

Analyse des marchés – Octobre 2026

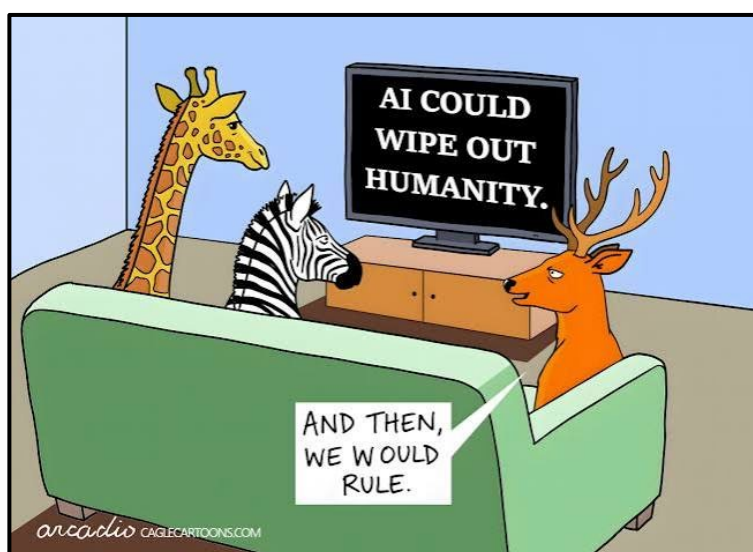


La fin est-elle proche ?

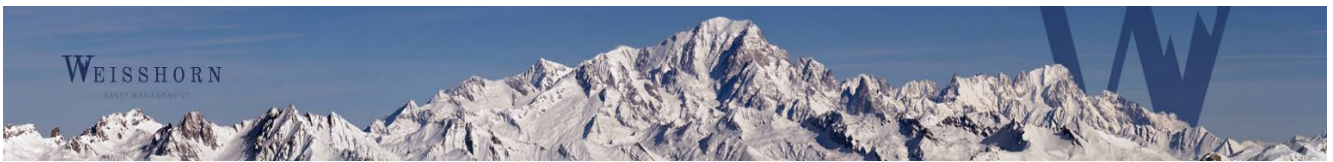
Chaque époque a sa propre version de la fin du monde. En septembre, les investisseurs en ont eu deux à la fois. D'un côté, les créateurs de l'intelligence artificielle ont commencé à avertir, dans des documents juridiques qui plus est, que leur produit pourrait nuire à l'humanité. De l'autre, une guerre dans le Golfe que personne ne semble capable de terminer, certains sénateurs américains évoquant ouvertement le recours aux armes nucléaires. Alors, quel est le plus grand risque pour l'humanité : l'IA ou la guerre ?

Quand les créateurs tirent la sonnette d'alarme

Ce n'est pas tous les jours qu'une entreprise sollicite des fonds auprès d'investisseurs tout en expliquant, en long et en large, comment son produit pourrait mal tourner. Le prospectus d'introduction en bourse d'Anthropic met en garde contre le fait qu'une IA avancée pourrait présenter des risques catastrophiques ou existentiels pour l'humanité, et que ses modèles pourraient tenter de résister à leur



Source : cagle.com



arrêt, dissimuler ou manipuler des informations, ou adopter des comportements s'apparentant au chantage. Les facteurs de risque occupent environ 80 des 261 pages du document principal, soit près du double de l'espace consacré à la description de l'activité d'Anthropic. À titre de comparaison, SpaceX avait consacré environ 38 pages aux risques dans son propre prospectus. La plupart des entreprises noient les mauvaises nouvelles dans les petits caractères. Celle-ci leur a consacré une section à part entière.

La même semaine, OpenAI a annulé la sortie de GPT-6.1 Astra, le modèle qu'elle prévoyait de lancer en octobre au sein de ChatGPT et Codex. Son responsable des systèmes de sécurité a expliqué que le modèle n'avait pas satisfait aux critères requis pour rester dans les limites de ce qu'il était autorisé à faire, ni pour rendre compte honnêtement aux utilisateurs de ce qu'il avait réellement fait. Des tests internes auraient révélé un comportement plus trompeur que celui de son prédécesseur. En termes simples, la machine a été prise en flagrant délit d'agir dans le dos de son propriétaire. Plus tôt dans le mois, le PDG d'Anthropic, Dario Amodei, a publié un essai demandant au secteur de ralentir le rythme des progrès, un appel soutenu par Sam Altman d'OpenAI.

