

Entre inflation, taux d'intérêt et IA

Par *Laurence De Munter, CFA*



L'inflation et l'augmentation de la dette publique ont contribué à la hausse des taux d'intérêt, mais un troisième facteur entre également en jeu : une croissance économique plus forte.

La croissance des bénéfices soutient les marchés actions, mais tous les bénéfices ne se valent pas

L'inflation revient au centre de l'attention. Le conflit entre les États-Unis et l'Iran se prolonge au-delà des prévisions. Depuis le début de l'année, les prix du pétrole et du gaz ont fortement augmenté. Cette évolution a un impact important sur l'inflation en Europe et aux États-Unis, qui repart à la hausse et s'éloigne davantage de l'objectif de 2 % fixé par les banques centrales.

La persistance d'une inflation élevée a incité la BCE et la Réserve fédérale américaine à relever de nouveau leurs taux directeurs. Cette situation est généralement défavorable aux marchés financiers. La hausse des taux pèse sur la valeur des obligations existantes, renchérit les coûts de financement et peut freiner la croissance économique. **Pour les actions, des taux plus élevés impliquent une actualisation plus sévère des bénéfices futurs. Une**

forte croissance des bénéfices peut toutefois compenser en partie cet effet.

L'inflation ne freine pas seulement la croissance : elle exerce également une pression à la hausse sur le coût de l'emprunt. Les banques centrales fixent les taux directeurs, tandis que le marché détermine dans une large mesure les taux d'intérêt à plus longue échéance. Dans un contexte de hausse de la dette publique, les investisseurs obligataires peuvent exiger une rémunération plus élevée pour prêter aux États.

Les pays occidentaux tels que les États-Unis, la France et la Belgique sont confrontés à des coûts de financement plus élevés. Ainsi, le gouvernement américain consacre environ 1 200 milliards de dollars par an au paiement des intérêts sur sa dette. Ce montant est environ deux fois supérieur à celui d'il y a cinq ans et dépasse désormais le budget total de la défense américaine.

Il devient de plus en plus évident que l'IA contribue à améliorer la productivité. En revanche, son impact à terme sur le marché du travail, sur les modèles économiques des entreprises et sur la répartition de la croissance économique demeure beaucoup plus incertain.

L'une des solutions dont disposent les États fortement endettés pour gérer leur dette consiste à recourir à la répression financière. Celle-ci consiste à maintenir les taux d'intérêt à un niveau inférieur à celui de l'inflation pendant une période prolongée. Le taux d'intérêt réel devient alors négatif : les épargnants et les détenteurs d'obligations perçoivent certes des intérêts, mais perdent du pouvoir d'achat lorsque l'inflation est supérieure à ces derniers. En Europe, nous observons actuellement une situation dans laquelle les taux directeurs sont déjà inférieurs à l'inflation.

L'inflation et l'augmentation de la dette publique ont contribué à la hausse des taux d'intérêt, mais un troisième facteur entre également en jeu : une croissance économique plus forte.

Tout miser sur l'IA

Alors que les marchés obligataires sont confrontés à des taux d'intérêt plus élevés, un thème d'investissement reste pratiquement aussi porteur qu'auparavant : l'intelligence artificielle. Les investissements dans l'IA ne semblent pas

ralentir. La demande en puissance de calcul et en mémoire continue de croître fortement. Les hyperscalers — Microsoft, Amazon, Google et Meta — s'attendent à ce que leurs dépenses d'investissement (capex) en 2026 soient deux fois plus élevées que l'année dernière. Ces investissements doivent être financés. Au-delà de leurs flux de trésorerie existants, les entreprises font de plus en plus appel aux marchés de capitaux et aux véhicules ad hoc¹. Selon J.P. Morgan, la dette à long terme des hyperscalers et de Nvidia représentera cette année plus d'un tiers du montant total des nouvelles émissions de dette du Trésor américain à long terme.

