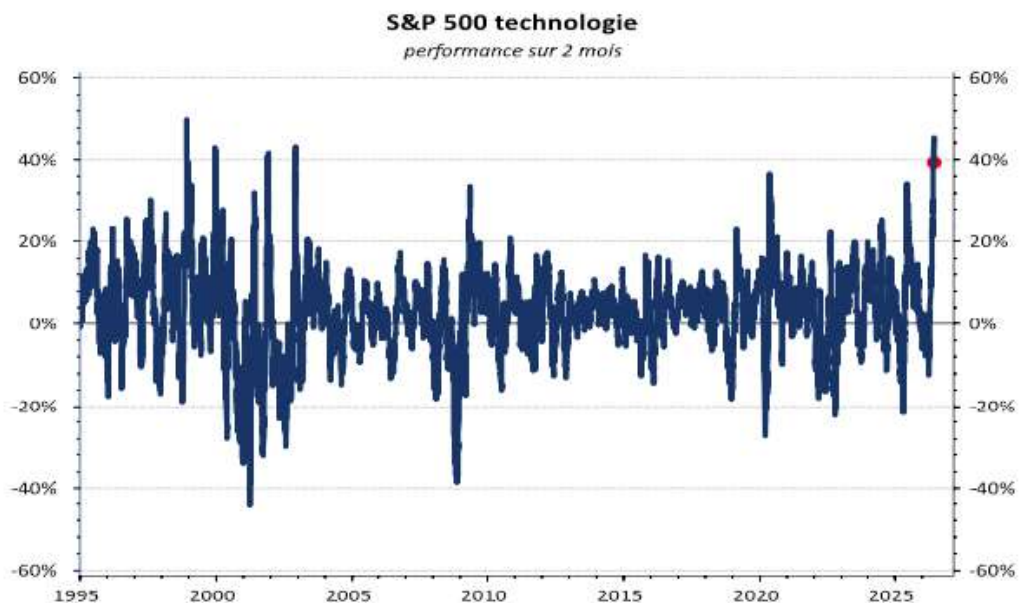


IPOs et nouvelles règles d'inclusion dans les indices : attention à la montée en puissance de la bulle tech

Comme nous l'avons déjà dit maintes fois, il ne faut pas confondre bulle et sommet de bulle. Nous avons un indicateur de sommet de bulle, actualisé chaque mois dans notre revue « Bubble Watch ». La dernière revue (publiée le 2 juin) indique un niveau de 77%. Il s'approche donc de son maximum dans le cycle actuel (79%) atteint en octobre 2025.

Trois évènements concomitants ravivent naturellement la question d'un emballement du secteur. D'une part, les annonces récentes d'IPO et d'augmentations de capital dans la tech. D'autre part, l'assouplissement des règles d'inclusion des sociétés dans les indices boursiers qui est susceptible d'amplifier les mouvements de marché. En outre, le récent rebond boursier du secteur est exceptionnel : la tech (composante S&P 500 IT) a progressé d'environ 45% depuis son point bas de fin mars, contribuant à environ les trois quarts de la hausse du S&P 500 sur la période.

Signalons que des performances de 45% sur 2 mois sont extrêmement rares dans la tech américaine. Il faut remonter à la période de bulle Internet (1996-2000) et post bulle pour voir des performances analogues (cf. graphique ci-dessous).

