

Septembre en une page

L'ESSENTIEL

- Le risque d'approvisionnement lié au conflit demeure : le passage du brut par Ormuz repose sur un dispositif naval, et non sur un règlement politique qui le garantirait.
- C'est surtout par l'énergie que l'Europe continue d'en supporter le coût. Les flux de brut se sont redressés, mais l'offre de gaz naturel liquéfié (GNL) et de produits raffinés reste contrainte ; ces volumes marginaux continuent d'influer sur les prix du gaz et du gazole payés par l'Europe.
- Pour les investisseurs, ce coût passe par les taux d'intérêt : la BCE a lié son relèvement de taux au conflit, et le coût de l'emprunt a augmenté en euros et, plus fortement encore, en dollars.
- Entre les États-Unis et l'Iran, la négociation se résume désormais à la question de savoir qui fera le premier pas : l'Iran veut obtenir un allègement des sanctions avant toute concession, tandis que, selon la presse, une reprise des bombardements américains serait attendue après les élections de mi-mandat de novembre.

CE QUE CELA SIGNIFIE

Si le prix du pétrole est resté élevé, c'est surtout parce que le brut est revenu par des routes coûteuses, lentes et exposées aux attaques, alors que les stocks puisés pendant sept mois de pertes d'approvisionnement n'ont pas été reconstitués.

Ces routes sont coûteuses parce que les deux camps du conflit les façonnent.

LES MARCHÉS SUR LE MOIS

Brent	+14.4%	Taux US à 10 ans	+51 bp → 5.26%	Taux zone euro à 10 ans	+27 bp → 3.61%
High Yield US	+45 bp → 308 bp	Indice du dollar	+2.0%	EUR/USD	-2.1% → \$1.1355
Or	-6.6%	Euro Stoxx 50	-2.4%	S&P 500	-0.5%

Source : le tableau des marchés de la lettre complète. Variation sur le mois ; rendements et spread au 29 septembre, le reste au 30 septembre.

CE QUE NOUS SURVEILLONS D'ICI DÉBUT NOVEMBRE

Notre scénario central d'ici début novembre : le brut continue de circuler, les attaques maintiennent les coûts du transport maritime à un niveau élevé et le prix du pétrole reste nettement supérieur à son niveau du début septembre.

L'autre scénario, un accord par étapes entre les États-Unis et l'Iran conclu avant les élections, devrait faire baisser les coûts du transport maritime et, avec eux, le prix du pétrole.

[LIRE LA LETTRE COMPLÈTE →](#)

La lettre complète suit à partir de la page 2 : les faits marquants du mois, l'analyse, le parallèle historique, les conséquences pour les investisseurs et les entreprises, et le tableau des marchés.

Les faits marquants du mois, l'analyse, le parallèle historique, les conséquences pour les investisseurs et les entreprises, et le tableau des marchés.

STRATEGOS

LIRE LE MONDE
POSITIONNER LE PORTEFEUILLE

LETTRE D'INFORMATION

DU 31 AOÛT AU 30 SEPTEMBRE 2026 · 31 JOURS

L'ESSENTIEL

1. Le risque d'approvisionnement lié au conflit demeure : le passage du brut par Ormuz repose sur un dispositif naval, et non sur un règlement politique qui le garantirait.
2. C'est surtout par l'énergie que l'Europe continue d'en supporter le coût. Les flux de brut se sont redressés, mais l'offre de gaz naturel liquéfié (GNL) et de produits raffinés reste contrainte ; ces volumes marginaux continuent d'influer sur les prix du gaz et du gazole payés par l'Europe.
3. Pour les investisseurs, ce coût passe par les taux d'intérêt : la BCE a lié son relèvement de taux au conflit, et le coût de l'emprunt a augmenté en euros et, plus fortement encore, en dollars.
4. Entre les États-Unis et l'Iran, la négociation se résume désormais à la question de savoir qui fera le premier pas : l'Iran veut obtenir un allègement des sanctions avant toute concession, tandis que, selon la presse, une reprise des bombardements américains serait attendue après les élections de mi-mandat de novembre.

Les faits marquants du mois

CHRONOLOGIE DES ÉVÉNEMENTS · FINANCE ET GÉOPOLITIQUE

FINANCE

Les banques centrales relèvent leurs taux, les rendements montent

Le 10 septembre, la BCE a porté son taux de la facilité de dépôt à 2,50 %, une hausse qu'elle a elle-même liée au conflit. Le 16 septembre, la Réserve fédérale (la Fed) a porté la fourchette cible de ses taux directeurs à 3,75 %–4,00 %, en invoquant l'inflation et l'activité, auxquelles son président a ajouté la géopolitique ; la Banque du Japon a suivi le 18 septembre. Au 29 septembre, le rendement des obligations du Trésor américain à 10 ans avait progressé de 51 points de base (pb), à 5,26 %, et celui du 10 ans de la zone euro de 27 pb, à 3,61 % ; les prix obligataires ont reculé, davantage en dollars qu'en euros.

