Lettre n°160

4 facteurs d'instabilité sur les marchés

« Au sein de cet environnement instable et turbulent, un seul élément reste constant, le changement » Dalaï-Lama.

L'OCDE, en dépit de la guerre en Iran, a révisé à la hausse de 0.1% à 2.9% son attente de croissance mondiale en 2026 avec 6.5% en Inde, 2.1% aux Etats-Unis, 4.2% en Chine, 1% dans la zone euro, 0.7% au Japon. A priori, cette nouvelle est rassurante mais 4 facteurs d'instabilité perturbent la quiétude des marchés : l'instabilité économique générée par la Chine, l'instabilité financière générée par la dérive de l'endettement des Etats, l'instabilité boursière générée par l'IA et l'instabilité géopolitique générée par Trump.

Instabilité économique générée par la Chine *:*

3 chiffres éclairants. Au 3ème trimestre, la consommation, c'est seulement +1.1% sur 1 an, la production industrielle, c'est +5.5%, les exportations, +36% sur 1 an, soit le meilleur chiffre enregistré depuis 2010.

En d'autres termes, le moteur de la croissance du pays est plus que jamais l'exportation. La production industrielle croit 5x plus vite que la consommation et sans débouchés extérieurs, la Chine serait en récession ou proche de l'être.

Le modèle chinois est typiquement un modèle qui repose sur l'offre, sur la production et pas sur la consommation. La Chine peut se dire communiste mais Xi est foncièrement hostile au développement d'un Etat Providence, incitation à la paresse selon lui, et donc, éducation, santé, retraite restent largement à la charge des Chinois, surtout hors des grandes villes. Inquiets de l'avenir dans un pays vieillissant dont la population va tomber de 1.4 milliard à 633 millions en 2100 selon l'ONU, fragilisés par la crise immobilière persistante depuis 2019 qui ronge leur patrimoine, les Chinois ont, de tous les grands pays, le taux d'épargne, 40% du revenu disponible, le plus élevé du monde.

Les richesses produites et la dette publique, en croissance rapide à 135% du PIB (un doublement entre 2019 et 2024), financent l'investissement dans les infrastructures et l'industrie. En quelques décennies, la part de la Chine dans la production industrielle mondiale est passée de 3% à plus de 30%. Dans les industries traditionnelles comme dans les industries de pointe, la domination chinoise est souvent écrasante mais les surcapacités sont massives.

La conquête des marchés étrangers, émergents ou développés, est assurée à coups de subventions, jusqu'à 3 points du PIB selon une étude de l'OCDE, de crédits à taux bas et est facilitée par une devise sous-évaluée de 20 à 25% malgré une appréciation de 5% cette année contre $. Selon Mc Kinsey, les coûts chinois sont ainsi seulement à 58% de ceux de leurs concurrents. De surcroît, les entreprises, soucieuses de gagner des parts de marché dans des marchés en surcapacités, tolèrent les pertes, sans doute car elles peuvent compter sur les banques publiques, récemment recapitalisées par l'Etat, pour la 2ème fois en quelques années, à hauteur de $54 milliards. Selon le Bureau national des statistiques, près de 30% des sociétés ayant des revenus opérationnels supérieurs à $3 millions étaient en perte en août contre 20% il y a 5 ans.

C'est un facteur d'instabilité car tous les concurrents mondiaux sont fragilisés et cherchent désormais à se protéger. On l'a vu récemment avec l'industrie automobile allemande ou avec les acteurs européens du solaire et de l'éolien. La Chine a beau jeu de multiplier les incantations en faveur du libre-échange et du multilatéralisme car elle est la première bénéficiaire mais, ailleurs, la perte d'emplois industriels alimente les vagues populistes et fragilise les démocraties.

Instabilité financière générée par la dérive de l'endettement :

Depuis l'an 2000, la dette publique nette, en pourcentage du PIB, a été x3 aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne et a doublé en France et au Japon. Dans chacun de ces pays, la dette devrait continuer à augmenter car les populistes sont au pouvoir ou aux portes du pouvoir et la dette, dans un contexte de faible croissance, est un des moyens d'acheter la paix sociale.

La seule dette publique mondiale a atteint 94% du PIB en 2025, 10 points de plus qu'à la veille de la crise de la Covid. Les pays de l'OCDE, cette année, doivent emprunter $18000 milliards. Les banques centrales détiennent près d'un tiers de la dette publique des pays développés.

Selon l'IIF, les pays développés, en 2025, ont versé $3500 milliards d'intérêts sur la dette, soit davantage que pour la défense $3100 milliards, l'énergie $3400 milliards, l'IA $2600 milliards.

Les emprunts européens, selon la Cour des comptes européenne, sont passés de €236 milliards en 2021 à €739 milliards en 2025 et pourraient atteindre €1000 milliards en 2027. Ailleurs, la tendance est similaire.