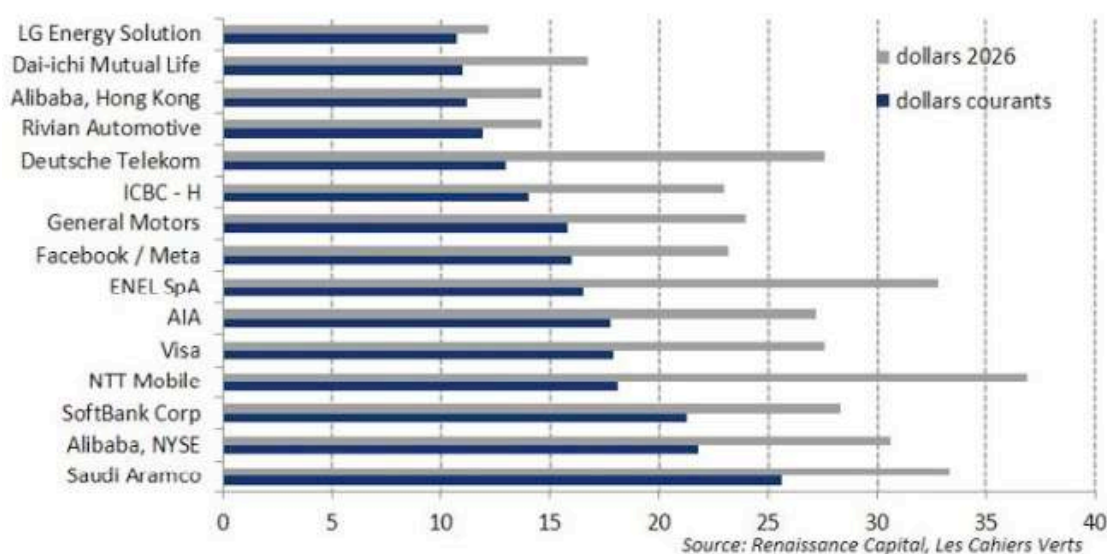


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Revenons sur la dynamique d'IPO (que nous intégrons dans notre indicateur de bulle évoqué supra), qui est importante à la fois en raison du poids très élevé de la tech dans l'indice¹ et de ce que cela suggère plus généralement au niveau du sentiment de marché.

SpaceX pourrait lever environ 75 Md\$ lors de son IPO en juin, soit un montant très supérieur au précédent record détenu par Saudi Aramco en 2019 en dollars courants (25,6 Md\$) et à celui de NTT Mobile en 1998 en dollars constants de 2026 (37Md\$) ; cf. graphique ci-dessous.

Liste des plus grandes introductions en bourse (en mds de dollars)



Les montants discutés pour Anthropic et OpenAI, même s'ils restent plus incertains à ce stade, s'inscriraient également dans des ordres de grandeur historiques.

De son côté, qu'Alphabet a annoncé une émission d'actions² de 80 Md\$ pour financer ses investissements dans l'IA.

Ces opérations reflètent une transformation importante du secteur : la course à l'IA, aux meilleurs modèles LLM, aux capacités de calcul et aux infrastructures cloud devient extrêmement intensive en capital. L'objectif est d'obtenir une position dominante dans un marché perçu comme crucial, dans un contexte de concurrence accrue.

Le cas de SpaceX illustre d'ailleurs bien la transformation du secteur de la tech. Créée en 2002, la société a bâti une position unique dans l'industrie spatiale : succès graduels sur les lanceurs spatiaux dès 2008, montée en puissance et industrialisation de la réutilisation des lanceurs.

¹ 34% du S&P 500 pour le secteur technologique seul, et plus de 44% en incluant Amazon, Meta et Alphabet

² SEO, seasoned equity offering, émission secondaire d'actions

À cette première rupture s'est ajoutée la création de Starlink, qui a transformé SpaceX en acteur majeur de la connectivité satellitaire. Ce secteur constitue aujourd'hui le principal moteur économique du groupe.

Ainsi, les activités Espace et Télécommunications représentaient encore près de 80% du chiffre d'affaires en 2025 et la branche Connectivité était le principal moteur de profitabilité opérationnelle.

La partie IA, que SpaceX présente désormais comme le moteur de la demande pour son activité future, est bien plus récente : elle représentait moins de 20% du chiffre d'affaires en 2025, mais déjà plus de 60% des dépenses d'investissement.

