



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 résilience du marché du travail américain relance le débat sur la trajectoire des taux de la FED. La FED sera-t-elle forcée de remonter ses taux ?

Contribution collective

2. La prime de valorisation des « *Magnificent Seven* » par rapport au reste des grandes capitalisations américaines est tombée à son plus bas niveau depuis plus de dix ans. Est-ce un point d'entrée sur les *Hyperscalers* ? Quels segments de la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle faut-il privilégier ?

Par David Guichard-Rein – Responsable de la gestion privée

3. Les transformations structurelles en Chine impactent négativement la demande mondiale de pétrole. Comment expliquer cette dynamique et quelle en est l'ampleur ?

Par Matthieu Massie – Analyste obligataire

1. LA RÉSILLIENCE DU MARCHÉ DU TRAVAIL AMÉRICAIN RELANCE LE DÉBAT SUR LA TRAJECTOIRE DES TAUX DE LA FED.

À l'heure où le marché du travail américain se relance, son évolution reste centrale pour anticiper les décisions de la Fed. L'emploi constitue en effet l'un des deux volets de son double mandat, et influence également l'inflation par le canal des salaires. L'analyse de sa dynamique devient donc essentielle pour déterminer si la Fed pourrait être amenée à maintenir, voire à relever ses taux.

Dans une étude publiée en 2024, la Fed de New York montre que le taux de démission volontaire explique à lui seul environ 55 % des variations de la croissance salariale (la proportion de salariés ayant volontairement quitté leur emploi rapportée à l'emploi total sur une période donnée). Une démission volontaire suppose que le salarié soit suffisamment confiant pour quitter un poste, souvent parce qu'il a déjà une meilleure offre en vue ou qu'il anticipe d'en trouver une rapidement. De ce fait, le taux agit ainsi comme un indicateur de la confiance des travailleurs et, plus largement, du rapport de force entre employeurs et salariés sur le marché de l'emploi.

Depuis le début des années 2000, les hausses du taux de démissions volontaires ont souvent précédé les périodes de taux directeurs élevés. En avril 2022, le taux de démission volontaire atteignait 3 %, avant que la Fed ne porte ses taux au-dessus de 5 % en 2023. Un schéma similaire avait été observé en 2006. Ce taux peut ainsi servir d'indicateur avancé des tensions sur le marché du travail et, indirectement, du risque de resserrement monétaire.

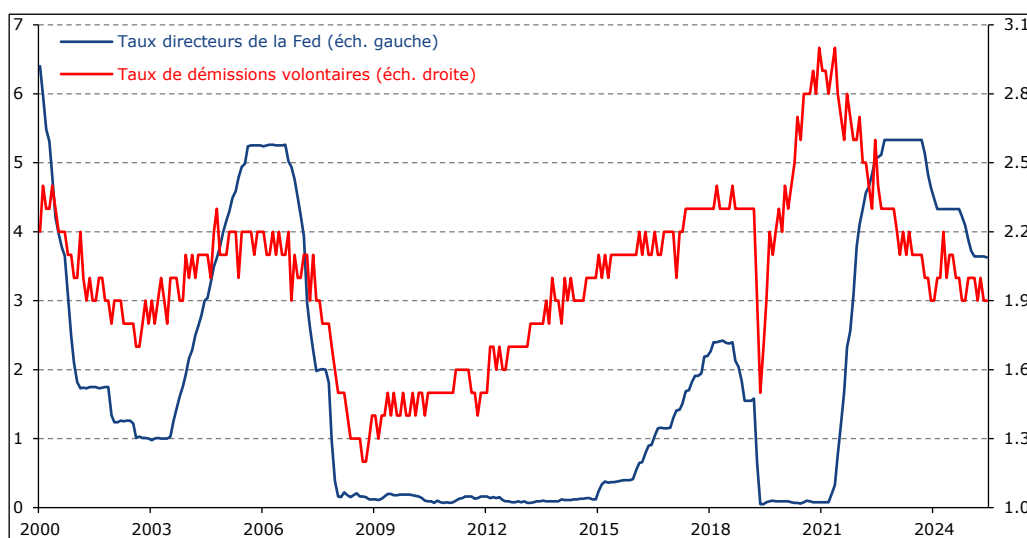


Schéma 1 : Taux de démissions et politique monétaire américaine.
(Sources : Homa Capital ; Federal Reserve Economic Data)

La FED sera-t-elle forcée de remonter ses taux ?

Aujourd'hui, le taux de démission volontaire américain s'établit à 1,9 %, soit son niveau le plus bas de la période post-Covid. Les indicateurs susceptibles d'annoncer un rebond des démissions restent eux aussi faibles. D'après l'Indeed Wage Tracker, la croissance des salaires affichés dans les nouvelles offres d'emploi ne s'élevait qu'à 2,4 % sur un an en mai, contre 3,3 % en moyenne en 2019. Parallèlement, l'enquête de la Fed de New York auprès des consommateurs américains montre que la probabilité perçue de retrouver un emploi dans les trois mois en cas de perte de poste demeure nettement dégradée, à environ 45 %, contre 55 % en moyenne entre juin 2013 et décembre 2019. Les conditions ne semblent donc pas réunies pour provoquer une reprise durable de la mobilité professionnelle, puis une accélération généralisée des salaires susceptible d'alimenter de nouvelles pressions inflationnistes. Dans ces conditions, le marché du travail ne constitue pas à ce jour un argument suffisant pour justifier une nouvelle hausse des taux de la FED.

