

Outlook & Convictions

Banque Privée #17



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Outlook & Convictions

Banque Privée #17



Édito	6
par Nicolas Bickel, CFA	6
Macro éco	9
par Dr. Mathilde Lemoine	10
L'économie mondiale s'adapte	
Matières premières	17
par Manuel Maleki, Ph. D	18
Ormuz: un choc, plusieurs trajectoires	
Actions	23
par Hervé Prettre	24
Des perspectives toujours positives pour les marchés actions	
Dossier spécial	29
par Anthony Toupin et Xiadong Bao	30
Semi-conducteurs et intelligence artificielle: où en est le cycle d'investissement ?	
Obligations	41
par Guilhem Savry et Rami Boustany	42
Crédit ou souverain: rester sélectif	
Marché des changes	49
par Jean-Marc Guillot	50
Moins de bruit et de fureur ?	



Édito



Nicolas Bickel, CFA
Group Head of Investment
Private Banking & CIO

Le conflit entre l’Iran et les États-Unis, avec comme point central le blocage du détroit d’Ormuz, aura tenu en haleine les investisseurs pendant plus de trois mois sans pour autant faire dérailler les marchés financiers. En effet, malgré une inflation en hausse, des politiques monétaires devenues plus restrictives et une confiance des consommateurs sous pression, les marchés actions ont délivré une performance positive depuis le début du conflit.

Soutenu par l’espoir d’un accord de paix et une excellente saison des résultats d’entreprises, notamment pour certaines valeurs technologiques dont la croissance des bénéfices a doublé, l’indice américain S&P 500 a ainsi touché 20 nouveaux plus hauts depuis le 15 avril et 25 depuis le début de l’année, soulignant combien la tendance haussière est forte. Cependant, la concentration sur quelques secteurs et valeurs reste très importante dans cette période de rebond, avec seulement 26% des entreprises surperformant l’indice. Le secteur technologique a contribué depuis début avril à environ 80% de la performance de l’indice.

Les marchés émergents ont également surperformé, le MSCI Emerging Markets étant en hausse de 20% depuis fin mars contre 14% pour le MSCI World. Cela dit, cette performance ne s’explique pas par les moteurs traditionnels des marchés émergents, tels qu’un dollar faible ou la baisse des taux d’intérêt, mais bien par les valeurs technologiques. À elles seules, trois d’entre elles - TSMC, Samsung et SK Hynix - ont généré plus de 80% de la performance enregistrée depuis le début de l’année 2026. Le secteur Tech constitue désormais près de la moitié du poids de l’indice Emerging Markets tandis que trois pays, à savoir la Chine, la Corée et Taïwan, en représentent 70%.

En Europe, l’Euro Stoxx 50 a légèrement sous-performé les autres zones géographiques en raison d’une plus faible exposition technologique, mais aussi de l’impact de la hausse des prix de l’énergie sur les coûts de production, liée au conflit au Moyen-Orient.

Malgré des inquiétudes sur l’éclatement d’une bulle technologique, et des polémiques autour de l’intelligence artificielle, la robustesse de la demande de semi-conducteurs ainsi que les espoirs portés par l’introduction en bourse de SpaceX ont offert un nouveau souffle au secteur, lui permettant de battre de nouveaux records.

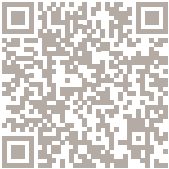
Dès le mois d’avril, notre scénario économique intégrait un léger ralentissement de la croissance mondiale et reposait sur la signature d’un accord de paix et la réouverture graduelle du trafic maritime avant l’été. Ce scénario a été confirmé par le protocole d’accord annoncé le 15 juin entre les États-Unis et l’Iran, ce qui renforce nos perspectives optimistes pour la suite de l’année 2026. Nous anticipons une baisse de l’inflation et une croissance du PIB mondial de 2,3%, dont 1,9% aux États-Unis et 0,5% en zone euro, avant un léger rebond en 2027.

Cela dit, bien que de nombreux indicateurs économiques semblent très résilients, nous sommes entrés dans une période de plus grande incertitude durant laquelle les deux parties vont devoir finaliser les détails de cet accord d’ici mi-août. De plus, malgré le super cycle d’investissement que nous observons, notamment sur le secteur technologique, les taux d’intérêt élevés, résultant de déficits publics importants, d’une inflation qui devrait malgré tout se maintenir au-dessus des objectifs des banques centrales et d’une instabilité politique accrue, devraient peser sur le coût du capital et, *in fine*, sur la croissance mondiale.

Nous restons constructifs sur les marchés actions pour la plupart des zones géographiques à la suite de la baisse de cours du pétrole et du rebond potentiel de la consommation. Nous avons une préférence pour les secteurs industriels, les banques européennes et certains domaines de la technologie. Nous maintenons notre sous-pondération sur les obligations étatiques et favorisons les durations courtes en raison de la dégradation des finances publiques à moyen terme. Nous réitérons notre conviction positive sur l’or qui devrait continuer de bénéficier des intentions d’achats importantes des banques centrales, bien qu’un dollar fort et une Réserve fédérale américaine plus restrictive puissent peser sur son prix à court terme.

Dans cette édition, nous vous partageons notre scénario économique ainsi que nos convictions sur le marché des actions et des obligations. Notre dossier spécial se penche sur le potentiel du secteur des semi-conducteurs dont la valorisation a plus que doublé cette année, et plus largement sur la thématique de l’intelligence artificielle.

Je vous souhaite une excellente lecture et un bel été.



Nos perspectives
en vidéo



Gitana 18, Maxi Edmond de Rothschild, Lorient.

Macro éco



L'économie mondiale s'adapte

Dr. Mathilde Lemoine
Group Chief Economist Edmond de Rothschild

Le reflux des prix des matières premières énergétiques s'est amplifié à la suite de l'accord entre les États-Unis et l'Iran. Cette détente, même volatile et soumise aux tensions entre les protagonistes, valide notre scénario central de ralentissement mondial présenté en avril dernier (cf. *Outlook & Convictions #16, «De l'énergie à l'économie mondiale: le choc de la guerre au Moyen-Orient se propage»*). Ce scénario fondé sur l'hypothèse d'un accord américano-iranien avant l'été intégrait un repli des prix des matières premières au deuxième semestre 2026, limitant les risques de second tour inflationniste et de récession mondiale.

Outre le recul des prix des matières premières, les risques inflationnistes sont réduits par la faiblesse de la demande. En effet, l'accélération de l'inflation résultant de la hausse des prix de l'énergie et de la nourriture a été plus rapide que celle des salaires. Le pouvoir d'achat des ménages a en conséquence déjà diminué. De plus, la capacité des entreprises à augmenter leurs prix de vente est beaucoup plus contrainte qu'en 2022 comme le montre notre économiste zone euro dans sa récente note intitulée *«Les amortisseurs de 2022 ont disparu»*. Les subventions aux prix de l'énergie ont également été plus limitées. Aux États-Unis, la consommation des ménages donne des signes de faiblesse à la suite du ralentissement des salaires réels, et ce malgré un marché de l'emploi encore dynamique. En Chine, les ventes au détail sont toujours poussives. D'ailleurs, la Réserve fédérale ne semble pas pressée d'augmenter ses taux directeurs, les anticipations d'inflation restant bien ancrées.

En parallèle, l'impact récessif de la hausse brutale des prix des matières premières et des arrêts de production de mars à juin a été limité par la réactivité des transporteurs qui ont utilisé d'autres routes maritimes et terrestres, et par l'augmentation de la production de pétrole américain, canadien, brésilien... De plus, le stockage d'anticipation a tiré les exportations asiatiques. Ensuite, les entreprises ont révélé une plus grande capacité d'adaptation aux ruptures d'approvisionnement grâce à la diversification qu'elles ont engagée lors de la pandémie, en particulier aux États-Unis et en Chine où les délais d'approvisionnement ont augmenté de 8% et 3% respectivement contre 20% en zone euro. Enfin, les déclarations du Président américain laissant entendre des pourparlers de paix avaient limité la hausse du prix du pétrole après son pic de 126 dollars le baril de Brent le 30 avril 2026. À la suite de l'accord annoncé entre les États-Unis et l'Iran, il a baissé à 84 dollars le baril le 15 juin 2026 au matin, avant de remonter légèrement au gré des attaques.

Ces évolutions récentes ont conduit les institutions internationales polarisées entre scénario adverse et sévère à considérer celui d'un ralentissement modéré semblable à notre scénario central. La Banque centrale européenne (BCE), par exemple, a ajouté lors de sa dernière réunion du 11 juin un scénario plus modéré (*«milder»*) à ceux retenus jusqu'à présent qu'elle avait qualifié de *«severe»* et *«adverse»*.

Scénario central Edmond de Rothschild

Impact de la guerre au Moyen-Orient avec arrêt fin juin

Notre Scénario central «ralentissement»	2025		2026		2027	
	PIB	Inflation	PIB	Inflation	PIB	Inflation
Monde	2.8	3.1	2.3	3.7	2.6	2.8
États-Unis	2.1	2.7	1.9	3.4	2.1	2.5
Zone Euro	1.5	2.1	0.5	3.2	0.7	2.4
Suisse			1.0	0.8	1.3	0.5
Chine	5.0	0.0	4.8	0.9	4.8	0.7
Japon	1.2	3.2	0.8	2.2	1.0	1.6
Inde	7.5	2.0	6.0	5.3	6.4	5.1
Brésil	2.3	5.1	2.1	4.3	2.3	4.0

Calculs réalisés avec le modèle de prévisions Edmond de Rothschild Economic Research

Forte adaptation de l'économie mondiale au choc pétrolier et aux ruptures d'approvisionnement
L'impact de la guerre au Moyen-Orient a été limité par une forte capacité d'adaptation des acteurs économiques. L'acheminement par la route des containers au Moyen-Orient, l'utilisation d'autres ports en Syrie, au Pakistan ou en Inde pour les transits, l'augmentation des volumes via le cap de Bonne-Espérance et le canal de Panama, l'accroissement des exportations américaines, canadiennes, brésiliennes et russes de pétrole, la libération des stocks stratégiques de pétrole sont autant de stratégies qui ont eu pour conséquence directe de limiter la hausse du prix du pétrole, les ruptures d'approvisionnement et les fermetures d'unités de production. Les exportations supplémentaires de pétrole des pays d'Amérique et de la Russie ont représenté jusqu'à 20% de la baisse des volumes transportés via le détroit d'Ormuz, selon notre spécialiste matières premières Manuel Maleki. En parallèle, les entreprises ont pu bénéficier de leurs investissements



réalisés à la suite de la pandémie pour réduire leur dépendance d'approvisionnement et limiter ainsi l'impact très négatif des arrêts de production observés en Asie. Les entreprises ont pu diversifier leurs fournisseurs. L'accumulation de capacité de substitution depuis le Covid a évité une forte chute de la production industrielle mis à part au Moyen-Orient bien sûr, où elle a chuté de 44% depuis février. Les chiffres du commerce illustrent cette forte capacité d'ajustement et d'adaptation des infrastructures de transport puisque les volumes échangés continuent à progresser.

Du côté de l'énergie, la guerre entre les États-Unis et l'Iran a révélé la plus faible dépendance de l'économie mondiale au pétrole. La réduction de l'intensité énergétique de 26% depuis 2000 dans le monde, les investissements technologiques et le développement de l'énergie renouvelable ont rebattu les cartes et réduit l'impact récessif d'une hausse du prix du pétrole sur l'économie mondiale. Mais le véritable enjeu est que cette baisse n'a pas eu lieu au même rythme, ni concerné les mêmes usages énergétiques, ni avec les mêmes conséquences macroéconomiques selon les pays.

La tertiarisation et la baisse du poids de l'industrie lourde ont permis à la Roumanie de réduire son intensité énergétique de 61%, à la Lituanie de 58%, à la Bulgarie de 48% et à l'Albanie de 49%. Au Royaume-Uni, la désindustrialisation a engendré un recul de l'intensité énergétique de 50%! À l'inverse, elle a diminué de 38% en Allemagne et de 29% en Corée malgré leur large base industrielle. Enfin, plusieurs petits pays comme Aruba, Djibouti ou le Rwanda ont vu l'énergie nécessaire pour produire une unité de PIB se contracter de 81%, 46% et 55% respectivement. Parallèlement, la transition énergétique a été asymétrique. Les pays où la production d'électricité renouvelable a le plus augmenté depuis 2000 sont la Chine, les États-Unis, l'Inde, l'Allemagne, le Brésil et le Royaume-Uni. Pour les transports, les États-Unis arrivent en tête devant le Brésil, la Chine, l'Indonésie et l'Allemagne. Et pour le chauffage/climatisation, les pays ayant le plus augmenté leur recours aux énergies renouvelables sont l'Inde, le Nigéria, le Brésil, l'Éthiopie, et le Pakistan.

L'Europe, quant à elle, souffre de voir son avantage relatif résultant de la forte baisse passée de son intensité énergétique s'éroder rapidement. Près de 50% des réseaux électriques européens ont entre 40 ans et 50 ans et ne sont plus adaptés aux nouvelles structures de production et de consommation. Les bénéfices de l'amélioration de l'efficacité énergétique n'ont été que marginalement réinvestis dans la modernisation des infrastructures et l'innovation.

L'intelligence artificielle (IA), un moteur de croissance et de commerce mondial

Le ralentissement de la production industrielle et les arrêts de production ont mis en évidence la contribution importante de l'IA à la croissance et au commerce.

Les investissements ont augmenté de 10,4% aux États-Unis début 2026, en particulier ceux en lien avec l'IA. Le crédit d'impôt prévu dans le « *One Big Beautiful Bill Act* » a, comme à chaque fois qu'il est utilisé

par les gouvernements américains, accéléré les investissements. La Chine n'est pas en reste puisqu'elle a réitéré dans le cadre de son 15^e plan quinquennal sa volonté de dépenser près de 15 milliards de dollars pour accélérer la construction de data centers en 2026. Au total, son programme intitulé « *six works* » prévoit d'allouer l'équivalent de 5% du PIB aux réseaux d'eau, d'électricité, aux infrastructures informatiques et IA, ainsi qu'aux infrastructures communication et logistiques et aux réseaux urbains.

