

# La lettre CIO Banque Privée Monaco

Juillet 2026



EDMOND  
DE ROTHSCHILD



# Années 20, années folles

## **Sébastien Cavernes**

Chief Investment Officer  
Responsable de la Gestion Discretionnaire  
Banque Privée Monaco

Il doit certainement y avoir quelque chose de spécial avec les années 20 : elles apparaissent régulièrement comme des points d'inflexion où des technologies sortent du laboratoire pour entrer dans l'économie réelle, redéfinissant en quelques années la productivité, les marchés et les modes de vie.

Dans les années 1820, c'est la vapeur et le chemin de fer qui commencent à transformer des économies encore largement locales en systèmes industriels intégrés. Dans les années 1920, l'électricité permet les premières industries modernes (automobile, chimie) et fait basculer les sociétés dans l'ère de la consommation de masse et de la productivité industrielle à grande échelle. Aujourd'hui, le déploiement de l'Intelligence Artificielle dans toutes les strates de l'économie redéfinit les règles du jeu.

Sur les marchés financiers, ces périodes correspondent généralement à des très belles performances des marchés actions. Plus spécifiquement, les fournisseurs des groupes qui mettent en place la révolution technologique, les vendeurs de pelles et de pioches modernes de la ruée vers l'or, ressortent toujours comme les grands gagnants de telles révolutions.

Vieillesse de la population, liquidités monétaires et bien sûr Intelligence Artificielle, sont les grands enjeux économiques de notre temps. Ils interagissent et façonnent logiquement nos décisions d'investissement.

### **1- L'intelligence est désormais une matière première comme une autre**

De toute révolution technologique naît une nouvelle matière première essentielle. Le charbon en 1820, l'électricité en 1920, l'intelligence en 2020.

Lorsque l'on parle « d'intelligence », on parle de capacité de réponse des modèles de langage de l'Intelligence Artificielle. Celle-ci se mesure en « token » qui correspond à peu près à 1 mot ou un caractère lorsque vous posez une question à chatGPT, Mistral ou Claude. Ainsi, si je demande la traduction en anglais de la lettre que je suis en train d'écrire à ces modèles, j'aurai consommé environ 3000 tokens.

Pour réaliser cette tâche, je peux utiliser la version gratuite de ces modèles de langage mais pour une entreprise qui souhaite les utiliser pour des tâches plus complexes, elle devra payer en fonction des tokens consommés. L'intelligence a donc désormais un prix, celui du token, et un coût, celui des puces électroniques et de l'énergie électrique nécessaire pour le générer. Si l'I.A. apparaît très complexe de prime abord, son modèle économique ressemble étrangement à un modèle tout à fait standard dans lequel une entreprise doit faire du chiffre d'affaires (en vendant des tokens) pour honorer ses



engagements financiers. Produire moins cher et améliorer les ventes, c'est l'objectif permanent de toutes les entreprises. L'I.A. ne fait pas exception à la règle.

Témoin de l'évolution rapide des usages, l'intelligence est désormais budgétée dans les entreprises et certaines commencent à annoncer qu'elles ont d'ores et déjà consommé leur quota de tokens pour l'année. Elles cherchent des solutions moins onéreuses que les modèles américains basés sur une architecture fermée. Les modèles chinois adoptent une stratégie différente : ils sont pour l'heure moins avancés en matière de technologie (et donc en matière de qualité de réponse) mais présentent l'avantage non négligeable d'être « open source » et bien moins chers.

Ainsi la concurrence s'organise et le marché de l'intelligence ressemble de plus en plus à un marché dont le comportement s'assimile à celui des matières premières dans lequel un produit est tellement standardisé qu'il est indifférencié : tous les barils de pétrole se ressemblent et tous les lingots d'or sont identiques. Il semble que nous nous acheminions vers une indifférenciation du token, c'est-à-dire qu'une même question posée à différents modèles de langage apporte une réponse tellement similaire que le choix d'un modèle plutôt qu'un autre n'est pas pertinent. En matière financière, on appelle cela : la « <sup>1</sup>commoditisation ». Celle du token et donc de l'intelligence apparaît de plus en plus probable pour traiter 90% des demandes.

## **2- Vieillesse de la population et hausse de la liquidité monétaire**

Le vieillissement démographique est probablement le facteur structurel qui influence le plus les marchés financiers à long terme. Le poids de la dette publique était déjà considérable avant le COVID ; la décennie actuelle lui a fait franchir un nouveau seuil.

Les Etats doivent désormais financer simultanément des dépenses croissantes de santé, de retraite, de défense et des charges d'intérêts toujours plus lourdes, alors même que la population vieillissante alimente moins les fonds de pension et de retraite, historiquement principaux acheteurs de dettes publiques.