Le pétrole monte, le gaz européen varie peu

Le Brent, référence mondiale du pétrole, a gagné 14,4 % sur le mois et 70,1 % depuis le début de l'année. Le gaz européen a peu varié sur le mois et s'établit à environ deux fois et demie son niveau de la fin de l'an dernier. Pour les entreprises, les prix du gaz, les taux de fret et les primes d'assurance sont restés élevés.

Le brut repasse par Ormuz ; le GNL et les produits raffinés ne suivent pas

Depuis le début du conflit, en février, l'Iran perturbe le passage par le détroit d'Ormuz ; les États-Unis escortent les navires et imposent un blocus aux ports iraniens. Selon des données de Kpler citées par CNBC, les flux de brut par le détroit ont retrouvé leur niveau d'avant le conflit, soit environ 13,5 millions de barils par jour (Mb/j), au cours de la semaine close le 28 septembre. Les produits raffinés ne transitaient qu'à environ un cinquième de leur niveau normal, et la force majeure déclarée par le Qatar sur ses livraisons de GNL vers l'Asie et l'Europe court jusqu'à la fin novembre.

Oléoduc saoudien vers la mer Rouge : attaqué, puis partiellement rétabli

Des drones lancés depuis l'Irak ont frappé l'oléoduc Est-Ouest saoudien, et les Houthis ont pris le contrôle de la côte yéménite proche du détroit de Bab-el-Mandeb. L'Arabie saoudite a réorienté une partie de ses exportations vers le Golfe. Yanbu, son port sur la mer Rouge, a repris ses chargements grâce à l'oléoduc partiellement réparé ; selon Kpler, il pourrait falloir encore un mois pour retrouver le rythme d'avant l'attaque (Reuters).

Négociations américano-iraniennes : l'ordre des étapes, principal point de blocage

Le président Trump a rejeté le plan iranien sur sept jours ; Washington a répondu par l'intermédiaire de médiateurs qataris. Selon le Wall Street Journal, le président Trump s'attend à une reprise des bombardements après les élections de mi-mandat du 3 novembre.

Analyse

Fin septembre, les flux de brut par le détroit d'Ormuz étaient revenus près de leur niveau d'avant le conflit, selon une mesure largement citée de la société de données maritimes Kpler ; le prix du pétrole n'a pourtant pas reflué avec eux. Lorsqu'une offre perdue revient, le prix qui avait monté du fait de sa disparition baisse en général. Le Brent, référence mondiale du pétrole, a au contraire terminé septembre nettement au-dessus de son niveau du début du mois, comme le montre le graphique ci-dessous. Pourquoi le prix n'a-t-il pas suivi les flux ?

Si le prix du pétrole est resté élevé, c'est surtout parce que le brut est revenu par des routes coûteuses, lentes et exposées aux attaques, alors que les stocks puisés pendant sept mois de pertes d'approvisionnement n'ont pas été reconstitués. La demande ne l'explique pas, puisque l'Agence internationale de l'énergie (AIE) s'attend à un recul de la demande mondiale de

pétrole cette année. Trois coûts propres aux nouvelles routes ressortent. Le premier est l'assurance contre les risques de guerre, c'est-à-dire la couverture qu'un armateur souscrit contre les actes de guerre : selon Reuters et le courtier Marsh, sa prime représentait fin septembre 6 % à 9 % de la valeur du navire par passage à Ormuz, contre 0,25 % au plus avant le conflit. Le deuxième est le navire lui-même : fin septembre, le taux journalier d'affrètement d'un superpétrolier du Moyen-Orient vers la Chine a atteint un niveau record. Le troisième tient au temps et aux capacités. Une grande partie du brut du Golfe sort désormais par transbordement de navire à navire dans le golfe d'Oman, où une opération prend près de dix jours au lieu de cinq à sept, selon la société de suivi des pétroliers Vortexa. Les zones de transbordement et les oléoducs qui contournent le détroit sont proches de leurs capacités maximales. Le pétrole immobilisé plus longtemps en mer ralentit en outre la reconstitution des stocks, dont l'Agence américaine d'information sur l'énergie (EIA) invoque la baisse pour expliquer

que les prix restent élevés. Ces coûts sont compatibles avec un prix élevé, même si aucune source ne mesure la part de chacun.

