

Tech américaine : que faire après le rebond ?

La Tech US (le secteur IT du S&P500) a fortement progressé depuis le creux de marché le 30 mars (+21% en dollar en total return) si bien que depuis le début de la guerre en Iran, la Tech US est en hausse de 14% alors que le S&P500 hors tech baisse de 1% (cf. graphique ci-dessous).



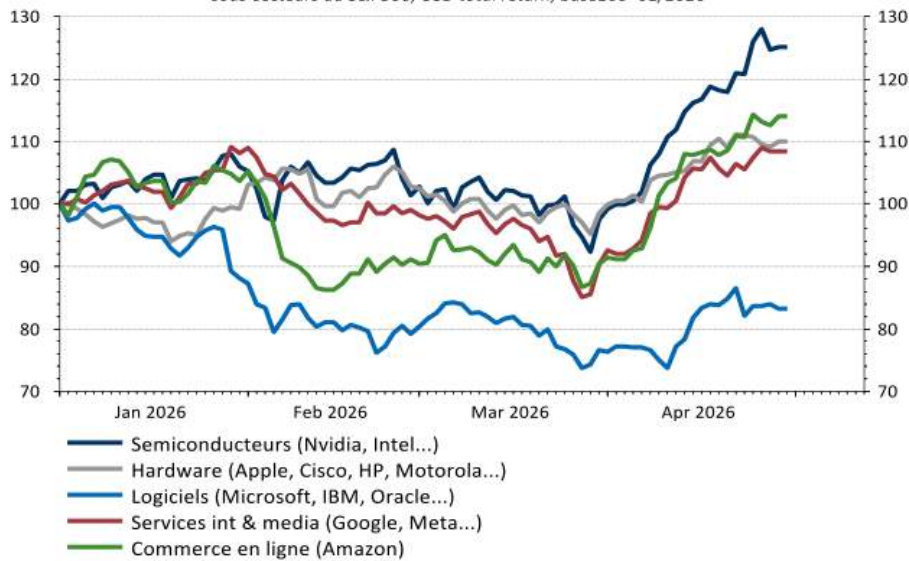
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Ce rebond violent de la Tech sur 1 mois est en ligne avec ceux enregistrés post *Liberation Day* (+25% en mai 2025), post-Covid (+23% en avril 2020) et post grande crise financière de 2008 (+28% en mars 2009).

Cela étant, au sein de la Tech, le rebond n'a pas été uniforme. Il a largement concerné les semiconducteurs (rebond accentué par les résultats d'Intel) et assez peu le secteur des Logiciels qui est resté très déprimé (cf. graphique ci-dessous).

Tech US - Performances des sous-secteurs

sous-secteurs du S&P500, USD total return, base100=01/2026

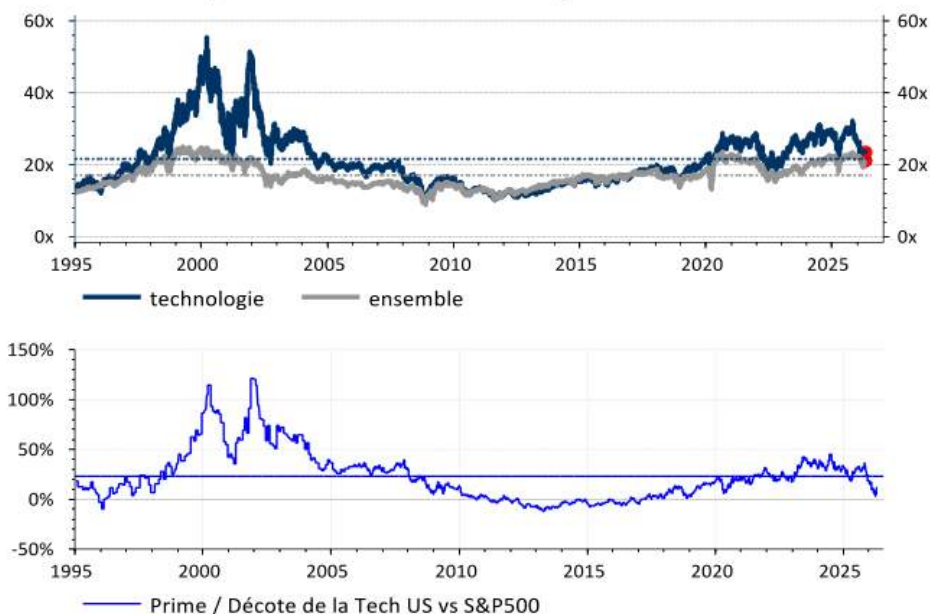


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Il s'agit pour l'essentiel (à 90%) d'un rattrapage en termes de valorisation, après le derating puissant du secteur entre fin octobre 2025 et fin mars 2026 qui avait vu le PE 12m fwd du secteur passer de 32x à 20x.

