



V. Riches-Flores
contact.vrf@richesflores.com

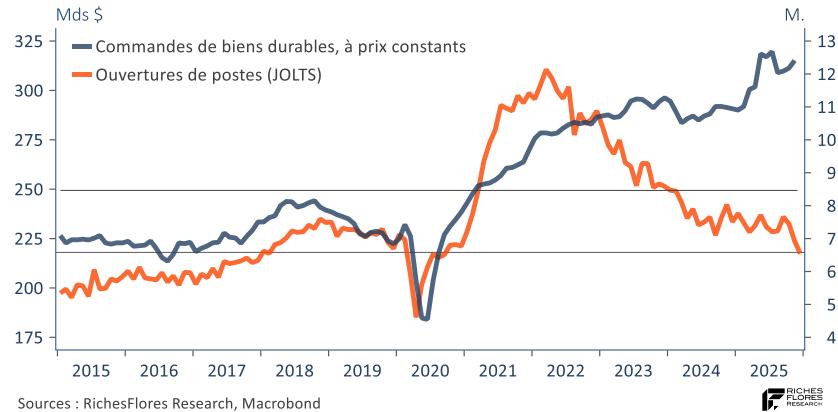
Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

6 février 2025

Grandeur et démesure des capex - Suite

C'était le thème de notre présentation du 11 décembre dernier, au cours de laquelle nous avions tenté de mettre en lumière les effets favorables des perspectives d'investissement sur les prévisions de croissance mondiale et les risques, simultanément assortis, de tensions sur les conditions de financement, les prix des matières premières et l'emploi, liés à un essor par trop rapide des capex dans les nouvelles technologies, IA en tout premier lieu. Ces questions animent depuis le début de l'année les réflexions des économistes et les tendances de marchés, à juste titre, devenus de plus en plus sensibles à un sujet, bien placé pour dominer les développements économiques et financiers en 2026. Où en sommes-nous ? Que retirer des tendances en cours en matière de perspectives économiques et de stratégie d'investissement ?

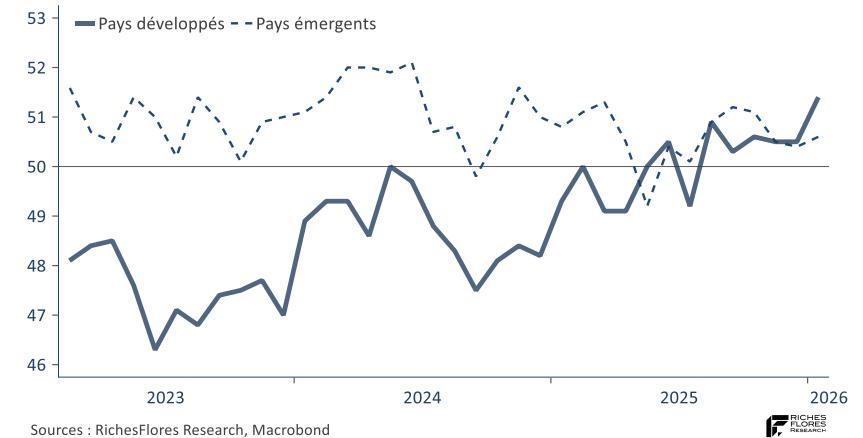
COMMANDES DE BIENS DURABLES ET OUVERTURES DE POSTES DE TRAVAIL AUX ETATS-UNIS



Une reprise toute particulière

Les dernières livraisons des indicateurs de climat des affaires le confirment, l'activité industrielle mondiale se reprend, sous l'impulsion d'une amélioration notable de la situation courante et des perspectives. Il y a bien longtemps, en effet, que l'indicateur PMI du climat des affaires manufacturier du monde développé, à 51,4 points en janvier, n'avait pas dépassé aussi franchement le niveau des 50 points, frontière entre la zone de croissance et de décroissance, et, plus longtemps encore, que l'indicateur n'avait pas supplanté celui des pays émergents.

