



Roberto Pacault, CFA
Responsable de la gestion

INTRODUCTION

L'équipe de gestion d'HOMA Capital est heureuse de partager son analyse sur les thèmes qui concentrent l'attention des marchés.

Cette approche sélective a pour objet de guider votre lecture en fonction de vos questionnements et des réflexions du moment.

Les concernant, nous vous rappelons notre disponibilité pour tout complément d'information.

Bonne lecture !

SOMMAIRE

1. L'inflation américaine remonte depuis plusieurs mois. Y a-t-il un risque réel de remontée durable de l'inflation ? Les anticipations de baisse des taux de la FED (plus de 3 baisses sur les 12 prochains mois) sont-elles réalistes ?

Par Roberto Pacault, CFA – Responsable de la gestion

2. La rentabilité historiquement élevée des plus grandes entreprises américaines propulse leurs niveaux de valorisation sur des sommets. Cette situation peut-elle perdurer à horizon 3-5 ans ?

Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié

3. Les dépenses en capital des acteurs majeurs de l'IA atteignent de nouveaux sommets. Quels acteurs privilégier dans ce contexte ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

1. L'INFLATION AMÉRICAINE REMONTE DEPUIS PLUSIEURS MOIS.

L'inflation de base américaine mesurée par le *Personal Consumption Expenditure Core* (PCE core) est ressortie à +2,9% pour le mois d'août (sur un an glissant), soit sa valeur la plus élevée depuis février dernier. Cette hausse l'éloigne un peu plus du niveau cible fixé par la FED : +2,0%.

Cette remontée de l'inflation s'explique pour partie par la hausse observée sur le prix des biens (25% de l'indice PCE core) consécutivement à la mise en place de nouveaux droits de douane, mais surtout par une augmentation des prix des services (72% de l'indice PCE core). De plus, le fait que les prix croissent sous l'effet d'une demande soutenue (cf. graphique 1) est particulièrement préoccupant pour la FED dans sa lutte contre la hausse des prix.

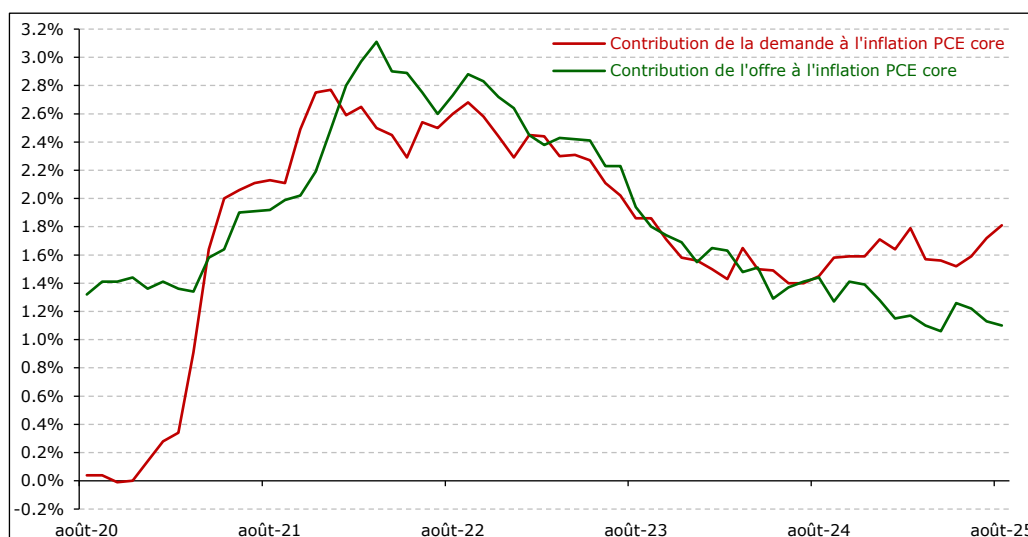


Schéma 1 : Évolution des contributions à l'inflation de base américaine (PCE core)
(Source : A. Shapiro ; Federal Reserve Bank of San Francisco)

Y a-t-il un risque réel de remontée durable de l'inflation ?

Avec un marché de l'emploi robuste bien qu'en décélération, une croissance au rendez-vous et des actifs financiers à des niveaux records, la consommation peut se maintenir sur ses niveaux actuels. Si l'on ajoute à cela les baisses d'impôts prévues dans la *One Big Beautiful Bill Act* qui visent les classes les plus aisées et entreront en vigueur dès l'année prochaine, alors la demande pourrait continuer d'augmenter, particulièrement pour les services.

Néanmoins, pour que l'inflation reparte durablement à la hausse et soit une véritable menace pour la stabilité de l'économie américaine, il faudrait que les salaires augmentent plus fortement qu'observé dernièrement. La situation actuelle du marché de l'emploi ne laisse pas présager un tel retournement.

Les anticipations de baisse des taux de la FED (plus de 3 baisses sur les 12 prochains mois) sont-elles réalistes ?

Si l'on considère l'inflation actuelle, les anticipations pour l'année prochaine (+2,8% pour le consensus des analystes) ainsi que le niveau de croissance attendu, alors les prévisions de baisses de taux semblent optimistes.

