S&P 500 progressent deux fois plus vite qu'anticipés, tandis que les marges continuent de s'améliorer.

Cette dynamique reste l'un des principaux soutiens du marché américain. Tant que les bénéfices surprennent positivement et que les marges résistent, les niveaux de valorisation élevés trouvent une partie de leur justification, voir certaines valeurs voient leur prix baisser.



Exhibit 4: Margin Resiliency Across Industries.

A) Excluding Technology and Magnificent 7*, S&P 500 Margins Continue to Expand.



Depuis 2022, la domination des actions américaines s'est nettement atténuée. Si l'on compare le S&P 500 au Stoxx Europe 600, les actions américaines ne surperforment plus systématiquement leurs homologues européennes. L'écart de performance qui avait caractérisé la décennie précédente s'est fortement resserré, redonnant à l'Europe une place plus crédible dans les allocations.



Les résultats du deuxième trimestre ont été meilleurs qu'attendu malgré un environnement complexe : tensions entre l'Iran et les États-Unis, hausse du pétrole, volatilité des devises et des matières premières.

Plusieurs entreprises ont même relevé leurs objectifs annuels à mi-parcours, ce qui reste relativement rare. C'est un signal positif, mais aussi un facteur d'exigence supplémentaire : plus les anticipations montent, plus le risque de déception augmente lors des prochaines publications. Le marché américain reste sensiblement plus cher que le marché européen. Cet écart s'explique en grande partie par les valorisations élevées des grandes entreprises technologiques.

En Europe, l'absence de véritable reprise de la croissance continue de peser sur les secteurs liés à la consommation. Nous privilégions davantage les valeurs industrielles et les matières premières, dont les valorisations restent plus modérées et qui bénéficient d'un cycle soutenu d'investissement dans les infrastructures, l'énergie et la défense.

Toutefois, pour la partie consommation, des valeurs dont nous étions restés à l'écart reviennent dans notre scope de réflexion (LVMH, Essilor, etc...) et certains fonds commencent à intégrer ces nouvelles valeurs délaissées (BDL

Nous restons sous-pondérés sur les États-Unis. Nous y revenons néanmoins progressivement et de manière indirecte à travers deux fonds internationaux, R-Co Valor et Piquemal Houghton.

5 Les interrogations autour de la technologie et de l'IA

L'intelligence artificielle : succès technologique, rentabilité encore à démontrer

Le débat autour de l'intelligence artificielle évolue. La question n'est plus de savoir si la technologie fonctionne ou si son adoption va se poursuivre. Elle consiste désormais à déterminer quels acteurs réussiront à capter suffisamment de valeur pour justifier les montants considérables investis.

Le cycle d'investissement reste intact

La récente correction des valeurs liées aux semi-conducteurs a ravivé les inquiétudes sur le secteur. Nous y voyons davantage une correction au sein d'un cycle encore actif qu'un retournement structurel.

L'environnement macroéconomique est pourtant moins favorable : tensions sur l'énergie, remontée des anticipations de taux et hausse des rendements obligataires à long terme.

Malgré cela, les principaux hyperscalers ont confirmé ou relevé leurs budgets d'investissement lors des publications du deuxième trimestre. À ce stade, le cycle de dépenses consacré à l'IA et aux infrastructures numériques ne montre donc pas de véritable inflexion.

Des investissements d'une ampleur inédite

Alphabet, Amazon, Microsoft et Oracle prévoient à eux quatre plus de 700 milliards de dollars d'investissements en 2026, contre environ 340 milliards en 2025. En ajoutant Meta, le total dépasserait 835 milliards de dollars. Ces dépenses bénéficient directement à l'ensemble de la chaîne d'infrastructure semi-conducteurs, centres de données, équipements électriques, réseaux et production d'énergie.

Mais l'ampleur des montants engagés pose désormais une question centrale : quel rendement ces investissements généreront-ils ?

Le principal risque : la banalisation

Nous ne pensons pas que le principal risque soit l'échec technologique de l'IA. Il réside davantage dans la banalisation progressive de la technologie.

Pour de nombreux usages courants, les entreprises n'ont pas besoin du modèle le plus performant. Elles recherchent un modèle suffisamment efficace, fiable et peu coûteux. La multiplication des modèles, notamment chinois, et la baisse rapide des coûts pourraient donc réduire progressivement la capacité des producteurs de modèles à conserver des marges élevées.