L'inquiétude des marchés se traduit par des primes de risque accrues. Depuis fin février, les taux américains à long terme ont augmenté de 130 points de base, les taux japonais de 100 points, les taux allemands de 95 points et les taux français de 150 points. Le 10 ans américain à 5.11%, le 10 ans anglais à 5.40%, le 10 ans français à 4.9%, le 10 ans japonais à 2.9%. Les taux réels, après prise en compte de l'inflation, un temps négatifs, ont beaucoup augmenté. Plus de 80% des obligations mondiales affichent un taux supérieur à 4% contre moins de 20% entre 2010 et 2021 d'après BlackRock.

Le stock de dette publique et entreprises approche $300 000 milliards selon l'IIF, soit près de 3x le PIB mondial et, la hausse des taux est susceptible de provoquer une aggravation des taux de défaut et à tout le moins un ralentissement de l'investissement dans l'immobilier et les autres secteurs.

L'instabilité boursière générée par l'IA :

L'appréciation des Bourses mondiales repose essentiellement sur seulement 2 des 13 grands secteurs, la tech et l'énergie. Tous les autres sont en faible hausse, voire souvent en recul. En septembre, hors de la tech, 80% des valeurs ont baissé. Le repli a été particulièrement sensible pour les petites valeurs. Il s'explique par les effets conjugués de la hausse des prix de l'énergie, la hausse des taux et les difficultés accrues de se financer car les entreprises de l'IA assèchent le marché.

- C'est un facteur d'instabilité car si les IPO sont nombreuses, $147 milliards cette année contre $44 milliards l'année dernière à la même période, grâce à SpaceX pour $86 milliards et SK Hynix pour $26 milliards, les cours ensuite sont souvent décevants, -4% en moyenne hors SpaceX et SK Hynix dans un marché en hausse de 12%. Selon BCA, les IPO dans la tech cette année baissent en moyenne de plus de 20%. En accusation, les banques qui pour obtenir des mandats affichent des cours d'introduction trop élevés.

- C'est un facteur d'instabilité car, parmi les valeurs de la tech, les 7 Magnifiques représentent un pourcentage jamais vu du S&P500. Les 10 premières capitalisations ont une valeur de $27 000 milliards.

- C'est un facteur d'instabilité car, jamais dans l'histoire du capitalisme on a assisté, en pourcentage du PIB, à une telle vague d'investissement.

- C'est un facteur d'instabilité car nul ne sait qui ressortira vainqueur de cette course à l'investissement et les perdants devront procéder à d'importantes dépréciations d'actifs, voire auront du mal à rembourser leurs dettes.

- C'est un facteur d'instabilité car l'attente d'un surcroit de croissance et de gains de productivité générés par l'IA est forte mais pourrait être déçue. Tous les secteurs vont peu ou prou utiliser l'IA mais quels gains pour les promoteurs ?

- C'est un facteur d'instabilité car désormais, même les plus grands groupes, récemment encore générateurs de free cash-flows, doivent multiplier les émissions obligataires pour financer collectivement $800

milliards d'investissements cette année, probablement $1000 milliards en 2027 et sans doute autant jusqu'en 2030-2031.

1ère cause du repli récent de certaines valeurs de la tech, le ralentissement de la croissance d'Anthropic, 45% au 3ème trimestre contre 145% le trimestre précédent. Anthropic en 2025 a enregistré une perte de $42 milliards et de $80 milliards au 1er semestre. La société prévoit $500 milliards investissements et lors de l'IPO, une augmentation de capital de $100 milliards est envisagée.

2ème cause, une concurrence accrue parmi les fabricants de semi-conducteurs car le chinois CXMT a lancé une nouvelle architecture de mémoire vive (DRAM) qui augure d'une guerre des prix avec SK Hynix, Samsung et Micron.

3ème cause, la hausse des taux qui renchérit les financements. Les entreprises de la tech on fait des émissions obligataires pour $540 milliards en 2026 contre $90 milliards pour toute l'année 2025. L'accès au capital devient plus coûteux pour les néoclouds car le business model qui consiste à louer, à des acteurs puissants qui dictent leurs conditions, des puces achetées à crédit qui perdent leur valeur en 4 ans, est fragile.

4ème cause du repli récent, la chute du cours de CoreWeave, un opérateur indépendant de 50 data centers. CoreWeave doit $50 milliards à ses créanciers, soit davantage que sa capitalisation. En 1 an son endettement a triplé mais les ventes ont seulement doublé. Ses obligations au cours actuel rapportent 15%. Le principal client est Microsoft (65% en 2025) devant OpenAI et Meta. Le carnet de commandes est de $129 milliards.

L'instabilité géopolitique générée par Trump :

Trump s'est fait élire sur une double promesse non tenue de baisse de l'inflation et d'absence de guerre. Mais, le déclenchement de la guerre contre l'Iran a généré un chaos dont il ne sait comment s'extraire et provoqué une reprise de l'inflation et de la hausse des taux préoccupante pour la planète.