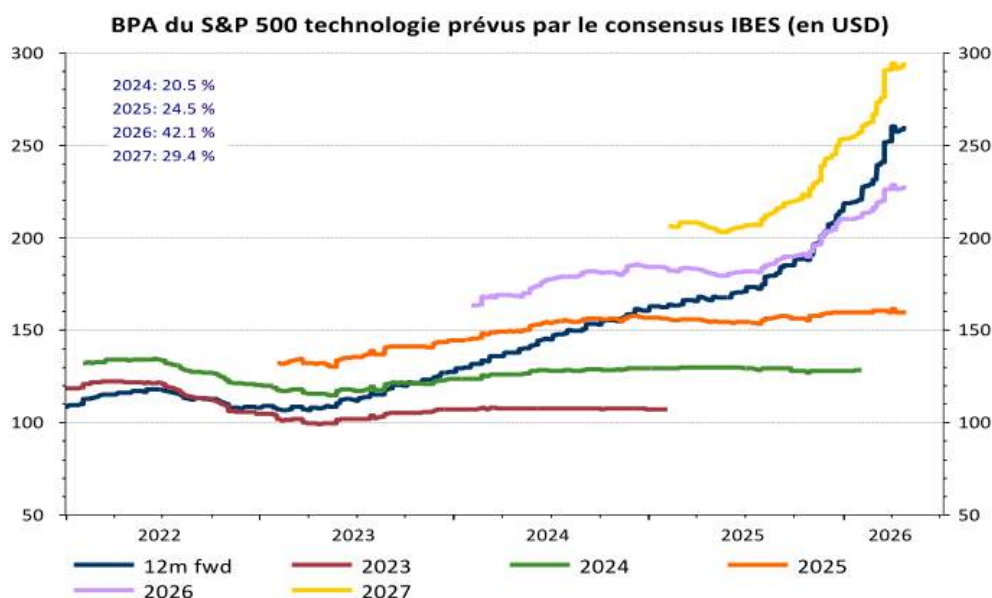
La Tech US se négocie actuellement à 24x les bénéfices attendus à 12 mois, ce qui est en ligne avec la moyenne longue. Cela reste très inférieur au pic de l'automne 2025 (32x) et surtout à celui de 2000 (50x). Dans le même temps, le S&P500 affiche une prime de plus de 20% vs sa moyenne longue. Cela suggère que la valorisation de la tech est assez neutre en absolu et plutôt attractive en relatif vs l'ensemble du marché (cf. graphique ci-dessous).

P/E 12m fwd : S&P 500 technologie et ensemble



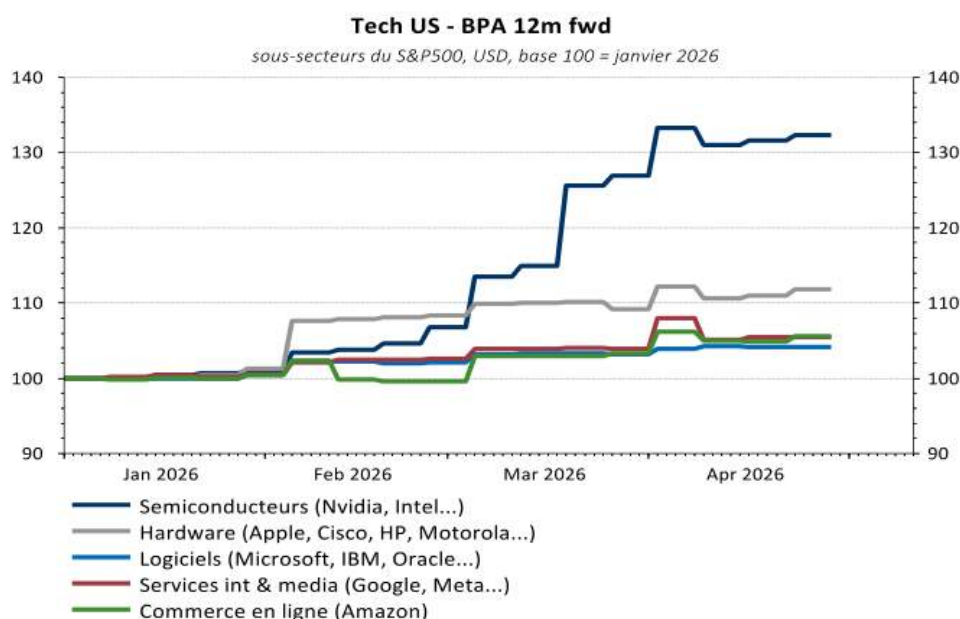
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

On nous objectera que les attentes de BPA du secteur Tech ont très fortement progressé et que la croissance attendue des BPA 2026 ressort à 42%, celle des BPA 2027 à 29%. Si ces attentes sont exagérées, alors le PE montera mécaniquement lorsqu'elles seront révisées à la baisse (cf. graphique ci-dessous).



