

# Perspectives & Convictions

Asset Management | 2<sup>nd</sup> semestre 2026



EDMOND  
DE ROTHSCHILD



# Perspectives & Convictions

Asset Management | 2<sup>nd</sup> semestre 2026

Allocations d'actifs	6
<hr/>	
par <b>Benjamin Melman</b> et <b>Michaël Nizard</b> « Peace Piece » ou l'archipel des dépendances	
Obligations	11
<hr/>	
par <b>Alain Krief</b> À la recherche de l'alpha sur les marchés obligataires pour le second semestre 2026	
Actions européennes	16
<hr/>	
par <b>Caroline Gauthier</b> Des supercycles d'investissement qui changent la donne	
Actions internationales et thématiques	20
<hr/>	
par <b>Xiadong Bao</b> IA : les semi-conducteurs resteront-ils encore le centre de gravité ?	

## « Peace Piece » ou l'archipel des dépendances



**Benjamin Melman**  
Global Chief Investment Officer



**Michaël Nizard**  
Directeur des Gestions  
Multi-Asset & Overlay

« *Peace Piece* », inspiré du morceau éponyme de Bill Evans, suggère dans cette note une paix aussi délicate que fragmentée, où l'acalmie diplomatique masque un enchevêtrement de tensions et de dépendances à la fois géopolitiques et économiques que l'économie devra coûte que coûte dépasser.

### Une économie mondiale à plusieurs vitesses : vers une stagflation sélective

Après plusieurs années de reflux de l'inflation post-pandémie, les grandes économies développées semblent entrer dans un régime plus complexe, mêlant ralentissement et retour de tensions inflationnistes. Le risque majeur n'est pas une récession, mais une stagflation sélective, avec des trajectoires très divergentes.

**La Chine, la zone euro et, dans une moindre mesure, le Royaume-Uni présentent de plus en plus les caractéristiques d'un environnement stagflationniste** : croissance en recul et anticipations d'inflation en hausse. Cette résurgence inflationniste découle d'une succession de chocs d'offre qui montrent que la mondialisation n'a pas supprimé la rareté, mais l'a déplacée.

**Le premier choc concerne l'énergie. Malgré les espoirs de normalisation au Moyen-Orient, les marchés intègrent désormais une lente normalisation du flux maritime via le détroit d'Ormuz.** Le principal facteur de stabilisation est venu de Chine, dont la baisse des importations de pétrole a permis d'éviter une flambée des cours mais au prix d'une destruction partielle de la demande et d'une mobilisation importante de ses réserves. Cette apparente détente du prix du brut masque une fragilité croissante : depuis 2014, la demande mondiale a



fortement progressé, les stocks raffinés restent bas, les capacités de raffinage ont été réduites et les marges avoisinent 50 dollars par baril. Plusieurs estimations évoquent une destruction cumulée de près de 2 milliards de barils de stocks, un choc inédit. À la pression énergétique s'ajoutent des tensions agricoles et logistiques.

**Dans ce contexte, la singularité américaine est frappante. Alors que l'Europe et la Chine ralentissent, les États-Unis maintiennent une croissance proche de 3%, soutenue par la demande privée et un puissant cycle d'investissement lié à l'intelligence artificielle (IA).** Les grands acteurs de l'IA - les « *hyperscalers* » - projettent près de 757 Mds\$ de dépenses d'investissement en 2026, avec des estimations qui flirtent déjà avec 920 Mds pour l'année suivante. Historiquement, ces prévisions sont révisées à la hausse trimestre après trimestre, au rythme d'une demande qui dépasse systématiquement les attentes.

La consommation américaine reste robuste, avec des dépenses en hausse sur un an malgré le ralentissement des revenus réels. Cette résilience tient largement à la concentration du patrimoine : les 10% des ménages les plus aisés réalisent près de la moitié de la consommation, tandis que les baby-boomers détiennent 51% de la richesse pour 20% de la population. Le transfert patrimonial en cours pourrait atteindre 1 000 Mds\$ par an d'ici 2040. Cette richesse permet d'absorber une partie des chocs globaux, mais accroît la vulnérabilité aux effets de richesse. Selon la Fed de Dallas, une forte correction boursière pourrait peser davantage sur la consommation qu'une hausse du chômage de 4% à 6%.

**L'Europe, à l'inverse, semble entrer dans une phase pleinement stagflationniste** : l'inflation sous-jacente repart alors que les salaires ralentissent et que les entreprises évoquent avant tout un manque de demande. Le problème n'est plus l'excès de demande mais la multiplication des contraintes d'offre. Cette combinaison - faible croissance, inflation persistante, raréfaction de ressources stratégiques - correspond précisément à la stagflation.

**La question centrale n'est donc plus de savoir si les tensions inflationnistes vont réapparaître, mais jusqu'où elles iront avant que la résilience américaine ne soit, elle aussi, rattrapée par les effets retardés des contraintes énergétiques, logistiques et géopolitiques qui pèsent déjà sur le reste du monde.**

#### **L'archipel des dépendances et la « Chipflation »**

**Pendant plusieurs décennies, les économies développées ont été portées par les « dividendes de la paix » : chaînes d'approvisionnement mondialisées, énergie abondante, libre-échange, réallocation des dépenses militaires vers l'éducation, la santé et la recherche.** Les entreprises privilégiaient l'efficacité à la résilience, les ressources présentaient peu d'inquiétudes sur leur limite potentielle, tandis que la Silicon Valley annonçait un futur d'abondance porté par l'IA et les gains de productivité, une vision soutenue notamment dans les ouvrages du journaliste Ezra Klein, défendant l'idée qu'une nouvelle phase d'innovation pouvait lever les contraintes économiques traditionnelles.

<sup>1</sup> Un *hyperscaler* est un fournisseur de services informatiques, qui exploite des centres de données à très grande échelle pour proposer des services de *cloud computing* et de gestion de données. Il s'agit des géants du Cloud tels que Amazon, Google, Microsoft, Alibaba, etc.

## ALLOCATION D'ACTIFS

**Cette période touche progressivement à sa fin. Le monde découvre qu'il est structuré comme un archipel de dépendances.** D'abord avec une bien plus grande dépendance relative au financement des ambitions liées à l'IA- IPO, marché de la dette, augmentation de capital. Puis les contraintes physiques s'imposent avec quelques détroits qui concentrent le commerce énergétique mondial et certaines mines qui contrôlent les métaux critiques nécessaires à la transition énergétique. Un noyau d'entreprises domine les semi-conducteurs avancés tandis qu'une poignée de centres de données concentre les capacités de calcul nécessaires à l'intelligence artificielle.