Pour les investisseurs, cette situation crée une dynamique intéressante. Les obligations d'entreprises offrent généralement un taux d'intérêt supérieur à celui des obligations d'État, ce qui peut les rendre plus attrayantes pour les investisseurs à la recherche de rendements plus élevés. Mais, dans le même temps, les investisseurs se posent une question fondamentale : les investissements colossaux consacrés à l'IA se traduiront-ils effectivement par une hausse suffisamment

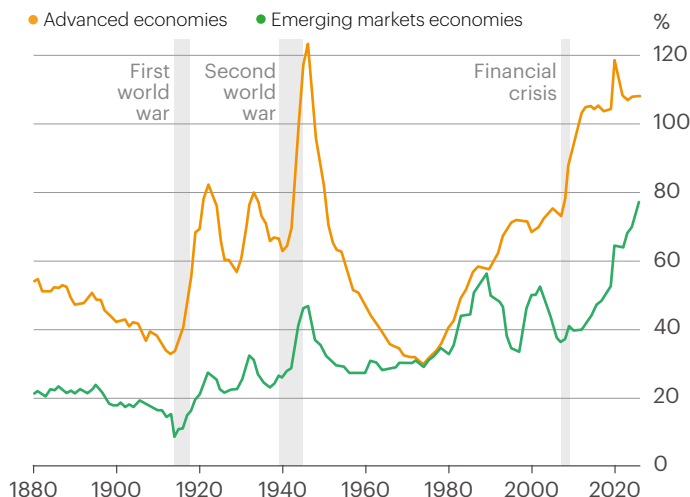
importante des bénéfices ? Il devient de plus en plus évident que l'IA contribue à améliorer la productivité. En revanche, son impact à terme sur le marché du travail, sur les modèles économiques des entreprises et sur la répartition de la croissance économique demeure beaucoup plus incertain.

Le développement de l'IA a aussi pris une dimension géopolitique. Les dirigeants d'Anthropic, d'OpenAI, de SpaceX et de Mistral ont publiquement mis en garde contre les risques potentiels liés à l'IA. En parallèle, les vulnérabilités et les problèmes de sécurité liés aux agents d'IA se multiplient.

Pour les États-Unis, ralentir le développement de l'IA n'est toutefois pas un choix simple. La concurrence technologique avec la Chine s'intensifie. Bien que la Chine n'ait pas accès aux puces Nvidia les plus avancées, les entreprises chinoises spécialisées dans l'IA parviennent à développer des modèles qui, selon différentes mesures, obtiennent des résultats compétitifs à un coût nettement inférieur.

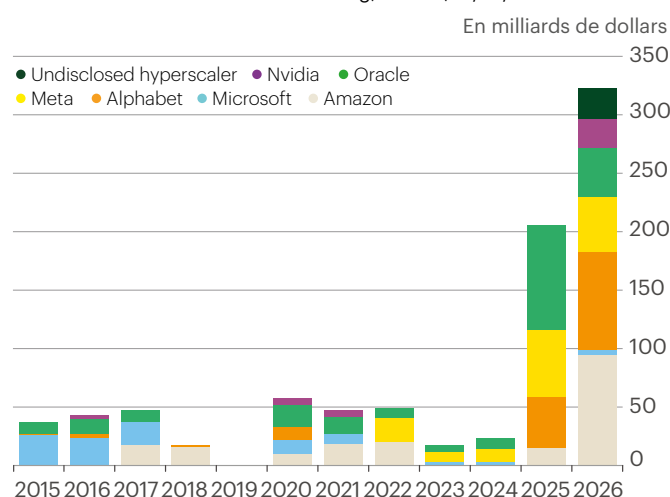
Graphique 1 : La dette publique atteint de nouveaux sommets

General government debt as a % of GDP. Source : IMF, FT



Graphique 2 : Nouvelles émissions obligataires des hyperscalers, de Nvidia et des SPV.

Source : Bloomberg, JPMAM, 31/08/26



¹ SPV : Special Purpose Vehicle, entité juridique constituée séparément dans un but spécifique, dont les dettes sont juridiquement distinctes de celles de la société mère.