Ces routes sont coûteuses parce que les deux camps du conflit les façonnent.

Les États-Unis protègent un couloir maritime le long des côtes omanaises, par lequel transite, souvent après un transbordement de navire à navire, le brut saoudien et émirien que les oléoducs de ces deux pays ne peuvent pas acheminer. L'Iran, de son côté, maintient un passage coûteux et incertain, et les attaques contre des pétroliers se sont poursuivies jusqu'à la fin septembre. Les dirigeants iraniens ont lié la sécurité des exportations pétrolières de la région à la capacité de l'Iran à vendre lui-même son

pétrole. Comme les États-Unis soumettent les exportations de brut iraniennes à un blocus, l'Iran ne bénéficie pas de la hausse du prix. Maintenir un passage coûteux et incertain semble donc destiné à donner à l'Iran un levier dans les négociations sur les sanctions.

C'est par ce prix de l'énergie que le conflit atteint les marchés financiers. La BCE a lié au conflit son relèvement de taux de septembre, et le coût de l'emprunt a augmenté dans la zone euro comme aux États-Unis, plus fortement en dollars. L'appréciation du dollar face à l'euro a encore renchéri le pétrole pour les acheteurs européens, comme l'explique la section consacrée aux investisseurs et aux entreprises.

Le Brent a culminé à 108,75 dollars le 15 septembre et terminé le mois à 103,53 dollars, soit environ 5 % sous son pic et nettement au-dessus de son niveau initial

— Brent, en dollars américains par baril



Le Brent est resté élevé tout au long du mois, alors même que les flux de brut par Ormuz se redressaient.

Source : Yahoo Finance (BZ=F). Cours quotidiens du 31 août 2026 au 30 septembre 2026.

Perspectives. Notre scénario central d'ici début novembre : le brut continue de circuler, les attaques maintiennent les coûts du transport maritime à un niveau élevé et le prix du pétrole reste nettement supérieur à son niveau du début septembre. Ce scénario est plus probable qu'improbable, car l'Iran exige d'abord un allègement des sanctions et, selon la presse, Washington se projette au-delà des élections du 3 novembre. L'autre scénario, un

accord par étapes entre les États-Unis et l'Iran conclu avant les élections, devrait faire baisser les coûts du transport maritime et, avec eux, le prix du pétrole. Cette analyse changerait si les assureurs abaissaient les primes couvrant les risques de guerre et que les files d'attente aux transbordements se résorbaient, ou si une attaque contre le couloir escorté interrompait de nouveau les flux de brut.

Les marchés en chiffres

22 INSTRUMENTS SUR 22 · VARIATION YTD DEPUIS LA CLÔTURE 2025

INSTRUMENT	NIVEAU	PÉRIODE	VAR. YTD
ACTIONS			
S&P 500	7 651,54	-0,5 %	+11,8 %
Nasdaq 100	30 408,50	+3,2 %	+20,4 %
Euro Stoxx 50	6 269,02	-2,4 %	+8,2 %
FTSE 100	10 606,00	-2,0 %	+6,8 %
Hang Seng	24 613,27	-3,7 %	-4,0 %

TAUX ET CRÉDIT

Taux US 10 ans	5,26 %	+51 pb	+108 pb
Taux zone euro 10 ans (AAA)	3,61 %	+27 pb	+66 pb
Taux US 2 ans	4,89 %	+55 pb	+142 pb
Taux zone euro 2 ans (AAA)	3,21 %	+35 pb	+110 pb
Taux réel US 10 ans	2,91 %	+47 pb	+98 pb
Point mort infl. 10 ans (US)	2,36 %	+5 pb	+11 pb
Spread HY US	308 pb	+45 pb	+27 pb
Spread IG US	84 pb	+4 pb	+5 pb

INSTRUMENT	NIVEAU	PÉRIODE	VAR. YTD
DEVISES			
Indice dollar (DXY)	101,45	+2,0 %	+3,2 %
EUR/USD (réf. BCE)	1,1355	-2,1 %	-3,4 %
GBP/USD	1,3233	-2,3 %	-1,7 %

MATIÈRES PREMIÈRES

Or (\$/oz)	4 186,70	-6,6 %	-3,6 %
Argent (\$/oz)	60,10	-9,6 %	-
Brent (\$/bbl)	103,53	+14,4 %	+70,1 %
WTI (\$/bbl)	90,42	+7,6 %	-
Cuivre (\$/lb)	6,56	-0,9 %	-
Blé (cents US/boisseau)	675,8	-12,7 %	-

Tous les chiffres et niveaux sont arrêtés au 30 septembre 2026, sauf Taux US 10 ans, Taux zone euro 10 ans (AAA), Taux US 2 ans, Taux zone euro 2 ans (AAA), Taux réel US 10 ans, Spread HY US et Spread IG US (au 29 septembre 2026). La variation YTD est calculée depuis la dernière clôture 2025 de chaque instrument. Les cours des matières premières sont ceux des contrats à terme, et non des cours au comptant. Pour les contrats à terme, la variation YTD compare le contrat le plus proche à chaque date.