Un seul acteur, TSMC, produit aujourd'hui plus de 90% des puces les plus avancées de la planète. La Chine représente près de 70% de la production mondiale de terres rares et plus de 85% des capacités de raffinage. Dans les mémoires (HBM) indispensables aux modèles d'intelligence artificielle, trois acteurs seulement - SK Hynix, Samsung et Micron - concentrent l'essentiel de l'offre mondiale.

Mais les contraintes et dépendances ne se limitent plus aux semi-conducteurs eux-mêmes. Elles remontent désormais toute la chaîne de valeur. L'électricité devient ainsi le nouveau facteur rare. Dans plusieurs régions américaines, les centres de données figurent désormais parmi les principales sources de croissance de la demande énergétique. Or les infrastructures nécessaires pour répondre à cette demande - capacités de production, réseaux de transmission et transformateurs électriques - se développent beaucoup plus lentement que les besoins liés à l'IA.

Les délais de livraison des transformateurs électriques atteignent désormais 128 semaines en moyenne aux États-Unis, contre seulement 12 à 16 semaines avant la pandémie<sup>1</sup>. Pour certains transformateurs destinés aux centrales électriques, les délais dépassent même 144 semaines. Dans le même temps, les files d'attente pour raccorder de nouvelles capacités de production au réseau représentent désormais plus de deux fois la capacité électrique installée du pays.

**Cette situation modifie profondément la géographie de l'investissement.** Les développeurs de centres de données ne choisissent plus uniquement leurs implantations en fonction du foncier ou de la fiscalité mais d'abord en fonction de l'accès à l'électricité. Les besoins électriques associés progressent à un rythme rarement observé dans l'histoire industrielle récente. Cette rareté se manifeste également sur le marché du travail et des ressources naturelles. Les États-Unis pourraient manquer d'environ 300 000 électriciens au cours de la prochaine décennie alors même qu'une part importante de la main-d'œuvre actuelle approche de la retraite. L'eau constitue également une contrainte croissante : environ 43% des centres de données mondiaux sont situés dans des zones exposées à un stress hydrique élevé.

La rareté devient ainsi multidimensionnelle. Elle concerne simultanément l'énergie, le réseau électrique, la main-d'œuvre qualifiée, l'eau, les semi-conducteurs, cette fameuse « *chipflation* » et les capacités de calcul.

<sup>1</sup>Source : Morgan Stanley.



**Cette transformation pourrait questionner l'un des postulats centraux lié à l'intelligence artificielle générative : l'idée d'une puissance de calcul quasi illimitée.** La première phase de cette révolution a été dominée par une logique où les entreprises cherchaient avant tout à maximiser la consommation de calcul : modèles toujours plus vastes, contextes plus longs, infrastructures toujours plus énergivores. Mais l'explosion de la demande en GPU, en mémoire avancée, en électricité, en réseaux et en centres de données fait apparaître une nouvelle contrainte : la découverte du coût marginal du calcul dans un contexte de coût du capital plus élevé. Car à la différence des années 2000 et 2010, où l'épargne mondiale dépassait largement la demande de capital, nous entrons dans un régime de compétition pour l'accès au financement avec les besoins d'émissions de dettes souveraines, de capex IA, et de crédit privé. L'absence d'erreur de politique monétaire sera ainsi essentielle.

#### **Contrepoint monétaire : la FED choisit la stabilité des prix**

En supprimant toute indication prospective et le biais accommodant, le style du nouveau gouverneur de la FED, Kevin Warsh, tranche manifestement avec celui de son prédécesseur. Dans son premier FOMC, il évoque une activité en expansion solide, marquée par la robustesse de la productivité et de l'investissement, un marché du travail toujours dynamique et un chômage quasi stable, mais une inflation encore nettement au-dessus de l'objectif de 2%, tant pour 2026 que pour 2027, notamment à cause de chocs d'offre. La FED insiste désormais sur la priorité donnée à la « stabilité des prix », sans mention explicite du plein emploi, ce qui souligne la détermination de la Fed à ramener l'inflation à 2% et ancrer sa crédibilité sur l'inflation.

**Si les chiffres d'inflation ne se tempèrent pas de façon convaincante dans les prochains trimestres, nous n'excluons donc pas une à deux hausses de taux d'ici mars 2027.** Le message du premier FOMC de Kevin Warsh va certes dans le sens d'un biais clairement plus restrictif, puisque les *dots* montrent qu'environ la moitié des membres anticipent au moins une hausse des taux. Mais ce signal doit être nuancé : parmi les votants, les partisans d'une nouvelle hausse de taux restent minoritaires, ce qui signifie que la barre demeure encore élevée pour convaincre les membres les plus *dovish* de la nécessité de resserrer davantage.

D'autant plus que les projections d'inflation ont été arrêtées dans un environnement encore incertain, sans que les membres aient une visibilité complète sur la matérialisation effective de l'accord évoqué. Dans ce contexte, il ne serait pas surprenant que les prochaines prises de parole insistent davantage sur le reflux récent des prix de l'énergie, avec notamment la baisse du prix de l'essence sous les 4 dollars et sur le fait qu'une hausse de taux est encore loin d'être un *done deal*. Autrement dit, une partie des anticipations de resserrement pourrait se dégonfler dans les prochaines semaines, même si un léger biais *hawkish* devrait continuer de subsister dans le *pricing*.

Au-delà du court terme, un élément plus structurel doit être pris en compte : le régime de Kevin Warsh, avec moins de *forward guidance* et sans véritable fonction de réaction explicitée, milite pour une prime de terme durablement plus élevée. Ce serait, d'une certaine manière, un retour à une logique plus proche de celle de Greenspan, où la Fed