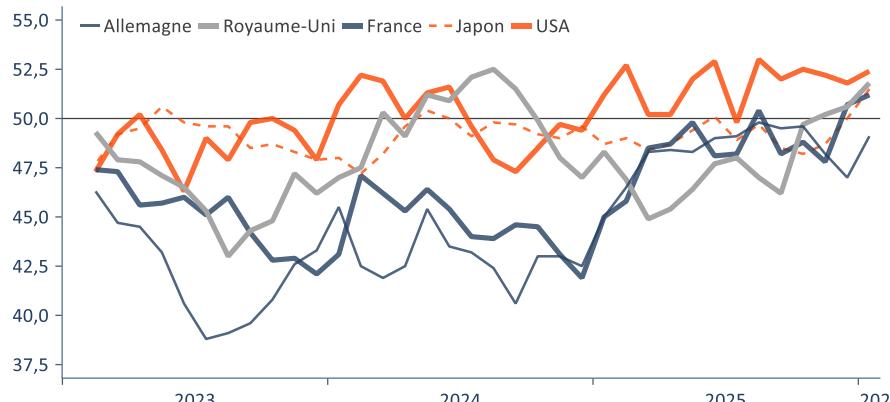
PMI MANUFACTURIER MONDIAUX



Quand bien même les écarts de situations restent souvent importants d'un pays à l'autre et les trajectoires soumises à d'importants aléas, l'amélioration, où que l'on regarde, est palpable.

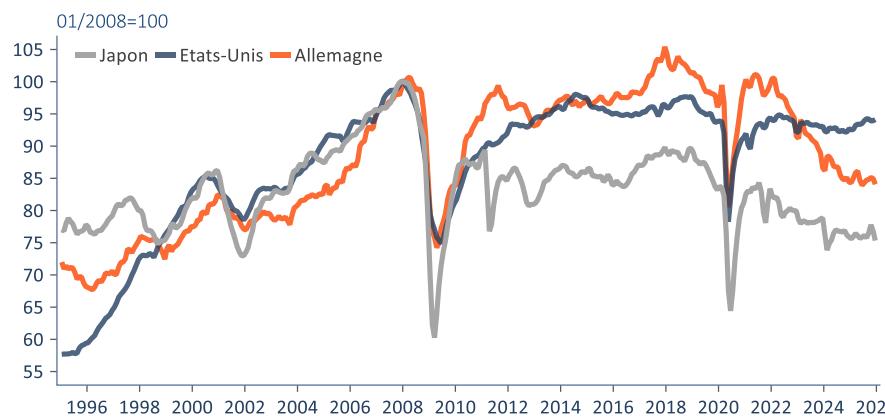
Japon, Royaume-Uni, France, Etats-Unis, même Allemagne, enregistrent tous une amélioration de leurs perspectives.

INDICES PMI MANUFACTURIERS * DU CLIMAT DES AFFAIRES

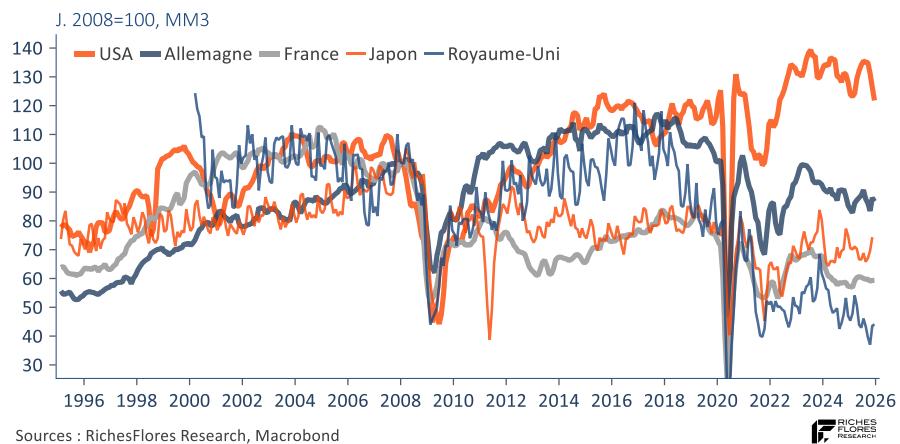


A l'origine de cette embellie, pas de secteurs traditionnellement en amont des phases de reprise : la production de biens intermédiaires est à la traîne, celle du secteur automobile l'est plus encore, comme amèrement souligné par les données de production allemande du mois de décembre (voir [notre analyse ici](#)).

PRODUCTION DE BIENS INTERMÉDIAIRES



PRODUCTION DU SECTEUR AUTOMOBILE DES PRINCIPAUX PAYS INDUSTRIALISÉS



Principalement, en effet, des biens d'équipement liés au développement des programmes de défense nationaux, à ceux des nouvelles technologies, l'IA en particulier, et de manière plus inégale, des investissements énergétiques.