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

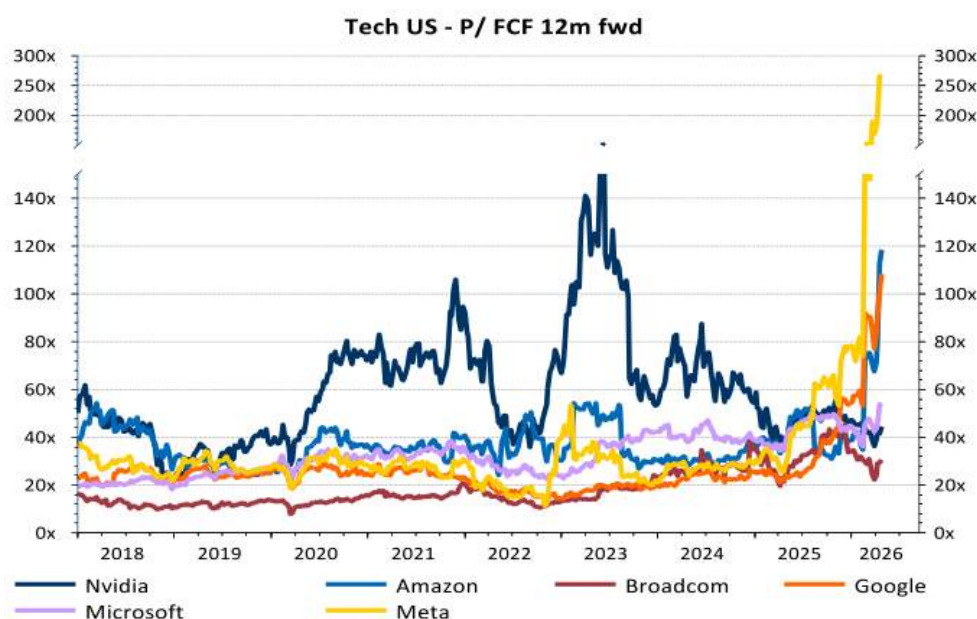
Cela étant, ces attentes ne sont pas monolithiques. Elles sont très fortes sur les semiconducteurs (82%) mais semblent assez raisonnables sur les autres segments de la Tech (hardware, logiciels) et assimilés (interactive media & services, broadband retail) : entre 10 et 20% pour 2026 et autour de 15-20% pour 2027(cf. graphique ci-dessous).



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

Juger de la valorisation de la Tech en se concentrant sur le PE traditionnel (avec les BPA au dénominateur) alors que le secteur connaît un effort d'investissement gigantesque depuis mi 2025 peut être trompeur. **En effet, les BPA reposent sur une logique comptable et non sur les flux de trésorerie réels.** Les investissements sont amortis sur plusieurs années alors que les cash flows reflètent une déduction immédiate des dépenses d'investissement courantes.

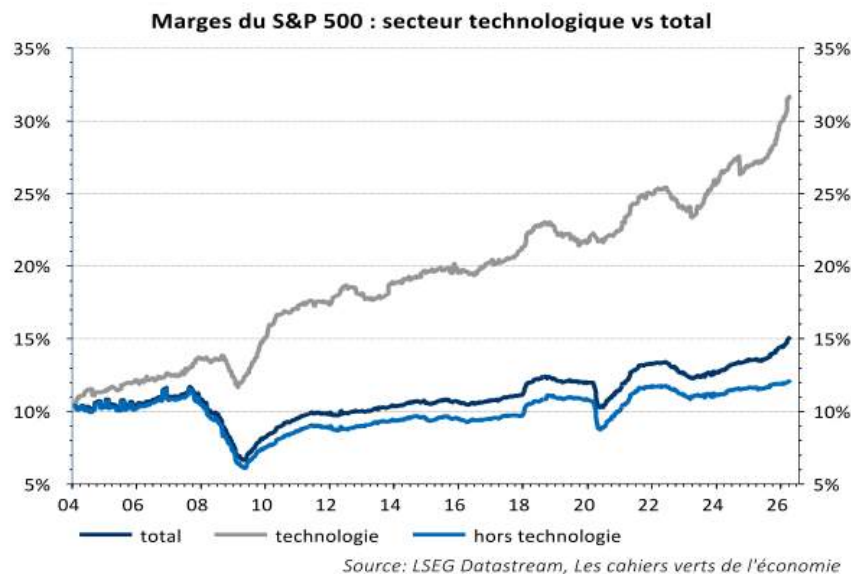
Si l'on raisonne non plus en prenant les Earnings au dénominateur mais le Free Cash Flow, la lecture de la valorisation est très différente, avec des ratios largement au-dessus de la moyenne des dernières années, surtout pour Meta¹(cf. graphique ci-dessous).