Cette contrainte pousse les gouvernements à privilégier un financement de plus en plus court terme. Aux Etats-Unis, les T-Bills (dette d'Etat à moins d'un an), très recherchés par les banques, fonds monétaires et hedge funds pour leur combinaison unique de rendement, liquidité et faible volatilité, sont devenus la pierre angulaire du financement public.

Cette évolution entraîne plusieurs conséquences majeures :

- D'abord, avec une part importante de la dette refinancée à très court terme, le budget américain devient extrêmement sensible aux taux directeurs fixés par la FED.

---

<sup>1</sup> Standardisation d'un produit ou d'un service



- Ensuite, des milliers de milliards de dollars de dette doivent être renouvelés chaque année, ce qui impose de maintenir en permanence un niveau de liquidité élevé dans le système financier.
- Enfin, comme la dette publique continue de croître plus vite que l'économie, les banques centrales sont contraintes de garantir un environnement monétaire suffisamment accommodant pour permettre son refinancement continu.

Cette abondance de liquidités soutient mécaniquement les valorisations des actifs financiers, en particulier les actifs rares comme les actions ou l'or. La hausse des marchés dépend alors moins des fondamentaux économiques que de la quantité de liquidité disponible. Mais cette dynamique rend également les marchés plus fragiles : toute contraction, même temporaire, de la liquidité de marché peut provoquer des corrections brutales et favoriser la formation puis l'éclatement de bulles spéculatives.

Parmi les facteurs susceptibles de détourner cette liquidité des marchés financiers vers l'économie réelle figurent les investissements massifs dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle, la hausse du coût des matières premières énergétiques (provoquée par la fermeture du détroit d'Ormuz par exemple), industrielles ou technologiques, ainsi que l'augmentation de l'offre de nouvelles actions via les introductions en bourse.

Dans ce contexte, les actifs financiers bénéficiant d'une rareté relative — actions, or, certaines matières premières — conservent un soutien structurel tant que la liquidité reste principalement stockée dans les marchés. En revanche, lorsque cette liquidité se diffuse davantage dans l'économie réelle, l'environnement devient nettement moins favorable aux valorisations boursières.

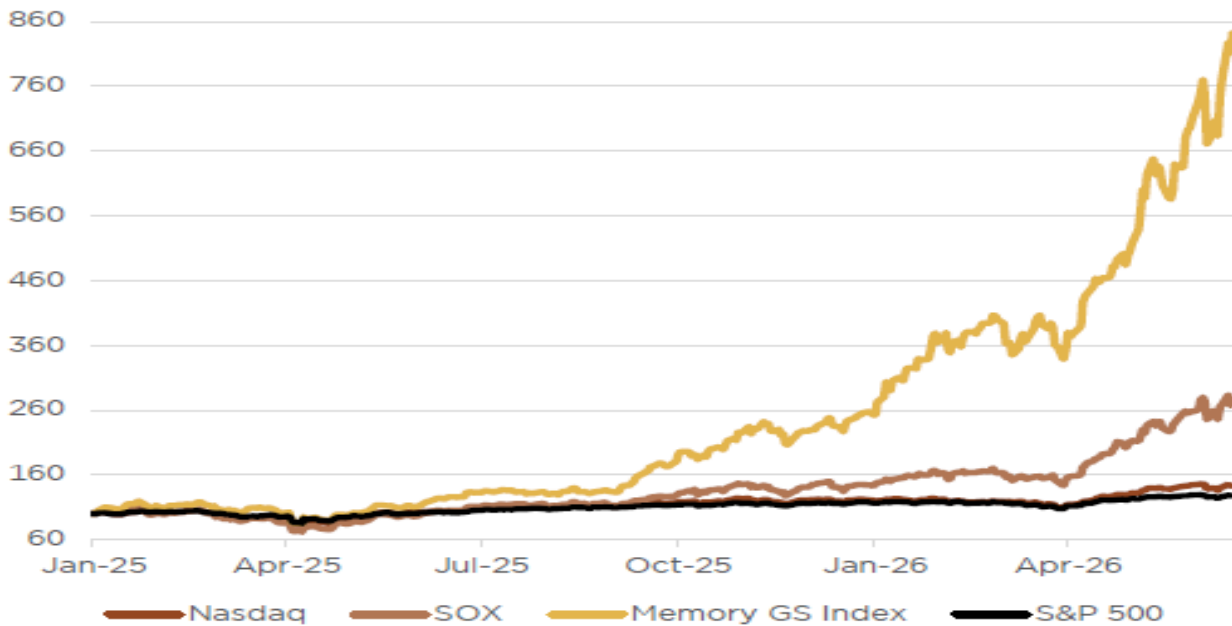
### **Fuite des liquidités vers les data centers**