Aucune de ces catégories n'est, toutefois, particulièrement bien renseignée par les nomenclatures usuelles de la comptabilité nationale. Seuls résultats, patents, les investissements dits « intellectuels », qui concernent les dépenses de recherche et développement, les achats de logiciels et dépôts de brevets, complétés de quelques indications sectorielles, souvent disparates, témoignent d'un changement notable de contexte dans un nombre croissant d'économies.

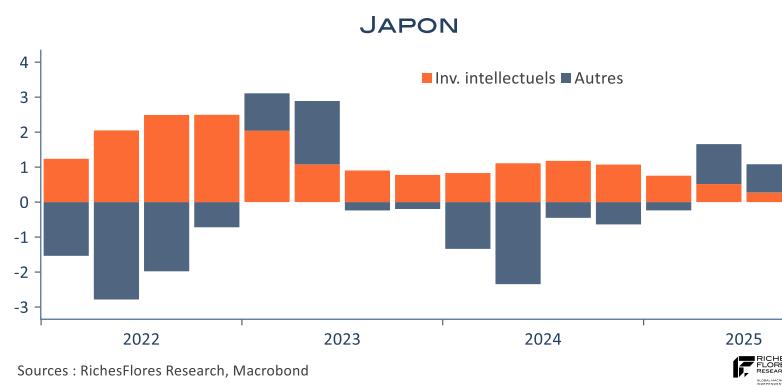
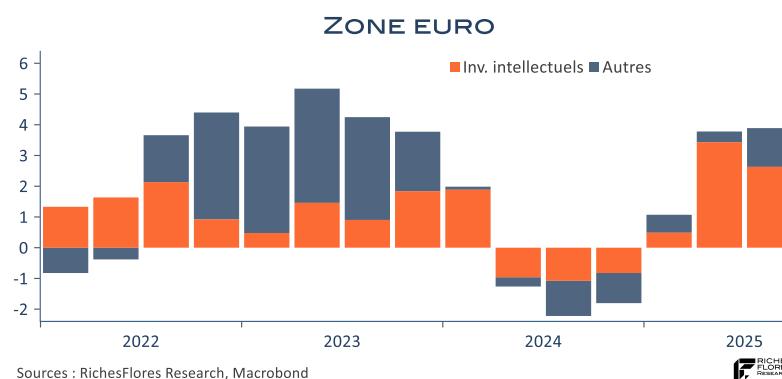
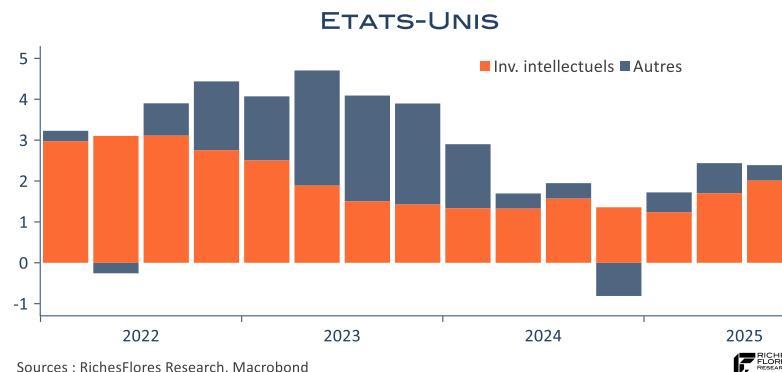
Aux Etats-Unis, cette catégorie domine largement les tendances de l'investissement productif depuis 2022, malgré une parenthèse en 2023 au cours de laquelle le boom des investissements de structures, consécutif aux plans Biden en faveur de la production de puces électroniques s'est taillé la part du lion.

Plus récemment, la contribution des dépenses d'investissement intellectuels à la croissance du total des dépenses d'investissement productif est également de plus en plus importante en Europe, excédant même, au cours des derniers trimestres celle des Etats-Unis.

C'est jusqu'à présent, en revanche, nettement moins le cas au Japon.