Regardons maintenant l'assouplissement (déjà réalisé ou en voie de l'être) des règles d'inclusion des sociétés dans les indices boursiers (S&P, Nasdaq 100, Russell...). Les modifications concernent :

- **L'exigence de viabilité financière des sociétés** (la profitabilité n'est plus une condition nécessaire pour l'inclusion de « megacaps »³ chez S&P)
- **Une durée d'admission théorique post introduction en bourse raccourcie** (quelques jours pour le Nasdaq 100, 6 mois après l'introduction pour S&P vs 12 mois auparavant)
- **Des règles plus souples concernant les contraintes de flottant** (plus de contraintes pour les « megacaps » chez S&P, disparition du critère pour le Nasdaq 100 vs 10% requis auparavant, capitalisation considérée pour l'indice Nasdaq 100 basée sur le flottant augmenté d'un facteur x3 pour les entreprises proposant moins de 33% de flottant).

On peut donc s'attendre à des intégrations plus rapides des grandes sociétés nouvellement cotées dans les principaux indices boursiers, en particulier le Nasdaq 100 qui bénéficie des changements les plus profonds.

Cela est vecteur de flux automatiques, dans la mesure où la gestion passive a connu un essor exceptionnel ces 30 dernières années (entre 15 et 20 trillions de dollars de fonds actions passifs aux Etats-Unis selon les définitions).

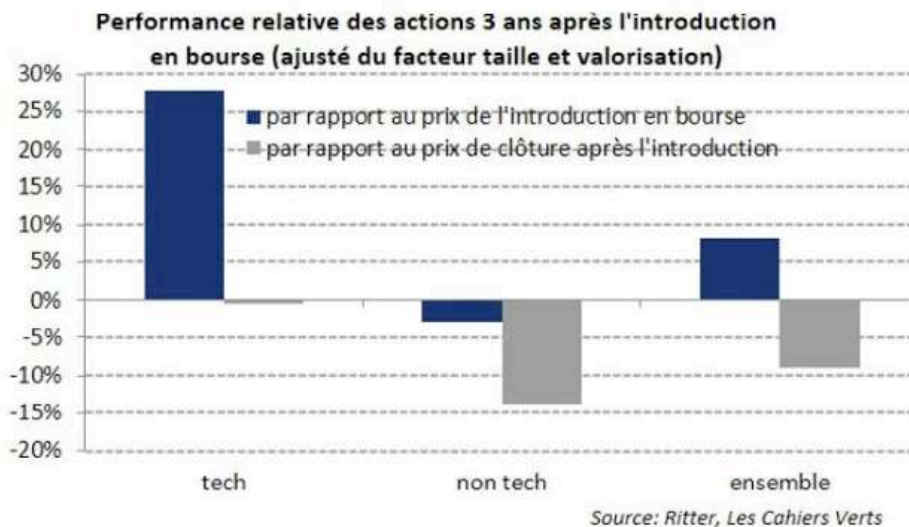
Cet accès accéléré aux indices (avec des effets haussiers potentiels sur les prix) nourrit en retour les craintes de dynamique de bulle sur ces actions et sur les marchés actions en général.

³ Megacap : société ayant une capitalisation boursière supérieure à celle de la 100ème société de l'indice S&P Total market index small/mid/big caps américaines), soit un peu plus de USD110Md actuellement.

Sur le plan théorique, une IPO ne crée pas de valeur. Il n’y a ainsi pas de raison évidente de hausse du prix de l’action au moment de l’introduction en bourse. Néanmoins, il s’agit d’un vecteur de demande haussier, qui n’avait pas pu se manifester pleinement auparavant. Cela est naturellement accentué par les flux passifs que représentent les trackers et fonds mutuels indexés à l’occasion de l’inclusion dans les indices. Il y a dans ce cadre une confrontation sur le prix entre les arbitragistes qui réalisent une analyse fondamentale et la demande, moins (voire pas) élastique au prix (flux indexés, flux d’investisseurs retail).