2. LA PRIME DE VALORISATION DES MAGNIFICENT SEVEN PAR RAPPORT AU RESTE DES GRANDES CAPITALISATIONS AMÉRICAINES EST TOMBÉE À SON PLUS BAS NIVEAU DEPUIS PLUS DE DIX ANS.

La prime de valorisation des *Magnificent Seven* est revenue autour de 20 %, contre une moyenne supérieure à 50 % sur l'essentiel de la décennie (cf. schéma 2). Cette compression est le reflet d'une rotation des investisseurs vers les fournisseurs directs de l'infrastructure d'intelligence artificielle, au détriment des grands acteurs qui en financent le déploiement. Avec près de 3 000 Md\$ d'investissements attendus d'ici 2028, dont plus de 80 % restent à engager, les opportunités se déplacent simplement vers d'autres segments de la chaîne de valeur.

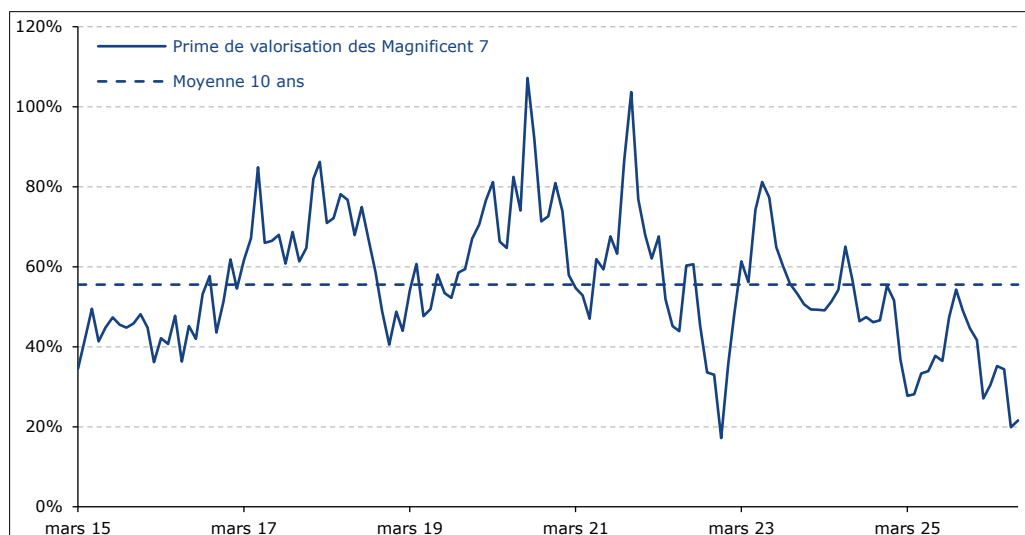


Schéma 2 : Prime de valorisation des *Magnificent Seven* vs indice Bloomberg 500 ex-*Magnificent Seven* (PER anticipé à 12 mois).
(Sources : HOMA Capital ; Bloomberg)

Est-ce un point d'entrée sur les *hyperscalers* ?

Cette défiance ne traduit pas une détérioration de leur profitabilité : le surplus de marge bénéficiaire du groupe est à son plus haut historique en 2026. Ce que le marché sanctionne, c'est la transformation du profil de trésorerie. Les dépenses d'investissement cumulées des quatre grands *hyperscalers* en 2026 vont dépasser les 700 Md\$, soit une hausse de 77 % sur un an, et absorber près de 93 % de leur cash-flow opérationnel, contre 33 % en 2023. Cela crée une incertitude sur le maintien de leur profitabilité qui ne pourra être levée que sur le moyen terme et à trois conditions : une stabilisation du rythme d'investissement, la conversion démontrée des carnets cloud en marge et l'absence de choc sur le coût du financement. Afin de profiter de cette décote, un renforcement étalé dans le temps, à mesure que les acteurs démontrent leur capacité à maintenir leurs profils financiers, paraît ainsi plus appropriée.

Quels segments de la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle faut-il privilégier ?

Dans ce contexte, il faut continuer de privilégier la visibilité. L'infrastructure physique, notamment les équipements électriques, le refroidissement et les réseaux, reste un segment de premier choix, avec des carnets de commandes sécurisés sur plusieurs années. La correction récente de cette sous-thématique paraît ainsi être un point d'entrée intéressant.

Renforcer sélectivement l'exposition aux entreprises capables de convertir l'adoption de l'IA en gains de productivité, en amélioration des marges et en hausse du cash-flow paraît également être une bonne approche. Nous restons néanmoins prudents sur les éditeurs de logiciels, en raison du risque encore difficile à mesurer de substitution par les agents IA.

