



Rédigé le 1er octobre 2026

MARKET OVERVIEW OCTOBRE 2026

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

EMBALLEMENT DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES

Tandis que le conflit au Moyen-Orient s'enlise malgré les tentatives de dialogue – infructueuses – entre les États-Unis et l'Iran, alimentant les tensions sur les marchés pétroliers, les taux d'intérêt à long terme ne cessent de grimper et rejoignent des sommets records depuis deux décennies. Le taux nominal de l'obligation du Trésor américain à 10 ans atteint 5,25 %, son plus haut niveau depuis 2006, bien avant la crise des *subprimes*. L'envolée des rendements obligataires est planétaire, alors que l'économie mondiale affiche une bonne résistance (croissance de l'activité en volume à un rythme annuel de 3% par an), tirée par le cycle d'investissement dans l'Intelligence artificielle (IA).

LES TAUX D'INTERÊT FLIRTENT AVEC DES NIVEAUX DANGEREUX

L'envolée mondiale des taux longs est bien sûr le thème dominant de la rentrée. Comme les États-Unis pilotent les marchés financiers de la planète, il est utile de revenir brièvement sur les marchés obligataires en dollar. Pour commencer, sans nous perdre dans les détails, revenons sur ce qui définit le taux d'intérêt nominal d'équilibre (activité économique et inflation stabilisées), selon la littérature académique. **Les taux d'intérêt longs (souverains) peuvent se décomposer comme la somme d'un taux réel et de l'inflation anticipée.** Ce taux réel est lui-même la somme du taux de croissance de l'activité attendue en volume – le créancier est ainsi rémunéré pour son rôle dans le financement de l'économie – et d'une prime de terme. Celle-ci est supposée compenser le risque de duration supporté par l'investisseur, et qui correspond à l'incertitude entourant l'inflation future – l'ennemi absolu du détenteur de l'obligation. Cette prime de risque est également influencée par le degré de confiance envers le débiteur – le Trésor américain dans le cas présent – et le garant de la stabilité monétaire, à savoir la banque centrale – ici la Réserve fédérale (Fed). Aujourd'hui, le taux d'intérêt du Trésor à 10 ans se décompose de la manière suivante : 5,30 % (taux nominal) = 1,8 % (croissance réelle) + 2,4 % (inflation attendue) + 1,10 % (prime de terme). Le taux de croissance économique réelle à dix ans est celui estimé par le *Congressional Budget Office*, agence bipartite d'excellente réputation qui alimente le Congrès et le public en travaux divers sur la trajectoire budgétaire américaine et les grands indicateurs macroéconomiques. Lorsque les taux nominaux et réels grimpent sous l'effet d'une amélioration des perspectives économiques (par exemple due aux attentes de gains de productivité liés à l'IA), la situation n'est pas problématique : la hausse du coût du capital qui touche tous les acteurs a pour pendant l'augmentation des perspectives des profits pour les entreprises et des rentrées fiscales pour les États. En revanche, une hausse généralisée des taux longs sous l'effet d'une exigence de prime de risque supplémentaire de la part des créanciers devient plus problématique. **Avant l'été, les taux d'intérêt longs en dollar correspondaient à un niveau d'équilibre quasi**

sans prime de terme. Or, c'est bien la reconstitution de celle-ci qui pose réellement question, puisqu'elle ne résulte pas de l'espoir d'une augmentation de l'activité économique dans l'avenir.