## ALLOCATION D'ACTIFS

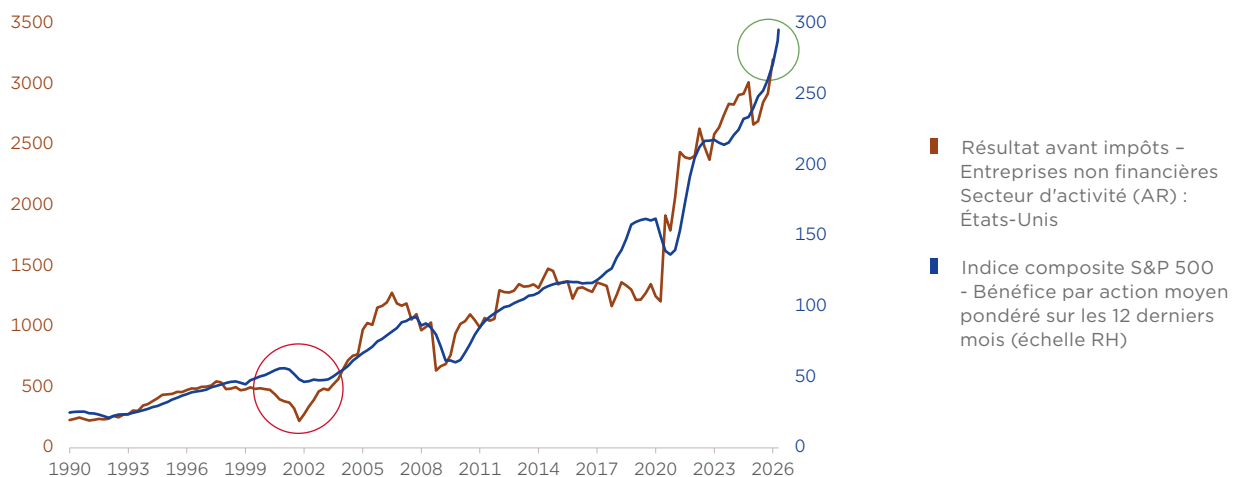
accepte une part plus importante d'ambiguïté et laisse davantage le marché reconstruire, réunion après réunion, ses anticipations de politique monétaire. Dans un tel régime, les marchés devront probablement se réhabituer à des configurations de *pricing* beaucoup plus équilibrées, potentiellement proches du 50/50 avant chaque réunion.

En conséquence, **le scénario central pour les prochains mois est celui d'une Fed en attente, prudente dans sa communication, réticente à pré-commettre ses décisions, et exigeant des preuves supplémentaires avant d'aller jusqu'à une nouvelle hausse de taux.** Cela plaide pour une approche plus neutre sur les taux souverains et toujours positive sur la dette d'entreprise, tant que la probabilité de récession n'augmente pas trop fortement.

### Politique d'Investissement : jusqu'ici tout va bien

À ce stade, les fondamentaux économiques et financiers demeurent suffisamment robustes pour soutenir les marchés en cas de correction. Contrairement aux grandes périodes ayant précédé les récessions ou les crises de marché, les bénéfices publiés par les entreprises restent cohérents avec les profits observés dans les comptes nationaux (*NIPA profits*). Cette absence de divergence constitue un signal important car les résultats des entreprises ne semblent pas artificiellement gonflés par des facteurs temporaires ou comptables (rachat d'actions, effets change, etc.), comme ce fut parfois le cas à la veille des précédents cycles baissiers.

### Évolution des bénéfices des entreprises et des profits observés dans les comptes nationaux (NIPA profits) aux États-Unis



Source: Edmond de Rothschild Asset Management (France), LSEG Datastream, données au 1<sup>er</sup> juin 2026.

Par ailleurs, la dynamique bénéficiaire reste remarquablement solide. Les profits continuent de surprendre positivement, portés par une amélioration des marges et par les premiers effets économiques de



l'intelligence artificielle. Certes, le débat sur la monétisation de l'IA demeure ouvert, mais les chiffres suggèrent qu'il est encore trop tôt pour s'inquiéter d'un éventuel essoufflement : les investissements restent massifs, les gains de productivité commencent à apparaître et les bénéfices progressent plus vite que les cours de bourse.

Dans un monde où, pour reprendre Philippe Aghion, la frontière technologique semble atteinte et les opportunités de long terme se profilent tandis que se multiplient de potentiels goulets d'étranglement et des risques d'exécution, investir ne revient plus uniquement à guetter les relais de croissance future. **Il s'agit aussi d'organiser les portefeuilles autour de trois fonctions : Investir dans les actifs de croissance de long terme, mais ancrer le présent avec des actifs de réserves, et donner un prix au temps dans l'attente de capter le potentiel de long terme.** Dans cette stratégie dite « Ultim », ces actifs de croissance regroupent ainsi les actions et thématiques de transformation favorables à la recherche d'efficacité à long terme : entreprises utilisatrices du Big Data et de l'IA, valeurs liées à la résilience économique et à la souveraineté industrielle, petites capitalisations européennes dans le sillage du réveil de l'Europe ainsi que la santé. Ces investissements sont tournés vers l'avenir et portent les racines d'une création de valeur à long terme.

Les actifs de réserve – liquidités, primes d'assurances optionnelles – ont pour mission de préserver le capital et la liberté d'action dans un environnement volatil. Ils ne visent pas le rendement maximal, mais la capacité à saisir les opportunités et à encaisser les chocs pour viser une certaine forme d'antifragilité comme peut le mentionner Nassim Nicholas Taleb.

Entre ces deux horizons d'investissement destinés à tirer parti de ce changement majeur de régime, les actifs obligataires et le portage donnent un prix au temps. Cela implique de continuer à investir notamment dans les dettes hybrides financières, les obligations d'entreprises à haut rendement et les stratégies de portage au sens large. Dans un contexte de marges de crédit déjà comprimées, nous retenons que l'attrait relatif de ces actifs pourra encore s'exprimer pleinement eu égard à la faible probabilité de récession que nous assignons à ce stade.

---

### Points clés

- Les grandes économies (Chine et zone euro) basculent vers un régime de croissance faible et d'inflation persistante, exacerbé par des tensions géopolitiques, énergétiques et des pénuries structurelles liées à l'IA (électricité, puces de pointe, métaux critiques).
  - Les États-Unis maintiennent une croissance solide, portée par la consommation des ménages aisés et un cycle massif d'investissement dans l'IA générative par les *hyperscalers*.
  - Dans ce contexte volatil, l'allocation doit cibler les entreprises liées à la résilience économique et à la souveraineté industrielle ainsi que les petites capitalisations européennes dans le sillage du réveil de l'Europe, tout en se positionnant sur les thématiques d'avenir du Big Data et de l'IA.
-





# À la recherche de l'alpha sur les marchés obligataires pour le second semestre 2026



**Alain Krief**  
Responsable de la Gestion  
Obligataire

À l'aube du second semestre 2026, le contexte macroéconomique mondial reste clé pour comprendre les marchés obligataires. Ce contexte se caractérise par une croissance résiliente mais en perte de vitesse, avec un PIB réel attendu autour de 2,1 % aux États-Unis et entre 0,8 % et 1,1 % en zone euro. Ce tableau est toutefois assombri par une inflation plus tenace que prévu, alimentée par les tensions au Moyen-Orient, qui devrait atteindre 3,5 % en glissement annuel outre-Atlantique. Ce contexte reste néanmoins globalement favorable à moyen terme, soutenu par une consommation résiliente et des mesures de relance budgétaire dans les principales économies.