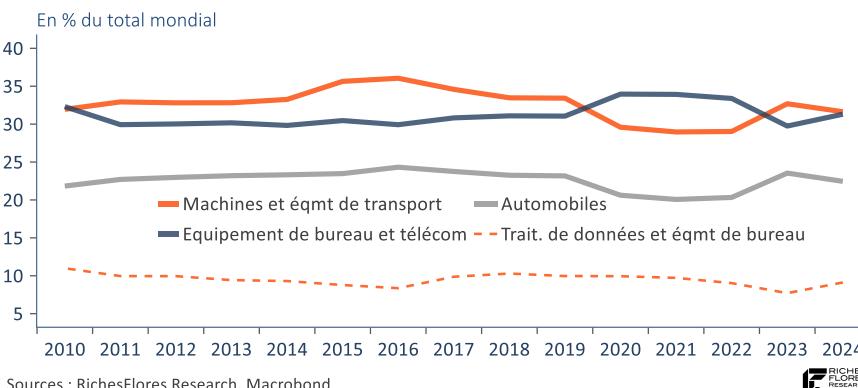
CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE ANNUELLE DE L'INVESTISSEMENT PRODUCTIF

A prix constants, en pt de croissance annuelle, MM2



De telles dépenses d'investissement ont la particularité de ne pas, ou très peu, générer d'échanges commerciaux, au contraire des achats d'équipement industriels et de transports, principaux moteurs structurels du commerce mondial. Si les biens électroniques, occupent avec les équipements télécom, une part équivalente à celle des machines dans les échanges mondiaux, tel est loin d'être le cas s'agissant des équipements relatifs au traitement de données, sans doute, plus encore dans le contexte actuel de contraintes protectionnistes.

STRUCTURE DES EXPORTATIONS MONDIALES DE MACHINES ET ÉQUIPEMENTS DE TRANSPORT

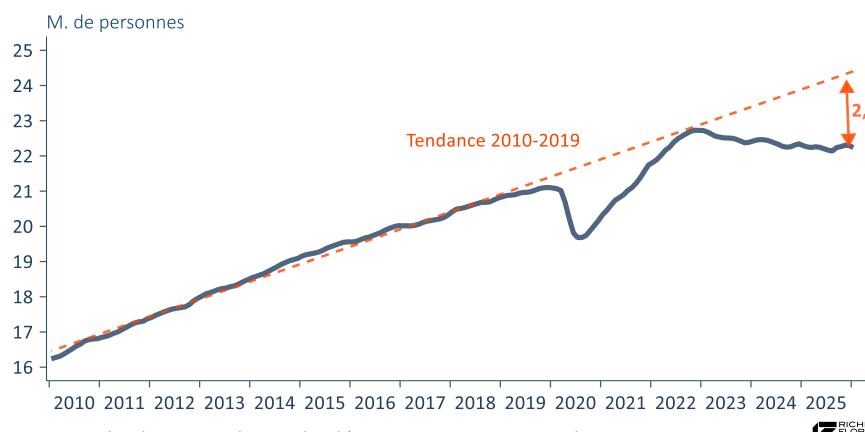


Malgré le manque d'informations suffisamment fines pour appréhender ces différents aspects avec précision, on comprend que la reprise en cours n'a pas grand-chose à voir avec les schémas classiques du passé et n'occasionne pas les mêmes enchaînements.

- L'absence de dynamique des échanges, par ailleurs, entravés par les dissensions commerciales et autres tarifs nés de l'administration Trump, est une caractéristique majeure de la situation en présence, qui a pour principale conséquence de réduire le potentiel de rattrapage conjoncturel, notamment pour les plus grands exportateurs manufacturiers, qui plus est, lorsqu'ils sont mal positionnés dans le segment technologique, comme c'est le cas des européens.
- Autre particularité, plus strictement liée à la frénésie d'investissement autour de l'IA, les développements de cette dernière constituent une barrière de plus en plus visible aux mécanismes traditionnels de diffusion de l'investissement à

