PURE CAPITAL
INDEPENDENT ASSET MANAGEMENT

Rédigé le 1er novembre 2026

MARKET OVERVIEW NOVEMBRE 2026

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

ANXIÉTÉ SUR LE FINANCEMENT DE L'IA

Le mois d'octobre n'a pas permis de lever toutes les hypothèques sur les marchés financiers. Alors que les investisseurs scrutent dans le détail les publications du troisième trimestre, la volatilité des marchés obligataires a persisté. Les inquiétudes sur la dette accumulée dans le secteur technologique (cycle d'investissement de l'IA), et plus particulièrement dans celui des acteurs du *neocloud* spécialisés dans la gestion des datacenters, ont fini par déclencher une fuite vers la qualité (*flight to quality*), ramenant les taux souverains à long terme quelques dizaines de points de base (1 point de base = 0,01 %) sous leurs récents records. Cette accalmie tranche avec les tensions sur les prix pétroliers, le cours du baril de Brent s'approchant à nouveau du seuil de 120 dollars, sommet atteint au printemps.

LES CRAINTES SUR LE FINANCEMENT DE L'IA SONT-ELLES FONDÉES ?

La soutenabilité du cycle d'investissement de l'IA et les questions de financement restent au cœur des préoccupations des investisseurs. La solidité de la croissance économique mondiale (rythme supérieur à 3 % en volume), en dépit du conflit au Moyen-Orient, et une part significative de la croissance des profits des entreprises trouvent leur origine dans cette révolution technologique et les immenses espoirs de gains de productivité. Environ la moitié de la croissance du commerce mondial est générée par la demande en infrastructures dédiées à l'IA ; aux États-Unis, l'IA contribue sans doute pour environ 1 % à la croissance réelle du produit intérieur brut (PIB). L'IA est le thème principal qui dirige les flux d'épargne et pilote les marchés mondiaux, les autres facteurs (énergie, géopolitique, politiques monétaires…) semblent ne représenter qu'un simple bruit de fond. Par conséquent, la moindre anicroche dans le cycle d'investissement ou dans le rythme de diffusion de ces technologies de rupture dans le tissu économique est envisagée avec effroi par les marchés financiers. **Nous avons déjà insisté par le passé sur la question de la monétisation et les risques de déception concernant les laboratoires d'IA tels que Anthropic, OpenAI ou xAI, face à l'intensification de la concurrence et la diffusion rapide des modèles *open weight*.** Ces entreprises de premier plan n'ont pas le temps de monétiser leurs superintelligences, alors que de nouveaux modèles frontières sont mis sur le marché sans discontinuer, dans une course effrénée à la performance. Le rythme actuel de lancement de nouveaux grands modèles de langage (LLM pour *large language model*) par les principaux laboratoires est de 15 à 20 par an : le résultat est une consommation excessive de trésorerie (pour l'entrainement), alors que les valorisations annoncées avant les introductions en bourse atteignent le seuil des deux mille milliards de dollars, un niveau fantaisiste si l'on se range à l'idée que la valeur ajoutée se déplace rapidement vers l'IA agentique, la cybersécurité et la robotique, et que les LLMs deviennent dans le même temps des commodités. Nous signalons, pour être complet, que les chiffres publiés par Anthropic, en amont de son IPO, ont été plutôt meilleurs qu'attendus (malgré l'absence de détails sur les dépenses futures de calcul), et rassurants quant aux moyens financiers disponibles pour couvrir les engagements fermes d'usage de capacités de calculs (430 milliards de dollars, auxquels s'ajoutent néanmoins environ 350 à 400 milliards de dollars d'engagements potentiels). **Mais pour le moment, l'inquiétude porte surtout sur les entreprises du *neocloud* spécialisées dans la mise à disposition de capacités de calcul dédiées à l'IA,** telles que Coreweave, Nebius ou encore Mara (au départ acteur du minage du bitcoin). **Les *hyperscalers*** (Microsoft, Amazon.com, Alphabet, Meta, Oracle), qui représentent environ les deux tiers des investissements consacrés à l'IA, soit plus de 800 milliards de dollars en 2026, **ne suscitent aucune inquiétude particulière en matière de capacité de financement** : leurs trésoreries disponibles au bilan avoisinent les 400 milliards de dollars et leur forte génération de cash flows opérationnels leur permet d'absorber le cycle d'investissement par un appel public à l'épargne (émission de nouvelles actions et/ou d'obligations) qui reste maitrisé (autour de 300 milliards de dollars sur la période 2026-2028, un faible montant au regard de la taille des acteurs concernés). Il n'en va pas de même pour les entreprises du *neocloud* qui souffrent d'une vague de défiance sur les marchés des *credit default swaps* (CDS ou contrats financiers d'assurance pour la couverture du risque de défaut). Dans le cas de Coreweave, le CDS à cinq ans indique une probabilité implicite de défaut de l'ordre de 60 % !