La même interrogation concerne les infrastructures cloud. Si la capacité de calcul devient abondante et largement interchangeable, une partie de cette activité pourrait progressivement se rapprocher d'un modèle d'infrastructure classique, avec davantage de pression sur les prix et les marges. La question des rendements devient centrale.

Les principaux acteurs technologiques consacrent désormais une part considérable de leur génération de trésorerie à leurs investissements dans l'IA, tout en ayant davantage recours à la dette. L'enjeu n'est donc plus uniquement la croissance des usages. Il faut désormais que ces usages génèrent suffisamment de revenus pour rémunérer les milliers de milliards de dollars investis. C'est ici que se situe, selon nous, le principal risque de valorisation.

Ce que nous en retenons pour l'allocation

À court terme, le cycle reste favorable aux entreprises qui fournissent les infrastructures nécessaires au développement de l'IA : semi-conducteurs, équipements électriques, centres de données et énergie.

Nous préférons néanmoins réduire progressivement les expositions aux valeurs ayant connu les progressions les plus fortes et réallouer une partie des portefeuilles vers des secteurs moins recherchés, notamment la santé, l'énergie et certaines valeurs industrielles.

La correction récente crée également des points d'entrée plus intéressants pour les portefeuilles encore peu exposés au thème.

L'IA ne nous semble donc pas constituer une bulle technologique au sens strict. En revanche, une partie des capitaux investis aujourd'hui pourrait générer des rendements insuffisants.

Le succès de la technologie et la rentabilité de ceux qui la financent sont deux sujets distincts. C'est cette distinction qui guide aujourd'hui notre positionnement.

6 Chine : des valorisations plus attractives

La consommation chinoise peine encore à repartir, ce qui contribue aux faibles niveaux de valorisation du marché. Des mesures de soutien à la consommation restent attendues. Leur ampleur et leur efficacité constitueront un catalyseur important pour les prochains mois.

En 2026, le marché chinois combine deux caractéristiques intéressantes : des valorisations faibles et une forte décorrélation par rapport aux marchés occidentaux.

La sous-performance des grandes valeurs technologiques chinoises, notamment Tencent et Alibaba, explique une partie de la faiblesse récente du MSCI China. Les flux liés à l'intelligence artificielle se sont jusqu'ici davantage dirigés vers les fabricants de semi-conducteurs et les infrastructures que vers les grandes plateformes numériques chinoises.

Plusieurs éléments retiennent notre attention :

- Les valorisations restent parmi les plus faibles des grands marchés actions. Les marchés émergents se négocient autour de 11 fois les bénéfices attendus, pour une croissance des résultats nettement supérieure à celle des marchés développés.

- La décorrélation avec les marchés américains constitue un facteur de diversification intéressant dans un portefeuille fortement exposé aux actions occidentales et à la technologie.
- La poursuite des achats d'or par la Banque centrale chinoise confirme la volonté de diversifier progressivement les réserves du pays hors du dollar.

Il faut néanmoins distinguer deux marchés chinois. Le MSCI China, largement exposé aux grandes entreprises cotées à Hong Kong comme Tencent et Alibaba, affiche une performance nettement inférieure à celle du marché domestique.

À l'inverse, les actions continentales représentées par le CSI 300 A résistent beaucoup mieux depuis le début de l'année. Cet écart de performance a également créé un écart de valorisation important entre les deux indices. Historiquement, lorsque cet écart atteint des niveaux élevés, le MSCI China tend ensuite à rattraper une partie de son retard.

Nous considérons donc que la Chine redevient progressivement intéressante, à condition de rester sélectif. Les valorisations offrent davantage de marge de sécurité, mais un véritable retournement du marché nécessitera une amélioration plus nette de la consommation et de la confiance des ménages.



Nous étudions actuellement plusieurs opportunités afin d'initier progressivement des positions sur la Chine. Dans le même temps, nous renforçons notre exposition via le fonds Piquemal Houghton, aujourd'hui investi à hauteur de 24 % sur le marché chinois.



TREE FAMILY

TAILORED WEALTH MANAGEMENT

BRUNO ZARAYA

BZARAYA@TREEFAMILY.PARIS 174 BOULEVARD SAINT-GERMAIN
(0) 33 642 787 930 75006 PARIS

