



**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. La croissance américaine est tirée par les investissements dans l'IA. Cela a créé une déconnexion entre croissance et emploi. Ce phénomène peut-il se prolonger en 2026 ?

*Par Yulia Sazonova – Gérante diversifiée*

2. Portés par les espoirs de relance budgétaire, les investissements privés en Allemagne devraient repasser positifs en 2026. Cela sera-t-il suffisant pour permettre à l'économie allemande de se relever ?

*Par Hector Garrigue, CFA – Gérant diversifié*

3. Les Américains sont proches d'une intervention militaire au Vénézuéla. Quel impact une telle opération pourrait-elle avoir sur les cours du pétrole et du gaz à court et moyen terme ?

*Par David Guichard-Rein – Responsable de la gestion privée*

## 1. LA CROISSANCE AMÉRICAINE EST TIRÉE PAR LES INVESTISSEMENTS DANS L'IA. CELA A CRÉÉ UNE DÉCONNEXION ENTRE CROISSANCE ET EMPLOI.

La croissance américaine a été révisée à +3,8% au deuxième trimestre 2025, soutenue à la fois par le recul des importations, conséquence des anticipations liées aux nouveaux droits de douane annoncés par l'Administration Trump, et par la forte progression des investissements des entreprises dans l'IA. Cependant, certaines fragilités apparaissent : au cours des trois derniers mois, l'économie américaine n'a créé en moyenne que 57 000 emplois privés par mois, contre 130 000 par mois en 2024. Depuis 2022, la dynamique de croissance contraste ainsi avec le ralentissement des créations d'emplois, illustrant une déconnexion croissante entre l'activité économique et le marché du travail (cf. schéma 1).

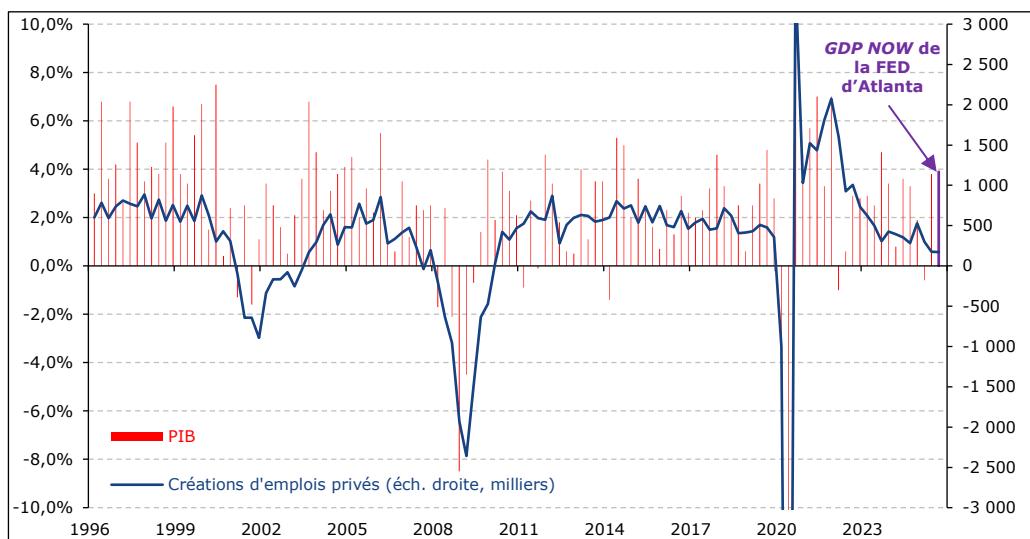


Schéma 1 : Évolution trimestrielle du PIB (annualisé) et du nombre de créations d'emplois privés, 1996-2025  
(Source : Homa Capital, Bloomberg)

Ce phénomène peut-il se prolonger en 2026 ?

La divergence entre les dynamiques d'emploi et de croissance pourrait se prolonger en 2026. D'une part, la course à la performance technologique ainsi que les engagements étatiques en matière d'IA continuent de soutenir une demande structurelle forte. Les investissements dans les infrastructures, centres de données, semi-conducteurs, logiciels et équipements réseau, demeurent particulièrement dynamiques, renforçant l'attrait des investisseurs pour l'ensemble de l'écosystème. D'autre part, les entreprises pourraient privilégier les dépenses liées à l'IA plutôt que la création de nouveaux postes, dans une logique d'amélioration de la productivité.

Cependant, l'ampleur des contrats récemment signés par OpenAI, ainsi que l'accélération des prises de commandes observée chez Oracle, Broadcom, AMD et d'autres acteurs du *cloud*, alimentent des interrogations quant au risque de formation d'une bulle spéculative.

