

UNE HISTOIRE de narratifs

Lundi 16 novembre 2026

Les marchés aiment les histoires. Certaines s'imposent, d'autres s'essoufflent. Certaines font du bien. D'autres font peur. Mais aucune histoire, aussi séduisante soit-elle, ne résiste indéfiniment à la réalité.

Robert Shiller, prix Nobel d'économie en 2013, a contribué à populariser l'idée que les marchés financiers ne réagissent pas uniquement aux données économiques et aux résultats des entreprises, mais aussi aux histoires (les fameux « narratifs ») que les investisseurs se racontent à leur sujet. Et ces histoires peuvent parfois peser autant que les faits eux-mêmes, jusqu'à devenir de véritables moteurs de marché, défiant parfois toute logique fondamentale.

Etats-Unis : la croissance tient, l'inflation aussi

Commençons par la bonne nouvelle : l'économie américaine reste dynamique. Les indicateurs continuent de surprendre favorablement et les investissements liés à l'IA soutiennent fortement l'activité. Ils représenteraient près de la moitié de la croissance du PIB américain[1].

Côté face, l'inflation rebondit de nouveau. Le mouvement observé ces trois derniers mois sur l'inflation publiée reflète notamment la hausse passée du pétrole, les droits de douane et les restrictions migratoires. Plus préoccupant, l'inflation sous-jacente[2] montre également des signes d'accélération.

Le marché du travail reste robuste, mais quelques signes de faiblesse apparaissent également sous la surface. Le secteur

[1] ODDO BHF, données au 15/11/2026
[2] ODDO BHF, Deutsche Bank, données au 15/11/2026
Inflation sous-jacente : inflation mesurée hors composantes aux prix les plus volatils, notamment l'énergie et les produits alimentaires.

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.

technologique, notamment, ne crée pratiquement plus d'emplois.[3]

La Réserve fédérale se retrouve ainsi face à une équation délicate : une économie résistante et un marché du travail encore solide, mais une inflation toujours éloignée de son objectif à 2% sur le long-terme. Sans surprise, les anticipations de hausse de taux courts se renforcent et se répercutent sur les niveaux de taux longs en progression de 30 points sur les 10 derniers jours pour le taux 10 ans américain.[4]

Le narratif américain tient donc en un paradoxe : la vigueur de l'économie rassure les investisseurs, mais pourrait aussi contraindre la banque centrale à maintenir des conditions financières plus strictes, bridant potentiellement la croissance.

Un « narratif » de rotation sectorielle omniprésent

À première vue, les marchés actions semblent relativement calmes. Depuis les élections américaines de mi-mandat du 3 novembre, le principal indice américain (S&P 500) a peu évolué. Mais cette apparente tranquillité est trompeuse. Sous la surface, les rotations sectorielles paraissent particulièrement violentes. La technologie, l'industrie et l'énergie ont subi d'importants mouvements de vente à la fois aux Etats-Unis et en Europe. À l'inverse, des secteurs longtemps négligés, comme la santé ou la consommation de base, ont mieux résisté.[5] Un indice peut donc rester presque immobile pendant que, sous la surface, tout change. Cette configuration renforce l'importance de la diversification. Elle rappelle surtout qu'un marché ne se résume jamais à la direction de son indice. Lorsque les narratifs évoluent rapidement, les positions les plus concentrées sont aussi les plus vulnérables aux changements de perception. Analyser le positionnement des investisseurs mondiaux à un « instant T » peut devenir à ce titre un paramètre clé de la construction des portefeuilles des investisseurs.

Un « narratif » IA qui ne faiblit pas

Le narratif de l'Intelligence Artificielle reste puissant, mais il se transforme. Les investisseurs ne s'interrogent plus seulement sur son potentiel. Ils veulent savoir comment financer cette révolution et quand elle deviendra rentable.

Les fabricants de semi-conducteurs génèrent aujourd'hui d'importants flux de trésorerie. Les grands fournisseurs de capacités de calcul, les hyperscalers[6], investissent davantage qu'ils ne produisent de liquidités.[7] Ce décalage est inhérent à un cycle d'investissement massif : les centres de données, les puces et les infrastructures doivent être financés avant de produire pleinement leurs revenus. Notre scénario reste celui d'une amélioration à partir du second semestre 2027. D'ici là, les marchés examineront chaque dépense et chaque retard de monétisation.

Depuis le début de l'année, les hyperscalers ont levé près de 300 milliards de dollars.[8] Ce

[3] ODDO BHF, BCA research, données au 15/11/2026
[4] ODDO BHF, BCA research, données au 15/11/2026
[5] ODDO BHF, données au 15/11/2026
[6] **Hyperscalers** : grands fournisseurs de services cloud et de capacités informatiques à très grande échelle.
[7] ODDO BHF, données au 15/11/2026
[8] ODDO BHF, Jefferies, BCA Research, données au 15/11/2026

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.

montant est considérable, mais leur charge d'intérêts reste faible au regard de leurs résultats opérationnels. Le véritable enjeu réside dans leur capacité à transformer les capitaux levés en bénéfices.

Nous observons que les signes d'une formation de bulle sont présents. Cela ne signifie pas qu'elle éclatera prochainement. Deux critères sont décisifs et constituent des clés de lecture majeures pour les investisseurs. Premièrement, le rendement des investissements doit rester supérieur à leur coût. Deuxièmement, les entreprises doivent convertir leurs carnets de commandes en revenus, puis en résultats. Tant que ces deux piliers tiennent, le cycle peut se poursuivre. S'ils cèdent, le marché ne s'interrogera plus sur le potentiel de l'IA, mais sur le prix payé pour le financer.