Sur le plan historique, on observe que les IPO sont vectrices de performances haussières à horizon court pour les actions concernées. Depuis 1980, la performance moyenne le premier jour de cotation atteint environ 19%, avec une surperformance pour le secteur de la tech (plus de 30%).

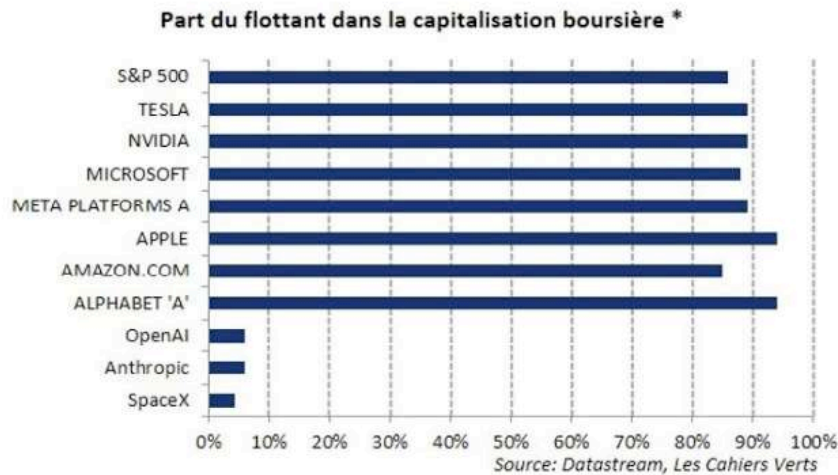
Il ne s’agit en réalité que d’un effet temporaire : on ne note pas de surperformance à horizon 3 ans de ces actions si l’on considère la performance ultérieure corrigée des facteurs de taille et de valorisation (cf. graphique ci-dessous).



Il en va de même du reste pour les effets d’inclusion (et d’exclusion) dans les indices. La surperformance est temporaire et se produit par anticipation d’intégration, l’effet se dissipant au-delà.

Mais il y a un effet d’emballement (ainsi que de hausse de leur volatilité) qui, dans un premier temps, peut alimenter l’amplification d’une bulle. Dans l’ensemble, la tendance est bien celle d’un optimisme qui s’approfondit sur les marchés et que l’on constate également avec les prévisions de BPA des analystes (anticipations d’une croissance de 48% des BPA cette année dans la tech).

Cela étant, bien qu'historiques par leurs montants, les introductions en bourse envisagées restent faibles eu égard à la valorisation des sociétés concernées : le flottant serait faible (autour de 5% de la capitalisation boursière). Partant, les effets ne seront pas très significatifs pour les indices ; cf. graphique ci-dessous.



Selon nos estimations, l'inclusion dans le Nasdaq aurait un effet théorique temporaire de l'ordre de 1% pour chacune de ces actions. L'inclusion dans le S&P 500 aurait des effets temporaires sur le cours de actions considérées supérieurs (probablement plusieurs points de pourcentage) car le montant de fonds passifs adossé à cet indice est bien supérieur.