Bien évidemment, ces investissements font partie des investissements de souveraineté que nous avons identifiés comme étant des soutiens de court et moyen terme de la croissance mondiale. Leur recensement nous avait permis d'évaluer leur montant à l'équivalent de 5,3% du PIB mondial d'ici 2030. Mais les investissements liés à l'IA ont aussi eu un impact très significatif sur le commerce mondial et sur les exportations asiatiques. Selon les données de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), 42% de la croissance du commerce mondial résulte des biens liés à l'IA (semi-conducteurs, équipements de data centers, composants électroniques avancés...) alors qu'ils ne représentent que 15% des biens échangés dans le monde. Ce phénomène bénéficie d'abord à l'Asie. La Chine, la Corée, Taïwan, Singapour, la Malaisie ou encore le Vietnam occupent désormais des positions clés dans les chaînes de valeur technologiques mondiales. Les exportations asiatiques d'équipements électroniques, de composants et d'infrastructures numériques progressent rapidement, compensant en partie les difficultés rencontrées dans d'autres secteurs intensifs en énergie fossile. Les progressions sont impressionnantes: les exportations coréennes de biens en lien avec l'IA ont crû de 120% depuis un an, celles de Taïwan de 80%, celles de Singapour de 70%, celles de Malaisie de 60%, celles de Thaïlande et du Vietnam de 40%. En Chine, l'augmentation a été moindre, 30%, mais elle a fortement accru ses parts de marché pour les biens de la transition énergétique et des *cleantech*¹. La Chine dépense deux fois plus que l'Union européenne dans la transition énergétique et 20% de la hausse des dépenses de la transition énergétique viennent des États-Unis afin de contester la domination chinoise dans les chaînes de valeur *cleantech*.

Des fragilités persistantes en fin d'année et en 2027

Si l'accord entre les Américains et l'Iran a détendu les prix des matières premières, l'accélération de l'inflation, la persistance de l'incertitude géopolitique et le relèvement des taux directeurs par plusieurs grandes banques centrales ont continué de soutenir les taux d'emprunt souverains à des niveaux élevés.

Comme je l'ai déjà souligné, ce niveau élevé des taux d'emprunt réels et nominaux à long terme fait peser un risque baissier sur les perspectives de croissance mondiale alors même que nous sommes au cœur d'un super cycle d'investissement.

Aux États-Unis, les taux souverains réels à 10 ans restent supérieurs à 1% malgré l'accélération de l'inflation à 4,25% au mois de mai, soit deux fois leur moyenne de la dernière décennie. Les taux français réels étaient encore de 2,3% au mois de mai contre une moyenne

¹ Les *cleantech* désignent l'ensemble des technologies, produits et services qui visent à réduire l'empreinte environnementale des activités humaines, en améliorant l'efficacité énergétique et l'usage des ressources, en limitant les émissions polluantes et les gaz à effet de serre, et en favorisant les énergies renouvelables et l'économie circulaire.



de 0,5% entre 2010 et 2019. Sur la partie très longue de la courbe, la hausse est également prononcée. Ces niveaux paraissent difficilement compatibles avec l'ampleur des besoins de financement liés aux investissements de souveraineté, à l'intelligence artificielle, à la transition énergétique, au vieillissement démographique et au refinancement des dettes publiques. La tension entre besoins d'investissement croissants et coût du capital durablement élevé reste, selon moi, le principal point de fragilité de la croissance mondiale. Le marché obligataire est donc instable.

Par ailleurs, les arrêts de production résultant de la fermeture du détroit d'Ormuz et de la destruction de sites au Moyen-Orient pourraient engendrer une hausse persistante du prix des entrants. Les arrêts de production, les ruptures d'approvisionnement et les difficultés de substitution ont généralement un impact négatif plus durable sur l'activité. Un choc «de capacités» est beaucoup plus récessif qu'un choc d'offre par les prix. À la différence d'une hausse des prix, un rationnement ou un arrêt de production ne laisse pas subsister de mécanisme d'ajustement. Les agents ne peuvent pas remplacer, différer, arbitrer. Les effets récessifs des pertes de production dépassent largement ceux d'un renchérissement des prix équivalents. Les entreprises n'ont plus la capacité d'adapter leurs combinaisons productives de façon optimale. Autrement dit, une hausse des prix agit comme un prélèvement; un rationnement agit comme une contrainte. Dans le premier cas l'économie s'ajuste, dans le deuxième elle est empêchée de produire.

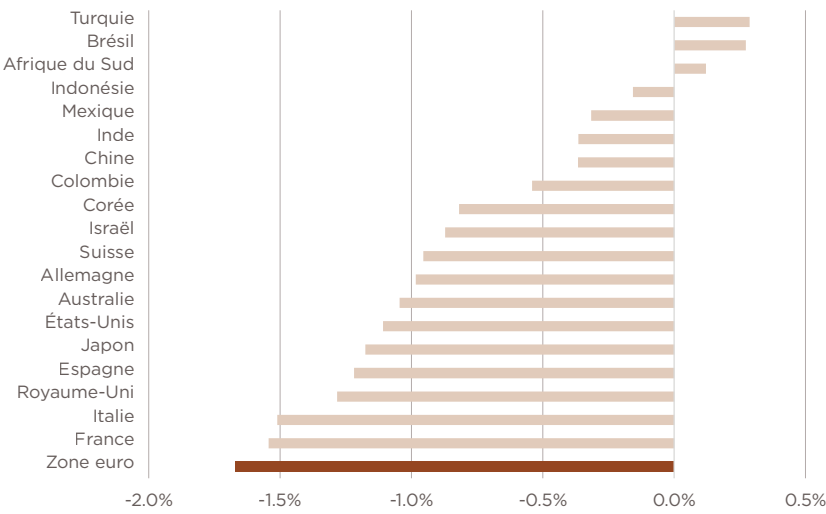
De plus, la reconstruction des sites de production détruits et la reprise des productions stoppées mettra du temps. Les surcoûts de production et d'approvisionnement devraient persister au-delà de 2027, comme la prime de terme résultant de l'incertitude géopolitique, ce qui pèsera sur la croissance mondiale en 2026 et en 2027.

Enfin, le ralentissement attendu de la demande mondiale, en particulier en zone euro, va également contraindre l'activité économique durant les prochains trimestres comme le relèvement des taux directeurs. L'Europe combine une demande intérieure faible, une forte exposition au commerce mondial, une sensibilité plus élevée aux coûts énergétiques, un moindre investissement dans l'IA et ses infrastructures, mais aussi dans la transition énergétique et des niveaux de taux réels supérieurs à la croissance nominale tendancielle de la zone euro, ce qui est fortement récessif.

Le relâchement des tensions au Moyen-Orient serait favorable à une réaccélération de la croissance en 2027. Toutefois, elle pourrait être modeste à cause du resserrement des politiques monétaires, du niveau élevé des taux d'emprunts dans un contexte de besoins de financement massifs, de la dégradation du marché du travail et du ralentissement de la consommation ainsi que de la persistance de l'instabilité géopolitique.

Graphique 1 — Face à l'inflation, les ménages perdent confiance, surtout en zone euro

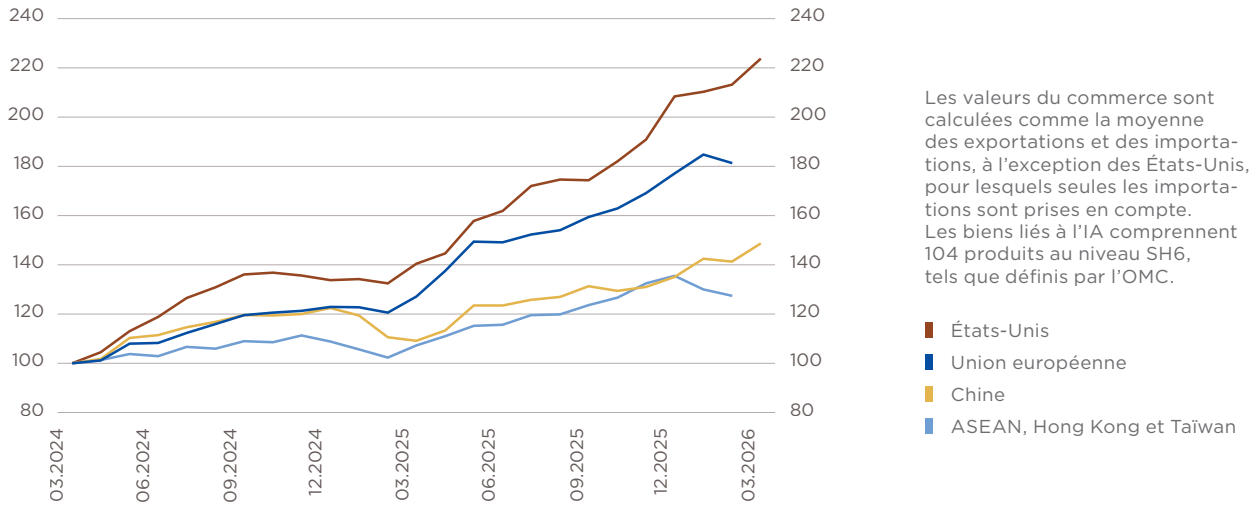
Évolution de la confiance des ménages depuis février 2026, en %



OCDE, Edmond de Rothschild Economic Research

Graphique 2 — Le commerce relatif à l'IA soutient la croissance

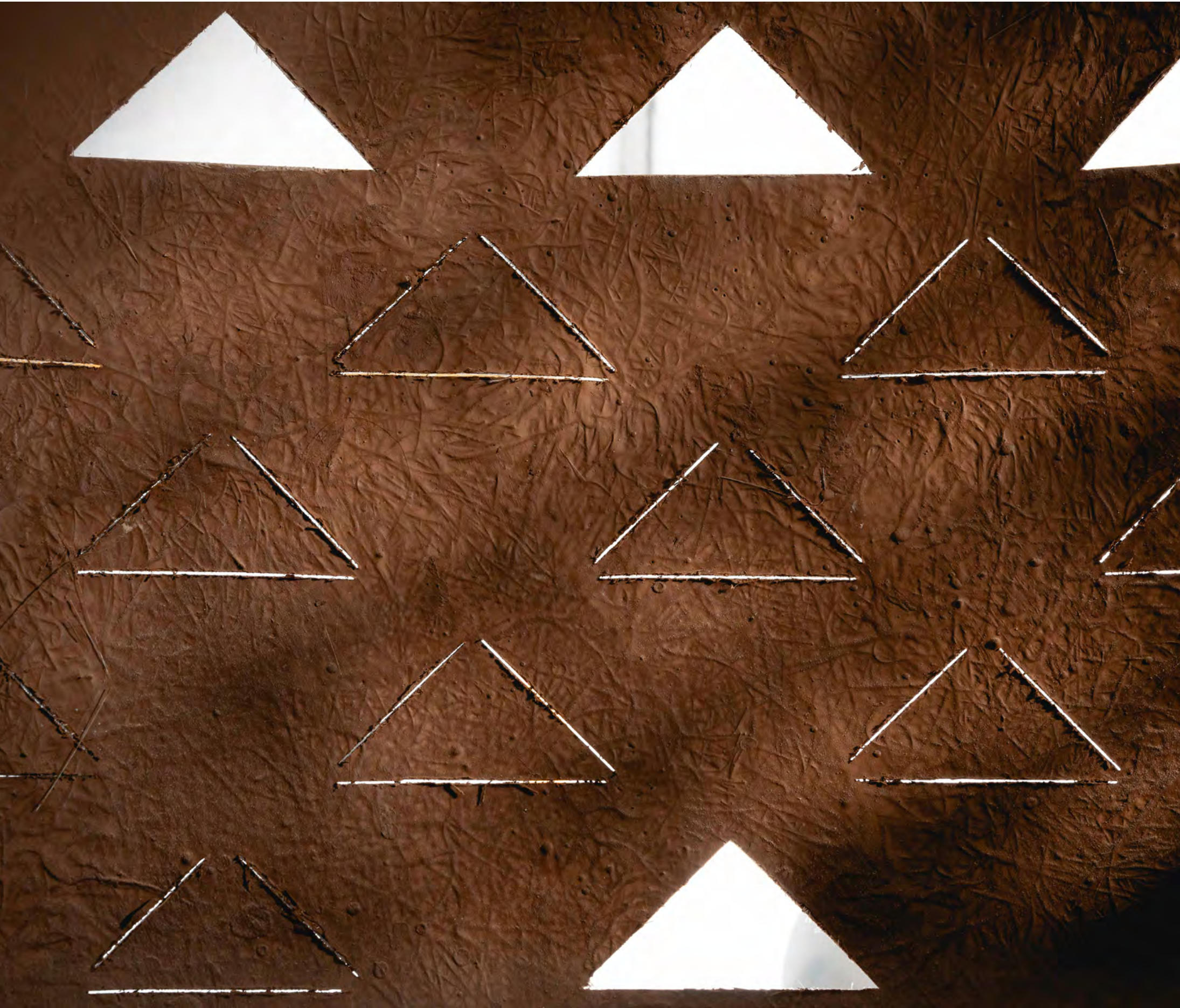
Indice du commerce en dollars (base 100 = mars 2024), moyenne mobile sur 3 mois



Les valeurs du commerce sont calculées comme la moyenne des exportations et des importations, à l'exception des États-Unis, pour lesquels seules les importations sont prises en compte. Les biens liés à l'IA comprennent 104 produits au niveau SH6, tels que définis par l'OMC.

- États-Unis
- Union européenne
- Chine
- ASEAN, Hong Kong et Taiwan

Eurostat, ITC Trade Map, UN Comtrade, OCDE, Edmond de Rothschild Economic Research



Amphore *VORTEX*, Château de Malengin, Saint-Émilion, création Quistrebert Brothers

Matières premières



Ormuz : un choc, plusieurs trajectoires

Manuel Maleki, Ph. D.
Senior Economist US & Commodities

La fermeture du détroit d’Ormuz au printemps 2026 restera comme un test grandeur nature pour les marchés de matières premières. Quelques mois de recul suffisent à tirer un enseignement central: le choc a été unique, les réponses ne l’ont pas été. Le pétrole est resté sous l’emprise des tensions géopolitiques avec des stocks au plus bas, la sécurité d’approvisionnement fragilisée, et une prime de risque durablement intégrée dans les prix. Les métaux industriels, eux, ont rapidement retrouvé leurs propres moteurs: électrification, intelligence artificielle, réorganisation des chaînes de valeur mondiales. Les matières agricoles sont en concurrence avec l’industrie quant à certains intrants comme l’acide sulfurique.