Les divergences de politiques monétaires entre la FED et la BCE constituent par ailleurs le thème macroéconomique central du second semestre 2026. Aux États-Unis, la Réserve fédérale opère un revirement radical par rapport à ses prévisions de baisse de taux du mois de mars : la moitié des membres du FOMC table désormais sur au moins un relèvement d'ici la fin de l'année. De son côté, la Banque centrale européenne, après avoir abaissé ses taux à 2 % en 2025, fait face au retour du risque inflationniste lié à l'énergie. Malgré une première hausse des taux survenue en juin 2026, l'institution laisse entrevoir une orientation potentiellement restrictive si l'inflation persiste, ce qui rend la gestion de la durée particulièrement complexe sur les segments obligataires européens. Par conséquent, **les taux à court terme sont ancrés à des niveaux élevés des deux côtés de l'Atlantique, ce qui renforce directement l'intérêt des positions à courte durée et incite à privilégier les stratégies axées sur le portage, au détriment d'un allongement de la durée.**

## OBLIGATIONS

**Les marchés du crédit ont fait preuve d'une résilience notable au premier semestre 2026.** Les primes de risque crédit (*spreads*) se sont globalement maintenues malgré les chocs géopolitiques, la flambée de l'énergie et la hausse de l'offre de titres. Aux États-Unis, les primes de risque moyennes se situent à des niveaux historiquement bas : environ 266 points de base pour le *High Yield* (au plus bas depuis 25 ans) et des niveaux inédits depuis 1998 pour l'*Investment Grade*.

C'est avant tout **le contexte technique favorable**, porté par de forts afflux de capitaux, des achats massifs par les assureurs et une offre nette limitée en dette subordonnée, qui continue de soutenir les *spreads*. Les fondamentaux du crédit restent par ailleurs solides avec des relèvements de notation dominants dans l'*Investment Grade* et des taux de défaut bien inférieurs à leur moyenne de long terme dans le *High Yield*. Toutefois, ces valorisations serrées laissent une marge de manœuvre minimale face à d'éventuelles surprises négatives. **Au second semestre, la performance ne proviendra plus de la compression des primes de risque, mais principalement du portage du « all-in-yield ».** Cette situation cache aussi des disparités sectorielles ainsi que des opportunités ciblées.

**Quelles sont alors les principales opportunités sur les marchés obligataires pour ce second semestre à venir ?**

**Le segment des obligations d'entreprises courtes (2 - 5 ans)** offre un profil risque/rendement attractif au second semestre 2026. Ces stratégies communément appelées « *Short Duration* » présentent en effet trois avantages clés dans le contexte actuel :

- Une capture du portage avec une sensibilité minimale aux taux d'intérêt dans un régime de taux volatil,
- Un effet de *roll-down* (descente dans la courbe) à mesure que les obligations approchent de leur échéance dans un environnement de courbe de rendement pentue à court terme,
- Un positionnement défensif face à un éventuel élargissement des *spreads* – les obligations à court terme ont historiquement affiché des baisses de valeur moins importantes lors des épisodes de tension sur le crédit.

Les dettes subordonnées assorties de dates de rachat anticipé courtes sont aussi particulièrement privilégiées par rapport aux obligations à haut rendement de premier rang (senior).

**Les obligations hybrides d'entreprises non financières** offrent également un profil risque-rendement attractif. Bien qu'il s'agisse d'instruments subordonnés, ces obligations sont émises par des entreprises notées « *Investment Grade* », ce qui leur confère un plancher de crédit structurel les distinguant des obligations à haut rendement pures. Elles offrent des rendements supérieurs à ceux des titres seniors notés « double B », malgré un risque de défaut moindre pour les émetteurs sous-jacents. Les principales caractéristiques étayant la thèse défensive sur le bêta sont les suivantes :

- Les obligations hybrides d'entreprises ont surperformé les obligations seniors de même notation et pourraient continuer à le faire compte tenu des écarts de rendement importants par rapport



aux obligations à haut rendement sur des phases de croissance modérée,

- Le risque d'extension global est limité, validant leur intérêt comme instruments de portage,
- Le marché primaire s'annonce dynamique avec un volume d'émissions hybrides attendu à au moins 35 Mds€ pour 2026, soutenu par l'avancement des dates de premier rachat et le besoin de préserver les notations,
- Les titres hybrides dans les télécommunications et les services publics (*utilities*) devraient rester parmi les plus stables de leurs secteurs.

Le mot d'ordre pour le segment des obligations hybrides d'entreprises consiste à rechercher un portage assorti d'un filet de sécurité, en privilégiant les structures avec des dates de remboursement anticipé proches afin de capter la baisse des taux tout en maîtrisant le risque d'extension.

**Le secteur bancaire européen** aborde le second semestre 2026 avec des réserves de fonds propres solides et une rentabilité élevée. Le contexte fondamental du secteur est l'un des plus favorables de ces dernières années, avec des ratios CET1 bien supérieurs aux exigences réglementaires et des coûts de crédit qui devraient se stabiliser en 2026.

Les écarts entre les titres AT1 (CoCos) et les titres seniors se sont resserrés pour atteindre des plus bas historiques au quatrième trimestre 2025 et se sont depuis légèrement élargis (environ 50 points de base lors du pic des tensions géopolitiques en mars 2026), mais restent largement dans des fourchettes gérables. Certains titres AT1 dont le rendement est supérieur à celui de l'action de la banque sont jugés attractifs, et l'ensemble du segment AT1 devrait être privilégié, en particulier les instruments à rendement élevé. Plusieurs facteurs positifs constituent des arguments clés en faveur d'un positionnement sur les AT1 :

- Les émissions d'AT1 par les banques européennes sont en baisse, estimées à 19 Mds€ remboursables par anticipation en 2026 contre 36 Mds€ en 2025, créant une offre nette négative techniquement porteuse.
- Les banques devraient continuer à rembourser par anticipation leurs titres AT1 en 2026, soutenues par des conditions de coupon favorables et un marché primaire réceptif.
- Les obligations Tier 2 des assureurs et des banques des principales économies européennes (Allemagne/France) sont à privilégier pour obtenir un rendement ajusté au risque stable,
- Les banques conservent des fondamentaux de crédit stables avec un ratio Tier 1 moyen de 17%.

La surpondération des titres de dette subordonnée du secteur financier, avec une préférence pour les titres AT1 des émetteurs présentant une forte conviction et les titres T2 comme alternative défensive constitue une stratégie intéressante dans le contexte macroéconomique actuel.

## OBLIGATIONS

Sur le *High Yield*, avec des *spreads* à des niveaux historiquement bas et une forte dispersion entre émetteurs et secteurs, la sélection de crédit « *bottom up* » sera le principal moteur d'alpha au second semestre 2026. À l'inverse, une approche passive centrée sur le bêta a peu de chances de générer des rendements excédentaires significatifs.