Au vu de ces multiples, on comprend qu'il y ait toujours beaucoup d'interrogations dans le marché. **La question est en effet celle de la capacité des entreprises du secteur à monétiser leurs investissements, à maintenir leur niveau de marge exceptionnel et à dégager des profits dans la durée.**

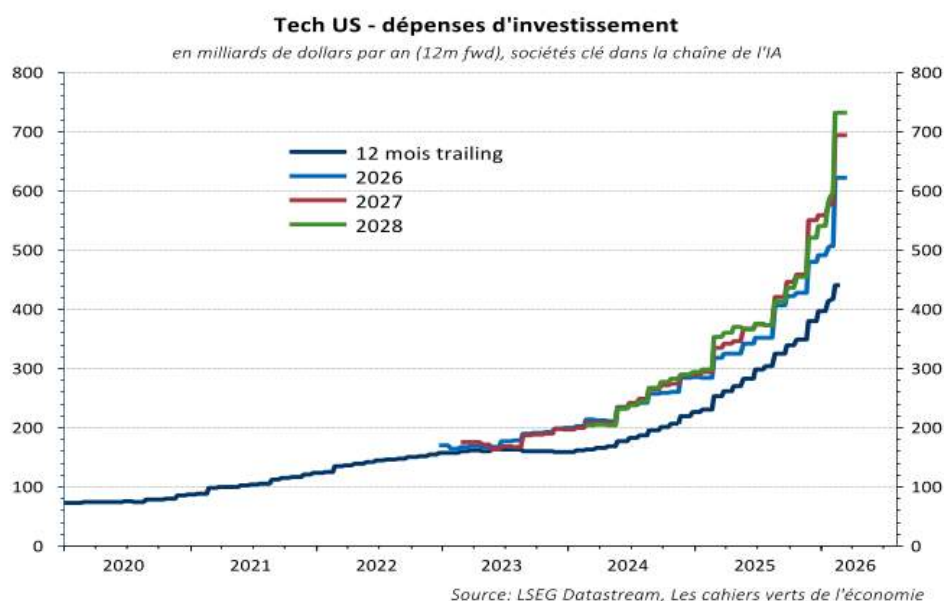
La rotation de la tech vers un modèle plus intense en capital fait peser un risque sur les marges, très élevées aujourd'hui (cf. graphique ci-dessous).

¹ On pourra remarquer que Nvidia, qui a beaucoup investi au début des années 2020, a été confrontée aux mêmes interrogations sur sa capacité à générer du retour sur investissement.



On peut en effet craindre un changement de paradigme sur la tech, avec une normalisation des marges de certaines entreprises du secteur après une hausse rapide depuis 20 ans, normalisation qui interviendrait dans un contexte de fort investissement financé par endettement. Le but de cette course à l'investissement étant d'obtenir une position dominante dans le cadre de la révolution de l'IA et dans un contexte de concurrence croissante dans certains pans du secteur (modèle LLM, TPU de Google vs GPU de Nvidia).

Il ne fait aucun doute que les dépenses d'investissement ont cru à un rythme extrêmement rapide (cf. graphique ci-dessous).