Les causes de la reconstitution de la prime de terme semblent évidentes. Pour commencer, la multiplication des chocs depuis la pandémie (crise des chaînes logistiques en 2021, guerre en Ukraine et choc énergétique en 2022, guerre tarifaire en 2025, conflit au Moyen-Orient en 2026, tensions alimentées par le cycle d'investissement dans les infrastructures d'IA) rend plus probable, aux yeux des investisseurs, la survenance de chocs comparables en intensité et la hausse subséquente de la volatilité de l'inflation : celle-ci sera non seulement plus élevée, comparée aux années 2010, mais surtout plus fluctuante et moins prévisible. **Ensuite, les questions de la crédibilité des États-Unis, qui laissent filer leur déficit budgétaire fédéral (-6,3 % en 2026), et de celle de la Fed sont au cœur de cette prime de terme.** En effet, la tentative maladroite du secrétaire au Trésor Scott Bessent, durant l'été, de calmer les marchés en annonçant une manipulation de la courbe des taux d'emprunt (rachat de *Treasuries* longs contre l'émission de dettes de courtes maturités) et les errements dans la communication du nouveau président de la Fed, Kevin Warsh, – en dépit de ses efforts plus récents –, ont contribué à reconstituer la prime de risque sur les obligations du Trésor. **Enfin, et ce n'est pas la raison la moins fondamentale, les marchés américains et mondiaux sont soumis à un déséquilibre grandissant, ex ante, entre l'épargne disponible et les besoins d'investissement massifs dans l'IA (et plus généralement dans le numérique), l'électrification, la transition énergétique, les infrastructures de souveraineté, la défense et le vieillissement démographique.** La convergence et l'ampleur de toutes ces transitions sont sans commune mesure dans l'histoire humaine. La concurrence induite entre les acteurs économiques (par exemple entre le Trésor américain et les acteurs de l'IA) pour attirer l'épargne disponible amène naturellement à une hausse du coût du capital qui pénalise le



financement de l'économie mondiale et la valorisation des actifs financiers, en particulier celle des actions.

Quelques remarques sur l'inflation future : si les prix actuels sont poussés par les prix pétroliers, les anticipations à long terme reflétées dans les produits financiers (swaps, *inflation-linked bonds*) restent bien ancrées des deux côtés de l'Atlantique. Les swaps d'inflation 5 ans dans 5 ans ont à peine fluctué ces derniers mois, et se situent à respectivement 2,15 % pour l'euro et 2,45 % pour le dollar (contre des indices d'inflation un peu supérieurs à 3 % sur les douze derniers mois). On pourrait croire que cette stabilité témoigne surtout de la crédibilité des banques centrales, qui ont décidé de resserrer progressivement leur politique monétaire (la Banque centrale européenne pour la deuxième fois cette année, taux de facilité de dépôt à 2,50 %, soit + 0,25 % en septembre ; la Fed pour la première fois avec une fourchette cible pour le taux des fonds fédéraux à 3,75 % - 4,0 %). En réalité, il s'agit surtout de la conséquence de la stabilité des prix énergétiques constatés sur les marchés à terme, qui reflètent un scénario de retour à la normale progressif sur les marchés pétroliers et gaziers dès 2027, à la faveur d'une résolution satisfaisante du conflit au Moyen-Orient. **Il faut se garder d'accorder la moindre crédibilité à la BCE en matière de lutte contre l'inflation induite par un choc énergétique externe.** Son insistance sur les risques d'effets de second tour (boucle prix-salaires dont les signes sont absents jusqu'à présent) témoigne d'un dogmatisme dont elle a toujours eu le secret en période de crise - en dehors de l'époque bénie mais révolue de la présidence de Mario Draghi. C'est la réouverture du détroit d'Ormuz qui fera baisser les prix, et non pas Francfort. La crise

actuelle met surtout en exergue notre perte de contrôle de la production et des prix dans des secteurs entiers de l'industrie (les produits pétroliers, diésel, kérosène... dans le cas présent). Les taux longs en euro dépassent à présent la croissance potentielle nominale à long terme de la zone euro, plutôt faible, à peine supérieure à 3 % l'an (3,5 % selon la BCE), inflation anticipée comprise, alors que les besoins d'investissement pour restaurer la compétitivité de l'Europe sont gigantesques.