Les conséquences pour les investisseurs et les entreprises

POINTS CLÉS

Taux d'intérêt : Le rendement de l'emprunt d'État à deux ans donne une mesure indirecte de la trajectoire anticipée des taux directeurs : c'est un prix de marché qui reflète cette trajectoire. Il ne constitue ni une prévision de ce que fera la banque centrale, ni la probabilité d'une hausse de taux donnée.

Énergie : Pour une entreprise européenne, le prix actuel du gaz maintient des coûts énergétiques élevés jusque dans l'hiver.

Le dollar : Sur le mois, l'indice du dollar a progressé de 2,0 % et l'euro a reculé de 2,1 %, à 1,1355 dollar : chaque dollar valait donc davantage d'euros. Pour le détenteur d'actifs en dollars sans couverture de change, leur valeur en euros s'en est trouvée accrue ; pour l'acheteur qui paie en euros, l'énergie facturée en dollars a renchéri.

Crédit : Le spread High Yield américain, c'est-à-dire le surcroît de rendement que paient les entreprises à la signature plus fragile par rapport aux obligations du Trésor américain, s'est élargi de 45 points de base (pb) sur le mois, à 308 pb, dont 40 pb au cours des cinq séances achevées le 29 septembre, tandis que les spreads Investment Grade ont à peine bougé. Les emprunteurs américains les plus fragiles paient plus cher ; les données du mois ne permettent pas d'en identifier la cause.

Emprunts et financement Les nouveaux emprunts à taux fixe en euros sont tarifés à partir de la courbe des taux des emprunts d'État de la zone euro, dont le rendement à deux ans est monté à 3,21 % au 29 septembre. Cette hausse s'est produite en partie avant le relèvement de la BCE, en partie le jour même et les jours

suivants, avant de se résorber légèrement en fin de mois. Les emprunteurs en dollars ont subi une hausse plus marquée et, en fin de mois, seuls les rendements américains continuaient de monter : l'écart entre les rendements à deux ans américains et ceux de la zone euro s'est élargi à 168 points de base (pb).

Les conséquences pour les portefeuilles

Obligations Quand les rendements montent, le prix des obligations existantes baisse. Le rendement américain à 10 ans se décompose en un rendement réel et un point mort d'inflation, c'est-à-dire la compensation de l'inflation exigée par les investisseurs, qui n'est pas une prévision d'inflation. En septembre, le point mort n'a progressé que de 5 points de base (pb) : la baisse des prix des obligations américaines tient donc pour l'essentiel à la hausse des rendements réels.

Change La baisse de l'euro a d'abord traduit la vigueur générale du dollar, qui a progressé face à l'euro comme face à la livre sterling. Ce mouvement ne relève toutefois pas d'une simple fuite vers les valeurs refuges, puisque les rendements américains ont monté au lieu de baisser. À partir de la mi-

septembre, l'élargissement de l'écart de rendement entre les États-Unis et la zone euro était lui aussi compatible avec la faiblesse de l'euro.

Actions Le S&P 500 a terminé le mois en repli de 0,5 %, tandis que le Nasdaq 100 a gagné 3,2 % : aux États-Unis, les gains se sont donc concentrés sur les grandes valeurs technologiques. L'Euro Stoxx 50 a reculé de 2,4 % ; l'exposition à l'énergie, les taux d'intérêt et la composition sectorielle peuvent tous expliquer le retard européen, sans que les données permettent d'en isoler un.

Or L'or ne rapporte aucun intérêt : la hausse des rendements réels alourdit donc le coût d'opportunité de sa détention. Sur le mois, son cours a reculé de 6,6 % tandis que les rendements réels montaient, une évolution plus compatible avec le mouvement des taux qu'avec un rôle de protection contre le conflit.

Ceci ne constitue ni un conseil en investissement ni une recommandation.

Parallèle historique

PARALLÈLES ENTRE MÉCANISMES · NON DES COMPARAISONS DE MARCHÉ OU MACROÉCONOMIQUES

LE SECOND CHOC PÉTROLIER, 1978-82

Le second choc pétrolier présente un point commun avec la situation actuelle. En 1979, la révolution iranienne a fait chuter la production pétrolière de l'Iran, et ce choc d'offre dans le Golfe a coïncidé, comme celui de septembre, avec une hausse des taux directeurs.