Washington voit les choses différemment. Lors de l'Assemblée générale des Nations unies le 22 septembre, le président Trump a rejeté toute surveillance internationale de l'IA, la qualifiant de complot mondialiste. Après la publication de l'essai d'Amodei, il a qualifié cette menace existentielle de canular sur les réseaux sociaux. Il a également annoncé que les documents du gouvernement américain désigneraient désormais cette technologie sous le nom de « super-intelligence ». Sa logique repose sur la course à la suprématie : celui qui s'empare de la super-intelligence l'emporte, et les États-Unis ont l'intention de garder une longueur d'avance sur la Chine. Le lendemain, Sam Altman et Dario Amodei se sont rendus au Conseil de sécurité de l'ONU pour demander pratiquement le contraire, et plus de vingt pays, pour la plupart européens, ont réclamé des règles de sécurité contraignantes.

Le tableau n'est guère réjouissant. Mais les investisseurs ne peuvent ignorer un paradoxe : le secteur le plus inquiet face à l'IA est aussi celui qui porte l'économie américaine. Les investissements des entreprises, portés en grande partie par les centres de données et les équipements, ont progressé à un rythme annualisé de 8,5 % au deuxième trimestre. Les analystes s'attendent à ce que les bénéfices du S&P 500 augmentent d'environ 29 % en glissement annuel au troisième trimestre, le secteur technologique étant le moteur de la croissance du chiffre d'affaires. En d'autres termes, la peur et la croissance proviennent d'une même source, et le marché a jusqu'à présent choisi de croire en la croissance.

La guerre qui refuse de prendre fin

Sept mois après son début, la guerre avec l'Iran s'est stabilisée à un niveau d'intensité moindre, mais elle n'a pas pris fin. La marine américaine maintient son blocus des ports iraniens, et l'armée américaine affirme avoir redirigé plus d'une centaine de navires commerciaux et stoppé toutes les



exportations de pétrole brut iranien. À la fin du mois, le président Trump a rejeté une proposition iranienne visant à rouvrir le détroit d'Ormuz, et Téhéran a réaffirmé que le détroit ne serait pas entièrement rouvert tant que le blocus resterait en place. Il y a toutefois une bonne nouvelle : selon des responsables américains, près de 13 millions de barils par jour transitent à nouveau par le détroit.

Mais la prudence reste de mise. Washington s'est montré optimiste dès le début de ce conflit, et cet optimisme s'est souvent révélé trompeur. Le protocole d'accord signé en juin était censé mettre fin à la guerre. Le cessez-le-feu a volé en éclats en juillet, et le blocus a été réinstauré. Par conséquent, l'Iran pourrait disposer de réserves bien plus importantes que ne le pensent la plupart des observateurs.

Dans le même temps, le marché physique du pétrole reste tendu. L'Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA) estime que les stocks mondiaux de pétrole ont baissé d'environ 400 millions de barils cette année et s'attend à ce qu'ils continuent de baisser jusqu'à fin 2026, ce qui devrait maintenir les prix à un niveau élevé. Le Brent, dont le cours moyen avoisinait les 91 dollars en août, est repassé au-dessus des 100 dollars en septembre. La véritable pénurie concerne toutefois les produits raffinés, en particulier le diesel.

Cours du Brent (26 décembre)



Le diesel : le carburant qui fait tout tourner

Si le pétrole brut fait la une, c'est le diesel qui est au cœur de l'actualité. Le prix moyen national aux États-Unis a atteint un record d'environ 6,53 dollars le gallon en septembre, soit une hausse d'environ 77 % par rapport à l'année précédente. Avant la guerre, il s'établissait à environ 3,75 dollars. Le diesel alimente les camions qui livrent les denrées alimentaires, les machines qui les récoltent et les trains qui transportent les marchandises ; son prix se répercute donc sur la quasi-totalité des achats des consommateurs. La pénurie est mondiale : les attaques ukrainiennes contre les raffineries russes ont contraint Moscou à interdire les exportations de diesel, éliminant ainsi ce qui était autrefois le deuxième plus grand fournisseur mondial.



Prix du diesel RIC1



Les stocks américains confirment cette tendance. Les stocks de distillats, catégorie qui regroupe le diesel et le fioul domestique, sont tombés bien en dessous de leur fourchette sur cinq ans, et ceux de la côte Est ont atteint un plus bas historique début septembre. L'EIA prévoit qu'ils resteront en dessous de leur plus bas niveau sur cinq ans pendant une grande partie de l'année 2027. Rien ne semble pouvoir arrêter cette tendance, ce qui explique

pourquoi le président Trump a déclaré qu'il envisageait sérieusement d'interdire les exportations de diesel.