Cette divergence n’est pas anecdotique. Elle révèle que le complexe des matières premières obéit désormais à deux logiques distinctes: celle de la sécurité énergétique, encore largement tributaire des flux physiques et des crises régionales, puis celle de la transformation économique et technologique, qui suit un calendrier d’investissement de long terme. La géopolitique reste omniprésente dans les deux cas mais elle ne parle plus le même langage.

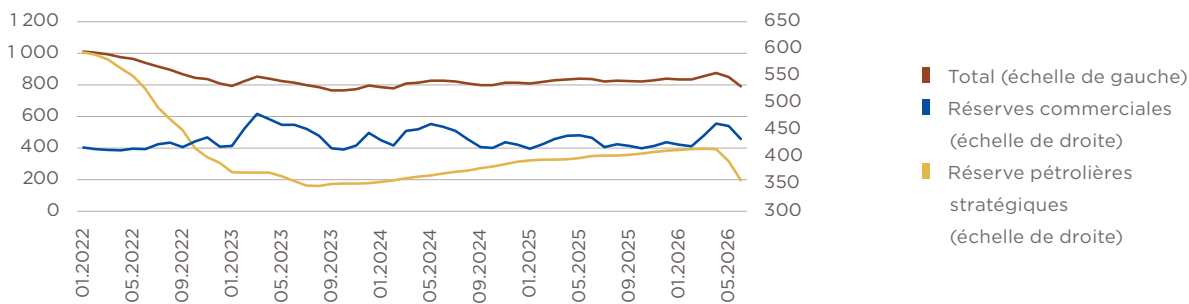
Pétrole: la prime géopolitique s’installe
Lorsque le détroit d’Ormuz a été fermé au printemps dernier, une grande partie des analyses s’est concentrée sur les conséquences immédiates pour le marché pétrolier. Cette réaction était légitime. En temps normal, près de 20 millions de barils par jour transitent par ce corridor stratégique, soit environ un quart du commerce maritime mondial de pétrole. Plusieurs mois après le début de la crise, un constat s’impose: le marché continue d’être dominé par les questions de sécurité d’approvisionnement avec un prix du baril de Brent qui navigue entre 90 et 110 dollars le baril depuis l’annonce du cessez-le-feu au début du mois de mai 2026. L’accord américano-iranien annoncé le 15 juin marque un tournant: avec la réouverture programmée du détroit, la prime de risque géopolitique intégrée dans les prix devrait commencer à se normaliser.

Cette situation est d’autant plus sensible que les stocks mondiaux n’offrent pas le même coussin de sécurité qu’au cours des précédents chocs pétroliers. Les stocks commerciaux des pays de l’OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques) se situent légèrement en dessous de leur moyenne de long terme selon plusieurs estimations récentes, tandis que les réserves stratégiques américaines ont été fortement sollicitées pour amortir les perturbations d’approvisionnement.

Aux États-Unis, la réserve stratégique de pétrole (SPR) est tombée autour de 350 millions de barils, contre plus de 600 millions avant les importantes ponctions réalisées depuis 2022. Elle se situe désormais à son plus faible niveau depuis plusieurs décennies. Parallèlement, les stocks commerciaux américains se sont fortement contractés depuis le début du conflit. Selon l’agence américaine d’information sur l’énergie (EIA), les stocks de pétrole brut ont reculé de plus de 79 millions de barils depuis le déclenchement de la crise et les stocks du hub de Cushing¹ se rapprochent de niveaux historiquement bas.

Dans ce contexte, le prix du baril reflète moins l’équilibre traditionnel entre offre et demande qu’une prime de risque associée à la capacité du système mondial à absorber un choc supplémentaire. Autrement dit, le pétrole est devenu avant tout un actif de continuité logistique dont la dynamique de prix dépend essentiellement de l’évolution de la situation du détroit d’Ormuz.

Graphique 1 — Stocks pétroliers américains, en millions de barils



LSEG Datastream, Edmond de Rothschild

Métaux industriels: quand la demande reprend le dessus
La situation est différente pour les métaux industriels. Certes, ceux-ci n’échappent pas à la montée des tensions géopolitiques. Les restrictions chinoises sur certaines exportations stratégiques, les mesures commerciales américaines, comme la décision attendue de Donald Trump quant au fait d’accroître les droits de douane sur le cuivre, ou encore la volonté croissante des États de sécuriser leurs approvisionnements témoignent d’une politisation accrue des chaînes de valeur minières.

Cependant, contrairement au pétrole, les métaux industriels ne sont pas principalement influencés par les risques pesant sur les flux physiques. Leurs déterminants demeurent aussi liés à la transformation de l’économie mondiale. L’électrification, le

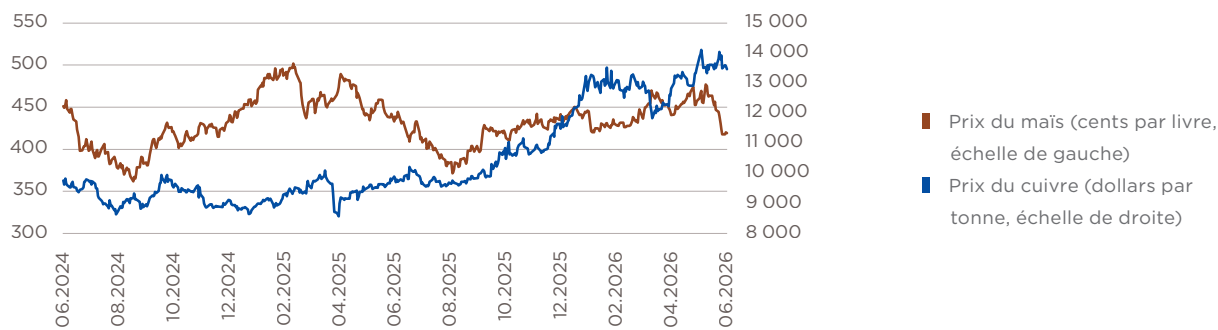
¹ Situé dans l’Oklahoma, le hub de Cushing, où peuvent être stockés jusqu’à 90 millions de barils de pétrole brut, constitue le plus grand carrefour de stockage et de transit de pétrole brut des États-Unis. Il demeure le principal point de livraison du pétrole physique des contrats à terme *West Texas Intermediate* (WTI), qui représentent la majeure partie des contrats sur le pétrole américain.



développement des réseaux électriques, les investissements dans les centres de données, l'essor de l'intelligence artificielle, la réindustrialisation de certaines économies avancées ou encore l'augmentation des dépenses de défense constituent désormais les principaux moteurs de la demande.

Le cuivre illustre particulièrement cette tendance. Selon les projections de l'EIA, la demande mondiale de cuivre pourrait augmenter d'environ 30% entre 2024 et 2040 dans un scénario de transition énergétique avancée, vu le rôle du cuivre dans les batteries et les réseaux électriques. Ainsi, malgré les craintes sur la situation globale, depuis la fin février, le prix du cuivre ne chute pas, se maintenant entre 12 000 dollars la tonne et 14 000 dollars la tonne. Ainsi, alors que le pétrole reste largement prisonnier des développements au Moyen-Orient, les métaux industriels sont davantage influencés par les investissements nécessaires à la construction de l'économie de demain.

Graphique 2 — Prix du cuivre et du maïs



LSEG Datastream, Edmond de Rothschild

Deux géopolitiques, deux logiques de marché

Cette divergence met en évidence deux formes différentes de géopolitique. Dans le cas du pétrole, la géopolitique agit principalement à travers les flux : détroits maritimes, sanctions, capacités de production ou risques militaires. Dans le cas des métaux industriels, elle agit davantage à travers les chaînes de valeur : contrôle des ressources, politiques industrielles, restrictions à l'exportation et concurrence technologique.

L'exemple chinois est particulièrement révélateur. La Chine représente plus de la moitié des capacités mondiales de raffinage du cuivre et occupe une position centrale dans plusieurs chaînes de valeur minières stratégiques. Cette concentration confère aux métaux une dimension géopolitique croissante, différente mais tout aussi importante que celle observée sur les marchés énergétiques.

L'agriculture, nouvelle variable des chaînes industrielles

Les matières premières agricoles semblent aujourd'hui moins directement exposées aux tensions géopolitiques que le pétrole. Les niveaux de stocks mondiaux de céréales demeurent relativement confortables. Selon le Département américain de l'agriculture (USDA), les stocks mondiaux de blé représentent encore plus de 260 millions de tonnes, tandis que les stocks mondiaux de maïs restent proches de 280 millions de tonnes. Le risque immédiat d'une pénurie alimentaire mondiale apparaît donc limité. Pour autant, les conséquences du choc d'Ormuz ne doivent pas être sous-estimées. L'un des principaux enseignements de la crise actuelle est que l'énergie, l'agriculture et les métaux industriels partagent désormais un nombre croissant d'intrants stratégiques.

Le gaz naturel constitue ainsi la matière première essentielle à la fabrication des engrais azotés. De même, le soufre et l'acide sulfurique jouent un rôle central à la fois dans la production d'engrais phosphatés et dans certaines étapes du traitement du cuivre et du nickel. Cette interdépendance crée une forme de concurrence entre secteurs. Une hausse durable des coûts de l'énergie ou des intrants chimiques peut simultanément affecter les coûts de production agricoles et les coûts d'extraction de plusieurs métaux industriels. La crise d'Ormuz rappelle ainsi que les marchés des matières premières ne doivent plus être analysés de manière isolée. Les tensions observées sur un segment peuvent progressivement se diffuser vers d'autres secteurs à travers des chaînes d'approvisionnement de plus en plus imbriquées.

Conclusion : une divergence structurelle

Cette divergence de sensibilité entre les métaux industriels et le pétrole pourrait perdurer au cours des prochains trimestres. Le pétrole continuerait d'intégrer une prime de risque liée aux incertitudes entourant la sécurité énergétique mondiale. Les métaux industriels resteraient quant à eux davantage dépendants des besoins d'investissement associés à l'électrification, au numérique, à la défense et à la réorganisation des chaînes d'approvisionnement mondiales. Alors que le pétrole demeure le reflet des risques pesant sur la circulation de l'énergie mondiale, les métaux industriels deviennent progressivement le miroir des transformations industrielles et technologiques tout en se télescopant avec les besoins de l'agriculture qui partagent les mêmes intrants.



Luminaire, salle de dégustation, Château Clarke,
Listrac-Médoc, France.



Des perspectives toujours positives pour les marchés actions

Hervé Prettre
Head of Global Investment Research

Les marchés actions ont poursuivi leur rebond, toujours dopés par la technologie, suite aux bénéfices du 1^{er} trimestre 2026, à des perspectives supérieures aux attentes, à l'engouement pour l'introduction en bourse (IPO) de SpaceX et des investissements en centres de données révisés à la hausse. La progression du marché repose cependant sur un faible nombre de valeurs liées au cycle d'investissement dans les infrastructures de l'intelligence artificielle (IA). Au-delà de la technologie, l'accord du 15 juin entre les États-Unis et l'Iran a dopé les indices actions avec la perspective que le détroit d'Ormuz sera réouvert, ce qui a entraîné une baisse des cours du pétrole, des attentes d'inflation, ainsi que la hausse des taux. Hormis le cycle majeur d'investissement, fer de lance de l'économie et des marchés depuis de nombreux trimestres, la consommation résiste aux États-Unis, surtout pour la frange aisée de la population profitant des effets de richesse du marché et des baisses d'impôts de Trump. Le reste des consommateurs devrait en outre profiter de la baisse des prix du pétrole. L'indice américain S&P 500 et celui des marchés émergents ont ainsi touché de nouveaux plus hauts en mai avant une légère correction en juin sur la technologie, tandis que l'Europe rebondissait en juin grâce à la baisse des prix du pétrole.

Perspectives pour les marchés actions

Nous restons constructifs à ce stade mais attendons une normalisation de la performance des indices et du secteur de la technologie par rapport aux autres secteurs, après une hausse exceptionnelle depuis fin mars. En effet, nous anticipons pour l'avenir un environnement avec :

- **Un cycle d'investissement toujours en hausse**: les volumes alloués aux centres de données et à l'investissement général en IA continuent de progresser. Des craintes apparaissent, notamment dans le niveau des nouvelles émissions, après le succès de SpaceX, les incertitudes sur la monétisation de l'IA, et son impact réel sur la productivité. Néanmoins, les volumes d'investissements restent massifs, et notre modèle sur les bulles (voir graphique 1) donne un signal orange, mais pas encore rouge, signe d'une surchauffe mais pas d'une exubérance irrationnelle. L'histoire des bulles nous enseigne que le mouvement haussier se poursuit même si certains titres atteignent des valorisations très élevées, tant que l'élan demeure (voir notre dossier spécial). En outre, le rôle des ETFs (*Exchange Traded Fund*), qui représentent 35% à 40% des investissements sur le marché américain, dope les plus grandes entreprises dont le poids est

très important dans les indices, parmi lesquelles de nombreuses grandes capitalisations technologiques.