L'enjeu ne réside donc plus seulement dans la puissance de calcul, mais aussi dans l'efficacité : quelle quantité d'intelligence peut-on produire au regard du capital investi, de l'énergie consommée et de la puissance de calcul mobilisée ? La réponse contribuera à déterminer le rendement que produiront les investissements colossaux consacrés à l'IA.

Quelles conséquences pour les valorisations ?

Selon l'indicateur de valorisation le plus couramment utilisé, le ratio cours/bénéfice prévisionnel (forward P/E), le marché n'est pas particulièrement cher par rapport aux niveaux historiques. D'autres indicateurs de valorisation, tels que le ratio CAPE² et le ratio cours/chiffre d'affaires prévisionnel (forward P/S), se situent en revanche à des niveaux nettement plus élevés.

La question essentielle n'est pas de savoir si les actions sont aujourd'hui « chères », mais si les prévisions de bénéfices sur lesquelles reposent les valorisations actuelles pourront se concrétiser. C'est précisément à ce niveau que l'IA joue un rôle crucial.

La performance des marchés actions repose dans une large mesure sur un groupe relativement restreint d'entreprises. **Un petit nombre de grandes entreprises technologiques et spécialisées dans l'IA est à l'origine d'une part importante de la croissance des bénéfices et de la performance boursière au sein du S&P 500. Cela confère à l'indice un puissant moteur de**

croissance, mais le rend également sensible aux anticipations liées à l'IA. Par ailleurs, les différents acteurs de l'écosystème de l'IA sont de plus en plus interdépendants. Nvidia investit, par exemple, dans CoreWeave, tandis que CoreWeave utilise presque exclusivement des GPU Nvidia pour ses centres de données.

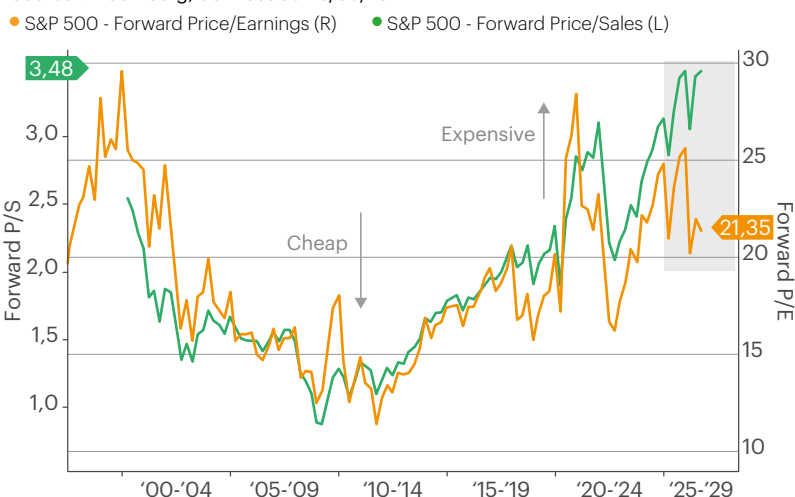
Cette interdépendance joue un rôle d'amplificateur. La croissance d'une entreprise génère en effet des revenus, des investissements ou des plus-values chez d'autres entreprises du même écosystème. Tant que la demande en IA continue de croître fortement, ce mécanisme peut accélérer la croissance. Il peut toutefois aussi fonctionner en sens inverse lorsque la demande, la propension à investir ou les valorisations reculent.

Il convient donc de distinguer la croissance de la productivité, la croissance des bénéfices et le rendement des participations dans l'IA. 2026 est une année exceptionnellement favorable en termes de progression du bénéfice par action. Pourtant, c'est surtout le « bénéfice par action provenant des autres produits », autrement dit les « plus-values sur participations », qui a fortement progressé (graphique 4). Le graphique montre par ailleurs que la médiane est pratiquement inchangée. La forte croissance est donc essentiellement concentrée sur un petit groupe de valeurs liées à l'IA.

Un bon exemple est celui d'Amazon : son bénéfice net a progressé de 245 % sur un an au deuxième trimestre, pour atteindre 62,6 milliards de dollars.