Plusieurs facteurs pourraient provoquer un ralentissement des investissements du secteur. D'abord, les conditions de financement : l'euphorie actuelle repose largement sur des apports en fonds propres, ce qui limite la capacité à prolonger durablement des investissements très capitalistiques. Ensuite, la hausse rapide des coûts de l'énergie pourrait renchérir l'exploitation des infrastructures nécessaires à l'IA. Enfin, des contraintes de rentabilité pourraient apparaître si les entreprises peinent à monétiser suffisamment vite leurs investissements, ou si l'intégration effective de l'IA dans les modèles économiques reste insuffisante pour générer un retour sur investissement à court terme.

## 2. PORTÉS PAR LES ESPOIRS DE RELANCE BUDGÉTAIRE, LES INVESTISSEMENTS PRIVÉS EN ALLEMAGNE DEVRAIENT REPASSER POSITIFS EN 2026.

Depuis deux ans, l'économie allemande fait face à une récession en raison de la perte de compétitivité de son industrie face à la concurrence internationale, et celle-ci n'est pas seulement le fruit du choc énergétique consécutif à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Elle est également le résultat d'une lente érosion de la compétitivité hors prix des produits allemands (et plus largement, européens) face à la montée en gamme de leurs substituts internationaux. Symptôme de cette dégradation, la contribution des investissements privés à la croissance allemande a commencé à ralentir dès 2018 et est négative depuis 2020 (à l'exception d'un rebond très modeste en 2021).

Afin de tenter d'enrayer ce phénomène, le Parlement allemand a adopté en mars dernier une loi prévoyant des investissements publics dans les infrastructures à hauteur de 500 milliards d'euros, (près de 12% du PIB 2024) sur les douze prochaines années. Ce changement radical dans la doctrine budgétaire germanique a été source d'espoirs comme le montre la hausse des prévisions de croissance pour 2026 (cf. schéma 3) entre mars et mai de cette année, soutenues par une hausse des contributions publiques et privées. Le même phénomène s'observe sur les prévisions pour l'année 2027.

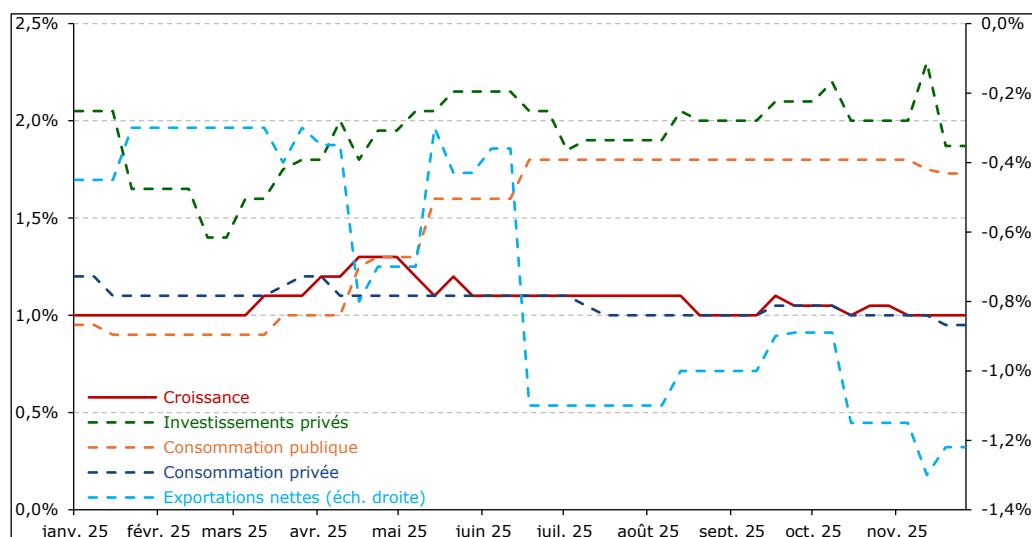


Schéma 2 : Évolution des prévisions de croissance pour l'Allemagne en 2026 et de ses différentes composantes depuis le début de l'année.  
(Source : Homa Capital ; Bloomberg)

Cela sera-t-il suffisant pour permettre à l'économie allemande de se relever ?

Sur le long terme, ces financements pourraient être de nature à sortir l'Allemagne de ses difficultés en aidant le secteur privé à financer une vague d'innovations qui redonnerait des avantages compétitifs à l'économie allemande. Mais cela ne peut résoudre les problèmes structurels à court terme, comme en témoigne la prévision de croissance pour 2026 qui est aujourd'hui revenue à son niveau initial, et ce en raison des forces conjoncturelles négatives liées à la guerre commerciale et à la faiblesse de la consommation privée.