Cette situation est précisément celle que nous traversons en ce moment avec les dépenses d'investissement réalisées pour construire les data centers qui sont sans commune mesure avec ce que nous avons connu dans le passé. Environ 1000 milliards de dollars (3% du PIB américain) vont être dépensés tous les ans pendant 4 à 5 ans pour rendre concrète l'Intelligence Artificielle. C'est autant de liquidités qui vont quitter les comptes en banque des constructeurs de data centers pour alimenter ceux de leurs fournisseurs. Un tel projet est suffisamment important pour être globalement défavorable à la liquidité des marchés financiers mais positif pour l'économie réelle. Comme à chaque révolution industrielle, cette liquidité ne circule pas équitablement dans l'économie, elle se concentre sur les bénéficiaires gravitant dans l'environnement des constructeurs : les fameux fabricants de pelles et de pioches.

Les constructeurs de puces de mémoire SK Hynix ou Samsung font partie de ces heureux élus : leur chiffre d'affaires a été multiplié par 3 en seulement 6 mois ! Des résultats tels, que chaque employé a eu la chance de bénéficier d'une prime exceptionnelle de 300 000 euros ! Les actionnaires de ces deux entreprises ont également pu apprécier le triplement du cours de Bourse.



Sur les marchés, privilégier les fournisseurs des entreprises qui s'endettent pour construire les data centers, à savoir les fabricants de puces (semi-conducteurs) et les fabricants d'équipements électriques est la stratégie que nous privilégions. Ils sont les vendeurs de pelles et de pioches de notre temps. Ce positionnement a été particulièrement favorable au premier semestre.



*Performance base 100 en janvier 2025 des indices Nasdaq, Sox, Puces de mémoires, et S&P 500. Les performances des fabricants de puces sont sans commune mesure avec le reste de la côte. Source : Bloomberg, Edmond de Rothschild.*

Le marché peut-il continuer à monter alors que la liquidité se transfère de plus en plus vers l'économie réelle ?

### Une bulle sur les semi-conducteurs ?

A la lecture du graphique précédent, il semble que oui... Les optimistes diront donc que si un indice (ici, celui des semi-conducteurs et celui des puces de mémoire) progresse de 100% parce que les estimations de profits ont elles-mêmes progressé de 100% alors les ratios de valorisation ne varient pas et il n'y a donc pas de bulle. Certes, mais les prudents vous diront que lorsqu'un indice triple en moins de 2 ans, les voyants de l'exubérance irrationnelle scintillent en rouge vif. A ce titre, une bulle est souvent marquée par l'arrivée sur le marché d'entreprises privées dont les fondateurs souhaitent valoriser et convertir la valeur de leurs actions en liquidités. Ainsi, Les « mega-IPO »<sup>2</sup> de Space X,

<sup>2</sup> Introduction en Bourse d'entreprises de très grande capitalisation



Anthropic et Open-AI à venir ont en commun de valoriser plusieurs centaines de milliards sur le marché des entreprises qui réalisent des dizaines de milliards de dollars de pertes.

Généralement, on ne sait si on était dans une bulle qu'une fois qu'elle a éclaté. Mais si nous devons considérer que nous sommes dans une bulle aujourd'hui (étant donnée la forte progression des indices), la meilleure stratégie ne consiste pas à vendre. Comme en 1999 et la bulle internet, le marché a continué de progresser encore 12 mois avant de débiter sa descente. Notre stratégie vise donc à profiter de ce mouvement tout en veillant à ce que le poids de la thématique I.A. ne prenne pas une place déraisonnable dans les portefeuilles. Cela passe par le fait de réduire régulièrement l'exposition.

Le vrai signal de sortie de marché serait celui d'une forte remontée des coûts d'emprunts de ces entreprises (hausse des spreads de crédit). Ce n'est pas ce que nous constatons parce que nous ne sommes qu'au début du cycle d'investissement dans l'Intelligence Artificielle. Cependant, les premiers signes de futurs troubles à venir apparaissent : les investissements pour la construction des data centers ont besoin d'être financés. Si la trésorerie pléthorique des géants du secteur technologique a été en grande partie consommée, les émissions de dettes commencent à apparaître. Lorsque la dette privée devient insoutenable c'est-à-dire lorsque les cash flows générés par les investissements n'arrivent plus à payer les intérêts de la dette, la bulle éclate.

Les crises bancaires des années 1830 ou bien le crack de 1929 nous rappellent combien une révolution technologique (vapeur et électricité) peut faire le bonheur des investisseurs dans sa phase initiale mais provoquer des retournements violents de fortunes lorsque trop de dettes a été accumulée.