Ce stress sur la dette IA doit-il nous alerter sur la soutenabilité du cycle d'investissement ? Nous ne le pensons pas : certes, le financement circulaire et la multiplication d'entités hors bilan (*special purpose vehicles)* accentuent la nervosité des opérateurs de marché, mais les entreprises du *neocloud* ne

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

représentent qu'une petite fraction de l'enveloppe totale (autour de 15% des investissements). Le vrai sujet est plutôt le manque de financements disponibles au niveau mondial pour atteindre les capacités de calcul exigées par l'accélération de la diffusion de l'IA agentique dans les prochaines années, alors que la compétition pour attirer l'épargne mondiale est féroce, en témoigne la pression sur les taux d'intérêt réels (hors inflation anticipée). Les analystes du courtier ODDO insistaient récemment sur le fait qu'un agent IA consomme en moyenne, par utilisateur, quinze fois plus de *tokens* (ou jetons, soit la plus petite unité de données traitée par l'IA) qu'un simple *chatbot*. Selon nous, la principale contrainte, s'agissant du rythme d'adoption de l'IA agentique, sera la nécessité de renforcer les aspects de cybersécurité, mais les statistiques disponibles montrent bien une **nette accélération de la consommation de *tokens* depuis l'émergence des premiers agents IA et la baisse significative du coût unitaire du *token*.**

En guise de conclusion, le stress actuel dans le segment de la dette IA devrait rester un épiphénomène, même s'il continuera à alimenter de brèves périodes de pic de volatilité sur les marchés. La capacité des *hyperscalers* à monétiser leurs investissements (cf. les réactions plus que mitigées aux dernières publications d'Amazon.com et d'Alphabet), celle des éditeurs de logiciels à créer de la valeur en intégrant des fonctionnalités d'IA dans leurs offres, celle des leaders de la cybersécurité à développer des outils de maîtrise des risques collatéraux liés au déploiement de l'IA agentique, et celle des fabricants de semiconducteurs à répondre à la demande de leurs clients nous paraissent être des sujets autrement plus fondamentaux. Quant aux contraintes susceptibles de ralentir le cycle d'investissement (accès au réseau électrique, chaînes d'approvisionnement, régulation…), nous estimons qu'elles ne remettent nullement en question les besoins massifs en capacités de calcul (cf. note précédente).