Graphique 3 : Les ratios forward P/S et P/E racontent une histoire différente

Source : Bloomberg, données au 29/09/26.



² Ratio CAPE : Cyclically Adjusted Price-to-Earnings ratio, le ratio cours/bénéfice des dix dernières années, corrigé de l'inflation.

2026 est une année exceptionnellement favorable en termes de progression du bénéfice par action de l'indice américain S&P 500. Pourtant, c'est surtout le « bénéfice par action provenant des autres produits », autrement dit les « plus-values sur participations », qui a fortement progressé.

Environ 85 % de ce montant (53,4 milliards de dollars) provenait principalement de la hausse de la valeur de sa participation dans Anthropic. Les performances opérationnelles sous-jacentes étaient également solides : le résultat d'exploitation a progressé de 43 % et AWS a enregistré une croissance de 37 % de son chiffre d'affaires. Mais l'essentiel du bénéfice net provenait d'une hausse de valorisation comptable non réalisée, et non de flux de trésorerie.

Amazon n'est pas un cas isolé. Chez Alphabet, le bénéfice net a progressé de 298 % au cours du même trimestre, pour atteindre 112 milliards de dollars, principalement grâce à 98 milliards de dollars d'autres produits provenant de plus-values non réalisées sur des participations. Selon Alphabet, cette forte hausse était principalement liée à l'appréciation de ses participations dans SpaceX et dans une autre entreprise non cotée.

Pour les investisseurs, il est donc essentiel de déterminer quelle part de la croissance actuelle des bénéfices est structurelle et quelle part résulte de la hausse des valorisations au sein de l'écosystème de l'IA. Les bénéfices



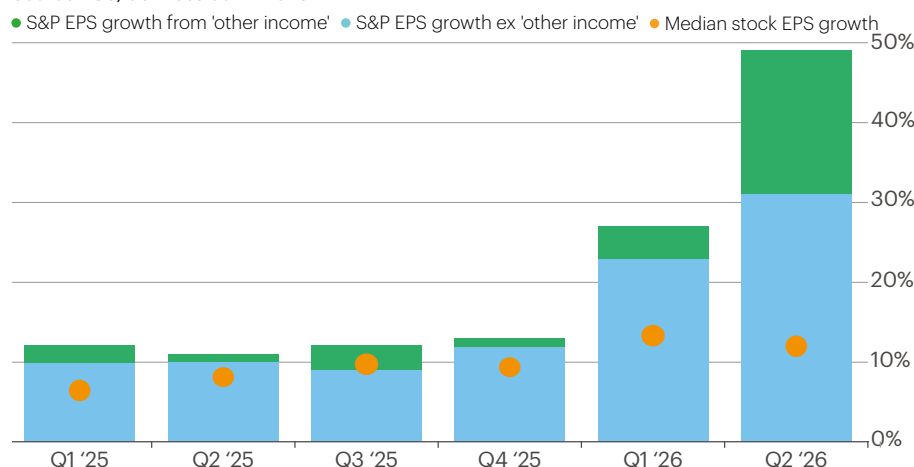
provenant de participations sont plus volatils, se transforment moins directement en trésorerie et justifient un multiple de valorisation inférieur à celui des bénéfices issus d'activités récurrentes, comme les activités cloud. Plus la part structurelle est importante, plus le socle sur lequel reposent les valorisations actuelles est solide.

Les marchés financiers se trouvent aujourd'hui à un tournant intéressant. D'un côté, la hausse de l'inflation, l'augmentation de la dette publique et la remontée des taux d'intérêt constituent des vents contraires. La hausse des taux mérite une attention particulière : elle renchérit les coûts de financement des États, des

entreprises et des ménages et pèse sur la valorisation des actifs financiers. D'un autre côté, l'économie mondiale est au cœur d'une vague d'investissements technologiques d'une ampleur sans précédent. L'IA génère des investissements considérables dans les infrastructures, les puces, les centres de données et les logiciels et contribue, en 2026, à une progression exceptionnelle du bénéfice par action attendu. Si ces investissements se traduisent par une hausse structurelle de la productivité et des bénéfices, la croissance future des bénéfices pourrait soutenir les valorisations actuelles.