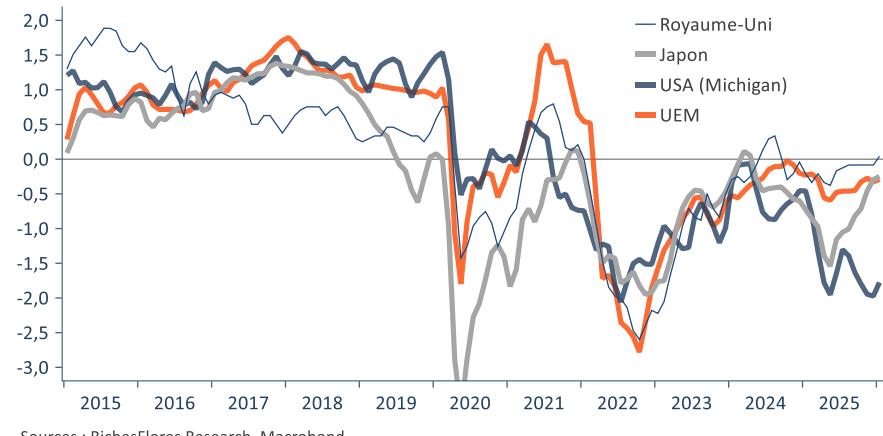
l'emploi. Les dernières données en provenance des Etats-Unis soulèvent, sur ce dernier point, de moins en moins de doutes. Les domaines les plus exposés à l'introduction de l'IA souffrent, manifestement, d'une dégradation d'ampleur de leur capacité à créer des emplois. C'est en particulier le cas dans les services professionnels, domaine qui, aux Etats-Unis, concentre un sixième du total des emplois salariés du secteur privé et a creusé ces trois dernières années un déficit de 2,2 millions de postes par rapport à ses tendances d'avant 2019.

EMPLOIS PRIVÉS US DES ACTIVITÉS DE SERVICES PROFESSIONNELS PAR RAPPORT À LEUR TENDANCE



Les succès de l'IA se diffusent donc très mal au reste de l'économie, laissant notamment les consommateurs sur le bas-côté de la reprise, comme c'est le cas dans la plupart des pays développés. Cette situation a pour effet de peser plus encore sur les activités traditionnelles, que ce soit en termes de consommation ou d'investissement immobilier.

INDICATEURS STANDARDISÉS DE CONFIANCE DES MÉNAGES



Un ensemble bancal, potentiellement moins inflationniste

Ces premières observations, bien qu'à confirmer, suggèrent plusieurs conclusions particulièrement importantes.

1- **À ce stade, l'essor de l'IA et des dépenses d'investissement qui lui sont liées n'ont pas la capacité d'entrainer une reprise généralisée, beaucoup plus profonde qu'aujourd'hui.** Ceci pour deux raisons principales : l'absence de relai à l'exportation, d'une part, le faible caractère redistributif du secteur, de l'autre, que ce soit en matière de dynamique productive ou d'emploi.

2- **À supposer que les tendances récentes se prolongent, le risque que les pertes d'emplois liées au développement de l'IA entament les perspectives de revenus et de demande, gagnerait en importance.** Ces effets, outre celui de peser sur les perspectives de croissance, pourraient avoir deux conséquences indirectes très significatives :

- Un accroissement des pressions à la baisse des rémunérations et, *in fine*, des risques inflationnistes, susceptibles d'ouvrir plus facilement la porte à une détente des taux d'intérêt.

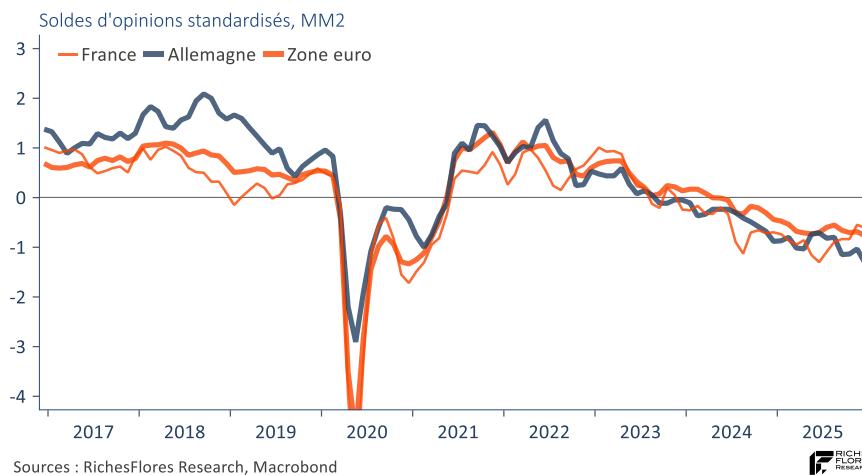
b. De moindres perspectives de débouchés des entreprises du secteur technologique par rapport à leurs attentes, comme certaines commencent déjà à l'évoquer, susceptible de se mouvoir en accroissement des risques assortis à la rentabilité des lourds investissements aujourd'hui engagés.