En Iran, il n'a tenu aucun de ses 4 objectifs initiaux, le changement de régime, l'abandon du nucléaire, l'arrêt du soutien au Hamas, la suppression des capacités en missile longue portée.

Selon Aramco, le monde, à cause du conflit avec l'Iran, a été privé de près de 3 milliards de barils et il va falloir près de 2 ans pour effacer cette perte. Les réserves de l'OCDE ont baissé au printemps de 300 millions de barils, puis récemment de 100 millions, la demande a certes baissé mais les compagnies pétrolières ont épuisé leurs stocks. D'où le maintien du cours du baril au-dessus de $100.

La flotte de super tankers est très occupée car beaucoup sont passés par l'Afrique du Sud pour éviter les houthis. Les coûts de transport ont beaucoup augmenté, exemple récemment $35/baril depuis Ormuz jusqu'à la Chine contre 7/baril avant le conflit.

Les marges de raffinage sont passées de $20 à $70/b aux Etats-Unis et de $5 à $60/b en Europe car les raffineries en Arabie Saoudite, au Koweït, aux EAU ont été endommagées et si, avant le conflit, 20% des flux à la sortie d'Ormuz étaient composés de produits raffinés, aujourd'hui c'est très faible. Le crack spread sur le diesel en Europe a dépassé $100/b contre $20 début 2026.

Autres conséquences de l'instabilité générée par le conflit iranien, le prix du gaz a touché mi-octobre un plus haut de €87/MWh contre €32/MWh au début du conflit. L'Allemagne et les Pays-Bas avec un taux de remplissage avant l'hiver à 60% sont les plus vulnérables. De même, le prix du soufre, $100/tonne avant le conflit est désormais à $1000/tonne et cela va entraîner des répercussions sur le prix des engrais et de la nourriture.

Conclusion : « L'instabilité est le régime normal » Paul Valéry.

Fort de cette réflexion pertinente de Paul Valéry, on terminera avec quelques touches d'optimisme :

- Facteur d'optimisme, les attentes de résultat pour le 3ème trimestre sont une hausse de 29% selon FactSet. Le PER du S&P500 est de 19.3x contre 22x en début d'année. Nvidia, 1ère capitalisation mondiale, $5140 milliards, n'est pas très chère, 15x contre 23x auparavant, car depuis le lancement de ChatGPT, si le cours a été multiplié par 12, les bénéfices l'ont été par 28x. Micron, fabricant de puces électroniques, a publié

$37 milliards de résultat contre $3.7 milliards il y a 1 an et son PER est à 12x en dépit d'une appréciation de 330% sur 1 an. TSMC, le groupe taïwanais, leader mondial de la fonderie de semi-conducteurs, a publié un résultat net au 3ème trimestre en hausse de 69% à $23 milliards, un chiffre d'affaires à +51%. Et son cours s'est apprécié sur 1 an de 62% pour un PER de 24x. Enfin, Accenture, grande entreprise de conseil, a publié des résultats meilleurs que prévu et a rassuré le marché. Le titre est désormais stable sur 1 an après un repli de 50%.

- La hausse des taux d'intérêt est un facteur d'instabilité mais elle n'induit pas immanquablement une baisse des marchés actions. En 1994, le taux à 10 ans était monté de plus de 1 point sur une quarantaine de séances et si la bourse avait baissé de 8%, elle s'est redressée peu à peu malgré la poursuite de la hausse des taux d'intérêt. En 1999, hausse des taux à 10 ans de 1 point, le marché actions d'abord hésitant a continué sa hausse jusqu'à la chute fin mars 2000. En 2016, taux et actions sont montés en même temps car la hausse des taux reflétait une meilleure confiance dans l'économie. On choisira néanmoins la prudence sur les valeurs endettées.

- Concrètement, des valeurs de l'IA subiront des corrections de cours mais un relais pourrait venir des utilisateurs (valeurs financières, santé, industrielles…) le jour où ils feront ressortir des réductions de coûts grâce à l'IA et des bénéfices supplémentaires.

Genève, le 22 octobre 2026





Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance Pte Ltd

16 Raffles Quay, #12-01 Hong Leong Building,
Singapore 048581
T: +65 6303 5050
E: info@singalliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd

Unit 904-907, 9/F Dah Sing Financial Centre,
248 Queen's Road East, Wanchai, Hong Kong
T: +852 2639 3659
E: info.hongkong@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Genève

Rue du Mont-de-Sion 6,
1206 Genève, Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@singalliance.com

SingAlliance (Switzerland) SA | Zürich

Bahnhofstrasse 37,
8001 Zürich, Switzerland
T: +41 76 628 12 36
E: info.switzerland@singalliance.com

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.