Graphique 1 — Cinq points communs lors de l'éclatement des bulles passées

Une politique monétaire plus restrictive accompagnée de hausses de taux	Une hausse des taux mi-2027 n'est pas improbable, mais ne constitue pas un élément d'inquiétude majeur
Une révision à la baisse de la rentabilité du secteur via un ralentissement brutal de la croissance des bénéfices	Les résultats de Nvidia ont relevé les prévisions, Broadcom les a confirmées
Des valorisations extrêmes, non viables	La situation n'est pas insoutenable à ce stade, mais les investisseurs commencent à s'inquiéter de manière sporadique
Une euphorie généralisée conduisant à une dernière flambée des cours	Certaines actions sont en avance sur les fondamentaux. La volatilité pourrait être plus élevée qu'auparavant
Concurrence accrue dans l'offre d'IA, sur le point de répondre à la demande	Les introductions en bourse de SpaceX, OpenAI et Anthropic pourraient augmenter l'offre d'actions. Mais l'introduction en bourse de SpaceX, évaluée à \$75 milliards, ne fera pas dérailler des titres tels que Nvidia (\$5 000 milliards), Broadcom (\$1 800 milliards) ou Micron (\$1 000 milliards)

Bloomberg, Edmond de Rothschild

- **Une perspective de baisse des prix du pétrole**, qui ont mi-juin baissé vers leur moyenne de 82 dollars depuis 2021. La réouverture du détroit, la baisse des achats de la Chine, de nouveaux forages profitant de prix plus élevés, ainsi que la volonté de Trump de doper le pouvoir d'achat des Américains devraient contribuer à cette stabilisation. L'économie peut soutenir ce léger choc, aidée par l'amélioration de l'efficacité énergétique des économies.
- **Une consommation toujours résiliente aux États-Unis**, mais qui pourrait rebondir en Europe avec la baisse des prix du pétrole. La Coupe du monde 2026 de football pourrait aussi offrir un léger soutien à la consommation. En revanche, la consommation chinoise reste sous pression, mais cela est compensé par une activité manufacturière toujours solide et par la fin de la déflation des prix industriels.
- **Des taux longs plus élevés**: outre la hausse des prix du pétrole et des déficits publics, le monde de globalisation déflationniste tel qu'on l'a connu a disparu, avec la nécessité de résilience des chaînes d'approvisionnement et de l'énergie. L'impact potentiellement déflationniste de l'IA ne se vérifie pas à court terme en raison des investissements énormes qui sont plutôt inflationnistes, même si un mouvement de baisse des prix lié aux gains de productivité pourrait être entrevu à moyen terme.



ACTIONS

- **Des valorisations certes élevées aux États-Unis mais concentrées sur un petit nombre de valeurs fortement liées à la thématique IA.** En Europe, les valorisations sont plus proches de leur moyenne historique. Elles demeurent peu élevées dans les marchés émergents. Historiquement, les valorisations ne sont cependant pas un critère très puissant de comportement des marchés, surtout en période d'investissement massif où les investisseurs regardent plutôt le potentiel de long terme.

Nous en concluons que le rendement-risque reste positif pour les actions, néanmoins nous considérons qu'il est préférable de diversifier les positions car le plus fort du mouvement sur la technologie semble derrière nous. Il reste du potentiel, mais dans une proportion qui devrait être plus limitée qu'auparavant.

Nous diversifions notamment dans certains pans de **la consommation**, grande perdante sur le plan boursier jusque-là par rapport à l'investissement. Néanmoins, certains domaines semblent présenter des valorisations attrayantes et des perspectives de stabilisation: le luxe par exemple, mais aussi les sociétés profitant à la fois du regain potentiel de pouvoir d'achat des consommateurs avec un prix du pétrole plus bas, et celles exposées à un catalyseur de court terme comme la Coupe du monde de football. Par exemple les hôtels, les plateformes de réservation de voyages, ou les équipementiers sportifs.

Les banques européennes affichent toujours une valorisation favorable avec un ratio cours/bénéfices prévisionnel de 10 sur 12 mois, soit le deuxième secteur européen le moins cher après l'automobile, alors que sa dynamique de rentabilité reste solide. Les perspectives de bénéfices par action sont rehaussées, les estimations pour 2027 ayant été revues à la hausse de 10% depuis le début du conflit. Ces banques sont en outre très rentables et des taux d'intérêt supérieurs profitent historiquement à ce secteur.

Le secteur de la santé est toujours impacté par des problèmes de plusieurs sociétés: pipelines décevants, brevets en expiration, mais les leaders de l'innovation offrent une dynamique toujours solide.

L'industrie bénéficie d'un cycle d'investissement très fort lié à la défense, à l'automatisation, aux centres de données et à l'énergie avec un pouvoir de tarification important. Le secteur est en outre soutenu par des commandes en hausse après les perturbations liées à la guerre au Moyen-Orient.

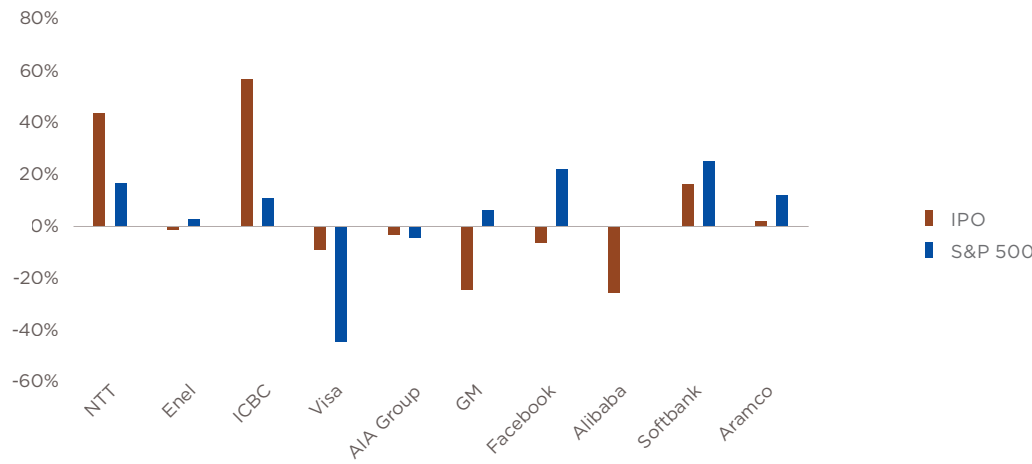
Au niveau géographique, les actifs de chaque région présentent un intérêt pour l'investisseur, nous maintenons à ce stade notre légère surpondération sur les principales zones:

- **Le marché américain** devrait continuer d'être soutenu par la technologie (environ 40% de l'indice S&P 500) et des flux d'ETFs dopant les grandes capitalisations. La résilience de la consommation, la déréglementation, une Fed prudente et des montants importants dans les fonds monétaires prêts à entrer sur le marché sont d'autres catalyseurs. Le «*Trump put*» n'est

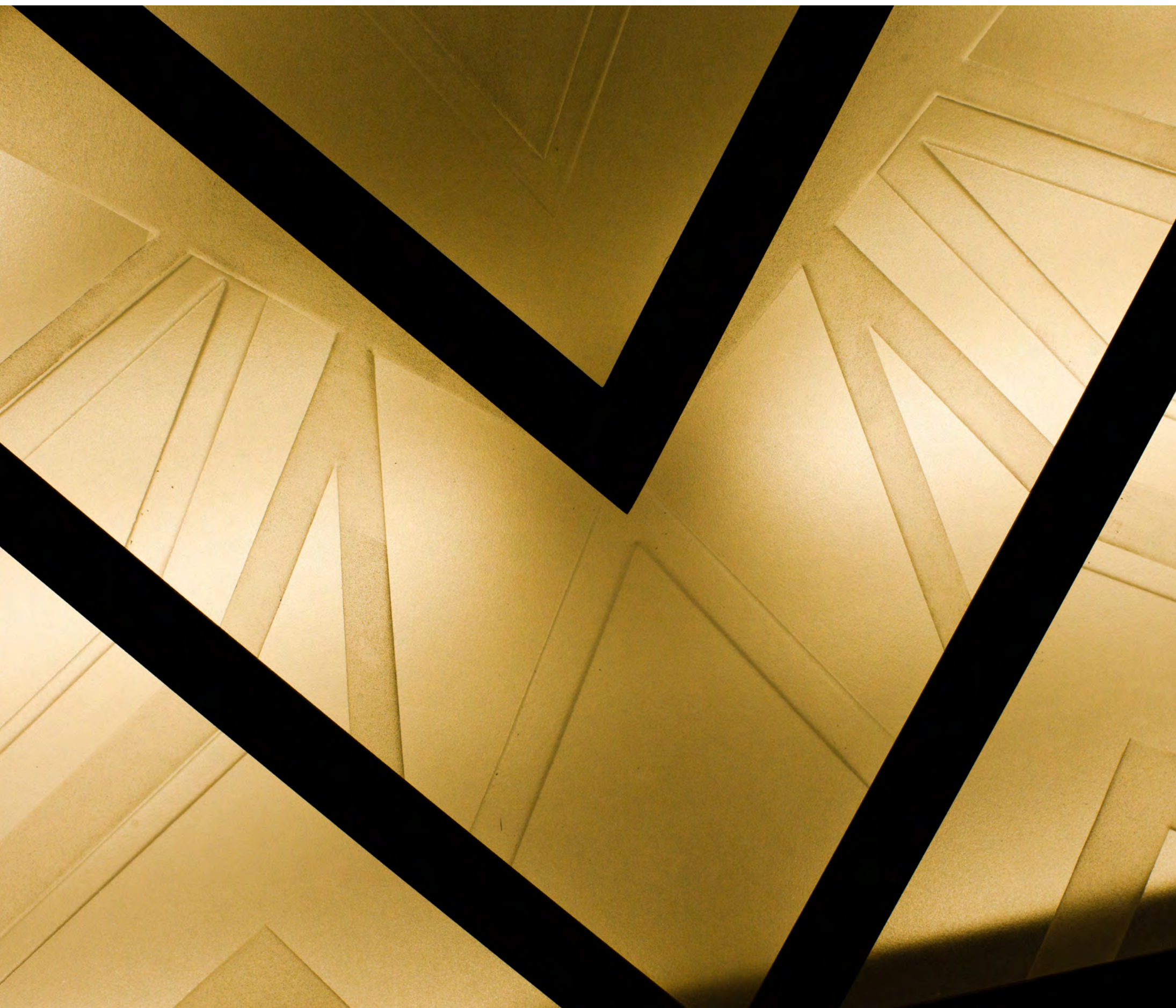
pas à exclure, comme constaté à plusieurs reprises dernièrement, notamment la réaction inquiète du marché aux menaces du Président d'envahir l'île de Kharg en Iran, qui a conduit la Maison Blanche à renoncer à ses velléités bellicistes quelques heures plus tard. L'introduction en bourse colossale de SpaceX ne constitue pas à nos yeux un risque majeur, car historiquement les marchés ont continué à bien performer après les introductions importantes même si le titre introduit en bourse tend à sous-performer (voir graphique 2).

- **Le marché européen** est moins exposé à la technologie mais devrait profiter, à court terme, de la baisse des prix du pétrole consécutive à la réouverture du détroit d'Ormuz. Il bénéficie d'une valorisation modérée et d'un caractère cyclique.
- **Les marchés émergents** ont développé un biais technologique, le secteur représentant dorénavant 49% de l'indice MSCI Emerging Markets, avec la Chine, Taïwan, et la Corée représentant à eux trois près de 70% de l'indice. Ce biais technologique n'est pas reflété dans des valorisations attractives des marchés émergents, 39% moins chères que le MSCI World.

Graphique 2 — Performance absolue 12 mois après les dix plus grandes IPOs du titre introduit et du marché, en %



Bloomberg, Edmond de Rothschild



Philippe Druillet (né en 1944), applique lumineuse, commande spéciale pour les salons de la banque, Paris, France.



Semi-conducteurs et intelligence artificielle : où en est le cycle d’investissement ?

Anthony Toupin
Senior Research Analyst, Global Investment Research

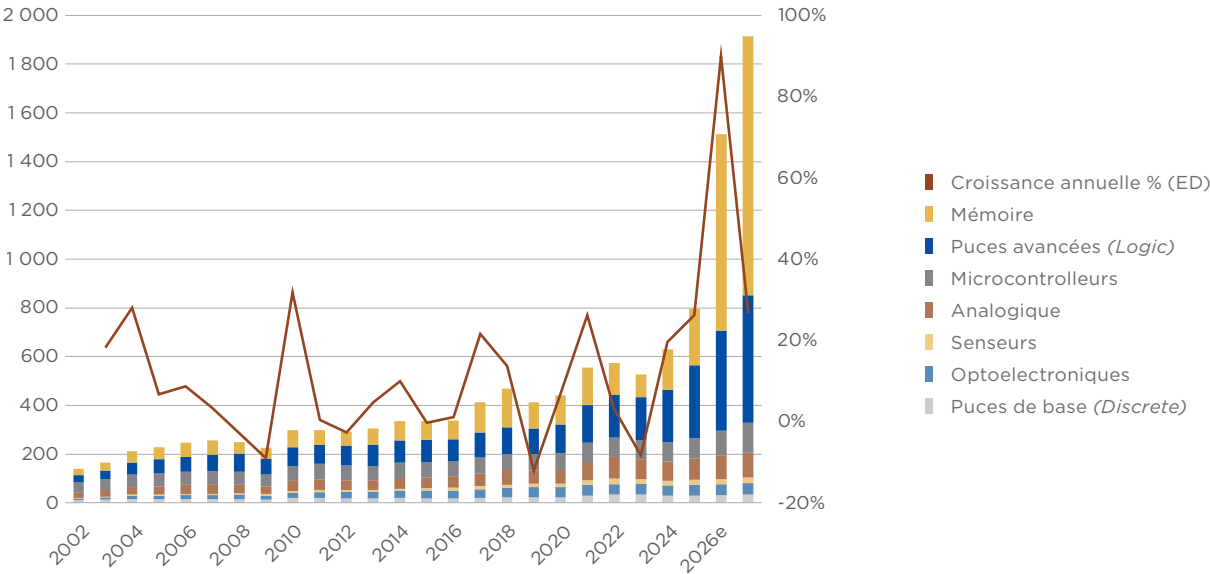
Xiadong Bao
Analyst / Portfolio Manager
International Equities, Edmond de Rothschild Asset Management

Un cycle d’investissement sans précédent, mais une dispersion croissante
Trois ans après le lancement de ChatGPT, la vague d’investissement dans les infrastructures d’intelligence artificielle (IA) ne montre aucun signe d’essoufflement, bien au contraire. Les quatre grands *hyperscalers*¹ américains (Microsoft, Alphabet, Amazon et Meta) prévoient d’y consacrer ensemble près de 725 milliards de dollars de dépenses d’investissement en 2026, soit une progression de plus de 75% par rapport au niveau déjà record d’environ 410 milliards atteint en 2025. Cette surenchère n’est pas le fruit d’un simple pari : elle répond à une demande qui, trimestre après trimestre, excède les capacités installées. Le basculement de l’usage des modèles d’IA, de la phase d’entraînement vers celle de l’exploitation à grande échelle (l’inférence), transforme une demande de calcul ponctuelle en consommation permanente.