Quelques mots pour terminer sur la situation des marchés pétroliers : le gel du conflit au Moyen-Orient et le trafic toujours contraint dans le détroit d'Ormuz justifient des prix du pétrole brut supérieurs à 100 dollars le baril, ce qui reste toutefois supportable pour l'économie mondiale. Mais si la route alternative de l'oléoduc est-ouest saoudien n'est pas rapidement remise en état de fonctionner et que la sécurité du détroit de Bab-el-Mandeb n'est plus garantie, le choc d'offre total serait sans doute plus proche de 9 millions de barils par jour (environ 9% de la demande quotidienne de brut), ce qui serait rapidement intenable compte tenu du très faible niveau des stocks stratégiques mondiaux de brut et de produits pétroliers. La question de la disponibilité des produits raffinés se poserait bien davantage. Un retour du baril de Brent à 120-130 dollars (sommets atteints lors de l'invasion de l'Ukraine en 2022) ne serait pas à exclure. Washington parie toujours sur l'effondrement économique de l'Iran, tandis que Téhéran mise sur la pression politique que constituent les prochaines élections de mi-mandat au Congrès. Qui des deux adversaires cèdera le premier ?

IA : MANIPULATIONS ET PRESSION DES MODÈLES OPEN WEIGHT

Le mois de septembre fut riche en actualités autour de l'IA. Face à l'explosion de la consommation de *tokens* (ou jetons, soit la plus petite unité de données traitée par l'IA), accélérée par la diffusion rapide de l'IA agentique, aux discours apocalyptiques des défenseurs des modèles fermés (Anthropic, OpenAI), aux questions de sécurité et à la concurrence toujours plus féroce des modèles *open weight*, notamment chinois, les investisseurs ont le plus grand mal à comprendre la dynamique du secteur. **Quelques certitudes semblent toutefois se dégager de ce qui ressemble de plus en plus au « brouillard de la guerre » décrit par Carl von Clausewitz dans un autre contexte.** Pour commencer, la révolution de l'IA est une réalité incontestable qui ne se limite plus à un simple circuit fermé entre les producteurs de puces (Nvidia, Broadcom, Micron...), les *hyperscalers* qui mettent à disposition les capacités de calcul sur le *cloud* (Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud, Meta...) et les développeurs de modèles (thèmes de la circularité financière dans l'écosystème IA et du risque de bulle). Les publications récentes des grands éditeurs de logiciels (Microsoft, SAP, Salesforce...) témoignent de la pénétration toujours plus rapide des applications dopées à l'IA auprès des clients finaux. L'IA agentique (automatisation de tâches complexes) prend son envol (récent lancement salué de Meta Muse), conduisant à une augmentation exponentielle de l'inférence (utilisation des modèles entraînés) et de la consommation de *tokens*. Le gestionnaire d'actifs Schroders estimait dans une note récente que les services liés à l'IA devaient générer, aujourd'hui, autour de 300 milliards de dollars de revenus annualisés. Ce montant peut paraître important pour un secteur quasi inexistant avant 2022, mais il est en réalité encore très

insuffisant. Les investissements dans les infrastructures IA (les centres de données, les capacités de calculs) sont de l'ordre de 1 000 milliards de dollars cette année, et sont attendus en hausse d'au moins 30% par an jusqu'en 2030 pour atteindre une enveloppe annuelle de 2 900 milliards de dollars. Le leader du marché des puces GPU Nvidia estime pour sa part que les investissements avoisineront alors une fourchette de 3 000 à 4 000 milliards de dollars annuels. Exprimées en pourcentage du produit intérieur brut (PIB), ces sommes faramineuses sont d'un ordre de grandeur comparable à ceux observés durant les grandes révolutions industrielles du passé (chemin de fer, électricité, internet). **Plus intéressant est le calcul théorique du retour sur investissement nécessaire pour que l'IA crée suffisamment de valeur pour tous les acteurs de la chaîne (*hyperscalers*, plateformes IA, clients finaux).** Le capital total accumulé serait ainsi de l'ordre de 4 500 milliards de dollars vers 2033-2034 (après amortissements). Toujours selon les analystes de Schroders, il faudrait atteindre 5 400 milliards de dollars de revenus annuels d'ici sept ans pour justifier les gigantesques efforts consentis aujourd'hui. **Selon nos calculs, cela représenterait environ 3% du PIB mondial estimé en 2033 !** Cette analyse succincte permet de mieux comprendre les enjeux et l'énormité du défi. Quoi qu'il en soit, l'investisseur devra se montrer patient : il faut environ trois ans entre la mise sur pied d'un *data center* dédié à l'IA et la pleine utilisation de ses capacités de calcul. Il est toutefois utile de rappeler que les secteurs qui bénéficient aujourd'hui le plus du déploiement de l'IA sont ceux du logiciel (codage), des services informatiques, de la relation client et du back office. À terme, et suivant les expérimentations en cours, le déploiement de l'IA dans ces segments d'activité pourrait

extraire entre 2 200 et 3 700 milliards de dollars de revenus par an, ce qui n'est pas négligeable.