S'agissant des secteurs, une approche sélective s'impose qui se traduit par :

- Une surpondération des obligations à haut rendement du secteur financier (titres subordonnés aux fondamentaux solides, bénéficiant d'une offre nette négative et d'un *carry* attractif),
- Une surpondération des secteurs de l'énergie et du transport, soutenus par des fondamentaux robustes,
- Une sous-pondération du commerce de détail et de la consommation. Les *spreads* sont proches de leurs plus bas historiques et, malgré des bilans sains, le potentiel de hausse reste limité,
- Une légère sous pondération du secteur des télécoms/technologie : l'élargissement des *spreads* au premier trimestre 2026 lié aux inquiétudes autour des disruptions induites par l'IA reste d'actualité, ce qui impose une grande sélectivité.

En termes de notation, nous sous-pondérons les titres notés « CCC », car le risque de défaut sur ce sous-segment est en hausse et leur sensibilité à la volatilité de marché est très élevée. Nous privilégions les titres notés « BB » pour leur portage défensif, ainsi que, de manière sélective, les notations « B ».

Le « single B » est sans doute le principal moteur d'alpha pour le second semestre 2026. Cette catégorie est aujourd'hui la plus intéressante pour un positionnement actif, car elle a sous-performé l'ensemble des segments mieux notés depuis le troisième trimestre 2025, créant un écart de valorisation significatif.

Les titres notés single B affichent des *spreads* d'environ 200 points de base au-dessus des titres notés BB et un écart d'environ 10 % par rapport à toutes les catégories supérieures en termes de ratio, ce qui en fait la notation la moins chère sur une base normalisée. Depuis l'annonce du cessez-le-feu fin mars 2026, ils ont mené le rebond du marché du *High Yield* en euros, leurs écarts se resserrant face aux segments BBB et BB, tout en conservant un potentiel de rattrapage vers les niveaux d'avant guerre ou de fin 2025.

Ils constituent donc le vecteur privilégié pour ajouter du bêta sur le segment des obligations à haut rendement en euros. Le couple rendement/risque associé à une augmentation de l'exposition aux titres notés « B » s'améliore nettement dans un scénario de désescalade géopolitique, où les *spreads* du *High Yield* en euros pourraient se resserrer de façon significative.

**En résumé, la sélection sectorielle et les convictions sur les émetteurs remplacent désormais le bêta indicel comme principal moteur de rendement.**



**Les obligations d'entreprises des marchés émergents figurent parmi les opportunités les plus intéressantes du second semestre 2026**, combinant un *carry* élevé, des fondamentaux en amélioration et une protection relative face à la volatilité des marchés développés. Plusieurs arguments structurels soutiennent les obligations d'entreprises à haut rendement des marchés émergents :

- Taux de défaut au plus bas du cycle : nous anticipons un taux de défaut d'environ 3% en 2026, son niveau le plus faible depuis 2019,
- Portage élevé en dollar : les obligations à haut rendement offrent un rendement d'environ 7% en USD, un niveau historiquement élevé,
- Amélioration des perspectives de crédit : les notations souveraines agrégées des émergents se redressent depuis leur point bas de 2022, tandis que les fondamentaux des entreprises restent solides,
- Diversification face à la volatilité des marchés développés : le crédit des marchés émergents a bénéficié de valorisations relatives attractives par rapport à celui des marchés développés, attirant ainsi les flux des investisseurs,
- Obligations à haut rendement d'Amérique latine : valeur spécifique au sein de certaines obligations à haut rendement faiblement notées (Argentine, Équateur, Venezuela).

Les principaux risques à surveiller restent l'escalade géopolitique, la vigueur du dollar américain et les risques de crédit idiosyncratiques. Dans ce contexte, il est recommandé de se démarquer du pur bêta en privilégiant les économies les plus résilientes au choc énergétique. La catégorie « BB » au sein du crédit émergent constitue ainsi l'allocation de base, la sélection des pays étant le principal moteur de performance compte tenu de la forte dispersion.

**En résumé, notre message principal pour le second semestre 2026 est simple : le crédit demeure un segment à privilégier, mais l'ère des rendements « bêta » faciles est révolue.** La recherche de *carry* via des titres à courte durée, des dettes financières subordonnées, des hybrides d'entreprises et, de façon sélective, des obligations à haut rendement des marchés émergents, combinée à une sélection rigoureuse des émetteurs, constitue désormais la clé de la surperformance.

---

### Points clés

- Dans un contexte de taux de court terme durablement élevés des deux côtés de l'Atlantique, l'attrait des positions à courte durée se trouve renforcé, ce qui plaide en faveur de stratégies centrées sur le portage plutôt que sur l'allongement de la durée.
  - Le « *carry* » et la sélection rigoureuse des titres, notamment sur le segment « *single B* », constitueront ainsi les principaux moteurs de performance au second semestre.
  - Les dettes financières subordonnées européennes (AT1/T2), les obligations hybrides d'entreprises et le segment « BB » des marchés émergents présentent un profil risque/rendement attractif.
-

## Des supercycles d'investissement qui changent la donne



**Caroline Gauthier**  
Co-Responsable de la Gestion  
Actions

Alors que l'attention des investisseurs reste largement concentrée sur la technologie américaine, les actions européennes poursuivent leur révolution discrète. Avec une performance d'environ 10% sur le premier semestre, elles ont de nouveau démontré leur grande résilience dans un contexte macroéconomique globalement affecté par le choc du conflit au Moyen-Orient. Cette résilience s'explique en grande partie par une vague d'investissements dont l'ampleur n'avait pas été observée depuis plusieurs décennies et qui touche simultanément plusieurs pans de l'économie. Intelligence artificielle, électrification, infrastructures et défense constituent autant de catalyseurs qui soutiennent déjà l'activité de nombreuses entreprises.

Plus encore que leur ampleur, ces investissements se distinguent par leur durée. Portés par des impératifs de souveraineté, de sécurité énergétique et de compétitivité, ils offrent à de nombreux acteurs cotés une visibilité exceptionnelle, indépendamment du cycle économique traditionnel. À nos yeux, cette combinaison de quatre supercycles constitue l'un des principaux moteurs des actions européennes pour les années à venir.

### L'Europe au cœur de quatre supercycles d'investissement

Sous la surface d'une économie domestique quasiment à l'arrêt, une Europe à deux vitesses se dessine : d'un côté, celle qui patine avec une consommation déprimée, une construction résidentielle au plus bas et des secteurs comme l'automobile ou la chimie sinistrés ; de l'autre, celle portée par de puissantes mégatendances, qui soutiennent les résultats des entreprises (+17%<sup>1</sup> attendus cette année malgré une croissance du PIB atone). **Les moteurs résident principalement dans la combinaison de quatre supercycles d'investissement déjà en place ou en phase d'accélération.**

<sup>1</sup>MSCI EMU index



**Le premier supercycle est celui de l'intelligence artificielle.** Le boom des investissements des *hyperscalers* américains bénéficie à l'ensemble de la chaîne de valeur mondiale. Plusieurs acteurs européens, parmi lesquels ASML, Besi, Prysmian ou Schneider<sup>2</sup>, y occupent une place stratégique grâce à leurs positions de leaders mondiaux dans les équipements pour semi-conducteurs, les câbles, les infrastructures électriques. Si la première vague de construction a essentiellement concerné les États-Unis, les investissements devraient progressivement s'étendre à l'Europe. L'Union européenne affiche ainsi l'ambition de tripler ses capacités de data centers dans les années à venir.