Dans ce contexte, le marché des semi-conducteurs globaux, qui n’était pas attendu à dépasser le niveau symbolique d’un trillion de dollars (soit mille milliards) de ventes annuelles avant 2028 / 2029 (graphique 1), devrait dès cette année enregistrer des ventes de près de 1,5 trillions, contre 800 milliards en 2025. Le PDG de TSMC, Che-Chia Wei, qui évoquait fin 2025 une demande « plus forte encore que ce que nous anticipions trois mois plus tôt », confirmait début juin que celle-ci ne montrait toujours aucun signe de fléchissement, son groupe s’efforçant désormais de ne pas devenir lui-même le goulet d’étranglement de la chaîne. Les premiers signes de monétisation sont par ailleurs tangibles : les revenus des divisions *cloud* des *hyperscalers* réaccélèrent et leurs carnets de commandes contractuels ont pratiquement doublé en un an. Autant d’éléments qui justifient, aux yeux de leurs directions, la poursuite de l’effort d’équipement dans une course où aucun ne peut se permettre de céder du terrain.

¹ Hyperscalers : géants du cloud exploitant des centres de données à très grande échelle pour fournir des services informatiques au reste de l’économie.

Graphique 1 — Le marché global des semi-conducteurs devrait dépasser le trillion de dollars dès cette année
Évolution du marché global des semi-conducteurs en milliards de dollars, par segment et année depuis 2002, et évolution annuelle en % (échelle de droite)

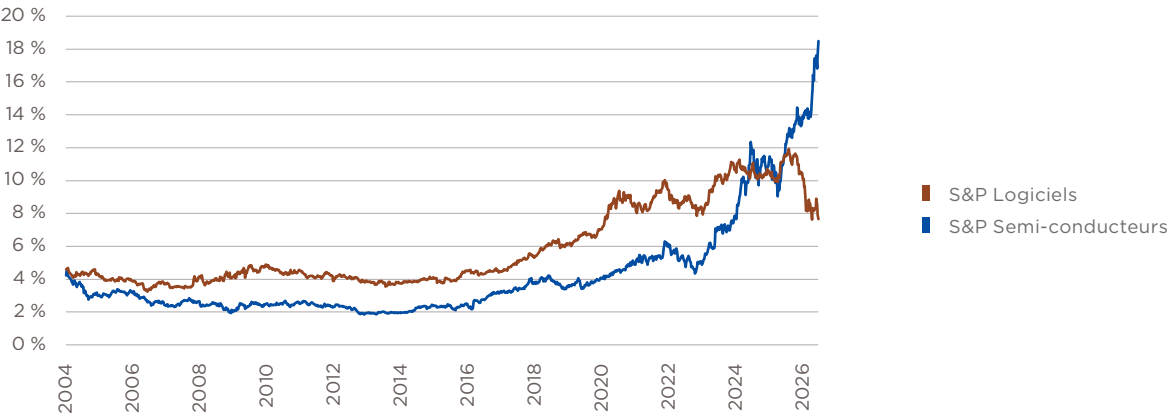


Edmond de Rothschild, WSTS

Les semi-conducteurs, premiers bénéficiaires de cette manne, se sont imposés comme le principal moteur de la performance des indices mondiaux, l’indice de référence du secteur (SOX) affichant une progression de 102% depuis le début de l’année, et leur poids au sein du S&P 500 a plus que quadruplé depuis 2020 (graphique 2). Derrière cette dynamique d’ensemble se cache toutefois une dispersion croissante entre les sous-segments de la chaîne de valeur. Comprendre où se forme la valeur, et à quel prix elle se paie, reste selon nous un exercice essentiel pour les investisseurs en 2026.



Graphique 2 — La valorisation des semi-conducteurs au sein du S&P 500 atteint un record, tandis que les logiciels déclinent
Évolution du poids de la capitalisation boursière des secteurs des semi-conducteurs et des logiciels au sein de l'indice S&P 500, depuis 2004, en %



Bloomberg, Edmond de Rothschild

**Accélérateurs :
des GPU toujours dominants, des ASIC en plein essor**

Les processeurs graphiques (GPU ou *Graphics Processing Unit*) demeurent le cœur battant de l'infrastructure d'IA. Conçus à l'origine pour le rendu d'images, ces puces, aussi appelées accélérateurs, excellent dans le calcul massivement parallèle² qu'exigent l'entraînement puis l'inférence des grands modèles. Nvidia y règne sans réel partage, avec plus de 80% du marché et des revenus de centres de données en progression de 92% sur un an au dernier trimestre publié. Sa force ne tient pas seulement à ses puces: son écosystème logiciel CUDA, adopté par des millions de développeurs depuis près de vingt ans, constitue une barrière à l'entrée que ses concurrents, AMD en tête, peinent à franchir malgré des gains progressifs de parts de marché sur l'inférence. Face à des factures de calcul qui se chiffrent en dizaines de milliards de dollars par an, les géants du *cloud* développent toutefois en parallèle leurs propres puces sur mesure, les ASIC³, optimisées pour une tâche précise et offrant un coût par calcul et une consommation énergétique sensiblement inférieurs lorsque la charge de travail s'y prête. Google fait figure de pionnier avec ses TPU ou *Tensor Processing Units*⁴ désormais proposés à des clients tiers, Amazon accélère le déploiement de ses puces Trainium, tandis que Meta, Microsoft et OpenAI poursuivent leurs propres programmes.

² Calcul massivement parallèle: exécution simultanée de milliers d'opérations simples, par opposition au traitement séquentiel d'un processeur classique.

³ ASIC (*application-specific integrated circuit*): puce conçue sur mesure pour une tâche unique, plus efficace mais moins flexible qu'un GPU généraliste.

⁴ Un *Tensor Processing Unit* (TPU, ou unité de traitement de tenseurs) est un circuit intégré conçu par Google pour accélérer l'exécution des modèles d'intelligence artificielle. Contrairement à un GPU (*Graphics Processing Unit*), il ne comporte pas de modules dédiés au rendu graphique, mais uniquement des unités de calcul spécialement optimisées pour les opérations tensorielles sur de très grands volumes de données.

La logique est double, à savoir abaisser le coût unitaire du calcul et réduire la dépendance envers un fournisseur en position de force sur les prix et marges. Les grands gagnants de cet affrontement sont les concepteurs spécialisés qui épaulent les *hyperscalers*, Broadcom et Marvell en tête, et surtout le fondeur taïwanais TSMC qui fabrique la quasi-totalité de ces composants avancés, quelle que soit la bannière sous laquelle ils sont conçus.

**L'élargissement de la chaîne de valeur :
CPU, optique et équipements**

Fait plus inattendu, la vague d'IA profite désormais aussi aux processeurs généralistes (CPU ou *Central Processing Unit*), longtemps cantonnés au rôle de chefs d'orchestre des GPU. À ce titre, la montée en charge de l'inférence rééquilibre la composition des serveurs spécialisés: alors qu'un centre de données d'IA comptait historiquement un CPU pour huit GPU, ce ratio s'est déjà resserré à environ un pour quatre, et Intel comme AMD anticipent une convergence vers la parité. Cette demande imprévue a pris l'industrie de court, les prix des CPU pour serveurs ayant augmenté ces derniers mois, au point qu'Intel a réorienté ses capacités de production au détriment des puces grand public. Les ressorts de ce rééquilibrage tiennent pour beaucoup à la nature des nouvelles charges de travail d'IA, telles que les agents autonomes plus consommateurs de capacité de calcul. Plus en aval, à mesure que les centres de données concentrent des centaines de milliers de puces, le facteur limitant se déplace vers le réseau qui les relie: le transport des données entre puces, serveurs et centres de données place les interconnexions optiques au centre du jeu, jusqu'à la *co-packaged optics*⁵ qui intègre la conversion optique au plus près du processeur, un créneau où se positionnent aussi bien Nvidia et Broadcom que des spécialistes de la photonique comme Coherent ou Lumentum. L'assemblage avancé (dont la technologie CoWoS⁶ de TSMC) demeure l'une des capacités les plus contraintes de la chaîne. Enfin, les fabricants de machines de production de puces, ASML en tête avec son monopole sur la lithographie EUV⁷, offrent une exposition indirecte mais incontournable: quelle que soit la puce qui l'emportera, elle sera fabriquée sur leurs machines. Cette logique de « pelles et pioches » continue de doper les attentes de croissance au-delà des seuls accélérateurs.

**La mémoire : d'un composant banalisé
à un goulet d'étranglement stratégique**

Longtemps considérée comme un segment cyclique et faiblement différencié, la mémoire s'est muée en goulet d'étranglement stratégique du calcul d'IA. La performance d'un accélérateur dépend en effet autant de la vitesse à laquelle les données lui parviennent que de sa puissance de calcul brute. C'est précisément le rôle de la mémoire à haute bande passante (HBM⁸), empilée verticalement au plus près du processeur, dont chaque nouvelle génération de GPU

⁵ *Co-packaged optics*: intégration des composants optiques directement dans le boîtier du processeur afin de réduire la consommation d'énergie et les délais de transmission.

⁶ CoWoS (*Chip-on-Wafer-on-Substrate*): procédé d'assemblage de TSMC plaçant côte à côte processeur et mémoire HBM sur un même support pour maximiser la vitesse des échanges.

⁷ Lithographie EUV (extrême ultraviolet): technologie de gravure utilisant une lumière de très courte longueur d'onde, indispensable aux puces les plus avancées et dont ASML est l'unique fournisseur mondial.

⁸ HBM (*High Bandwidth Memory*): mémoire à haute bande passante empilée au plus près du processeur pour accélérer les échanges de données.



embarque des quantités croissantes. Ce marché est verrouillé par un oligopole de trois acteurs, le coréen SK Hynix qui en est le leader et dont les capacités sont d’ores et déjà intégralement réservées pour l’année en cours, son compatriote Samsung et l’américain Micron. La demande d’IA absorbe une part telle des capacités de production que la tension s’est propagée à l’ensemble du marché de la DRAM⁹ conventionnelle, dont les prix ont plus que doublé en un an, au point que Microsoft a attribué environ 25 milliards de dollars de la hausse de son budget d’investissement 2026 au seul renchérissement des coûts d’approvisionnement de composants de mémoire. Fait marquant : la hausse des prix ne détruit pas pour l’instant la demande, signe de la volonté des *hyperscalers* d’investir « quoi qu’il en coûte » pour gagner la bataille de l’IA. Cette pénurie a continué de doper les cours des valeurs du secteur, à l’instar de Seagate, SK Hynix, Micron ou Western Digital, des niveaux de progression qui appellent une vigilance particulière sur laquelle nous reviendrons.

Une analyse d’investissement constructive mais qui reste sélective

Nous identifions plusieurs éléments en faveur d’une poursuite du cycle. Les carnets de commandes sont pleins, les capacités de production des maillons critiques sont réservées plusieurs trimestres à l’avance, et la visibilité sur 2026 et 2027 est inhabituellement élevée pour un secteur historiquement cyclique. Cette confiance ne saurait toutefois faire abstraction de certaines valorisations atteintes. L’envolée des cours depuis le début de l’année, particulièrement marquée sur la mémoire, intègre déjà une part substantielle d’exécution des carnets de commande attendus. À ces niveaux, l’analyse doit selon nous se concentrer sur la croissance bénéficiaire attendue rapportée aux multiples payés (ratios de type valeur d’entreprise / bénéfice d’exploitation ou cours sur bénéfice ajusté du taux de croissance) ainsi que sur la dynamique des révisions, sur la qualité et la diversification des carnets de commandes, et sur le pouvoir de fixation des prix de chaque maillon.

Les risques classiques du secteur n’ont par ailleurs pas disparu. Une concentration extrême de la demande en processeurs provenant d’une poignée d’*hyperscalers* dont le moindre infléchissement de prévision d’investissement se répercuterait violemment sur toute la chaîne, la cyclicité historique de la mémoire dont les pénuries ont toujours fini par se résorber, et un contexte géopolitique où les restrictions à l’export vers la Chine et la dépendance à Taïwan demeurent des facteurs de risque structurels.

Dans ce contexte, nous restons convaincus que la pertinence de la thématique ne préjuge pas du prix auquel il est raisonnable de s’y exposer. La sélectivité, reléguée au second plan durant la phase d’expansion indiscriminée du cycle, redevient un outil de gestion du risque primordial pour les investisseurs.

⁹ DRAM (*Dynamic Random Access Memory*): mémoire vive standard équipant serveurs, ordinateurs et smartphones, dont les prix sont historiquement très cycliques.

Des moteurs de demande qui changent de nature

Reste la question: qu’est-ce qui soutiendra la prochaine phase de croissance, une fois la vague actuelle d’équipement absorbée? La réponse tient selon nous moins à l’entraînement de modèles toujours plus grands qu’à leur usage massif et permanent, l’inférence, dont la part dans la demande de calcul ne cesse de croître. C’est précisément cette bascule vers des agents d’intelligence artificielle autonomes (IA agentique, cf. tableau comparatif), consommateurs continus de calcul plutôt qu’utilisateurs ponctuels, qu’il convient désormais d’examiner.

Le LLM¹⁰ reste central, mais son usage change: on passe d’un chatbot (ou agent conversationnel) qui répond à l’agent autonome qui exécute. Un agent planifie, décompose une tâche, appelle des outils, vérifie ses résultats et itère. Cette boucle d’action, et non la taille des modèles, porte la prochaine vague de demande de calcul.