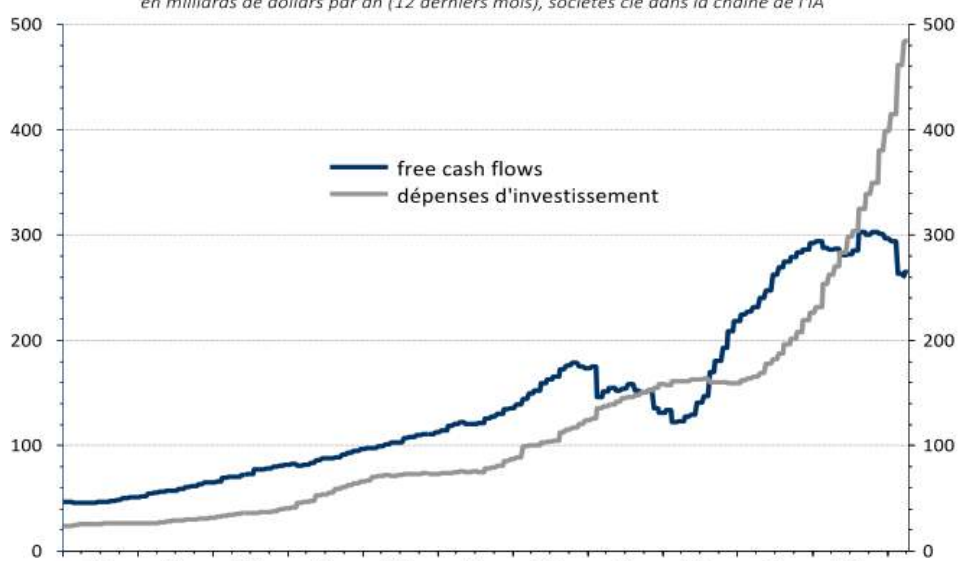


Cela transparait dans la hausse des dépenses d'investissement en part des ventes. Pour autant, si le niveau d'investissement est élevé, on ne note pas d'exubérance généralisée.

Ainsi, l'investissement normé par les free cash flows du secteur, a certes explosé depuis 3 ans mais il a crû nettement moins vite et semble beaucoup plus faible que celui de la fin des années 90 (années de la bulle Internet). Cela traduit un niveau de profitabilité du secteur sensiblement plus élevé qu'à l'époque. En outre, la médiane des ratios d'investissement dans le secteur de la technologie semble nettement plus faible que la moyenne, à la différence de la fin des années 90 (cf. graphiques ci-dessous).

Tech US - dépenses d'investissement et free cash flows

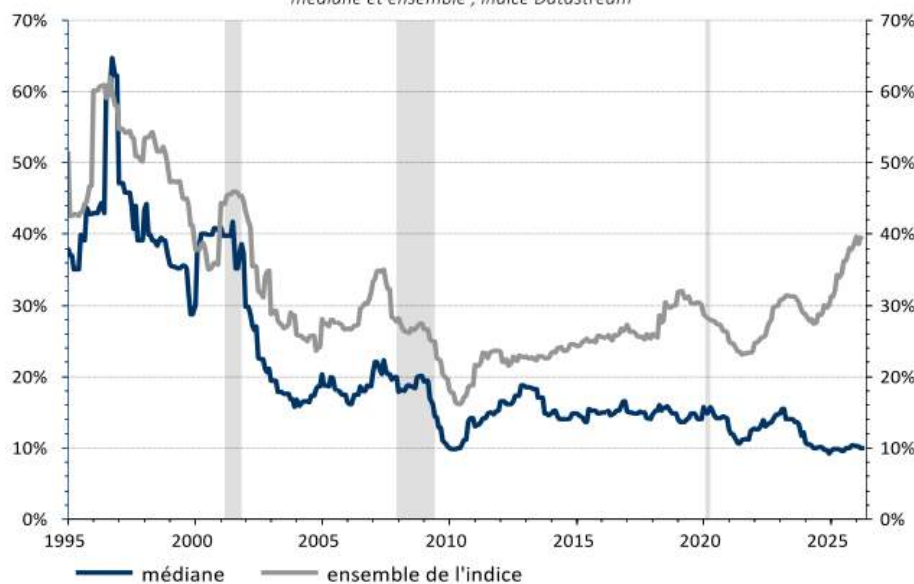
en milliards de dollars par an (12 derniers mois), sociétés clé dans la chaîne de l'IA



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

Tech US - dépenses d'investissement / free cash flow max des 10 dernières années

médiane et ensemble ; indice Datastream



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

Cela suggère que l'investissement est concentré dans les sociétés les plus importantes et qu'il n'y a pas d'emballage généralisé, ce qui est relativement rassurant.

La réaction des marchés à la publication des derniers résultats des principales sociétés investissant dans l'IA (Amazon, Meta, Microsoft, Google) a d'ailleurs été rassurante, bien que le questionnement des investisseurs sur le retour sur investissement dans l'IA reste toujours très présent.

Dans l'ensemble la croissance des revenus et des résultats a été robuste au T1 dans la Tech et supérieure aux attentes. Cela étant, malgré un CA en hausse de 33% sur un an, Meta a chuté pour avoir annoncé une révision en hausse de 10 Md de ses dépenses d'investissement pour l'ensemble de 2026 à 125-145 Md (hausse en partie causée par la hausse des prix des composants). Mais Meta semble en retard vs ses concurrents dans la course à l'IA et la conférence de presse de Zuckerberg a été décevante car très évasive sur ce point.