La circularité des investissements et du financement dans l'IA ajoute une fragilité. Les fabricants de puces fournissent les capacités de calcul ; les hyperscalers les mettent à disposition des développeurs de modèles ; ces derniers alimentent, à leur tour, les carnets de commandes de toute la chaîne. Certains acteurs financent même des entreprises qui achètent directement ou indirectement leurs produits. Cette circularité accélère la croissance, mais pourrait aussi propager rapidement les difficultés si un maillon important venait à se fragiliser. C'est actuellement tout le débat à l'œuvre autour de Nvidia, considérée comme la « Banque Centrale » de l'IA.[9]

Les prochaines introductions en Bourse de grands acteurs de l'IA pourraient donc constituer un test de l'appétit des investisseurs. Anthropic cette semaine constitue un premier grand test. Une opération réussie conforterait la confiance dans l'écosystème. Un report ou une annulation signerait un refroidissement beaucoup plus marqué.

L'intelligence artificielle reste donc un moteur puissant. Mais elle n'est plus un chèque en blanc.

Le retour nécessaire du « narratif » Europe

Dans ce contexte, l'Europe retrouve un intérêt relatif. Non pas par conviction absolue, mais parce qu'elle offre une exposition plus faible au secteur technologique.

Pour reprendre une formule particulièrement juste dans le régime de marché actuel : on n'achète pas l'Europe pour ce qu'elle est. On achète l'Europe pour ce qu'elle n'est pas. Autrement dit, l'attractivité actuelle de l'Europe réside dans sa faible exposition au secteur technologique quand les investisseurs commencent à douter du secteur technologique américain.

Un certain nombre de secteurs européens présentent par ailleurs des valorisations sensiblement inférieures à celles de leurs homologues américains. La détente récente du pétrole apporte également un soutien à une région européenne fortement dépendante des importations énergétiques.

Le dollar monte, l'or marque une pause

Le dollar profite de la résilience de l'économie américaine et de la remontée des anticipations de taux. Les inquiétudes politiques et

[9] ODDO BHF, BCA Research, données au 15/11/2026

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.

souveraines en zone euro renforcent encore son attrait relatif par rapport à l'euro. Cette combinaison est moins favorable à l'or. La hausse du dollar pèse sur son cours, tandis que celle des rendements obligataires augmente le coût d'opportunité de détenir un actif qui ne verse aucun revenu.[10]

Le narratif de l'or s'essouffle donc à court terme, sans disparaître. Les banques centrales continuent d'en accumuler dans leurs réserves, ce qui lui apporte un soutien structurel.

L'or peut perdre de son éclat pendant quelques semaines sans perdre son rôle dans la durée pour une construction de portefeuille diversifiée.

« Narratifs » contre réalité des chiffres

Une économie américaine solide et une Fed plus restrictive. Une révolution technologique toujours à l'œuvre mais moins consensuelle. Une Europe fragile qui redevient utile. Un dollar fort et un or qui conserve son rôle de diversification.

Ces « narratifs » façonnent actuellement les marchés. Ils permettent de relier les faits et de leur donner une direction. Ils deviennent en revanche dangereux lorsqu'ils commencent à remplacer les faits eux-mêmes. C'est précisément là que se situe le débat actuel.

Pour l'intelligence artificielle, nous estimons que le verdict viendra des flux de trésorerie, du rendement des investissements et de l'exécution des carnets de commandes. Pour les États-Unis, de leur capacité à préserver la croissance malgré le retour de l'inflation. Pour l'Europe, de sa capacité à transformer ce regain d'intérêt tactique en positionnement stratégique.

Au fond, les « narratifs » se succèdent, se renforcent, ou se contredisent. Mais derrière toutes ces histoires, les marchés finissent toujours par revenir à l'essentiel : la croissance, les bénéfices, et la capacité des entreprises à tenir leurs promesses. Car en Bourse, les histoires peuvent faire les marchés pendant des mois, parfois des années. Mais elles ne peuvent pas indéfiniment se substituer aux résultats et à la réalité des chiffres.

Les marchés aiment les histoires. Ils préfèrent encore les entreprises capables de les rendre vraies.

Toute opinion exprimée dans ce document reflète l'appréciation actuelle de son auteur à la date de publication pour ODDO BHF Banque Privée, et laquelle peut notamment différer de la position interne au sein du Groupe ODDO BHF. Cette analyse est fournie à titre d'information et est susceptible d'évoluer en fonction des conditions de marché, sans préavis. Cette communication ne constitue ni un conseil en investissement personnalisé, ni une recommandation d'investissement au sens de la réglementation applicable. Les informations et analyses contenues dans le présent document ne peuvent engager la responsabilité de ODDO BHF Banque Privée, ni constituer l'unique base de votre décision quant à l'opportunité de réaliser certaines opérations ou investissements. Vous devez vous assurer que les solutions ou investissements retenus correspondent à vos objectifs, votre situation financière et aux risques que vous êtes prêt à assumer. Les performances passées ne présagent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.

[10] ODDO BHF, BCA research, données au 15/11/2026

Ceci ne constitue pas une recommandation d'investissement ou un conseil en investissement personnalisé.