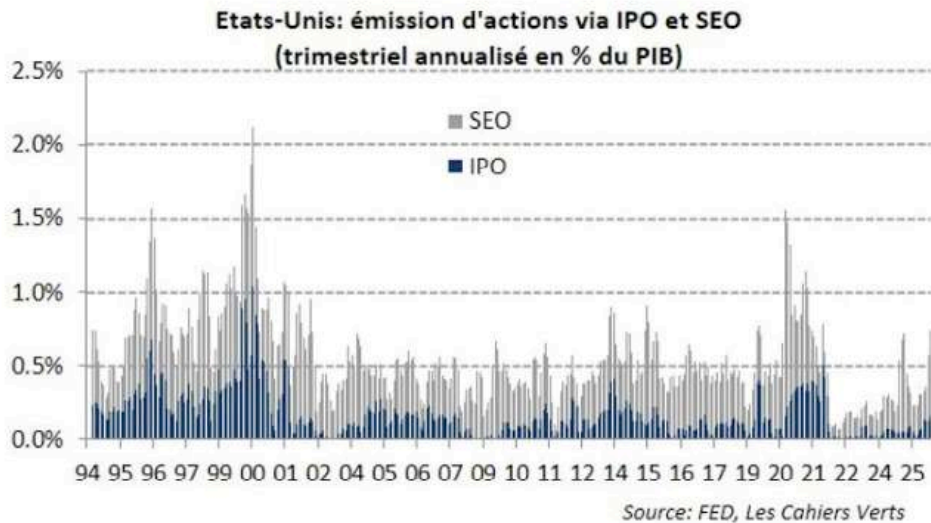
Dans un scénario ambitieux, considérons d'abord que les grandes sociétés cotées sont détenues à hauteur de 15 à 20% par des trackers ou des fonds indexés sur la base du flottant uniquement. Considérons ensuite que l'on tient compte du flottant faible envisagé dans le cadre des introductions en bourse évoquées. On pourrait alors aboutir à environ 1% de détention de la capitalisation par des fonds passifs, pour des effets haussiers sur le cours de manière statique de 5% environ.

En outre, il en résulte des poids indicatifs faibles dans les indices (Nasdaq 100, S&P 500) en cas d'inclusion. Cela ne dépasserait pas environ 0,5% par société pour le Nasdaq 100 en dépit d'un multiplicateur de x3 prévu dans les nouvelles règles de l'indice pour les sociétés ayant peu de flottant.

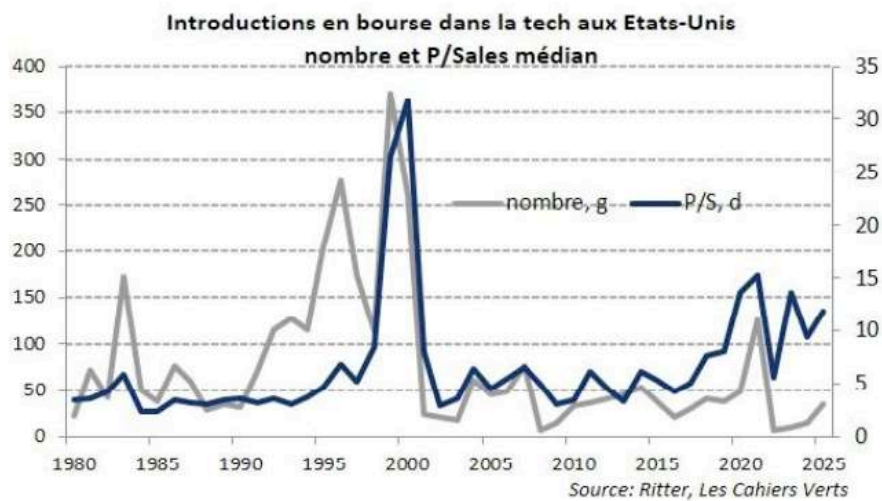
Cela est naturellement encore bien moindre pour le S&P 500 qui est pondéré au flottant des sociétés (environ 0,1% pour chacune des sociétés évoquées).

Au total, les introductions ne dénatureraient pas les indices concernés mais seraient vectrices d'une légère hausse de la volatilité. Rappelons à cet égard qu'une volatilité élevée est une caractéristique clé des phases de bulle.

Plus généralement, le cycle d'IPO est entré dans une phase d'accélération mais qui ne semble pas démesuré jusque-là (en termes de volumes et de valorisation). Si l'on intègre l'ensemble des IPO et SEO annoncées/envisagées par SpaceX, Anthropic, Open AI et Google (en plus du flux moyen de l'année passée), on ne dépasserait pas nettement les 1% du PIB (contre plus de 2% à la fin des années 90) ; cf. graphique ci-dessous.



Même remarque en termes de valorisation jusqu'ici (cf. graphique ci-dessous). Les P/sales indicatifs de SpaceX, Anthropic et Open AI atteignent respectivement environ 90x, 30x et 40x. Cela semble élevé mais pas démesuré compte tenu de la position de leaders potentiels de ces sociétés sur leurs marchés.