A l'inverse, les publications de Google et Amazon ont été bien accueillies :

- Google a aussi revu en hausse ses dépenses d'investissement (180-190Md) car sa capacité de calcul est limitée à court terme, mais l'entreprise réussit à monétiser ses investissements via les revenus publicitaires et le cloud (CA de 20md, en hausse de 63% et ~10% supérieur aux attentes).
- De même Amazon a annoncé des investissements de 200Md en 2026 (soit +65% vs 2025) mais ses résultats sont en hausse de 77% avec une très forte croissance de AWS.

L'évolution des marges et de la rentabilité n'est pas le seul sujet d'incertitude. Les inquiétudes demeurent aussi à propos de la circularité des financements et des investissements avec Nvidia, Oracle et OpenAI au centre du jeu. Nous avons déjà traité cette question plusieurs fois² et nous n'y reviendrons pas ici.

Mentionnons simplement, au sujet de l'endettement, que le niveau de levier (actifs/common equity) des sociétés cotées majeures dans la chaîne de l'IA (Nvidia, AMD, Amazon...) a plutôt tendance à baisser ces derniers trimestres. Il ne semble donc pas qu'elles s'endettent de manière évidente pour financer les sociétés non cotées dans la chaîne de l'IA (via des investissements en actions ou en dette). La hausse du levier est pour le moment limitée et concentrée à certaines sociétés (Oracle en particulier avec, au surplus, des aspects d'opacité liés à 250 mds de dollars d'engagement hors bilan) ; cf. graphiques ci-dessous.

² Cf. notamment notre Chronique hebdomadaire du 12 novembre 2025 « Que faire si l'on craint un éclatement de la bulle tech ? »

Etats-Unis : dette nette / EBITDA du marché américain

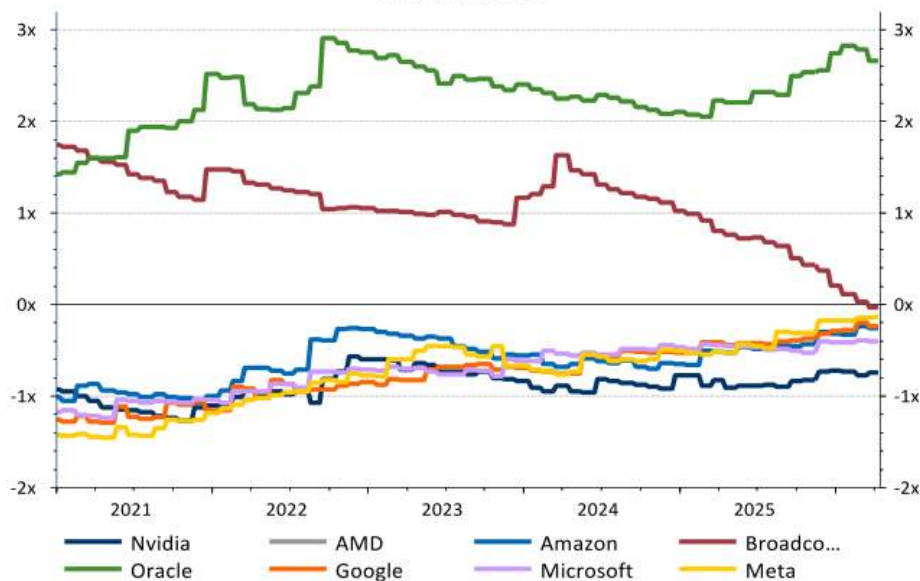
(secteur de la technologie)