Nous n'en sommes pas là mais nous en prenons le chemin. En attendant, les profits et les cours de bourse des fournisseurs des constructeurs de data centers progressent très vite et nous continuons de penser que cette situation perdurera au moins jusqu'à la fin de l'année.

### **Stratégie d'investissement**

L'augmentation de la liquidité est le facteur d'influence numéro un des prix de marchés à long terme.

A plus court terme, un transfert de liquidités des marchés financiers vers l'économie réelle en raison d'une révolution technologique a généralement plusieurs conséquences en matière de placements financiers :

- Une baisse générale des valorisations des actifs financiers,
- Une concentration de la liquidité sur les sociétés fournissant ceux qui construisent des infrastructures
- Une hausse notable d'une ou plusieurs matières premières concernées par le cycle d'investissement.

Le déploiement de l'Intelligence Artificielle ressemble furieusement au cycle de la vapeur d'il y a 200 ans et à la généralisation de l'électricité il y a un siècle. Dans le cycle actuel, les marchés financiers peinent à produire des



performances fortes en dehors des entreprises de semi-conducteurs. Ces producteurs de puces ont vu leur cours de bourse s'envoler sur le premier semestre de l'année au même titre que leurs profits. Cette performance est actuellement le moteur des marchés et devrait le rester pour quelques temps encore tant la demande est forte et la pénurie durable.

Enfin, l'intelligence devient une commodité, une matière première comme une autre : le token. Elle a désormais un prix et un coût. Le prix du token a progressé de 65% depuis le début de l'année. L'I.A. aura probablement des impacts déflationnistes à terme mais dans un premier temps, c'est bien l'inflation qui prime.

Cette dernière est au cœur de notre stratégie d'investissement. Elle nous incite à conserver une durée courte sur les obligations et à privilégier les actions et en particulier, les grands fabricants de puces qui bénéficient de ce cycle inflationniste.

*« Le capitalisme est, par nature, un processus de transformation économique : non seulement il n'est jamais stable, mais il ne peut l'être. » - Joseph Schumpeter*

#### **Avertissement**

Le présent document est non contractuel et vous est communiqué de façon confidentielle à des fins d'informations et ne peut être reproduit, transmis, communiqué ou utilisé, en totalité ou en partie, à toute autre personne. Il ne constitue ni une offre ou proposition d'investissement, ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou d'autres produits financiers ou de services bancaires, ni un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild (Monaco) et ne saurait vous délier de la nécessité de former votre propre jugement, notamment en vérifiant personnellement auprès des sources qui pourraient être citées les informations fournies par Edmond de Rothschild (Monaco).

Il a été élaboré par Edmond de Rothschild (Monaco) avec le plus grand soin. Edmond de Rothschild (Monaco) ne fournit toutefois aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des données chiffrées, commentaires, analyses et/ou des travaux de recherche figurant dans le présent document. Il reflète les opinions et les prévisions de Edmond de Rothschild (Monaco), compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées au moment de sa rédaction ; celles-ci peuvent être modifiées à tout moment sans préavis. De par leur nature, les informations prévisionnelles impliquent des risques inhérents et des incertitudes, générales et spécifiques, et il existe un risque que les prévisions, pronostics, projections et autres informations prévisionnelles ne se réalisent pas. Ces informations prévisionnelles ne constituent, dans chaque cas, que l'un seulement des nombreux scénarii réalisables et ne doivent en aucun cas être considérées comme étant le scénario le plus vraisemblablement réalisable. Tout placement comporte des risques, en particulier des risques de fluctuation des valeurs et des rendements. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent par ailleurs être affectées par une fluctuation des taux de change. Il vous est en particulier recommandé d'examiner ces informations et de forger votre propre opinion indépendamment de Edmond de Rothschild (Monaco), le cas échéant avec l'aide de tous les conseils spécialisés dans les domaines abordés dans le présent document, sous l'angle de la compatibilité avec vos ressources personnelles et celui des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, etc. Le présent document ne s'adresse pas aux personnes soumises à une législation leur interdisant l'accès à de telles informations du fait de leur nationalité ou de leur domicile. Lorsque des informations communiquées dans le présent document ont été fournies par des tiers, tels que des prestataires spécialisés dans la fourniture de services financiers ou des marchés réglementés, Edmond de Rothschild (Monaco) n'assumera aucune responsabilité quant à leur qualité et leur exactitude. Ces informations ne sont données qu'à titre purement indicatif par Edmond de Rothschild (Monaco) et ne sauraient être interprétées comme une confirmation par Edmond de Rothschild (Monaco) ou comme reflétant une valeur financière exacte. En aucun cas, la responsabilité de Edmond de Rothschild (Monaco) ou d'une autre entité du Groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation des informations contenues dans le présent document et données à titre informatif.