L'écart de perception semble être dû au fait que les investisseurs font désormais entrer dans leurs prévisions une perte d'indépendance de la FED. En effet, une banque centrale acquise à la cause du président Trump ferait passer les taux directeurs en territoire (très) accommodant. Le dernier vote de S. Miran, membre du conseil des gouverneurs de la FED et proche de l'administration, illustre ces intentions. Ce dernier anticipe des taux directeurs autour de 2,60% à la fin 2026, soit 5 nouvelles baisses de taux. Sans cette prise de pouvoir politique et/ou un ralentissement marqué de l'économie, alors les anticipations de taux directeurs devraient remonter.

2. LA PROFITABILITÉ HISTORIQUEMENT ÉLEVÉE DES PLUS GRANDES ENTREPRISES AMÉRICAINES PROPULSE LEURS NIVEAUX DE VALORISATION SUR DES SOMMETS.

Avec une hausse de +18% cette année, l'indice S&P 500 est bien parti pour enchaîner une troisième année consécutive de hausse supérieure à +20%. Pour retrouver une telle série haussière, il faut remonter à la formation de la bulle internet au milieu des années 90. Le parallèle est effectivement tentant, d'autant plus que la valorisation de l'indice (mesurée par le ratio cours/bénéfices anticipés à 12 mois) est aujourd'hui proche des plus hauts niveaux observés à l'époque.

La période actuelle se différencie néanmoins d'il y a 30 ans par plusieurs aspects. Premièrement, la dispersion des valorisations d'un secteur à l'autre est moins forte qu'à l'époque. Cela signifie que, même si l'on n'observe pas aujourd'hui d'exubérance à l'échelle d'un secteur entier comme en 2000, tous les secteurs à l'exception de l'énergie et de la santé paraissent chers comparés à leur historique (plus d'un écart-type au-dessus de leur moyenne). Une seconde différence réside dans le niveau de profitabilité, qui est aujourd'hui bien plus élevé. Cette très forte profitabilité peut permettre de justifier ces niveaux de valorisations (cf. schéma 2).

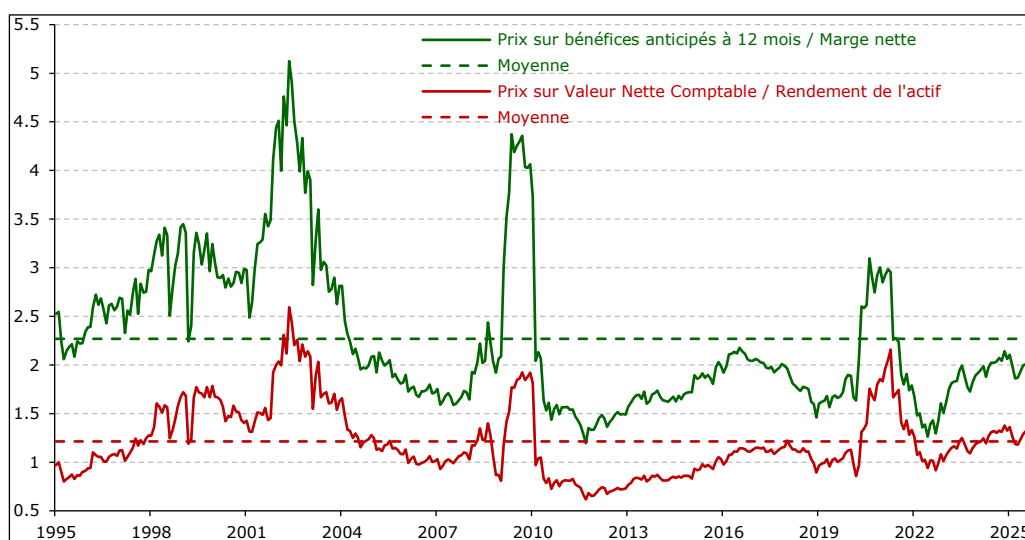


Schéma 2 : Évolution des mesures de valorisation de l'indice S&P 500 rapportées à la profitabilité sur les 30 dernières années.
(Source : HOMA Capital, Bloomberg)

Enfin, il faut également remarquer que lorsque l'on corrige de l'effet taille, en prenant l'indice S&P 500 équi pondéré par exemple, ces constats sont nettement atténués (aussi bien sur la profitabilité élevée que sur la cherté). Les grandes entreprises semblent donc actuellement jouir d'avantages concurrentiels plus importants qu'historiquement (et ce dans presque tous les secteurs), se traduisant par une surperformance boursière qui conduit à une concentration des indices actions et donne l'impression d'un renchérissement global du marché. Si bulle il y a aujourd'hui, elle se situe donc plus dans la profitabilité des plus grandes entreprises que dans les niveaux de valorisation des marchés actions.

Cette situation peut-elle perdurer à horizon 3-5 ans ?