Tableau comparatif — IA générative 1.0 (chatbots) versus 2.0 (agentique)

L’IA agentique propose une évolution significative par rapport aux chatbots standards

	IA générative 1.0	IA générative 2.0
Paradigme	Chatbots	IA agentique
Capacités d’IA	Répondent à des prompts, donnent des conseils	Planifie, agit et itère de manière autonome
Modèle d’interaction	Échange unique, réponse à un prompt	En plusieurs étapes, orientée vers un objectif
Action	Sortie sous forme de texte uniquement	Appelle des API, écrit et exécute du code, navigue sur le Web
Dépendance vis-à-vis de l’humain	Élevé, intervention humaine est nécessaire	Faible, l’agent s’exécute de manière autonome
Rapport humain/IA	1:0, 1	De 1:1 à plusieurs
Consommation de tokens	1x	1000x

Edmond de Rothschild

Surtout, la demande bascule de l’entraînement vers l’inférence. L’entraînement reste un évènement « par vagues » (lancement d’un nouveau modèle, ajustements de *fine tuning*), alors que l’inférence correspond à une consommation continue et massive, démultipliée par: (i) la multiplication des agents et des appels d’outils, (ii)

¹⁰ Un LLM (*Large Language Model*) est un modèle d’intelligence artificielle entraîné sur de grandes quantités de texte pour comprendre, générer et manipuler du langage naturel.



des contextes plus longs, (iii) la nécessité d’itérer/auto-corriger. Autrement dit, même si la croissance des budgets d’entraînement ralentit, l’explosion du volume d’inférence peut continuer à tirer la demande de calcul. En guise de comparaison historique, c’est un peu comme le smartphone, on ne l’achète qu’une fois tous les deux ou trois ans, mais on l’utilise tous les jours, pour tout (messaging, vidéo, géolocalisation, paiements, etc.). À long terme, ce ne sont pas les ventes ponctuelles de téléphones qui pèsent le plus, mais la consommation quotidienne de données et de services mobiles. De la même façon, dans l’IA, l’usage continu des modèles (l’inférence) finit par peser bien davantage que les coûts d’entraînement initiaux.

Enfin, l’inférence se diffuse au-delà de Nvidia (ASIC des *hyperscalers*, accélérateurs alternatifs, etc.). Dans ce mode de fonctionnement (*workflow*), le CPU reprend du poids et tire aussi les serveurs CPU et la mémoire non-HBM (DRAM/capacité). Pour l’investisseur, le thème devient une chasse aux goulets d’étranglement : à mesure que le mix de puces se diversifie, la valeur migre vers les maillons contraints (capacité mémoire, interconnexions, packaging, équipement) plutôt que vers un seul « champion ».

**L’économie des tokens :
une consommation multipliée par mille, et encore**

Le point clé est quantitatif : une tâche agentique consomme environ 1 000 fois plus de jetons (ou tokens¹¹) qu’un échange avec un chatbot. Le raisonnement étape par étape, les appels d’outils répétés et l’auto-correction démultiplient le calcul par requête. Surtout, l’usage bascule de l’entraînement ponctuel vers l’inférence permanente : un agent tourne en continu, ce qui transforme une dépense de calcul épisodique en consommation récurrente.

Au-delà de l’infrastructure, l’enjeu devient aussi celui de l’adoption : qui va embrasser l’IA en premier, et à quelle vitesse ? À mesure que les agents commencent à exécuter des processus, ils traitent, génèrent et produisent potentiellement plus de données que les humains. Les éditeurs de logiciels, historiquement centrés sur des interfaces et des *workflows* « *human-first* », basculent vers des produits « *agent-first* » : APIs¹², permissions, logs, gouvernance et observabilité pensés pour des acteurs non-humains. Concrètement, on confie aux personnes les tâches à forte valeur (jugement, relation, créativité, décision), et l’on utilise la technologie pour les assister, simplifier ou automatiser. Ce sont les agents qui pilotent le flux de travail au quotidien, initient et enchaînent les tâches, et sollicitent l’intervention humaine uniquement lorsque c’est nécessaire (contrôle, arbitrage, gestion des cas complexes).

Les interactions sociales et économiques porteront de plus en plus l’empreinte d’agents, ce qui ouvre un chantier majeur : la construction de cadres de sécurité agentiques pour permettre des interactions et des commerces pilotés par l’IA de manière fiable et à grand échelle.

Sur le front de l’identité et de la conformité, cela suggère une extension naturelle des briques existantes : le traditionnel KYC (*Know Your Customer* ou « connaître son client ») devra intégrer un KYA (*Know Your Agent* ou « connaître son agent »). Dans un monde agentique, ce n’est plus seulement l’identité du client qu’il faut contrôler, mais aussi celle de l’agent, ce à quoi il a accès, ce qu’il est autorisé à décider et à payer en son nom. L’administration des identités devra aussi gérer des identités d’agents, et l’analyse comportementale comme l’authentification multi-facteurs devront intégrer l’intention de l’agent. Autant d’opportunités nouvelles pour ceux qui gèrent identités, droits d’accès, audit et conformité, au-delà du seul décompte de tokens et des investissements d’infrastructure.

Coder avec l’IA (*vibe coder*) n’est pas faire du logiciel

Le code est en train de devenir largement pensé nativement pour l’intelligence artificielle : l’IA en produit déjà une part majoritaire sur les nouveaux projets. La différenciation se déplace vers les agents et l’orchestration, qui industrialisent des *workflows* et rendent les applications métiers plus simples à déployer et à opérer. D’où une distinction utile : générer du code est devenu quasi gratuit ; en faire un produit fiable, intégré, sécurisé et monétisable reste l’étape décisive.

Et l’effet peut être encore plus marqué chez les éditeurs verticaux, qui disposent déjà de données propriétaires, de *workflows* métier profonds et d’une forte capacité de distribution dans un secteur donné : Veeva dans la santé, CCC Intelligent Solutions dans l’assurance, Workiva pour la documentation réglementaire, ou encore IQVIA sur les données de ventes de médicaments et la R&D. Dans ces modèles, l’IA n’est pas seulement une couche d’assistance : elle devient un moteur de productivité et de conformité directement intégré au système de production du client.

C’est ce qui sépare les fournisseurs de modèles (OpenAI, Anthropic) des plateformes horizontales qui industrialisent les agents dans les processus d’entreprise (Microsoft avec Copilot, Salesforce avec Agentforce, ServiceNow, Palantir) — et des plateformes verticales qui capturent la valeur là où le *workflow* et la donnée sont les plus spécifiques. La valeur durable se construit à ce niveau d’intégration.

¹¹ Un token est une petite unité de texte (par exemple un caractère, un morceau de mot ou un mot entier) utilisée par les modèles pour lire, traiter et générer du langage.

¹² Une API (*Application Programming Interface*) est une interface qui permet à deux applications de communiquer entre elles en définissant un ensemble de règles pour demander et échanger des données ou des services, sans exposer le fonctionnement interne des systèmes.



Monétisation: du siège facturé au résultat livré, de l'utilisateur humain à l'agent IA

Le modèle par utilisateur (*per seat* ou par siège) laisse place à une tarification au résultat: à la tâche accomplie, au dossier traité ou au ticket résolu. Si ce mouvement se confirme, le marché adressable change de nature: il ne se limite plus au budget logiciel, mais vise une fraction des coûts de main-d'œuvre que l'agent automatise, un réservoir bien plus vaste. Salesforce facture déjà Agentforce à la conversation résolue; c'est ce type de modèle, et la preuve qu'il génère un retour mesurable pour le client, qui validera la durabilité des revenus.

Avec l'agent IA, une autre poche de monétisation s'ouvre: la facturation à l'appel (ou à l'exécution) d'agents et de chaînes d'outils. Autrement dit, l'API comme unité économique. Si les agents orchestrent des tâches (recherche, extraction, rédaction, exécution de workflows), la valeur se mesure en volumes d'appels, en temps d'exécution, en latence, en fiabilité et en niveau de garanties (SLA ou accord de niveau de services, conformité, audit). L'API devient le «produit». TradingView, par exemple, est une plateforme en ligne de graphiques boursiers qui permet d'analyser les marchés (actions, devises, etc.) avec de nombreux indicateurs techniques. Mais TradingView met aussi à disposition des points d'accès et des formats standardisés pour que des logiciels externes puissent automatiquement lire ses données, signaux et alertes, et les utiliser dans leurs propres systèmes: c'est cette «couche API» qui devient monétisable.

Ce modèle est «natif» des plateformes *cloud*, mais il peut devenir un pont entre logiciel et services: l'entreprise n'achète plus un outil (licence) ni une équipe (jours-hommes) — elle achète un résultat produit par une chaîne d'API. Qui capte la valeur? Des intermédiaires d'infrastructure comme Cloudflare ou Akamai. Ces acteurs illustrent bien ce déplacement: une couche de l'infrastructure au plus près des utilisateurs et de sécurité qui peut se monétiser par requête et par fonction exécutée (routage, protection, observabilité, passerelles, etc.). Dans un monde agentique, cette couche devient stratégique car elle se situe: (i) au plus près de l'utilisateur et des données (latence), (ii) au point de contrôle des identités, permissions et politiques, et (iii) à l'interface entre le trafic «humain» et le trafic «agent».

Historiquement, un logiciel se vend par utilisateur et les services informatiques se vendent au temps passé. L'*agent-first* crée une troisième voie: une tarification à l'usage et au résultat, mais granularisée au niveau de la machine. Cette migration de la tarification recompose les chaînes de valeur: les gagnants ne sont pas uniquement les modèles, mais aussi les couches qui contrôlent, sécurisent et mesurent l'exécution agentique — autrement dit, les sociétés capables de résoudre des problèmes métiers de bout en bout grâce à une IA puissante, en facturant l'usage réel plutôt qu'en vendant uniquement des licences ou du conseil au temps passé.

Le retour sur capitaux investis (ROIC) n'est pas, à ce stade, la question centrale

À long terme, le marché exigera la preuve par le retour sur investissements ou ROIC réel, pas la promesse ni la perspective de long terme. Or, une partie des dépenses d'investissement d'infrastructure d'IA n'est pas encore arbitrée sur des retours clairement identifiés, mais sur une hypothèse de demande future — une estimation de consommation de tokens et de charge d'inférence à horizon 2 à 5 ans. Autrement dit, on finance aujourd'hui une capacité en pariant sur les volumes d'usage de demain, avec une visibilité encore imparfaite sur (i) la tarification du token, (ii) la part captée par chaque maillon (*cloud*, silicium, mémoire, réseau), (iii) la vitesse de diffusion des cas d'usage réellement monétisables, et (iv) l'intensité concurrentielle qui pourrait compresser les marges.

Dans ce contexte, le risque est que le marché boursier escompte dans les cours davantage un récit de rareté — la pénurie de GPU, de HBM, de CoWoS, de capacités de centres de données et d'électricité — que les fondamentaux de création de valeur pour l'actionnaire (cash-flow durable, discipline d'allocation, rendement sur capital investi). Un récit désigne quelques gagnants, leur poids dans les indices monte, les achats passifs suivent, puis les gérants actifs, parfois avec levier et options.

La formule «*attention is all you need*» ou en français «seule l'attention suffit» décrit la mécanique des LLM; elle fonctionne presque comme une métaphore des marchés actuels: l'attention portée à la narration (et aux contraintes d'offre visibles) tend à dominer l'attention portée aux rendements économiques. La fragilité ne tient pas nécessairement à la solidité des entreprises, mais à l'écart entre attentes et ROIC, et à la concentration des détenteurs.

La pertinence du thème ne fixe pas le prix raisonnable pour s'y exposer. La patience, la sélectivité et une allocation rigoureuse du capital — autrement dit, le fait de privilégier les entreprises capables de transformer les tokens en flux de trésorerie et de monétiser rapidement leurs services — permettent de saisir les opportunités d'investissement les plus attractives.



Michèle Henon (1937-2010), paroi en cuir de Cordoue, motifs inspirés de l'Art déco réalisés selon la technique médiévale du *repujado*, commande spéciale pour les salons de la banque, Genève, Suisse.



Crédit ou souverain : rester sélectif

Guilhem Savry
Head of Strategy Research, Global Investment Research

Rami Boustany
Head of Fixed Income Credit Research, Global Investment Research

Des primes de risque toujours élevées sur le segment obligataire souverain

La plupart des rendements obligataires mondiaux ont atteint de nouveaux plus hauts depuis la période 2007/2008 au cours du second trimestre 2026. Cette hausse des rendements obligataires est globale, c'est-à-dire qu'elle touche tous les pays développés et affecte toutes les maturités de la courbe. Cette situation que nous avons décrite dans nos précédentes publications et qui justifie notre vue prudente sur cette classe d'actif devrait perdurer à moyen terme. En effet, la prime d'inflation devrait rester élevée en raison des incertitudes géopolitiques qui pèsent sur de nombreuses matières premières. La prime de croissance reste importante surtout aux États-Unis et au Japon, où le cycle d'investissement technologique s'accroît, et la prime de risque politique en Europe restera forte alors que de nombreuses élections se profilent et que la fragilité des gouvernements en place augmente. Enfin et surtout, l'absence de réduction des déficits publics pose la question du coût de financement et de la soutenabilité de la dette des États, surtout pour ceux qui font face à une croissance faible et inférieure à leur potentiel de long terme.

Durcissement de la politique monétaire en vue ?

La flambée des prix de l'énergie provoquée par le conflit au Moyen-Orient a aggravé les pressions inflationnistes et contraint les banques centrales à envisager un resserrement monétaire à court terme via des hausses des taux d'intérêt. Le marché des futures (ou marché à terme) du pétrole anticipe à présent un prix du WTI (*West Texas Intermediate*) et du Brent respectivement à 74 et 78 dollars en décembre soit plus de 30% plus haut qu'il y a six mois. Dans ce contexte, la courbe des anticipations d'inflation s'est déplacée vers le haut aux États-Unis et en Europe, avec des niveaux d'inflation anticipés certes plus bas après l'accord du 15 juin avec l'Iran mais néanmoins encore au-dessus des objectifs de long terme de la Réserve fédérale américaine (Fed) et de la Banque centrale européenne (BCE). Face à ces anticipations de prix de production et de consommation plus élevés, les marchés monétaires ont revu à la hausse leurs anticipations de taux pour les principales banques centrales en 2026 et intègrent désormais des

relèvements de taux généralisés d'ici la fin d'année. À ce jour, les marchés voient des hausses de taux partout d'ici douze mois, même modestes. La BCE a déjà agi en juin avec une première hausse de taux de 25 points de base pour la première fois depuis 2023 et continuera sur cette voie si les données d'inflation demeurent élevées. La Banque d'Angleterre (BoE) et la Fed devraient suivre la tendance avec des hausses de taux anticipées d'ici décembre 2026.