Rien de tout cela n'est, particulièrement, encourageant.

Aux Etats-Unis, la réforme fiscale de D. Trump pourrait avoir plus de difficultés à contrer l'ensemble de ces effets négatifs qu'initialement prévu.

Ailleurs, en Europe, notamment, les ressorts de la reprise ont tout lieu d'être relativement distendus. Malgré le bas niveau du taux de chômage, notamment mis en exergue par la BCE, les perspectives du marché de l'emploi sont loin d'être au beau fixe, accusant notamment une forte détérioration dans le tertiaire.

PERSPECTIVES D'EMPLOIS DANS LES SERVICES



Si l'absence de données suffisamment détaillées empêche de dire quelle est la part de cette détérioration liée à l'inertie de la demande, il fait peu de doutes que, là aussi, la percée de l'IA affecte les perspectives, à en juger, notamment, par le tracker de l'agence Indeed d'offres d'emplois.

Or, de ce côté-ci, peu de soutiens fiscaux à attendre.

AI TRACKER DE L'AGENCE INDEED



Trois conclusions d'investissement découlent de ce qui précède :

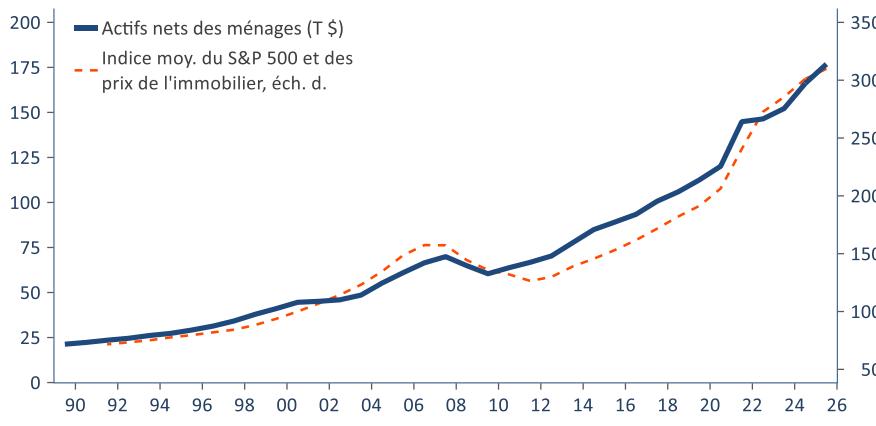
1- Aux Etats-Unis, la rotation sectorielle des valeurs technologiques vers les autres secteurs de la cote, susceptible d'atténuer les déceptions en provenance de l'IA attendues cette année, a tout lieu d'être poussive. L'impact positif de la réforme fiscale sur les revenus des ménages et leur consommation, ne sera, en effet, que temporaire, peu à même de contrer les effets délétères des pertes d'emplois, voire la disparition des effets richesse particulièrement puissants de ces deux dernières années, en provenance des valeurs technologiques.

PERFORMANCE SECTORIELLE DU S&P 500

%, en rythme mensualisé	Depuis 1er janv.		
	S2 2025	S1 2025	
Energie	33,0	0,9	-0,2
Cons. staples	19,2	-0,7	0,9
Materiaux	14,6	0,2	0,9
Industrielles	10,8	0,8	2,1
Pharmacie, biotech	2,8	4,4	-0,7
Serv. communication	2,5	3,9	1,9
Immobilier	2,4	-0,4	0,3
Utilities	0,9	0,7	1,4
Santé	-0,1	2,3	-0,3
S&P500	-0,6	1,8	0,9
Conso. discréSSIONnaire	-1,8	1,7	-0,7
Financières	-2,2	0,7	1,5
Tech./info	-4,3	2,8	1,3