**Le deuxième supercycle est celui de l'électrification.** À la croisée des enjeux climatiques, industriels et géopolitiques, elle constitue aujourd'hui une priorité stratégique pour l'Europe. D'ici 2030, la demande d'électricité européenne devrait progresser de plus de 10 %, soit près de 300 TWh supplémentaires, l'équivalent de la consommation annuelle de l'Italie. Certes, les data centers devraient représenter environ 10 % de la croissance de la demande électrique selon l'AIE (Agence internationale de l'Énergie), mais elle n'est clairement pas le principal moteur de l'électrification. Les besoins d'investissement dans les réseaux étaient déjà considérables avant l'essor de l'IA, tirés par les transports, l'industrie et le chauffage et n'ont fait qu'être renforcés par les tensions géopolitiques récentes. Le principal défi ne réside plus dans la production d'électricité elle-même mais dans l'adaptation des réseaux. Ceux-ci devront être modernisés, digitalisés et renforcés afin d'intégrer des flux plus décentralisés et plus variables. Selon la Commission européenne, plus de 1 200 Mds€ d'investissements seront nécessaires d'ici 2040, soit un doublement voire un triplement du rythme actuel.

**Le troisième supercycle concerne les infrastructures.** Qu'il s'agisse des nouveaux corridors énergétiques à redessiner depuis la guerre en Ukraine, des réseaux d'eau, des infrastructures de transport ou encore des ponts et tunnels vieillissants, les besoins d'investissement sont considérables. Le plan allemand de 500 Mds€ sur douze ans est emblématique de cette dynamique, mais il s'inscrit dans un mouvement beaucoup plus large. Les programmes NextGenerationEU et RePowerEU, ainsi que de nombreuses initiatives nationales, soutiennent déjà le déploiement de projets à travers le continent (en Italie, aux Pays-Bas, Europe de l'Est notamment). Après plusieurs décennies de sous-investissement, les infrastructures physiques apparaissent aujourd'hui comme un enjeu de compétitivité autant que de souveraineté. Cette nécessité de modernisation soutient durablement l'activité des acteurs exposés à la construction, aux matériaux et aux services.

**Le quatrième supercycle est celui de la défense.** Avec des dépenses qui pourraient atteindre 3 % du PIB, voire 5 % en incluant les infrastructures duales civiles et militaires, l'Europe s'engage dans un effort d'investissement qui devrait soutenir durablement la croissance des sociétés industrielles, technologiques et de défense pour les décennies à venir, quand bien même la guerre russo-ukrainienne cesserait.

<sup>2</sup> Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion du groupe Edmond de Rothschild sur l'évolution prévisible des dites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs. La composition du portefeuille est susceptible d'évoluer dans le temps.

## ACTIONS EUROPÉENNES

**La question du financement de ces investissements est évidemment centrale.** Les États ne pourront supporter seuls un tel effort. Le recours à des financements européens communs pourrait donc continuer à se développer dans le cadre éventuellement de l'Union des marchés de capitaux tant souhaitée pour accéder et mieux orienter l'épargne européenne. Le secteur privé constitue également une partie essentielle de l'équation. Avec 1 500Mds€ de trésorerie annuelle à déployer, les sociétés du STOXX 600 (hors financières) disposent de capacités d'investissement importantes. Les dépenses d'investissement des entreprises européennes industrielles pourraient progresser de 4,5% par an d'ici 2029, un rythme largement supérieur aux tendances historiques de +0,5%<sup>3</sup>.

### **De nouveaux cycles se dessinent déjà**

Sans forcément parler de nouveaux supercycles, de nouvelles phases d'investissement pourraient émerger autour de certains maillons des chaînes de valeur. **Au fur et à mesure que les goulots d'étranglement apparaissent et que les enjeux de dépendance stratégique s'accroissent, certains secteurs pourraient à leur tour bénéficier d'une accélération des investissements, parfois soutenue par une réglementation plus favorable.**

Pour répondre aux besoins de l'électrification, des infrastructures ou encore de la défense, l'Europe devra sécuriser son approvisionnement en matières premières stratégiques. La production de cuivre, d'acier, de lithium ou encore de terres rares devrait ainsi jouer un rôle croissant. Toute la chaîne de valeur est concernée : extraction, raffinage, transformation et recyclage. Certaines évolutions réglementaires récentes, notamment en faveur de la sidérurgie européenne, illustrent déjà cette prise de conscience. La production d'énergie pourrait également voir émerger un nouveau cycle d'investissement pouvant bénéficier aux acteurs des services parapétroliers. Les tensions géopolitiques au Moyen-Orient ont rappelé l'importance de la diversification géographique des approvisionnements et mis en lumière les conséquences de plusieurs années de sous-investissement.

Enfin, après des années de reports successifs, le vieillissement de l'équipement productif européen atteint dans certains secteurs des niveaux difficilement soutenables. Qu'il s'agisse des flottes aériennes, des véhicules industriels, des équipements de construction ou de certains équipements médicaux, de nombreux actifs devront être renouvelés au cours des prochaines années.

**Autrement dit, les quatre supercycles actuels pourraient n'être que la première étape d'un mouvement plus large de réinvestissement dans l'économie réelle.**

### **Comment investir dans cette transformation ?**

**Le consensus s'est déjà largement positionné sur les grands bénéficiaires de ces thématiques.** La défense a été le premier secteur à s'envoler avant de marquer une pause dans l'attente de l'exécution des carnets de commandes. Les acteurs des semi-conducteurs, de l'électrification, des *utilities* ont ensuite suivi.

<sup>3</sup> Étude de Goldman Sachs, juin 2026.



**L'exposition d'un pan entier de la cote à ces thématiques se traduit aujourd'hui par des valorisations qui laissent peu de place à une déception sur le rythme de croissance ou sur l'exécution des projets.**

Des rotations ponctuelles vers des titres de qualité restés à l'écart de ces mégatendances, comme au sein de la consommation, des logiciels ou de l'immobilier, ne seraient donc pas surprenantes. Pour autant, nous ne pensons pas que ces mouvements remettront en cause la dynamique de fond. Les mégatendances sont à l'œuvre et continuent de soutenir durablement les résultats des sociétés impliquées ainsi que leur parcours boursier à long terme.