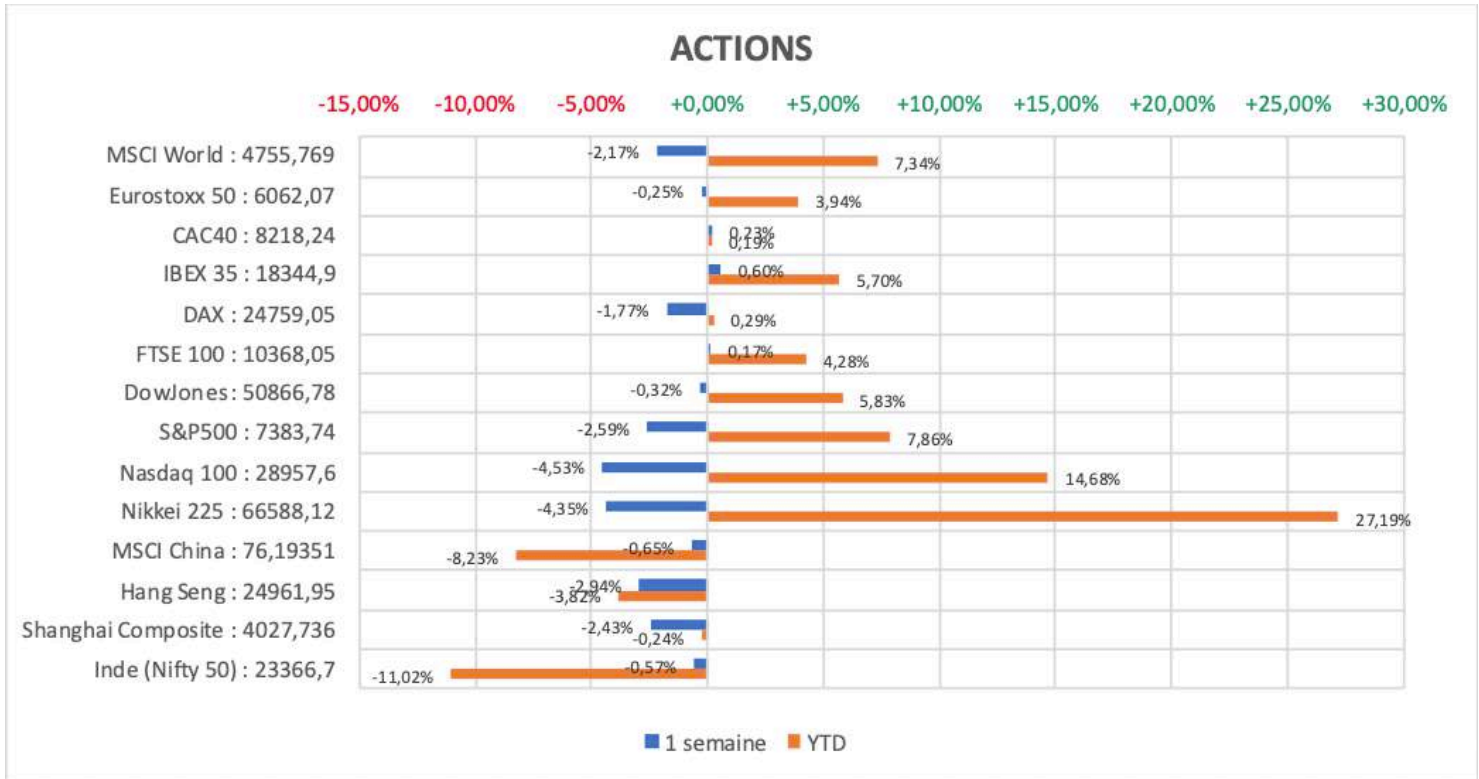
Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout ceci ?