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

EVOLUTION DE LA RICHESSE NETTE DES MÉNAGES AMÉRICAINS DU S&P ET DES PRIX IMMOBILIERS



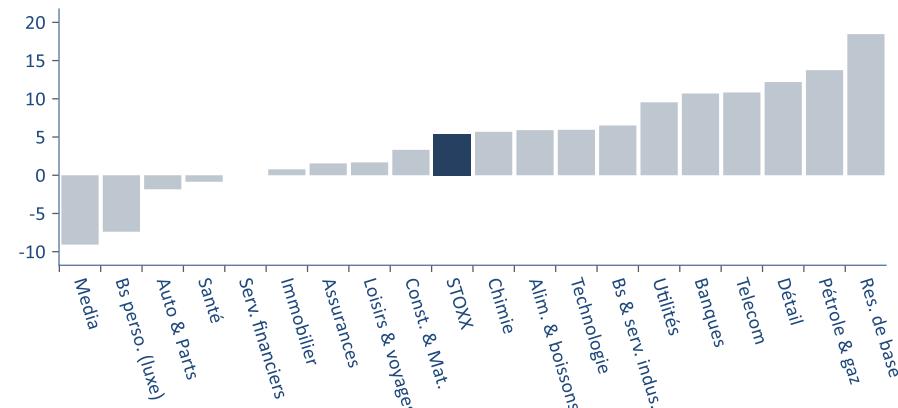
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les risques de déceptions sur fond, par ailleurs, d'instabilité politique croissante à l'approche des Midterms, n'incitent pas à privilégier le marché américain pour les mois à venir.

Les tensions sur la partie longue de la courbe des taux, pourraient, en revanche marquer le pas et redonner aux Treasuries, sinon leur statut de valeur refuge pour les investisseurs étrangers, du moins un regain d'attrait pour les investisseurs américains, en attendant le changement de présidence de la Fed.

2- En Europe, la reprise aura du mal, dans les conditions en présence, à se propager à l'ensemble de l'activité. Les secteurs traditionnels, généralement privilégiés durant les débuts de cycles, offrent toujours aussi peu d'attrait en dehors des segments directement liés aux politiques de la défense et, comme nous l'avions évoqué dans notre [HDV du 9 janvier](#), la discrimination entre les valeurs de la cote a tout lieu de persister, en dépit d'un début de rotation moins favorable aux bancaires et plus attrayant pour les industries de base, dont pétrole, progressivement, les secteurs technologiques, et les valeurs de l'alimentaire qui tirent, notamment, profit de perspectives mieux orientées du monde émergent.

PERFORMANCE SECTORIELLE DU STOXX DEPUIS LE 1ER DÉCEMBRE, EN % R.A.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

À terme, les déceptions sur la vigueur de la reprise pourraient finir par mettre la BCE en porte-à-faux, en particulier si les tensions salariales subissent, comme aux Etats-Unis, les effets induits des faibles développements du marché de l'emploi. Notre scénario, qui privilégiait jusqu'à présent une sortie par le haut des taux de financement, paraît plus fragile, susceptible de laisser, comme aux Etats-Unis, plus de place à un léger regain d'intérêt pour les obligations souveraines.

3- Les marchés du monde émergent semblent bien partis pour continuer à tirer leur épingle du jeu, tout à la fois soutenus par la défiance des investisseurs à l'égard du dollar américain, l'afflux persistant de demande de matières premières et les effets positifs des développements technologiques sur leur potentiel de croissance. L'approfondissement des relations entre les pays du Sud Global, Chine en trame de fond, participe de ce regain d'intérêt de pays, aujourd'hui, définitivement plus structurés et mieux armés, en même temps que plus diversifiés pour faire face aux aléas internationaux.

Pour rappel, publications récentes et support de présentation de décembre

SUR LE VIF – En Allemagne, les stigmates d'une reprise sans les poids lourds industriels 6 février

[POST VIEW - La BoE passe inaperçue face au regain de crispations sur les marchés américains](#) 5 février

[SUR LE VIF - France-Allemagne, du mieux concret dans l'industrie](#) 5 février

[SUR LE VIF – Aux Etats-Unis, les destructions d'emplois s'accélèrent dans les services professionnels](#) 4 février

[SUR LE VIF – Déflagration ?](#) 2 février

[HDV – N'attendons rien de la BCE !](#) 30 janvier

[HDV – Un pays vieux, comme le Japon, peut-il prétendre à des politiques de relance ?](#) 23 janvier

[HDV – Les moindre appétit pour la Tech américaine, pour l'instant sans dommage,](#) 16 janvier

[PRESENTATION DU 11 décembre 2025 : « Grandeur et démesure des capex »](#)

Véronique Riches-Flores

contact.vrf@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes

RichesFlores Research 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 protégée par le fait que RichesFlores Research 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 RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research 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 RichesFlores Research

Contenu non-contratuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact.vrf@richesflores.com