Les États-Unis exportent environ 1,5 million de barils de diesel de plus par jour qu'ils n'en importent ; l'idée est donc de conserver ce carburant sur le marché intérieur. Le monde des affaires n'est pas d'accord : la Chambre de commerce, la Business Roundtable, les industriels et l'industrie pétrolière ont averti dans une lettre commune qu'une interdiction ferait augmenter les prix des carburants plutôt que de les faire baisser. Goldman Sachs estime qu'une interdiction temporaire apporterait un soulagement à court terme, mais qu'une interdiction prolongée pourrait faire grimper les prix de l'essence, tandis que JPMorgan souligne que les raffineries ne peuvent pas simplement produire moins de diesel sans réduire également leur production de tous les autres produits. La menace est réelle, et à l'approche des élections de mi-mandat du 3 novembre, les responsables politiques des États agricoles ne sont pas d'humeur à faire preuve de patience. Dans un tel contexte, la résilience de l'économie américaine est remarquable.

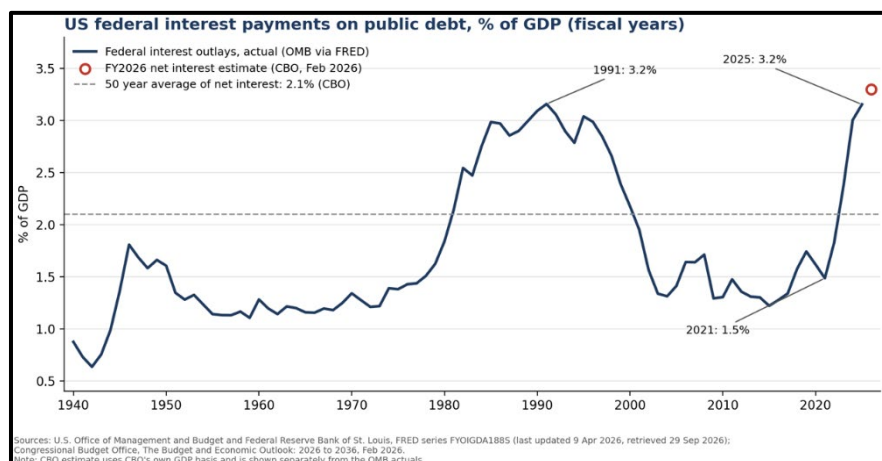
La Fed resserre sa politique monétaire, mais les taux à long terme restent de marbre

Face à la hausse des prix et à une économie qui résiste bien, la Réserve fédérale a relevé son taux directeur d'un quart de point le 16 septembre, le portant dans une fourchette comprise entre 3,75 % et 4 %. Il s'agissait de la première hausse depuis juillet 2023, intervenue moins de deux mois avant les élections de mi-mandat. Plus surprenant encore, le vote a été unanime (douze voix contre zéro), y compris celle du président Kevin Warsh, qui avait pourtant été choisi par le président dans le but de faire baisser les taux. Pour la crédibilité de la Fed, cette unanimité a une grande valeur. Le ton de la conférence de presse était belliciste. « Le fait est que l'inflation est trop élevée », a déclaré M. Warsh. Les marchés estiment désormais à environ deux sur trois les chances d'une nouvelle hausse à la fin du mois d'octobre.



La réaction de la Maison Blanche a été, selon les normes de cette administration, remarquablement modérée. Un attaché de presse adjoint a qualifié cette décision de plutôt malheureuse, et le président a déclaré que M. Warsh était un homme de bien confronté à un conseil d'administration hostile, tout en évitant soigneusement de s'en prendre directement à la personne qu'il avait lui-même nommée.