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

Tech US - Endettement

dette nette / ebitda



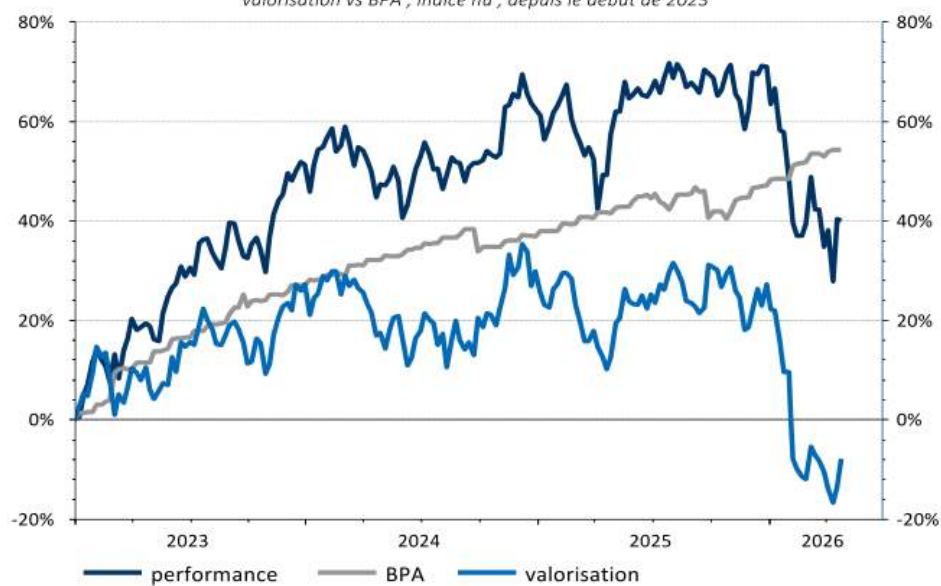
Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Une autre inquiétude concerne une possible disruption du secteur Logiciels / Conseil par l'IA. Le logiciel Claude d'Anthropic possède par exemple de fonctionnalités qui concurrencent la plupart des logiciels de sociétés bien établies (Salesforce, SAP, Accenture, Adobe...) dans des domaines variés (services juridiques ; agrégation de données ; environnement de travail...).

Cela étant, une disruption totale du business model semble illusoire et le secteur intègre désormais beaucoup de mauvaises nouvelles après avoir perdu près de 30% depuis le début de l'année (cf. graphique ci-dessous).

Tech - sous-segment Application software

valorisation vs BPA ; indice nu ; depuis le début de 2023

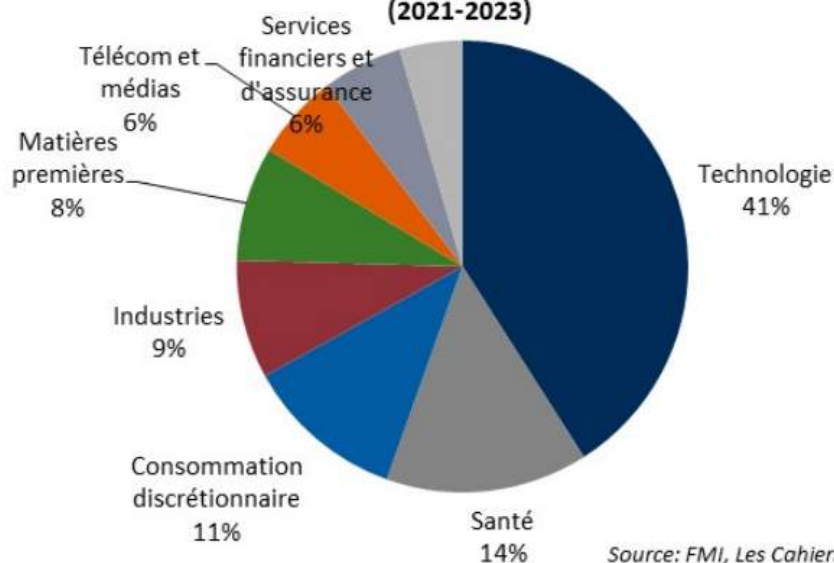


Source: LSEG Datastream, Les cahiers verts de l'économie

Enfin restent la question du financement de la tech par la private debt et celle de la concurrence chinoise dans l'IA :

- Le secteur de la technologie représente en effet environ 40% des volumes de dette privée ces dernières années. Il s'agit d'un poids bien supérieur à celui observé dans l'indice de dette corporate américain (environ 10%) ; cf. graphique ci-dessous.

Répartition des flux d'investissement de dette privée (2021-2023)



Source: FMI, Les Cahiers Verts

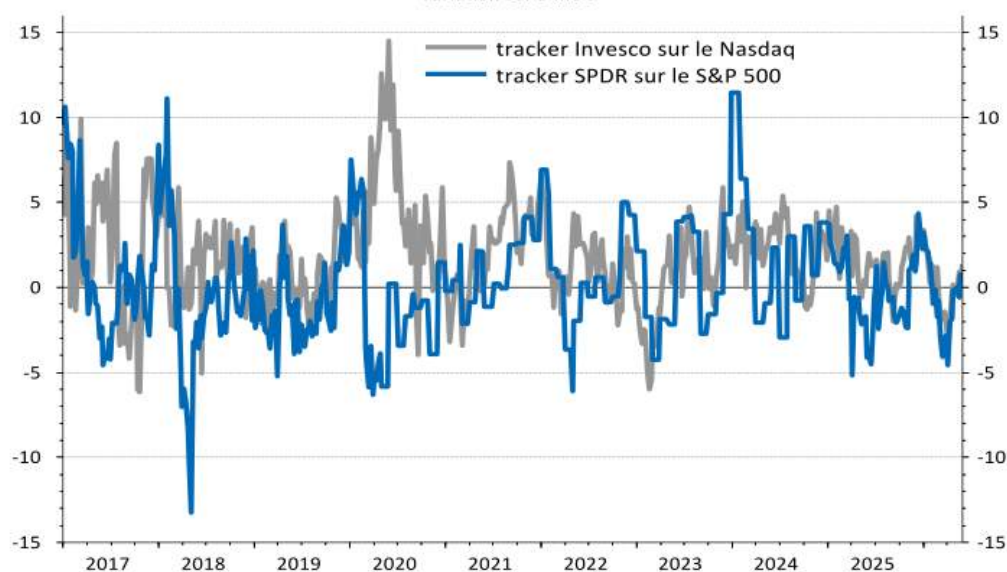
- La Chine montre aussi qu'on peut faire quasiment aussi bien que la Tech US mais avec moins de ressources et se pose en alternative possible à l'IA américaine.