3. LES TRANSFORMATIONS STRUCTURELLES EN CHINE IMPACTENT NÉGATIVEMENT LA DEMANDE MONDIALE DE PÉTROLE.

La demande mondiale de pétrole devrait reculer de 1 mb/j en 2026, en grande partie sous l'effet de la guerre au Moyen-Orient. Mais derrière ce choc conjoncturel, une tendance structurelle s'impose : la Chine, premier moteur de la croissance pétrolière mondiale depuis vingt ans, a enregistré en 2025 sa première contraction annuelle de la demande de produits raffinés : un recul de 3,5 % dans une économie pourtant en croissance.

Comment expliquer cette dynamique et quelle en est l'ampleur ?

Le diesel recule de 5,5 %, l'essence de 2,4 % : le différentiel n'est pas le fruit de l'électrification automobile, mais d'une bascule structurelle dans le transport de marchandises. Ce secteur a traversé deux transitions successives, suivant une même logique : le carburant le moins cher l'emporte. En 2018, 99 % des camions lourds vendus en Chine fonctionnaient au diesel. Jusqu'en 2023, le GNL moins cher de 10 à 30 % à la pompe avait capturé 20 % des ventes (cf. schéma 3). Depuis, la guerre en Ukraine a renchéri le GNL et les progrès technologiques ont ouvert la voie à l'électrique. En 2026, les camions électriques devraient atteindre 60 % des immatriculations : leur coût total d'exploitation est désormais inférieur de 10 à 26 % au diesel. Sur les liaisons régulières qui dominent la logistique chinoise (ports, mines, aciéries), l'autonomie limitée n'est pas une contrainte opérationnelle.

Par ailleurs, les camions GNL et électriques représentent aujourd'hui 16 % du parc, mais le parc total rétrécit lui-même depuis 2022, passant de 8,9 à moins de 8,5 millions d'unités, la Chine immatriculant en 2025 deux fois moins de camions neufs qu'en 2020. Deux effets se combinent ainsi : la composition du parc bascule vers des motorisations non-diesel tandis que le volume total se contracte. L'impact cumulé sur la demande de diesel dépasse désormais 1 mb/j par rapport à 2022.

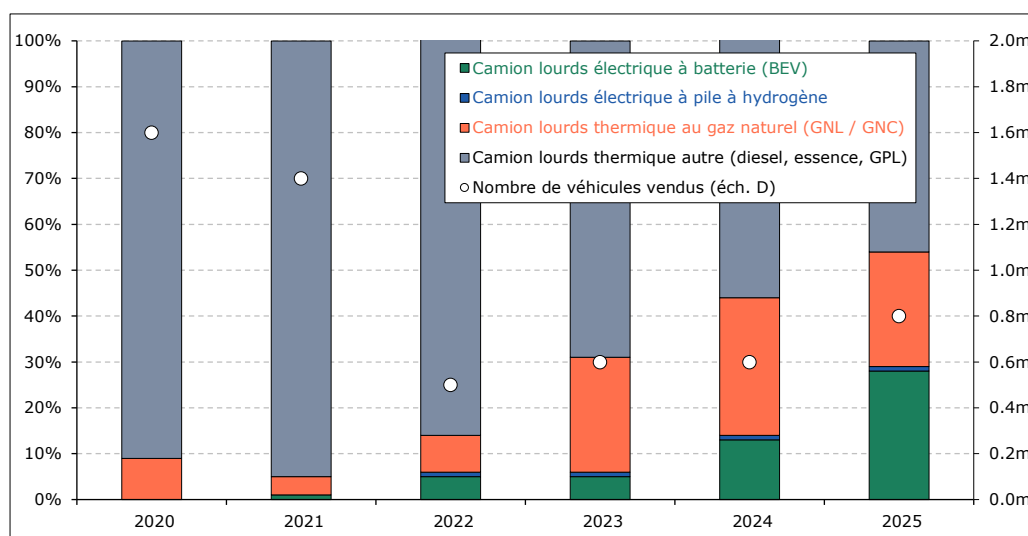


Schéma 3 : Ventes de camions lourds en Chine par carburant, 2020-2025 (diesel, GNL, électrique, en %) (Sources : HOMA Capital ; IEA)

Pour les voitures, la dynamique de renouvellement est fondamentalement différente. En 2025, 34 millions de véhicules ont été immatriculés en Chine, dont 49 % électriques ; 3 à 4 millions seulement ont été mis à la casse, tous thermiques. Le parc de voitures à combustion continue donc de croître en valeur absolue, ce qui explique la modestie de la baisse de l'essence. Le rythme de cette substitution dépend du vieillissement naturel du parc : la Chine retire 0,5 à 1 % de ses véhicules annuellement contre 5 à 6 % en Europe, parce que sa flotte est structurellement plus jeune.

Le diesel chinois ne retrouvera pas son pic de 2023 : le camionnage thermique, son principal moteur historique, est en déclin durable, et le renouvellement progressif du parc automobile amplifiera cet ajustement sur la décennie.