Pour revenir brièvement sur les polémiques entourant les questions de sécurité et les discours apocalyptiques, nous insistons ici sur le danger que constitue la concurrence exacerbée des modèles *open weight*, qui menace clairement la trajectoire des profits d'Anthropic et OpenAI, mais dope dans le même temps la demande finale en services IA. Les plateformes ouvertes, chinoises notamment, ont l'avantage d'offrir des performances proches des modèles fermés (parfois à peine quelques mois de retard sur les modèles frontières, selon les spécialistes), mais à des coûts du *token* bien plus réduits. La disponibilité de ces plateformes ouvertes explique en grande partie l'explosion des usages. Par ailleurs, contrairement aux modèles fermés conçus pour fonctionner sur le *cloud* (architecture et paramètres non mis à disposition de l'utilisateur), une IA *open weight* est gratuitement et entièrement téléchargeable (sauf ses données d'entraînement) sur une infrastructure propre à l'entreprise soucieuse de contrôler l'utilisation de ses propres données critiques. On comprend mieux l'état de panique des acteurs privés américains, qui tentent, à quelques mois de leur entrée en bourse et par des moyens douteux (chantage à la sécurité de la part de pompiers pyromanes?), de faire bloquer légalement la diffusion des modèles ouverts. Rappelons que la Chine considère les grands modèles de langage comme une commodité, éloignée de l'intelligence artificielle générale. Pékin vise à créer de la

valeur par le rapprochement entre l'IA, la robotique et l'industrie de pointe. Il est à noter que les avertissements sur l'IA générative – qui ont inondé les réseaux sociaux et les médias *mainstream* – ne sont pas partagés par tous les experts (cf. par exemple les commentaires peu amènes de Yann Le Cun, prix Turing), et que les modèles *open weight* sont défendus par Nvidia, Microsoft, IBM, et plus généralement par tous les acteurs désirant ne pas se lier les mains avec une seule plateforme.

En conclusion, nous pouvons nous persuader que le cycle d'investissement est loin d'être terminé. Aux États-Unis, il expliquerait, selon un rapport récent de la Réserve fédérale, 30% de la croissance réelle du PIB des États-Unis sur les dix-huit derniers mois. On peut ajouter que la consommation intérieure est portée par les 10% des ménages américains les plus aisés (qui pèsent pour environ 90% des actions détenues par les particuliers et 50% de la consommation), qui profitent de l'effet richesse découlant de la bonne santé de Wall Street. Le passage de l'entraînement des modèles à l'inférence et à l'IA agentique va doper davantage les besoins en capacités de calcul. **Les contraintes physiques** (accès au réseau électrique, à l'eau, aux puces électroniques les plus avancées...) **et réglementaires** (opposition grandissante des collectivités locales et des populations aux désagréments créés par les centres de données; directives européennes paralysantes) **resteront pour longtemps les seuls freins à cette révolution industrielle – condamnée à réussir, le lecteur l'aura bien compris.**

CONCLUSION

Nous ne pouvons que réitérer nos conseils de prudence et de saine diversification prodigués durant l'été. Les indices actions, soutenus jusqu'à présent par l'IA et la bonne santé financière des entreprises (consensus des profits 2026 à respectivement + 29 % et +16 % pour les États-Unis et la zone euro), sont vulnérables à l'éventuelle poursuite de la correction obligatoire et à la hausse du coût

du capital. Le déséquilibre ex ante entre les besoins d'investissements colossaux et l'épargne mondiale disponible, dans un contexte de forte concurrence entre les États endettés et le secteur privé, ne peut qu'alimenter les tensions sur le coût du crédit, aggravées par les crises internationales.

DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.