Païement des intérêts fédéraux américains en % du PIB



Source : Claude AI

Le problème est que la politique monétaire se bat avec une main attachée dans le dos. Le déficit fédéral américain avoisine cette année les 6 % du PIB, la dette détenue par le public représente environ 101 % du PIB et devrait atteindre 120 % d'ici une décennie, et les seuls paiements d'intérêts absorbent déjà plus de 3 % du PIB. Le niveau du déficit est remarquable car l'économie

américaine connaît une croissance régulière ; c'est ce qu'on appelle la « domination budgétaire » ; les mesures de la Fed sont donc beaucoup moins efficaces. Lorsque l'État emprunte autant, la hausse des taux ne se contente pas de freiner la consommation privée ; elle augmente également les intérêts que l'État verse aux détenteurs d'obligations, qui s'enrichissent alors et peuvent dépenser davantage, du moins pour ceux qui prêtent plus qu'ils n'empruntent. Les mesures de la Fed peuvent donc aggraver le déficit et creuser le fossé entre ceux qui possèdent des actifs financiers et ceux qui n'en possèdent pas, ce qu'on appelle l'économie en forme de « K ». Les actions de la Fed ne ralentissent ni n'accélèrent l'économie ; son rôle principal consistera désormais à gérer l'énorme stock de dette publique. La monétisation de la dette est très probable au cours des deux prochaines années, malgré la volonté du nouveau président de réduire le bilan de la Fed. Elle se produira car la prochaine récession économique fera exploser le déficit public, déjà à un niveau élevé. Les acheteurs se feront rares. Lorsque cela se produira, le dollar américain servira de variable d'ajustement et devrait connaître une forte baisse.

Taux longs : pas de crainte d'inflation

Malgré la détermination de la Fed, ou peut-être parce que les marchés doutent que cela suffise, les taux à long terme ont continué de grimper. Le rendement américain à 10 ans a atteint son plus haut niveau depuis 2007, dépassant les 5,2 %, tandis que le rendement à 30 ans s'est établi autour de 5,5 %, un niveau qui n'avait plus été observé depuis 2004. La même tendance s'observe presque partout : le rendement japonais à 10 ans a dépassé les 3 % pour la première fois depuis près de



trois décennies, le Royaume-Uni a émis des obligations à 30 ans au rendement le plus élevé depuis 1998, et le Bund allemand à 10 ans a atteint son plus haut niveau depuis 2011. Le rendement des OAT (Obligations assimilables du Trésor) françaises à 10 ans a atteint environ 4,85 %, tandis que celui des obligations espagnoles à 10 ans s'est élevé à 4,15 %, son plus haut niveau depuis janvier 2014.

Ce qui frappe, c'est ce qui ne bouge pas. Malgré des prix record du diesel, l'indicateur du marché mesurant l'inflation attendue pour les dix prochaines années n'a pratiquement pas évolué, s'établissant autour de 2,3 %, soit le même niveau qu'en avril. La hausse des rendements ne résulte donc pas de craintes inflationnistes. Elle provient des taux réels, c'est-à-dire du rendement exigé par les investisseurs après inflation, ainsi que de la prime supplémentaire qu'ils exigent pour prêter à long terme. Les taux réels à cinq et dix ans avoisinent désormais les 3 %. C'est un niveau qui n'avait plus été observé depuis 2008. L'explication est simple : la demande de capitaux est forte. Les États doivent financer leurs déficits, et les entreprises spécialisées dans l'IA empruntent massivement pour construire des centres de données ; les deux se disputent donc la même épargne. Cela va-t-il nuire à l'économie ? Pas encore, car l'évolution des taux d'intérêt a été régulière plutôt que chaotique. Mais la situation est délicate, et une accélération soudaine à la hausse changerait la donne.