Ainsi, bien que ce plan soit nécessaire pour adresser les faiblesses structurelles, il doit être complété par des mesures orientées à plus court terme, telles que des incitations à la consommation afin de mobiliser l'immense épargne des ménages allemands. C'est en partie ce qui semble se dessiner, le gouvernement ayant annoncé qu'une partie du plan prendrait la forme de mesures sociales.

### 3. LES AMÉRICAINS SONT PROCHES D'UNE INTERVENTION MILITAIRE AU VENEZUELA.

Lors de la dernière intervention militaire américaine dans un pays producteur majeur (Iran, en juin 2025), les cours pétroliers se sont envolés de plus de 6% au moment des frappes, pour finalement baisser de 15% dans les trois jours suivant l'opération, avec la disparition de la « prime de risque ».

La production pétrolière vénézuélienne ne représente qu'une part modeste de l'offre globale (1%), alors que le pays dispose des premières réserves mondiales (cf. schéma 3). Concernant le gaz, le Venezuela n'est pas un acteur majeur, le marché mondial étant dominé par d'autres grands exportateurs.

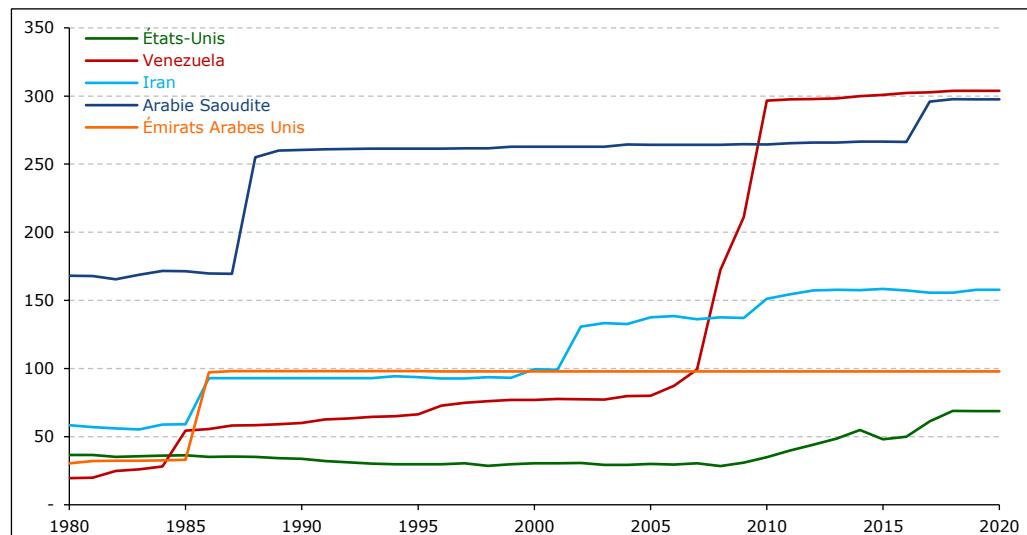


Schéma 3 : Niveau des réserves de pétrole prouvées des principaux pays détenteurs (en milliards de barils).  
(Sources : Homa Capital ; Energy Institute)

Quel impact une telle opération pourrait-elle avoir sur les cours du pétrole et du gaz à court et moyen terme ?

Une opération courte dans le temps, avec des frappes chirurgicales, aurait pour conséquence une augmentation des cours du pétrole pour acter l'événement et le regain de tensions géopolitiques. Sur le gaz l'impact serait quasi nul.

Si l'intervention est plus longue, l'évolution à moyen terme dépendrait du degré de dégradation des infrastructures et de la durée de l'instabilité politique. N. Maduro envisagerait une stratégie de « guérilla » et de chaos en cas d'invasion, ce qui augmente le risque de sabotage d'infrastructures. Cela se traduirait par une hausse des cours à moyen terme, mais la trajectoire des prix de l'énergie dépendra plus de la perception du risque géopolitique global que d'une intervention au Venezuela.

Cependant, l'impact d'une intervention au Venezuela ne peut se limiter à l'évolution du pétrole ou du gaz car derrière ce scénario, un jeu d'échecs géopolitique se mettrait en place. L'État vénézuélien est un pion avancé de la Chine, alors que Taiwan est celui des Américains. Le Venezuela est en effet devenu ces dernières années un terrain où les intérêts chinois se sont bien implantés, via divers accords économiques. La Chine est ainsi devenue le premier créancier du pays avec plus de 100 milliards de dollars de prêts, souvent remboursés en barils de pétrole.

La menace d'intervention est donc un jeu d'équilibre de dissuasion mutuelle. Ne pas intervenir au Venezuela est une façon pour les Américains de signaler aux Chinois que chacun garde ses zones d'influence et ainsi éviter l'escalade sur d'autres théâtres.