LE RETOUR DU RISQUE SOUVERAIN EN EUROPE – LE CAS DE LA FRANCE ET LA POLITIQUE INADAPTÉE DE LA BCE

Les tensions sur les dettes souveraines périphériques de la zone euro sont là pour nous rappeler l'agenda politique chargé des prochains mois (France, Espagne, Italie). L'écart de taux (*spread*) entre l'obligation souveraine de la France (OAT) de maturité dix ans et celle de l'Allemagne dépasse 160 points de base (1,6 %), soit un bond de 100 points depuis le début d'été, entraînant un effet de contagion sur les emprunts des pays européens les plus endettés (Italie, Espagne, Belgique…). **La hausse des rendements actuariels des obligations du Trésor américain a certes un effet d'emballement mondial sur les taux d'intérêt, mais elle ne constitue pas le seul paramètre qui joue en Europe.** De nombreuses élections nationales sont programmées, susceptibles d'alimenter la volatilité des marchés financiers européens. La France est au centre de toutes les attentions. Son poids dans l'économie européenne (proche de 20 % du PIB de la zone euro) est trop élevé pour que nous négligions les effets de la paralysie politique face au défi budgétaire et à l'agitation sociale. Si la social-démocratie est parvenue, ailleurs, à dépasser le conflit idéologique entre le capital et le travail, le modèle socio-économique de la France, social-étatiste dans ses principes, quelle que soit la couleur politique du parti au gouvernement depuis trente ans, s'avère insoutenable (56 % du PIB en dépenses publiques, soit un niveau supérieur à celui de l'Union soviétique à la fin des années 1980, transferts sociaux compris !). Sans majorité parlementaire capable de mener des réformes sérieuses (politique de l'offre, réforme du système de retraites, augmentation du taux d'emploi, redressement des performances de l'éducation nationale…), la chute paraît inéluctable, de nature à provoquer une crise financière européenne majeure. Longtemps passagère clandestine de la zone euro, la France ne paraît plus en mesure de bénéficier de l'indulgence des marchés financiers. Le déni du réel, qui caractérise la doctrine macroniste, a rendu probable l'arrivée au pouvoir d'un parti populiste éloigné des recettes libérales qui remettraient la France sur les rails. Les chances d'une stabilisation du ratio dette publique sur PIB sont quasi nulles. Elle nécessiterait un effort budgétaire de l'ordre de 150 milliards d'euros (5 % du PIB), alors que le pays a besoin d'investir massivement dans la défense, la R&D, l'IA, ou encore la transition énergétique. L'élimination du seul déficit primaire (hors charge de la dette) exigerait déjà près de 100 milliards d'euros de coupes budgétaires ! Un tel effort, qui serait étalé sur quelques années, exige une majorité parlementaire aujourd'hui introuvable. Les discussions lunaires en cours sur le budget 2027, en vue de ramener le déficit à 5 %, témoignent de l'incurie des responsables publiques.

Les prochaines élections nationales seront donc décisives. Certains souhaitent une intervention de la Banque centrale européenne (BCE) avant même ces échéances. Francfort dispose d'outils pour éviter une dislocation de la zone euro (notamment l'OMT pour *Outright Monetary Transactions* et le TPI pour *Transmission Protection Instruments*), outils qui n'ont jusqu'à présent jamais été utilisés. **Il est néanmoins peu probable que la BCE agisse avant la tenue des élections.** De toute manière, une éventuelle intervention aurait comme contrepartie des réformes douloureuses imposées à un pays qui ne respecte plus, depuis longtemps, ses engagements européens en matière de déficits publics. On a du mal à imaginer, dans un tel scénario, ce que deviendrait le climat social déjà très tendu.

Tout au plus, nous appelons de nos vœux une pause de la BCE dans son processus de resserrement quantitatif (contraction de son bilan) qui accentue les pressions sur les taux obligataires, ainsi qu'un report des hausses prévues de ses taux directeurs (décidé lors de la réunion du 29 octobre, ce que nous saluons). Car l'institution de Francfort semble bien manquer aujourd'hui de vision politique. Mario Draghi, qui a sauvé la zone euro en 2012 – souvenons-nous de son célèbre « whatever it takes » – , n'est plus aux commandes. **L'actuel Conseil des gouverneurs s'est enfermé dans une vision étroite de son rôle. Seule la lutte contre l'inflation et l'ancrage des anticipations lui servent de boussole.** Pourtant, la hausse du prix de l'argent n'a jamais fait refluer les cours du pétrole dans le cadre d'un choc énergétique externe. De plus, l'Europe a perdu la maîtrise des prix dans des pans entiers de l'industrie dont elle n'assure plus la production, en grande partie délocalisée dans le cadre de la transition énergétique (produits pétroliers, carburants, engrais, métaux…). Sans parler des politiques de Bruxelles telles que le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières qui sont de nature inflationniste. Alors que l'inflation sous-