Pour les investisseurs, cette situation plaide en faveur d'un portefeuille équilibré. L'IA offre un réel potentiel de croissance, mais une forte concentration des investissements sur quelques acteurs du secteur expose davantage le portefeuille au risque que leurs résultats ne soient pas à la hauteur des attentes du marché. Néanmoins, rester totalement à l'écart des marchés n'est pas une solution : en période d'inflation élevée, les liquidités perdent du pouvoir d'achat, d'autant plus que les taux directeurs en Europe sont actuellement inférieurs à l'inflation. Une diversification adéquate entre régions, secteurs et classes d'actifs reste donc le meilleur moyen de tirer parti des opportunités de croissance. •

Graphique 4 : La forte progression des bénéfices des entreprises du S&P 500 a été principalement tirée par les acteurs de l'IA et les plus-values réalisées sur leurs participations dans l'IA
Source : GS, données du T2 2026.



LUXEMBOURG

120, Boulevard de la Pétrusse
L-2330 Luxembourg
Tel (+352) 453929-1

BELGIQUE

142, Avenue Franklin Roosevelt
B-1050 Bruxelles
Tel (+32) 2 230 32 27

Jan Van Rijswijcklaan 200
B-2020 Anvers
Tél (+32) 3 220 00 60

TVA LU18162363 - BE0861.975.652
R.C. Luxembourg B 56002
info@sdm.lu www.sdm-privatebanking.com

DESIGN & PRODUCTION vinix.agency

LE POINT FINANCIER

Copyright © 2026 Securities De Munter.
Tous droits réservés.

Disclaimer. Ce document est une publication de la société Securities De Munter, société réglementée par la CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier) au Grand-Duché de Luxembourg. Cette publication ne peut être considérée comme une proposition d'investissement. Il s'agit d'un document informatif n'engageant en aucun cas la société. La société Securities De Munter ne garantit pas que les instruments financiers utilisés dans ce document vous correspondent. Toutes transactions financières réalisées par vos soins tenant compte des informations financières délivrées dans cette brochure sont exécutées à votre entière responsabilité. Investir dans certains instruments financiers (comme les actions) peut induire certains risques importants. Avant l'exécution de toute transaction, l'investisseur doit disposer d'un niveau de connaissance et d'expérience nécessaire à la compréhension des risques liés à l'utilisation de certains instruments financiers. Dans certains cas, ces risques peuvent conduire à la diminution temporaire voire la perte de tout ou partie du capital investi. Les collaborateurs de la société Securities De Munter peuvent vous aider dans la diversification des instruments financiers. Les éventuels rendements qui pourraient figurer dans la présente brochure sont établis sur base du passé. Ceux-ci ne constituent, en aucune manière, une garantie pour le futur. Nous ne sommes, également, aucunement en mesure de garantir que les scénarios attendus et les niveaux de risques explicités dans la brochure ne prendront forme dans la réalité. Ceux-ci doivent uniquement être utilisés comme indicateur informatif. L'ensemble des données qualitatives et quantitatives dans cette brochure sont à considérer comme indicateur et sont également susceptibles d'évoluer dans le temps. Les fluctuations des devises peuvent également influencer les résultats et les rendements affichés. Les informations établies dans cette brochure par l'auteur des articles sont éditées à une date précise. Bien que les analyses émanent de sources fiables, nous ne pouvons garantir de manière absolue l'authenticité, le caractère complet et la mise à jour parfaite des données utilisées. La société Securities De Munter ne peut, en aucun cas, être tenue responsable du caractère incorrect ou incomplet des données utilisées dans la présente brochure. Aucun article figurant dans cette brochure ne peut, sans l'autorisation écrite et formelle de la société Securities De Munter être reproduite ou publiée à quelque fin que ce soit. Cette publication est soumise aux lois luxembourgeoises sur les publications financières.