Des finances publiques qui ne s'améliorent pas

Cette remontée de la prime d'inflation s'ajoute aux inquiétudes concernant les déficits budgétaires. Alors que l'économie américaine demeure résiliente, réduisant les risques de soutenabilité de la dynamique de la dette, cela n'est pas le cas en Europe où la croissance du PIB devrait être en dessous de 1% en 2026, conduisant les investisseurs à s'interroger sur l'équilibre de long terme entre la croissance de la dette et celle de l'activité. Illustrant cette tendance, les gouvernements ont emprunté sur les marchés obligataires à un rythme record sur la première partie de l'année 2026. Les émetteurs souverains du G10 et de la Chine ont ainsi émis pour 504 milliards de dollars de dette depuis le début de l'année. C'est un record et plus qu'au premier semestre de 2020, lorsque les États ont dû financer les déficits publics qui se creusaient pour soutenir leurs économies pendant les confinements liés à la pandémie de Covid-19. De plus, le besoin de financement pour la souveraineté technologique, énergétique et militaire sont des besoins structurels de long terme qui continueront de peser sur des finances publiques déjà très détériorées. Dans ce cadre, les investisseurs demandent une prime plus élevée pour financer les États à long terme, ce qui fait monter la prime de terme des titres de dette à plus longue échéance. Le financement de la dette américaine représente à présent 1 300 milliards de dollars, soit environ 4% du PIB et le second plus gros poste du budget avec la défense.

Une Europe politique fragilisée et des États-Unis isolés

L'accélération de la hausse des rendements des taux longs s'est produite alors que des tensions politiques au sein du gouvernement apparaissaient au Royaume-Uni. Ces tensions, qui ont conduit à la démission du Premier ministre anglais, se sont également répercutées ailleurs en Europe. Ainsi, la France, l'Allemagne, l'Espagne, les Pays-Bas et aussi l'Italie font tous face à une fragilité de leurs gouvernements qui rend difficile toute maîtrise des finances publiques et accroît la volatilité sur leur rendement obligataire de long terme. À ce jour, la prime de risque des pays périphériques vis-à-vis de l'Allemagne est restée contenue et demeure loin des plus hautes observées en 2024/2025 pour la France et en 2011/2012 pour l'Italie, mais cela découle davantage d'une dégradation des finances publiques allemandes que d'une amélioration de celles des autres pays. Du côté américain, la part de détention des bons du Trésor par des investisseurs étrangers ne cesse de baisser, passant de 55% en 2009 à 31% fin 2025, soulignant combien la guerre commerciale et le manque de visibilité de la politique de Trump a conduit les investisseurs étrangers à diversifier leurs avoirs d'obligations américaines.

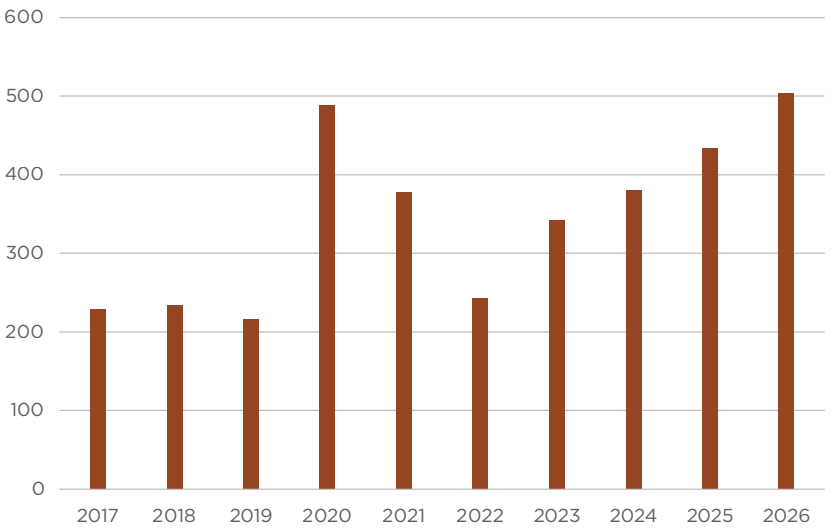


Les États restent endettés contrairement aux entreprises qui présentent des bilans solides

Lorsque nous analysons les principaux déterminants qui expliquent l'évolution des taux d'intérêt à long terme (croissance, inflation, finances publiques, risque politique) aucun ne nous semble positif à court terme pour justifier de voir le niveau des rendements actuels comme attractifs, du moins dans un cadre d'allocation tactique. Nous pensons en effet que la prise de conscience des investisseurs sur la dynamique des dettes des pays développés qui reste sur un chemin non soutenable à long terme ne fait que commencer et donc voyons les taux à 10 ans monter plus haut sur un horizon de 6 à 12 mois.

Concernant les obligations d'entreprise, les bilans demeurent solides, comme la dernière saison des résultats le souligne. Leur capacité à se financer reste intacte comme indiqué par les souscriptions des nouvelles émissions, quel que soit le secteur et la devise, soulignant un appétit intact pour les obligations d'entreprises de la part des investisseurs de long terme. Cependant, les investisseurs doivent rester sélectifs par secteur et par émetteur car plus les taux nominaux montent, plus les segments les plus endettés se fragilisent.

Graphique 1 — Montant des émissions obligataires des pays du G10, plus Chine, sur chaque premier semestre, en milliards de dollars



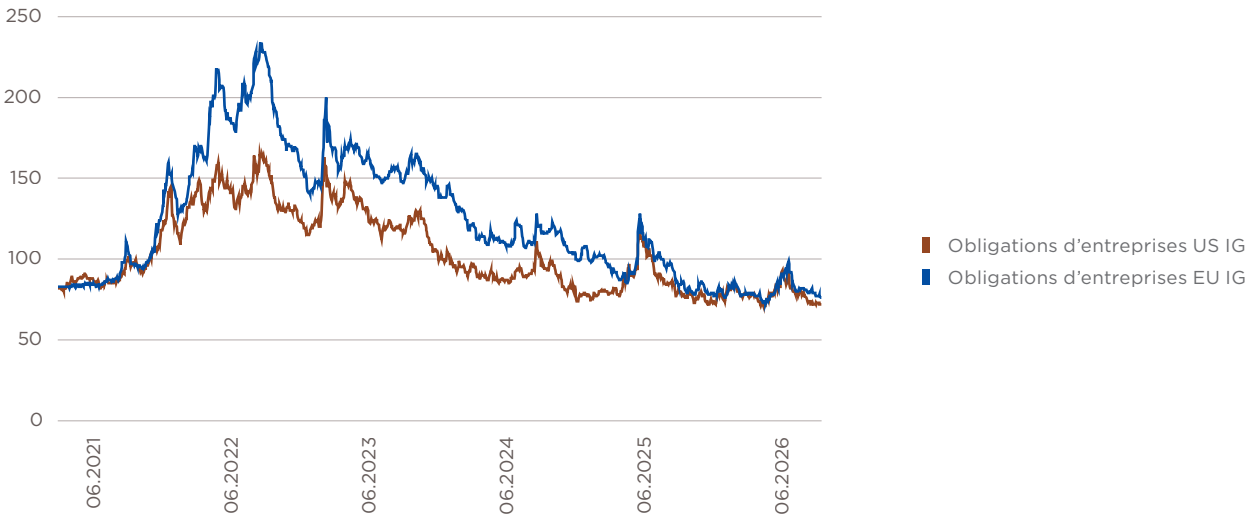
Bloomberg, Edmond de Rothschild

Un marché du crédit toujours intéressant

La solidité des bilans d'entreprise continue de se refléter dans des primes de risque de crédit historiquement faibles. Pourtant, le succès des nouvelles émissions depuis le début de l'année, avec des montants souscrits en moyenne trois à quatre fois supérieurs aux montants effectivement levés par les émetteurs (en euro comme en dollar¹), confirme le fort intérêt des investisseurs pour les obligations d'entreprises. Cette classe d'actifs conserve en effet un attrait certain en termes de rendement absolu, les taux souverains offrant toujours un socle de rémunération élevé.

Graphique 2 — Écart (spread)-ajusté-des-options, juin 2021 - juin 2026

Obligations d'entreprises US en dollars et obligations d'entreprises européennes en euros, *investment grade* (IG)



Bloomberg, Edmond de Rothschild

Derrière ce constat agrégé, l'écart de crédit moyen masque toutefois des disparités importantes entre secteurs. À titre d'exemple, sur le marché en dollars, les obligations *investment grade* notées entre BBB- et BBB+, avec des durations modifiées comprises entre 3 et 5 ans, affichent des primes allant d'environ 60 points de base dans les secteurs les plus resserrés, comme la restauration, à près de 150 points de base dans les plus écartés, comme les logiciels et services. Le marché en euros apparaît plus homogène, mais présente malgré tout une dispersion significative, avec un écart de plus de 55 points de base entre les secteurs les plus resserrés, comme les majors pétrolières autour de 30 points de base, et les plus écartés, comme l'automobile ou la consommation, autour de 85 à 90 points de base. Cette dispersion justifie une approche plus fine de la sélection obligataire afin d'optimiser le rendement des portefeuilles.

¹ Obligations *investment grade*, d'une taille minimale de 500 millions de dollars à l'émission, sur les marchés développés.



Une sélection sectorielle au cœur des opportunités

Les obligations des grandes banques internationales offrent encore parmi les rendements les plus élevés de l'univers *Investment Grade*, alors même que les niveaux de capitalisation et la qualité des actifs sont historiquement solides dans un secteur qui demeure l'un des plus étroitement encadrés par les régulateurs. Les primes élevées observées reflètent davantage la complexité des instruments disponibles, y compris sur les souches seniors, qu'un risque fondamental de défaillance.

Le secteur automobile traverse une phase d'ajustement profonde, marquée à la fois par une demande atone sur les véhicules neufs, par les incertitudes entourant l'électrification du parc et par la nécessité de réorganiser les chaînes d'approvisionnement et de production dans un contexte de tensions commerciales, notamment liées aux droits de douane américains. Cette situation se traduit par des rendements nettement supérieurs à la moyenne de la classe d'actifs. Si les difficultés opérationnelles sont réelles, l'endettement net reste généralement contenu. Les émetteurs disposant de bilans solides, capables de monétiser certains actifs et de préserver leur génération de trésorerie, semblent offrir des opportunités de portage attractives. Certains constructeurs ont par ailleurs mieux résisté que leurs pairs grâce à une exposition plus limitée aux marchés chinois ou américain, deux marchés dont les dynamiques de demande sont aujourd'hui très différentes et qui imposent une forte adaptabilité industrielle.

D'autres segments présentent également des caractéristiques favorables au portage, en particulier les secteurs bénéficiant d'une bonne visibilité sur leurs revenus et leurs bénéfices grâce à des cadres réglementaires favorables ou à des contrats de long terme. Ces modèles permettent de financer les investissements tout en préservant des bilans sains. Ces entreprises disposent souvent de mécanismes d'ajustement tarifaire liés aux volumes, aux prix des matières premières ou à l'inflation, et évoluent parfois dans des environnements proches du monopole. Nous incluons dans cette catégorie la production d'électricité, y compris renouvelable, les services aux collectivités dans la distribution et la transmission d'électricité et de gaz, les opérateurs de pipelines ainsi que les concessions autoroutières et aéroportuaires. Dans ces secteurs, la sélectivité reste essentielle, compte tenu de la diversité des régimes réglementaires selon les zones géographiques. L'analyse des précédents réglementaires, notamment dans les périodes exceptionnelles, constitue à cet égard un élément déterminant. Ces secteurs ont aussi en commun d'être engagés dans des trajectoires de décarbonation ambitieuses, ce qui implique une analyse approfondie des actifs et des programmes d'investissement dans le cadre de la transition énergétique.

Le secteur des télécommunications, bien que mature dans les marchés développés, demeure également une source utile de diversification. Certains opérateurs disposent de positions de marché dominantes,

de marges résilientes et d'une capacité éprouvée à générer des flux de trésorerie suffisants pour financer des dépenses d'investissement encore élevées, mais appelées à diminuer à mesure que les grands cycles de déploiement de la 5G et de la fibre optique arrivent à maturité.

L'essor de l'intelligence artificielle a par ailleurs fait émerger, depuis 2025, de nouveaux émetteurs de premier plan sur les marchés obligataires américains. Certains de ces groupes affichent des niveaux de bénéfices et de génération de trésorerie sans équivalent dans de nombreux autres secteurs, et leurs obligations relevaient jusqu'ici principalement d'allocations très défensives. L'endettement, encore relativement nouveau pour plusieurs de ces sociétés, progresse graduellement, tout en restant très inférieur à la moyenne de l'univers obligataire. Dans le même temps, les écarts de rendement deviennent plus attractifs. Cette évolution ouvre aux investisseurs l'accès à des signatures de très grande qualité à des niveaux de rendement désormais plus intéressants.

Des sources complémentaires de rendement et de diversification

Pour les portefeuilles capables d'assumer une complexité accrue et une volatilité potentiellement supérieure à celle des obligations classiques, le segment des titres subordonnés mérite d'être considéré. La plupart des secteurs évoqués précédemment y sont représentés, dans un marché en forte croissance depuis deux ans. Ces instruments se caractérisent souvent par des maturités très longues, parfois perpétuelles, par des coupons susceptibles d'être différés et par des notations inférieures en raison de leur rang dans la structure du capital. Dans cet univers, l'analyse fine de la documentation et des structures d'émission est déterminante.

Certaines poches du segment *high yield* peuvent également contribuer à la diversification et à la performance d'une allocation obligataire, notamment les secteurs opérant sur des marchés fragmentés, dans lesquels les leaders peuvent afficher une croissance de chiffre d'affaires supérieure à celle de leur marché grâce à une stratégie de consolidation et à la capture de synergies. C'est par exemple le cas de la gestion des déchets, du traitement de l'eau, des services techniques liés à l'énergie, aux infrastructures ou au numérique, ainsi que de la location et de la gestion de textiles professionnels.

Conclusion: diversification, portage et discipline de sélection

Au total, les opportunités de construction de portefeuilles obligataires diversifiés et optimisés restent nombreuses. Elles s'appuient sur des niveaux de rendement absolu toujours élevés, alors même que le risque de crédit demeure globalement contenu malgré un environnement macroéconomique et géopolitique plus incertain. Dans ce contexte, la sélectivité demeure essentielle afin de préserver la résilience des allocations en cas de regain de volatilité.



Jeremy Maxwell Wintrebert (né en 1980), *Les Soleils*, verre soufflé à la bouche et à main levée, commande spéciale pour le Four Seasons Hotel Megève, France.

Marché des changes



Moins de bruit et de fureur ?