Dans ce contexte, la sélectivité sera déterminante. Les grands thèmes d'investissement sont aujourd'hui largement identifiés par les marchés, mais les futurs bénéficiaires le sont beaucoup moins. Les opportunités les plus intéressantes pourraient émerger au sein des chaînes de valeur, dans des sociétés dont l'exposition à ces supercycles reste encore sous-estimée. Le *stock-picking* apparaît ainsi comme le meilleur moyen de capter cette transformation. **La stratégie Mission Europa, centrée sur la souveraineté économique européenne, permet d'investir dans plusieurs des thèmes évoqués à travers quatre piliers : compétitivité énergétique, sécurité et défense, innovation et financement. Les petites et moyennes capitalisations constituent également un terrain particulièrement fertile.** Souvent moins suivies et moins valorisées que les grandes capitalisations, elles occupent fréquemment des positions de niche indispensables au sein des chaînes de valeur industrielles européennes et mondiales. Leur exposition à ces différents cycles d'investissement offre un potentiel encore insuffisamment reconnu par le marché.

**En conclusion, une nouvelle ère d'investissement se dessine et les futurs grands cycles d'investissement pourraient ainsi être davantage ancrés dans le monde physique (industrie, matériaux avancés, défense, infrastructures ou énergie), dans lequel l'Europe dispose d'atouts réels. Plus fondamentalement, ces dynamiques pourraient marquer un changement de paradigme en redonnant une valeur stratégique à certains actifs, infrastructures et savoir-faire industriels européens que les investisseurs avaient progressivement cessé de valoriser. La grande surprise de cette décennie ne pourrait-elle pas être que la « vieille économie » européenne redevienne, au moins en partie, un actif d'avenir ?**

---

#### Points clés

- L'Europe se met en marche pour redonner une valeur stratégique et souveraine à son outil industriel.
  - La superposition de supercycles d'investissement crée les conditions pour une croissance visible et durable des résultats des sociétés européennes.
  - La « vieille économie » pourrait redevenir un actif d'avenir.
-

## IA : les semi-conducteurs resteront-ils encore le centre de gravité ?



**Xiadong Bao**  
Gérant Actions internationales

**Il y a des moments où le marché ne change pas seulement de leader, mais de question. Depuis deux ans, la réponse a été simple : pour s'exposer à l'IA, il fallait acheter la contrainte. GPU, HBM, fonderie, packaging avancé, interconnexion optique, data centers, énergie. Le marché ne cherchait pas encore à savoir où l'IA allait créer le plus de valeur finale ; il cherchait d'abord qui contrôlait les routes.**

La cotation de SpaceX a illustré ce régime. Cette IPO *multi-trillion dollar* a surtout confirmé la puissance des flux *retail* : valorisée aujourd'hui 2,4 billions de dollars, l'entreprise a gagné environ +19% le premier jour, puis encore +19% lors de la séance suivante, transformant son introduction en Bourse en victoire immédiate pour les premiers acheteurs. Les séances suivantes sont restées très animées. L'essentiel n'est pas tant la volatilité que le symbole : les investisseurs acceptent de valoriser une infrastructure stratégique - lancement, satellites, connectivité, transport orbital - comme une méga cap technologique. En une semaine, 11 ETF/ETP à effet de levier liés à SpaceX auraient déjà cumulé près de 3,5 Mds\$ de volumes, pour un encours avoisinant 1 Md\$.

**SpaceX est souvent considéré comme un actif stratégique comparable, dans l'économie moderne, à la Compagnie des Indes orientales (EIC, *East India Company*) à l'ère des grandes explorations maritimes.**



L'analogie est imparfaite, mais elle reste éclairante. La puissance de l'EIC ne venait pas seulement du commerce des biens ; elle tenait au contrôle des routes, des ports, de la logistique et à l'appui des États.

SpaceX occupe aujourd'hui, dans l'espace, une position qui rappelle cette logique : cadence de lancement, fusées réutilisables, Starlink, Starshield, programmes de défense, et désormais le projet de data centers orbitaux – tentative d'étendre la logique d'infrastructure spatiale jusqu'au *compute IA*, même si l'économie de ce modèle reste à démontrer. Il ne s'agit pas seulement d'une entreprise de croissance mais d'une infrastructure de souveraineté.

**Le parallèle avec l'IA est direct. Dans les premières phases d'une révolution technologique, la rente va d'abord à ceux qui construisent les routes.** Dans l'IA, ces routes sont les semi-conducteurs, la mémoire, les capacités de fonderie, les racks, les mégawatts et les réseaux. Le marché a donc rémunéré les fournisseurs de capacité avant de rémunérer les utilisateurs finaux. C'est logique : sans *compute*, pas de modèle ; sans HBM, pas de GPU performant ; sans énergie, pas de *data centers* ; sans réseau, pas d'inférence à grande échelle.

La décomposition du *profit pool* des semi-conducteurs liés à IA rend cette logique presque mécanique. Sur un profit net mondial estimé à plus de 600 Mds\$ en 2026, les États-Unis capteraient environ 314 Mds\$, la Corée 223 Mds\$, Taïwan 47 Mds\$, la Chine continentale 26 Mds\$, le Japon 14 Mds\$ et l'Europe 14 Mds\$<sup>1</sup>. Cette carte industrielle ressemble étroitement à une carte de la performance boursière : là où le profit pool se concentre, les flux suivent ; là où la rareté est visible, les multiples s'étendent.

Le détail par société est encore plus parlant. Nvidia représenterait à elle seule environ 207 Mds\$, soit près des deux tiers du *profit pool* américain de l'IA semi-conducteurs. La Corée est devenue une histoire de HBM à deux têtes, avec SK Hynix autour de 113 Mds\$ et Samsung Memory autour de 109 Mds\$. Taïwan reste dominée par TSMC, reflet du rôle de la fonderie comme contrainte centrale. Aux États-Unis, Micron apporte l'exposition mémoire, Broadcom l'exposition ASICs et *networking*. En Europe, ASML reste le nœud critique de la lithographie<sup>2</sup>.

**Jusqu'ici, le message était donc simple : le centre de gravité de l'IA n'était pas dans les applications, mais dans la pile physique.** Le marché ne rémunérait pas « l'IA » en général, mais les goulets d'étranglement. C'est ce qui a attiré le poids indiciel, les flux passifs et les budgets de risque actifs vers les mêmes noms. Le marché suivait le *profit pool*.

**Mais la prochaine étape pourrait être moins linéaire. L'IA agentique change la nature de la demande. Elle ne se limite pas à une requête ponctuelle dans une interface de chat.** Elle introduit des agents qui travaillent, itèrent, écrivent du code, appellent des outils, vérifient,

<sup>1</sup> Source : Edmond de Rothschild Asset Management (France).