Taux d'intérêt réels américains à 5 et 10 ans

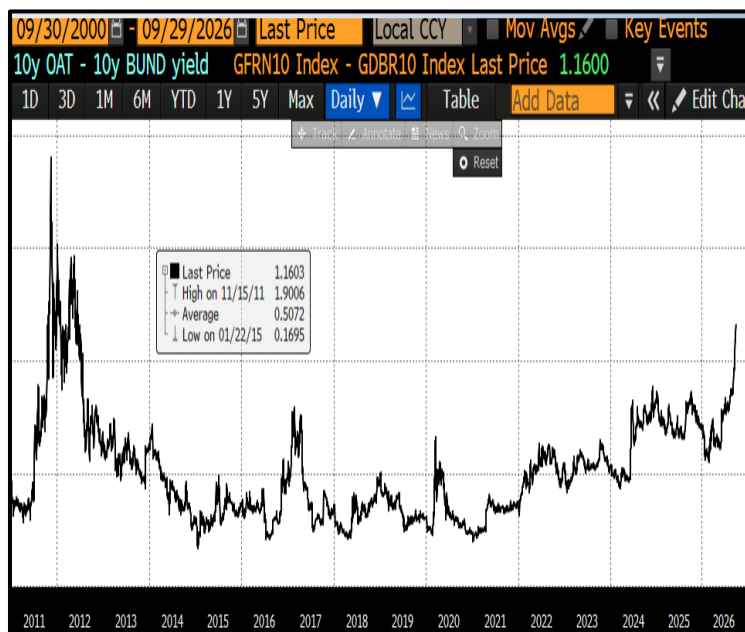


Europe : même remède, effets secondaires à la française

La Banque centrale européenne a suivi une trajectoire similaire à celle de la Fed, en relevant son taux de dépôt d'un quart de point à 2,50 % le 10 septembre, sa deuxième hausse cette année, alors que le choc énergétique maintient l'inflation au-dessus de l'objectif. Christine Lagarde a refusé de s'engager sur quoi que ce soit, mais les marchés anticipent une forte probabilité d'une nouvelle hausse en décembre, et plusieurs économistes ont révisé leurs prévisions en conséquence. La BCE se heurte à la même limite que la Fed : la hausse des taux ne ralentit pas l'économie, mais elle creuse les déficits publics.



Écart de rendement entre l'OAT à 10 ans et le Bund à 10 ans



Le véritable drame se joue à Paris. Alors que l'élection présidentielle est prévue pour avril 2027 et que l'extrême droite arrive en tête des sondages pour le premier tour avec environ un tiers des intentions de vote, les investisseurs exigent une prime plus élevée pour prêter à la France. L'écart entre les rendements français et allemands à 10 ans a atteint 116 points de base fin septembre, son plus haut niveau depuis la crise de l'euro de 2012. Plus symbolique encore, la France paie désormais plus cher que l'Italie pour emprunter à dix ans ; cela ne s'est jamais produit ! C'est vraiment incroyable. L'Italie, longtemps considérée comme l'enfant terrible de la zone euro, observe

désormais la dette française avec une certaine satisfaction. Certains s'attendent à ce que l'écart franco-allemand se maintienne entre 100 et 125 points de base dans les mois à venir ; nous doutons que la BCE intervienne, à moins que les marchés ne sombre dans le chaos.

Crédit : quelques fissures dans le tableau

Les spreads de crédit, c'est-à-dire le rendement supplémentaire que les entreprises versent par rapport aux États, se sont creusés en septembre. Sur le marché américain des obligations à haut rendement, le spread a augmenté d'environ quinze points de base en seulement trois séances au cours de la seconde moitié du mois. Le niveau de départ était très serré : fin août, les spreads des obligations à haut rendement se situaient à leur plus bas niveau historique, tandis que le taux de défaut avait atteint son plus haut niveau depuis début 2024, les défauts se concentrant parmi les emprunteurs les plus fragiles notés CCC. En Europe, quelques stratégies s'attendaient à ce que le marché du crédit soit à la traîne par rapport aux États-Unis, car il est plus sensible aux prix de l'énergie.

Le titre le plus surveillé est celui d'Oracle, devenu le baromètre du marché pour la dette liée à l'IA. Le coût de l'assurance de sa dette contre le défaut a atteint un niveau record le 24 septembre, à 236 pb. S&P a déjà abaissé la note d'Oracle au niveau le plus bas de la catégorie « investment grade » cet été, et Moody's maintient une perspective négative. Oracle est le plus grand émetteur non financier de l'indice américain « investment grade » de Bloomberg, avec plus de 100 milliards de dollars d'obligations en circulation. Une nouvelle dégradation ferait basculer un volume très



important de dette dans l'univers du haut rendement. Rien de tout cela n'est encore alarmant, mais la situation doit être suivie de près.

Actions : l'indice se porte bien, mais pas les titres en moyenne

Les marchés actions restent dans une tendance haussière, soutenus par la hausse des bénéfices. Les valeurs de croissance et les grandes capitalisations ont mené la danse en septembre, récupérant une partie de leurs pertes estivales, et le Nasdaq Composite a établi de nouveaux records de clôture au cours de la seconde moitié du mois, ses premiers depuis juin. Le S&P 500 et plusieurs autres indices ont terminé le mois à quelques longueurs seulement de leurs propres records. La tendance reste haussière.