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65

jacente (hors prix énergétiques) reste mesurée, la BCE s'en tient à une vision étriquée de sa mission. Pourtant, en 2025, elle décidait d'introduire le facteur climatique dans ses règles de collatéral et de refinancement pour favoriser les émetteurs engagés dans la transition énergétique, au détriment des actifs contribuant au réchauffement climatique. Il s'agit bien là d'une décision politique, car les traités européens ne font pas mention explicite d'un mandat sur ce sujet pourtant légitime. **En réalité, même si l'inflation est bien son mandat principal, rien n'empêche légalement la BCE d'accompagner les politiques économiques et environnementales de l'Union (mandats secondaires).**

La BCE joue donc un rôle délétère dans le resserrement des conditions financières dans la zone euro, en accentuant l'effet de contagion des taux américains. Or, si les taux longs en dollar ne sont pas un problème pour les États-Unis (5 % contre un rythme de croissance du PIB nominal autour de +7 %), les taux d'intérêt européens à long terme deviennent un problème pour de nombreux pays. En France, les taux longs supérieurs à 5 % sont à comparer à une croissance nominale inférieure à 3 % ! **La zone euro a une croissance nominale à long terme attendue autour de 3,5 % (au mieux), alors que la moyenne des taux longs souverains atteint 4 %, ce qui est manifestement trop élevé pour une entité dont la croissance potentielle est trop faible** (insuffisance des gains de productivité) et dont les besoins d'investissement dans l'IA, la transition énergétique, la défense, les nouvelles technologies…sont gigantesques (cf. les préconisations du rapport de Mario Draghi de septembre 2024, suivies jusqu'à présent de peu d'effets concrets, en dehors des discours politiques convenus et d'un détricotage partiel du Green Deal de l'Union). Dans quel camp la BCE joue-t-elle ?

CONCLUSION

SI nous réitérons ici nos conseils de prudence et de saine diversification prodigués durant l'été, les marchés offrent aujourd'hui de nombreuses possibilités d'investissement attractif. Certes, les indices actions, soutenus jusqu'à présent par l'IA et la bonne santé financière des entreprises (consensus des profits 2026 à respectivement + 34 % et +17 % pour les États-Unis et la zone euro), sont vulnérables à l'éventuelle poursuite de la correction obligataire et à la hausse du coût du capital. **Nous rappelons que 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.** La fuite vers la qualité observée ces derniers jours a calmé les tensions sur les taux souverains, mais il pourrait ne s'agir que d'un court répit. **Néanmoins, les marchés obligataires offrent à présent des rendements réels qui rendent attrayantes les stratégies de portage.**

Du côté des actions, si la valorisation du secteur technologique exposé à l'IA est généreuse (ce qui accroît les risques de déception), sans être excessive, le reste du marché est loin de refléter des attentes démesurées à l'égard du choc de productivité que cette révolution technologique et industrielle ne manquera pas de provoquer dans les prochaines années. En outre, le consensus 2027 des profits est raisonnable, en ligne avec un rythme de croissance mondiale nominale de l'ordre de 6,5 à 7 % par an. L'issue des élections de mi-mandat aux États-Unis pourrait annoncer un élargissement du marché haussier à des secteurs aux perspectives attrayantes, mais moins chèrement valorisés.

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'acquérir/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.

Pure Capital S.A., société de gestion régulée par la CSSF (Luxembourg)
www.purecapital.eu | info@purecapital.eu

Siège social Luxembourg
2 rue d'Arlon, L-8399 Windhof | T : +352 26 39 86

Succursale Belgique
Sneeuwbeslaan 20, B-2610 Wilrijk | T: +32(0)3 246 04 65