<sup>2</sup> Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à une opinion du groupe Edmond de Rothschild sur l'évolution prévisible des dites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs. La composition du portefeuille est susceptible d'évoluer dans le temps.

## ACTIONS INTERNATIONALES ET THÉMATIQUES

corrigent, exécutent des *workflows*. La consommation de tokens devient plus continue, plus volumique, plus difficile à prévoir. Pour les semi-conducteurs, c'est un soutien évident : plus d'agents signifie plus de *compute*.

Mais c'est aussi le début d'un autre débat. Si l'IA agentique permet enfin une monétisation réelle –productivité logicielle, automatisation des processus, amélioration du diagnostic, accélération de la recherche médicale, meilleure exploitation des données propriétaires – alors le marché pourrait commencer à revaloriser d'autres maillons de la chaîne. Le logiciel, les plateformes d'orchestration, les entreprises verticales et les grands détenteurs de données pourraient retrouver une partie de l'attention aujourd'hui capturée par les semi-conducteurs.

C'est particulièrement vrai dans la santé. Les modèles deviennent plus utiles lorsqu'ils rencontrent des données riches, des *workflows* complexes et des cas d'usage à forte valeur économique. Diagnostic, *drug design*, essais cliniques, documentation médicale, conformité, relation patient, productivité des laboratoires : dans ces domaines, l'IA n'est pas seulement une couche d'assistance. Elle peut devenir un moteur d'efficacité intégré au système de production. Les entreprises qui possèdent les données, les relations clients et la connaissance métier pourraient alors capter une valeur plus durable par rapport aux simples distributeurs d'outils génériques.

La même logique vaut pour le logiciel vertical. Générer du code devient de moins en moins différenciant ; construire un produit fiable, intégré, sécurisé et monétisable reste décisif. Veeva dans la santé, Workiva dans la documentation réglementaire, IQVIA dans les données médicales, CCC dans l'assurance<sup>2</sup> : ces entreprises ne vendent pas seulement du logiciel. Elles vendent une compréhension fine d'un secteur, des données propriétaires, des *workflows* critiques et une distribution déjà installée. L'IA agentique peut augmenter cette valeur au lieu de la détruire.

**La question centrale devient donc la suivante : les semi-conducteurs resteront-ils le centre de gravité, ou deviendront-ils seulement le premier étage d'un cycle plus large ?** La réponse dépendra de la monétisation. Si les *tokens* demeurent principalement un coût, la rareté du *compute* restera le récit dominant. Si, au contraire, les *tokens* deviennent des revenus, puis des marges, puis du *free cash-flow* chez les utilisateurs finaux, le marché déplacera progressivement une partie de son attention vers les logiciels, les plateformes et les propriétaires de données.

Ce déplacement ne signifie pas que le thème des semi-conducteurs est terminé. Au contraire, l'IA agentique peut prolonger le cycle de capex. Les chiffres évoqués par Hon Hai rappellent l'ampleur industrielle du sujet : un data center Nvidia Vera Rubin de 1 GW coûterait



près de 47 Mds\$, pour une facture électrique annuelle d'environ 1,3 Md\$. Nous ne parlons pas d'un cycle logiciel léger, mais d'un cycle capitalistique, énergivore, souvent financé par de la dette.

C'est ici que le ROIC redevient central. À court terme, le marché vote pour la rareté : GPU, HBM, CoWoS, data centers, électricité. À plus long terme, il jugera la capacité à transformer le capex en *cash flow*. Certains *hyperscalers* peuvent accepter temporairement un *free cash flow* négatif pour préfinancer la demande future. Mais si les fenêtres de crédit se referment, les acteurs rationnels devront revenir vers un bilan soutenable avant leurs concurrents.

**Le bon positionnement n'est donc ni de vendre les semi-conducteurs trop tôt, ni de croire qu'ils resteront seuls au centre. Il faut distinguer le premier bénéficiaire de la révolution - la capacité - et les bénéficiaires de deuxième tour - la monétisation.** Aujourd'hui, la rareté reste du côté du silicium, de la mémoire, de la fonderie et de l'énergie. Demain, si l'IA agentique tient ses promesses, la rareté pourrait aussi se déplacer vers les données, les workflows et la distribution.

Pour l'instant, le marché fonctionne surtout comme une machine à voter : il vote pour les contraintes visibles. Mais la machine à peser reviendra. Elle pèsera les *tokens* convertis en revenus, les revenus convertis en marges, les marges converties en *free cash flow*. Dans cette transition, les semi-conducteurs resteront probablement le socle du cycle, mais plus nécessairement son unique centre de gravité. La prochaine phase de l'IA ne consistera pas à abandonner l'infrastructure, mais à identifier quels acteurs, au dessus de cette infrastructure, parviennent réellement à transformer l'usage en valeur.

---

### Points clés

- À l'image de SpaceX comparé à la Compagnie des Indes, le marché rémunère d'abord ceux qui contrôlent « les routes » et la pile physique (GPU, HBM, fonderies, etc.), concentrant ainsi l'essentiel du profit pool mondial sur ceux qui détiendront cette capacité.
  - L'émergence de l'IA agentique modifie la demande en créant des flux de travail autonomes et massifs. Le centre de gravité du marché pourrait se déplacer des puces vers les logiciels verticaux (santé, assurance) et les détenteurs de données propriétaires.
  - Le bon positionnement n'est ni de sortir trop tôt des semi-conducteurs, ni de parier qu'ils resteront l'unique centre de gravité de l'IA. Il faut toutefois basculer vers le second tour de la révolution en identifiant les acteurs capables de monétiser l'usage et de convertir l'IA agentique en *free cash-flow* réel.
-

## Avertissement

Communication publicitaire : Ceci est une communication marketing.

Juillet 2026. Le présent support est émis par le groupe Edmond de Rothschild. Il n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information.

Les informations sur les sociétés ne sauraient être assimilées à une opinion d'Edmond de Rothschild Asset Management (France) sur l'évolution prévisible desdites valeurs et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent. Ces informations ne sont pas assimilables à des recommandations d'acheter ou de vendre des actions de ces sociétés.

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 du groupe 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 du groupe 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.

Le groupe 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 du groupe 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 du groupe Edmond de Rothschild.

Le présent support ainsi que son contenu ne peuvent être reproduits ni utilisés en tout ou partie sans l'autorisation du groupe Edmond de Rothschild.

Copyright © groupe Edmond de Rothschild – Tous droits réservés.

Edmond de Rothschild Asset Management (France)  
47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08  
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros -  
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

[www.edmond-de-rothschild.com](http://www.edmond-de-rothschild.com)