Nous ne croyons pas à un retournement imminent de la tech. Mais la bulle tech prend une dimension nouvelle avec plusieurs indicateurs-clé à surveiller.

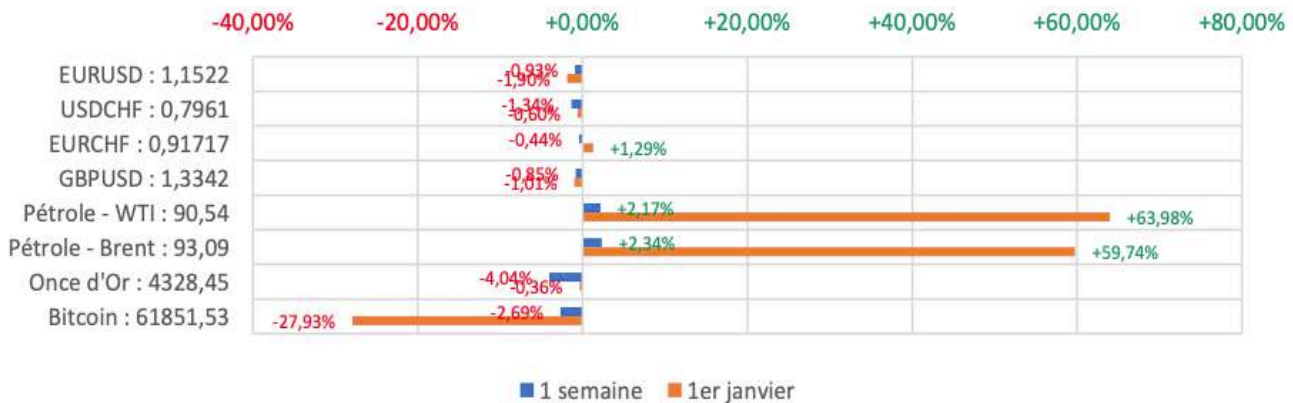
Nos recommandations principales sont, en l'état, les suivantes :

- **Conserver un positionnement neutre sur la Tech**
- **En termes de segments, préférer le Hardware et les Semiconducteurs** aux Hyperscalers et Neoclouds (fournisseurs cloud spécialisés dans l'infrastructure IA type CoreWeave).
- **Nous passons neutres sur le segment Application Software** pour des raisons de valorisation relative. Ce dernier a amorcé son redressement après la forte chute des derniers trimestres.
- **Nous revenons neutres sur la Tech européenne vs la Tech américaine** pour des raisons de diversification et de valorisation relative. Nous restons à l'écart des Logiciels et préférons les Semi.

Tableau de bord des marchés



CHANGES ET MATIÈRES PREMIÈRES



TAUX D'INTÉRÊT



Avertissement

Ce document est rédigé conjointement par SOCOFI et APICIL INVESTMENT SOLUTIONS.

À propos de SOCOFI

La Société Socofi (LCV Research, ou Les Cahiers Verts de l'économie) élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques et financières internationales.

Socofi est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est aussi garantie par le fait que Socofi n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi.

Cette recherche, comme son contenu, sont la propriété exclusive de Socofi et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement. socofi@socofi.com

À propos de APICIL INVESTMENT SOLUTIONS

APICIL INVESTMENT SOLUTIONS est une marque d'EQUITIM, entreprise d'investissement régulée par l'ACPR sous le numéro 11283 et par l'AMF.

Adresse : 127 rue d'Aguesseau, 92100 Boulogne Billancourt

www.apicil-is.com – hello@apicil-is.com

Avertissements :

Sauf mention contraire, la source des données est Socofi (Les Cahiers Verts de l'économie).

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une offre commerciale, ni une incitation à investir, ni une recommandation, ni un acte de démarchage. Le contenu est non-contractuel.

Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de Socofi et APICIL IS et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de Socofi ni d'APICIL IS.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. L'investissement dans des instruments financiers présente un risque de perte en capital.