Quatre points les distinguent. En 1979, les importations nettes représentaient 43 % de la consommation de pétrole des États-Unis ; en 2025, le pays était exportateur net (Agence américaine d'information sur l'énergie, EIA). L'exposition directe s'est déplacée vers l'Europe et le Japon. L'inflation des prix à la consommation aux États-Unis atteignait 11,8 % en août 1979, contre 3,4 % en août 2026 (Bureau

of Labor Statistics, variation sur 12 mois). En 1979, les marchés ne disposaient d'aucune mesure de la compensation de l'inflation ; il en existe une aujourd'hui, et elle a à peine varié en septembre. Enfin, le mécanisme diffère : en 1979, c'est la production iranienne qui avait été perdue ; aujourd'hui, le risque porte sur une voie d'acheminement, le détroit d'Ormuz. Les volumes de brut transitant par le détroit se sont redressés sans règlement politique, avec l'appui du dispositif naval décrit dans l'Analyse.

Ce parallèle ne permet de préjuger ni de l'évolution des taux, ni d'un retour de l'inflation aux niveaux de 1979, ni de la durée du conflit.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Éditeur et responsabilité éditoriale. Strategos est publié par DAPEMI SRL, qui assume la responsabilité éditoriale de son contenu. Chaque édition est relue et approuvée avant publication. La présente édition a été finalisée le 7 octobre 2026 et reflète les opinions arrêtées au 30 septembre 2026, lesquelles sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Absence de conseil. Le présent document contient des informations et des commentaires de portée générale. Il ne tient compte ni des objectifs, ni de la situation financière, ni des besoins d'un lecteur en particulier, et ne constitue ni un conseil en investissement, juridique ou fiscal, ni une recommandation personnalisée, ni une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'un quelconque instrument financier. Il appartient aux lecteurs de consulter leurs propres conseillers professionnels avant d'agir. Les évolutions passées des marchés et les épisodes historiques ne préjugent pas des résultats futurs. Conflits d'intérêts. DAPEMI SRL et les auteurs ne détiennent aucune position sur les instruments évoqués dans la présente édition. Aucun émetteur ni aucun autre tiers n'a financé, commandé ou relu la présente publication. Sources. Les faits proviennent des sources citées dans le texte et de publications officielles. Les informations sont considérées comme fiables, mais leur exactitude et leur exhaustivité ne sont pas garanties. Données de marché : rendements des obligations du Trésor américain, rendement réel américain et point mort d'inflation : Board of Governors of the Federal Reserve System (H.15), via FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Rendements de la zone euro et taux de change de référence EUR/USD : statistiques de la BCE. Spreads High Yield et Investment Grade américains : ICE Data Indices, LLC (indices ICE BofA), via FRED. S&P 500 : S&P Dow Jones Indices. Nasdaq-100 : Nasdaq, Inc. EURO STOXX 50 : STOXX Ltd. FTSE 100 : FTSE Russell. Hang Seng Index : Hang Seng Indexes Company. Brent : ICE Futures Europe. WTI, or, argent et cuivre : CME Group (NYMEX, COMEX). Blé : CME Group (CBOT). US Dollar Index : ICE Futures U.S. GBP/USD : cours de marché. Les valeurs des indices et des contrats à terme ont été obtenues par l'intermédiaire de Yahoo Finance ; il s'agit des cours de clôture ou des valeurs de fin de journée au 30 septembre 2026, ou au 29 septembre 2026 lorsque le tableau des marchés indique cette date. Les noms et les données des indices sont la propriété de leurs détenteurs respectifs, qui ne parrainent, n'approuvent ni ne relisent la présente publication ; les données sont reproduites uniquement à des fins d'information et de commentaire et ne peuvent être ni extraites ni redistribuées. Responsabilité et utilisation. Dans toute la mesure permise par la loi, DAPEMI SRL décline toute responsabilité en cas de perte, quelle qu'elle soit, résultant de l'utilisation du présent document. Il peut être diffusé dans son intégralité, moyennant mention de Strategos comme source. Il ne peut être ni modifié ni utilisé à des fins commerciales sans autorisation préalable.

Copyright © DAPEMI SRL, tous droits réservés.

DAPEMI SRL, avenue Winston Churchill 234B, boîte 16, 1180 Uccle, Belgique · N° d'entreprise 0474.192.814 · RPM Bruxelles · TVA : BE 0474.192.814