Une telle situation est génératrice d'inégalités sur le très long terme. Ainsi, si elle ne se normalise pas naturellement sous l'effet de la concurrence, alors les pouvoirs politiques finiront par devoir intervenir. Un certain nombre d'enquêtes *anti-trust* ont été initiées ces dernières années mais elles se sont pour l'instant limitées au secteur technologique et ne débouchent pas sur des décisions fortes. Il est par ailleurs probable que la volonté politique derrière ces enquêtes s'estompe à moyen terme dans le contexte actuel de dé-globalisation. Ainsi, à moins que de mauvaises décisions d'investissement ne conduisent à des baisses de rentabilité, la situation actuelle (profitabilité et valorisation élevées) pourrait s'avérer durable.

3. LES DEPENSES EN CAPITAL DES ACTEURS MAJEURS DE L'IA ATTEIGNENT DE NOUVEAUX SOMMETS.

Les dépenses d'investissement des géants technologiques atteignent des niveaux historiques. Selon certaines estimations, les investissements dans l'IA devraient représenter 1,3% du PIB américain en 2025 contre 1,2% pour les investissements dans les infrastructures réseaux en 2000, et ce chiffre devrait encore grimper en 2026.

Microsoft, Alphabet, Amazon et Meta ont collectivement dépensé 217 milliards de dollars en 2024, soit environ 50% de leur EBITDA combiné. Bien qu'important, ce ratio reste inférieur aux près de 70% par an observés sur l'ensemble du secteur des communications entre 1997 et 2000 (cf. schéma 3). Ainsi, contrairement aux télécoms qui s'endettaient massivement, les *hyperscalers* financent leurs investissements sur leurs profits. Ils disposent par ailleurs de bases clients massives et relativement captives, leur assurant une récurrence de revenus. Le risque serait donc moins celui de faillite que celui d'une compression des marges.

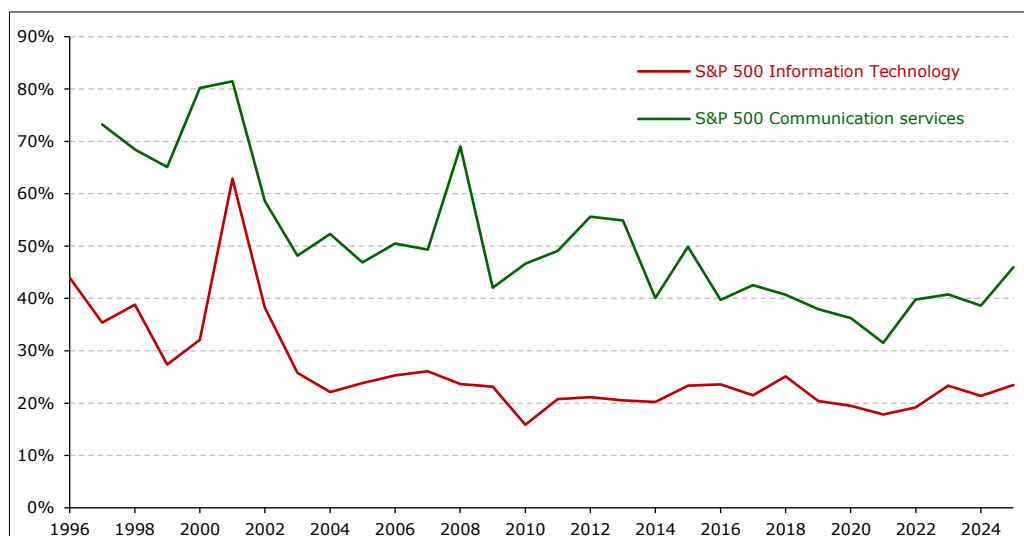


Schéma 3 : Ratio des dépenses en capital rapportées à l'EBITDA pour les secteurs technologiques et de la communication de l'indice S&P 500.

(Source : HOMA Capital ; Bloomberg)

Quels acteurs privilégier dans ce contexte ?

Bien que leur solvabilité ne semble pas être mise en danger, ces investissements des *hyperscalers* sont effectués dans un contexte de guerre des prix des LLMs et de cycles d'obsolescence accélérés (3-4 ans pour les puces IA). Selon les calculs de Goldman Sachs, ils investissent collectivement 500 milliards de dollars annuels dans l'infrastructure IA pour un marché qui ne génère actuellement que 50-100 milliards de chiffre d'affaires par an. Cet écart entre investissements et revenus a de grandes chances de déboucher sur une baisse de rentabilité sur les 5 à 10 prochaines années, le temps que la monétisation rattrape les dépenses massives.

Cette analyse trouve un écho dans la recherche académique : une étude réalisée par le MIT démontre que de 1964 à 2008 les actions des firmes américaines à forte intensité d'investissement ont sous-performé d'une moyenne de 4,94% par an celles des entreprises à faible intensité capitaliste. L'étude l'explique par le fait que les sociétés à plus forte intensité sont plus exposées aux chocs d'obsolescence technologique.

Cet environnement semble plutôt favoriser les fournisseurs directs : composants et infrastructures (puces, refroidissement, équipements électriques), fournisseurs asiatiques présents sur toute la chaîne, et secteurs connexes (énergie, immobilier spécialisé). Ces acteurs bénéficient immédiatement des investissements sans supporter les risques technologiques.