Au total, il nous semble que toutes ces interrogations / incertitudes que nous avons mentionnées sont peut-être un peu exagérées mais qu'elles sont dans le fond assez légitimes.

Sur le plan technique, il nous semble que l'appétit spécifique pour la tech dans les marchés est relativement neutre désormais sur la base des flux, des RSI et de notre indicateur d'exubérance basé sur les anticipations de BPA et la prime de risque (cf. graphiques ci-dessous).

Volume de trackers sur le Nasdaq et le S&P 500

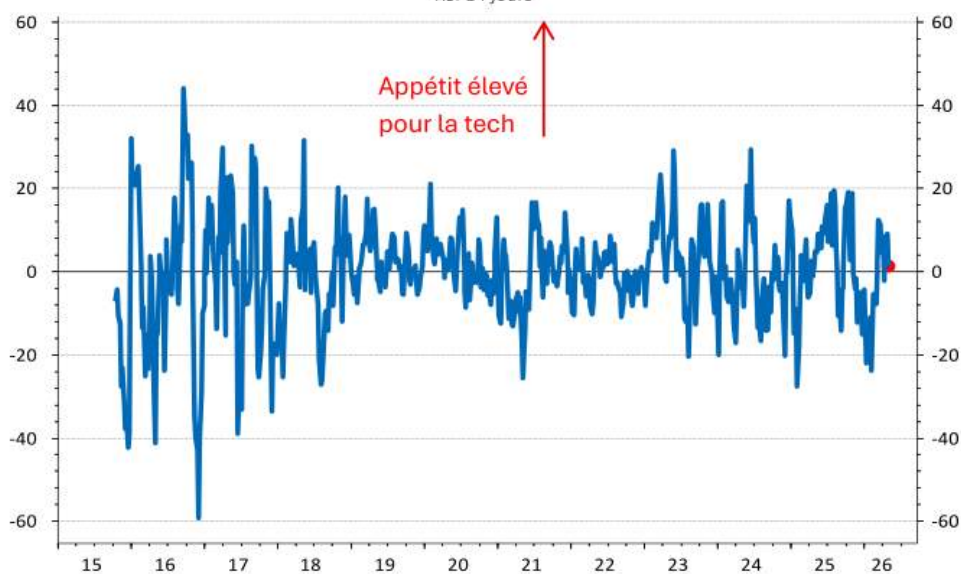
variation sur 3 mois



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

RSI S&P 500 Tech - S&P 500 hors tech

RSI 14 jours



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



* anticipation de croissance des bpa - prime de risque (implicite via le taux réel 10 ans et le P/E de Shiller de la tech américaine)

Quelles conclusions opérationnelles tirer de tout ceci ?

- **Sur un plan tactique**, nous avons recommandé de surpondérer la Tech US dans notre dernier Tableau de Bord Tactique le 8 avril ; cela a été judicieux, mais **il nous semble désormais temps de revenir à un positionnement neutre**.
- Conserver un **positionnement stratégique neutre**, comme nous l'avons écrit dans notre dernière revue d'allocation d'actifs.
- Continuer de **sous-pondérer le segment Application Software** au sein du secteur.
- Par extension, continuer à **sous-pondérer la Tech européenne (sauf valeur particulière type ASML)** étant donné qu'il s'agit essentiellement d'une Tech de services (Logiciels e.g. SAP) contrairement à la Tech américaine.

Tableau de bord des marchés

ACTIONS



CHANGES ET MATIÈRES PREMIÈRES



TAUX D'INTÉRÊT

-20,00 bp -10,00 bp +0,00 bp +10,00 bp +20,00 bp +30,00 bp +40,00 bp +50,00 bp +60,00 bp +70,00 bp



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.