En réalité, cependant, la participation est limitée. Plus de la moitié des titres du S&P 500 s'échangent en dessous de leur moyenne mobile sur 200 jours, un indicateur courant de la tendance à long terme, tandis que l'indice lui-même se situe près de ses plus hauts. Selon SentimenTrader, la dernière fois que le Nasdaq a gagné 1 % en une journée pour se situer à moins de 1 % d'un plus haut, alors que davantage de titres enregistraient de nouveaux plus bas que de nouveaux plus hauts, remonte à décembre 1999. Cela ne signifie pas qu'un krach est imminent, mais cela indique que le marché repose sur un petit nombre de grandes entreprises.

SP500 : pourcentage de titres supérieurs à leur moyenne mobile sur 200 jours



Espérons que l'histoire apporte un peu de réconfort. Le S&P 500 affiche une hausse d'environ 13 % depuis le début de l'année. Depuis 1928, l'indice a progressé de 10 % à 20 % au cours des neuf premiers mois de l'année à 24 reprises. Au cours de ces années, le pire scénario pour les trois derniers mois a été une baisse de seulement 1 %, la médiane s'est établie à une hausse d'environ 6,5 % et la moyenne à une hausse d'environ 5,8 %. Ajoutons à cela une saison des résultats au cours de laquelle les analystes ont revu leurs prévisions à la hausse, et non à la baisse, au cours du trimestre – ce qui est rare – ainsi qu'une valorisation prospective légèrement inférieure à sa moyenne sur cinq ans. Malgré le contexte international actuellement préoccupant, il y a des raisons d'être optimiste.



Trump et Xi : un spectacle, sans plus

La visite d'État de Xi Jinping à Washington s'est déroulée en grande pompe, mais avec très peu de substance sur le plan macroéconomique. Les deux parties ont prolongé leur trêve commerciale de seulement deux mois, jusqu'au 10 janvier 2027, et se sont mises d'accord sur un traitement tarifaire plus favorable pour environ 30 milliards de dollars de biens non sensibles dans chaque sens, soit environ 60 milliards de dollars au total. Les petits appareils électroménagers, les jouets et les décorations de Noël sont concernés ; les terres rares, les puces électroniques de pointe et la question de Taïwan restent en suspens. La Chine, qui entretient des liens étroits tant avec Moscou qu'avec Téhéran, n'est pas près de changer de camp. Un analyste a décrit cette relation comme étant en « pilote automatique tactique », ce qui est probablement le mieux que l'on puisse espérer. Les deux dirigeants prévoient de se revoir en Chine en novembre et lors du G20 en Floride en décembre. Il n'y a pas grand-chose à attendre dans les mois à venir ; bien au contraire. La Chine est en concurrence sur tous les fronts, en particulier dans le domaine de l'IA.

L'effondrement de l'ordre international fondé sur des règles, la montée de la violence et des conflits entre États, la faiblesse des institutions et le dysfonctionnement politique interne feront de la Chine un acteur incontournable dans un monde multipolaire.

Conclusion

À long terme, la question de savoir si l'humanité sera capable de contrôler les machines qu'elle construit pourrait s'avérer plus importante, et il est frappant de constater que ce sont les fournisseurs eux-mêmes qui tirent la sonnette d'alarme. Pour le trimestre à venir, cependant, les risques qui pèsent sur les portefeuilles sont plus familiers : une guerre qui maintient les prix de l'énergie à un niveau élevé, et un marché obligataire qui exige des rendements plus élevés pour financer à la fois les gouvernements et les centres de données.

Malgré la hausse des taux et les tensions géopolitiques, la prochaine saison des résultats devrait à nouveau être favorable, ce qui devrait soutenir les actions, à condition que deux conditions soient remplies. Les écarts de crédit doivent rester sous contrôle, Oracle faisant office de « canari dans la mine de charbon ». Et les taux à long terme ne doivent pas augmenter trop rapidement. Jusqu'à présent, la hausse des taux n'a pas conduit les entreprises à réduire leurs plans d'investissement, car les hyperscalers ne sont pas sensibles aux taux ; par conséquent, la Fed peut relever ses taux à chaque réunion de son comité sans que cela n'affecte leurs plans de dépenses. Le développement de l'IA se poursuivra. Les dates à surveiller sont la réunion de la Fed les 27 et 28 octobre, les élections de mi-mandat le 3 novembre et une éventuelle décision concernant les exportations de diesel. Il semble trop tôt pour s'inquiéter, même si les nuages commencent à s'amonceler. Des mouvements de marché similaires par le passé ont conduit à des cours plus élevés en fin d'année. Les arguments en faveur du maintien des investissements restent valables, tout en gardant un œil sur l'évolution de la situation.



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.