Jean-Marc Guillot
Group Treasurer and Global Head of Trading

L'annonce d'un accord entre les États-Unis et l'Iran le 15 juin, tel un cadeau d'anniversaire pour les 80 ans du président Trump, ne constitue aucunement une garantie de la fin de l'incertitude et des soubresauts géopolitiques. Les nombreux points de divergences entre les belligérants représentent de réels obstacles à un accord de paix définitif. D'autre part, le conflit ukrainien fait toujours rage et le soutien unanime du G7 à l'Ukraine devra parvenir à se concrétiser au-delà des mots. De plus, les sujets de crispation entre les États-Unis et l'Europe demeurent, à commencer par la taxe sur les GAFA¹ et les menaces de Trump sur certaines exportations comme le vin français. Enfin, plus personne n'évoque les ambitions américaines sur le Groenland. Ce sont autant d'éléments qui promettent un deuxième semestre de l'année 2026 inscrit sous le signe de la volatilité et d'une navigation à vue des banques centrales.

Euro contre dollar, une certaine stabilité attendue

Ce n'est un secret pour personne, Donald Trump appelle de ses vœux une baisse des taux d'intérêt de la Réserve fédérale (Fed). Il a d'ailleurs remplacé Jerome Powell à la tête de l'institution par Kevin Warsh avec lequel il semble plus en accord quant à l'évolution de la politique monétaire. Le conflit avec l'Iran a toutefois perturbé ce scénario en ravivant le spectre de l'inflation aux États-Unis. Celle-ci à 2,39% pour le mois de janvier s'est hissée à 4,25% pour le mois de mai, progressant ainsi de près de 2% en seulement quatre mois. Le risque a donc basculé vers une possible hausse de taux de la Fed pour contrer l'inflation, hausse d'autant plus supportable que l'économie américaine se porte bien, comme en attestent les nombreuses créations d'emplois. L'annonce d'un accord avec l'Iran ouvrant la perspective d'une fin durable au conflit tempère ce scénario. Avec la réouverture du détroit d'Ormuz, un retour à la normale du commerce mondial devrait permettre une baisse de l'inflation. Dans un tel contexte, une hausse des taux devient moins probable et une baisse des taux pourrait même être à nouveau envisagée. Tout dépend de la rapidité d'un retour à la normale, tant pour la circulation maritime dans le détroit d'Ormuz que pour la production de pétrole. Des outils de production ont été détruits par les missiles iraniens et il faudra les remettre en état. Reste ensuite la question d'un possible péage pour le passage du détroit, élément qui soutiendrait un niveau toujours élevé d'inflation. Dans ce climat de grande incertitude, il y a donc fort à parier que la Fed attende pour changer ses taux, observant l'évolution des données économiques et les conséquences concrètes de l'accord annoncé.

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) a confirmé la hausse de 0,25% de son taux directeur en juin. Si le marché s'attend à d'autres hausses, rien n'est en fait garanti. L'annonce de l'accord entre l'Iran et les États-Unis change la donne pour l'Europe également sur le plan de l'inflation avec les mêmes incertitudes sur le retour à la normale. De plus, contrairement aux États-Unis, l'Europe ne jouit pas d'un contexte économique favorable. De nombreux pays ont revu à la baisse leur taux de croissance pour 2026. Le produit intérieur brut de la zone n'a crû que de 0,3% sur le premier trimestre, en net ralentissement, et les indicateurs avancés s'installent en zone de contraction économique. Une politique monétaire trop restrictive pourrait tuer la croissance, rappelant ce que les marchés appellent encore « l'erreur Trichet » de 2011. Tout plaide également pour une position d'attente de la part de la BCE qui basera probablement ses décisions sur l'évolution constatée des données économiques.

L'absence d'évolution attendue sur le portage de l'euro contre le dollar suggère un manque de tendance et même une certaine stabilité au sein de ce canal de fluctuation. Un premier mouvement en réaction à la hausse de taux de la BCE et à une diminution de la demande de dollars en valeur refuge pourrait permettre à l'euro de se renforcer pour aller tester la zone de 1,18. À plus long terme, l'incertitude restant en place, le dollar devrait regagner du terrain permettant à la parité de se diriger vers l'objectif de 1,14.

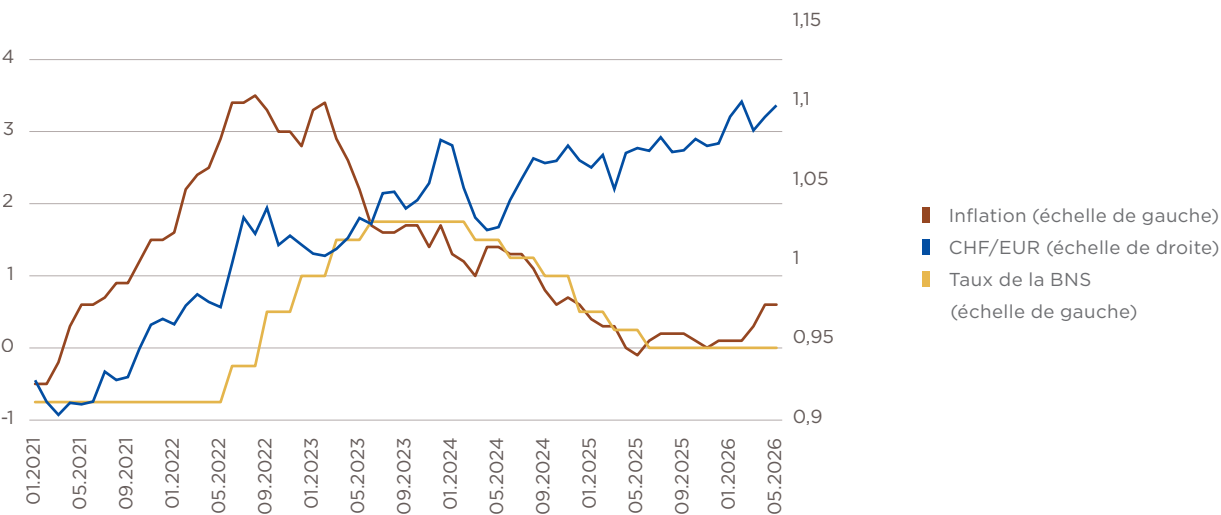
Le meilleur des mondes possibles pour la Banque nationale suisse ?

Au début de l'exercice 2026, la préoccupation principale de la Banque nationale suisse (BNS) prenait la forme d'un plongeon brutal dans la déflation. Après avoir touché 0% en novembre 2025, l'inflation restait à 0,10%, proche du point de bascule. L'institut d'émission s'interrogeait alors sur le fait de passer à nouveau son taux directeur en zone négative, mesure qu'il jugeait toutefois de dernier ressort du fait de ses effets secondaires indésirables sur des pans entiers de l'économie suisse. La BNS était toutefois prête à vendre du franc suisse sur le marché des devises car une monnaie trop forte réduit encore l'inflation, ce qui n'est pas le bienvenu à seulement +0,10% de croissance des prix.

¹ Les GAFA désignent les grands groupes technologiques américains Google, Apple, Meta (Facebook) et Amazon. Par extension, le terme est souvent utilisé pour parler des grandes plateformes numériques globales.



Graphique 1 — La Banque nationale suisse face à l’inflation



Bloomberg, Edmond de Rothschild

La campagne militaire américaine en Iran a drastiquement changé la donne en faveur de la banque centrale helvétique. Le blocage du détroit d’Ormuz et la destruction d’outils de production de matières premières énergétiques ont renforcé l’inflation sur le plan mondial et en Suisse également. De +0,10%, l’indice helvétique a repris des forces jusqu’à +0,6%, éloignant ainsi le spectre de la déflation tout en restant dans une zone favorable bien en-dessous du plafond des 2%. En parallèle, le franc suisse s’est légèrement déprécié contre l’euro et le dollar tout en restant à un niveau suffisamment élevé pour limiter toute importation d’inflation de l’étranger. Enfin, l’économie suisse a connu un bon début d’année 2026. Son rythme de croissance économique a atteint 0,5% pour le premier trimestre en accélération par rapport au dernier trimestre 2025. L’indicateur de conjoncture économique de l’UBS est passé en zone d’expansion à 53 en mars pour la première fois depuis 2022. Les perspectives de croissance pour l’année 2026 ont été revues à la baisse de seulement 0,1%, bien moins que ses voisins, et le secteur pharmaceutique continue à porter la croissance. Aucune raison pour la BNS de revoir ses taux, ni d’intervenir sur le franc dans le contexte actuel qui s’avère très favorable.

Après une correction à court terme vers 0,7800/50, nous anticipons une appréciation du dollar vers 0,83. Quant à l’euro contre franc suisse, notre objectif à terme se situe à 0,94 soit une légère appréciation de la devise européenne.

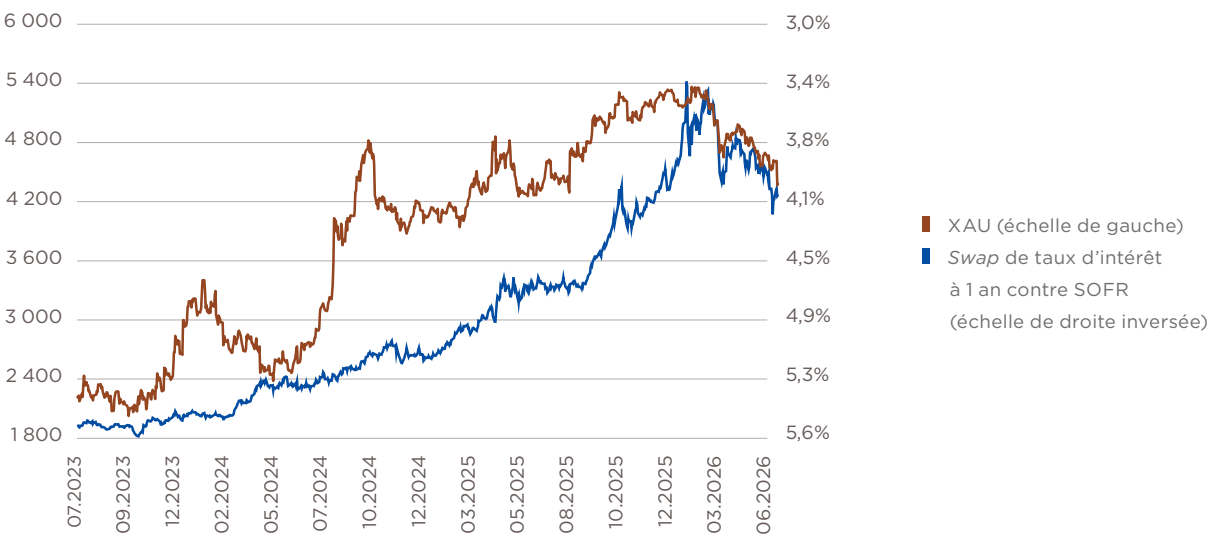
L’avenir de l’or reste à la hausse

Entre son pic de fin janvier proche de 5 600 dollars par once de métal et son récent plus bas vers 4 000, l’or a perdu 21% au rythme de nombreuses hésitations, non sans rappeler les montagnes russes, au

point de donner mal au cœur aux investisseurs. Le retour brutal de l’inflation occasionné par le conflit au Moyen-Orient a mis à mal les espoirs de baisse du taux directeur de la Fed et même suscité des attentes de hausse des taux aux États-Unis. Les avoirs en or ne servant pas d’intérêt, le prix du métal jaune souffre lorsque le taux servi par le dollar monte. Autre facteur explicatif de la baisse du cours de l’or, la part de marché importante des ETFs. Les allocations habituelles de portefeuilles faites de 60% d’actions et de 40% d’obligations ont évolué au cours des dernières années. Les 40% d’obligations ont été réduits à 20% et les 20% restants ont été dédiés aux marchés privés et à l’or. Cette nouvelle réalité apporte plus de volatilité dans le prix lors des ajustements à l’allocation stratégique lorsque les marchés tangent.

Sur le plus long terme toutefois, l’or reste orienté à la hausse. Il est intéressant de constater que les détenteurs d’or physique n’ont pas revendu leurs avoirs, ce qui montre leur conviction à long terme. Si le risque de hausse des taux n’est pas écarté, l’approche des futures décisions de la Fed sur la base de l’évolution des statistiques économiques réduit la pression. La démarche de dédollarisation des banques centrales reste d’actualité comme le démontre la progression des réserves de la Banque de Chine depuis le début de l’année et notamment en mai 2026. Enfin, l’entrée « officielle » de l’or dans les allocations stratégiques des portefeuilles et fonds d’investissement crée un effet de demande supplémentaire et garantit un support sur le long terme. Nous envisageons toujours une reprise du cours de l’or vers 5 200 dollars par once au cours des prochains mois.

Graphique 2 — Cours de l’or en dollars et évolution des taux américains



Bloomberg, Edmond de Rothschild



Avertissement

Le présent support est émis par Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Ce support ne peut être communiqué aux personnes situées dans les juridictions dans lesquelles il serait constitutif d'une recommandation, d'une offre de produits ou de services ou d'une sollicitation et dont la communication pourrait, de ce fait, contrevenir aux dispositions légales et réglementaires applicables. Ce support n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, opinions et/ou analyses figurant dans ce support reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à la date d'élaboration de ce support et sont susceptibles d'évoluer à tout moment sans préavis. Ils peuvent ne plus être exacts ou pertinents au moment où il en est pris connaissance, notamment eu égard à la date d'élaboration de ce support ou encore en raison de l'évolution des marchés. Ce support a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux personnes qui le consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation. En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses. Edmond de Rothschild recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser les risques qui sont associés et forger sa propre opinion indépendamment d'Edmond de Rothschild. Il est recommandé d'obtenir des conseils indépendants de professionnels spécialisés avant de conclure une éventuelle transaction basée sur des informations mentionnées dans ce support cela afin de s'assurer notamment de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps et peuvent être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. Source d'informations: à défaut d'indication contraire, les sources utilisées dans le présent support sont celles d'Edmond de Rothschild. Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation d'Edmond de Rothschild.
Copyright © Edmond de Rothschild – Tous droits réservés

Directeur de la publication: Nicolas Bickel, Group Head of Investment Private Banking & CIO
Rédacteur en chef: Hervé Prettre, Head of Global Investment Research
Coordinatrice d'édition: Ariane Girouard
Achevé de rédiger le 1^{er} juillet 2026
Design: Valentine Simonini
Images: Edmond de Rothschild

